

İÇİNDEKİLER

❖ Yurtiçi Ekonomi Raporu

BDDK Kararlarının Sektör Üzerindeki Olası Etkileri

TCMB'nin son faiz kararının ardından söylemlerinde bekle gör stratejisine devam ederek, aşırı bir değişiklik yapmadığı görülürken, BDDK tüketici kredilerinin artış hızını hafifletmek amacıyla yeni önlemler açıklamıştır. Bu haftaki raporumuzda BDDK'nın aldığı son kararların nedenleri ve bankacılık sektörüne olası etkileri incelenecektir.

2011 Yılı Sonu Büyüme Beklentimizi %6.1 Seviyesine Yükseltiyoruz

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) 2011 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla %11.0 oranında büyüyerek 25,896 milyar TL olmuştur. Bu performansla Türkiye ekonomisi Çin ve Hindistan'ı geride bırakarak yılın ilk çeyreğinde dünya çapında en hızlı büyüyen ülke olmuştur. Gelen güçlü büyüme verileri ardından yıl sonu büyüme beklentimizi %6.1 seviyesine yükseltiyoruz.

Yurtiçi Piyasalardaki Gelişmeler ve Yabancı Yatırımcı Payları

Yurtdışı piyasalarda son dönemde gerek ABD'de borç limitinin artırılması yönünde olumlu bir adım atılmamış olması gerekse Avrupa'da Yunanistan'ın ardından İtalya'ya ilişkin endişelerin de yükselmesi risk algılamalarını ve oynaklığı arttırmıştır. Bununla birlikte yurtiçinde de makroekonomik gelişmeler piyasa göstergeleri üzerinde etkili olmaktadır. Özellikle enflasyon gelişmeleri, Merkez Bankası para politikası kararları ve bankacılık sektörüne yönelik alınan tedbirler yatırımcılar tarafından yakından takip edilmektedir.

İşsizlik Oranı 2011 Yılı'nın Geri Kalanında Nasıl Bir Seyir İzleyecek?

Dünya ekonomisi 2007 yılının sonlarında başlayan krizin ardından 2009 yılında sert bir biçimde küçülürken istihdam piyasası da ciddi oranda daralmış, global anlamda işsizlik oranları yüksek seviyelere ulaşmıştır. Türkiye'de de işsizlik oranı bu süreçte %16.1 seviyelerine dek yükselirken, başlayan ekonomik toparlanma ile birlikte 2009 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren kademeli olarak gerileme trendine giren işsizlik oranının 2011 yılının Nisan ayında %9.9 ile yeniden kriz öncesi seviyelerine yakaladığı görülmektedir.

❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

Küresel Ekonomiye İlişkin Tahminler Olumsuz Yönde Revize Ediliyor

2010 yılında kriz sonrası toparlanma sürecinin daha da belirginleşmesinin ardından son dönemdeki gelişmeler ekonomilere ilişkin endişelerin yeniden canlanmasına neden olmaktadır. Gerek ABD'de büyümeye yönelik olumsuz verilerin gelmesi, gerekse Avrupa'da büyük borç sorunu ile karşı karşıya olan ülkelerdeki makro ekonomik ve sosyal sorunlar küresel ekonomiye ilişkin risk unsurlarının hala canlı olduğunu hatırlatmaktadır.

Avrupa Merkez Bankası'ndan Beklenen Karar

Avrupa Merkez Bankası (ECB), 7 Temmuz tarihinde gerçekleştirdiği toplantısında politika faiz oranını, 13 Temmuz'dan itibaren uygulamaya konmak üzere 25 baz puan artırarak %1.50'ye çıkardı. Böylece ECB, krizin etkisiyle tarihi düşük seviyelerine indirilen faiz oranlarında Nisan ayından sonra ikinci kez artırıma gitmiş oldu.

Euro Bölgesi'nde Yaşanan Borç Krizinin Seçilmiş Gelişmekte Olan Avrupa Ülkelerinin Dış Ticaret Üzerindeki Etkileri

Euro Bölgesi'nde Yunanistan'la başlayan, İtalya ve İspanya'ya yayılmasından endişe duyulan borç krizi, gelişmiş Avrupa ülkelerini olduğu kadar gelişmekte olan Avrupa ülkelerini de etkilemektedir. Gelişmiş Euro Bölgesi ülkelerinin, gelişmekte olan Avrupa ülkelerinin ihracatında en yüksek paya sahip olması nedeniyle bu çalışmada seçilen borç krizinin gelişmekte olan Avrupa ülkelerinin dış ticareti üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Yeni Zayıf Halka İtalya mı?

Euro Bölgesi'ni son iki yıldır tehdit eden borç krizinin Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'in ardından İtalya ve İspanya'ya yayılabileceğine dair endişeler son dönemde giderek artmaktadır. Euro Bölgesi'nin 3. büyük ekonomisi olan İtalya'nın, Yunanistan'ın ardından en yüksek kamu borcuna sahip ülke olmasının yanı sıra devam eden siyasi istikrarsızlık ve son dönemde açıklanan zayıf makro ekonomik veriler İtalya ekonomisine duyulan güveni azaltmaktadır. Bu çalışmada İtalya ekonomisinde krize neden olan gelişmeler ve bu gelişmelerin piyasalar üzerindeki etkisi incelenecektir.

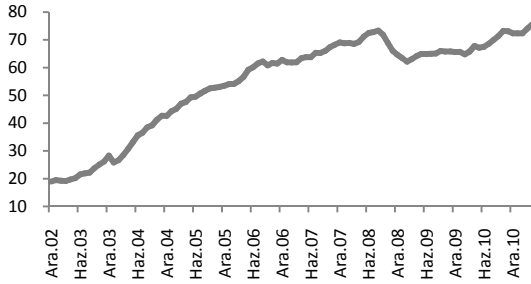
BDDK Kararlarının Sektör Üzerindeki Olası Etkileri

TCMB'nin son faiz kararının ardından söylemlerinde bekle gör stratejisine devam ederek, aşırı bir değişiklik yapmadığı görülürken, BDDK tüketici kredilerinin artış hızını hafifletmek amacıyla yeni önlemler açıklamıştır. Bu haftaki raporumuzda BDDK'nın aldığı son kararların nedenleri ve bankacılık sektörüne olası etkileri incelenecektir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Haziran ayı PPK toplantısında politika faiz oranını genel beklentiler doğrultusunda %6.25 seviyesinde sabit bırakmıştır. TCMB ayrıca TL ve YP zorunlu karşılık oranlarında da bir değişikliğe gitmemiştir. Toplantının ardından yapılan açıklamada TCMB'nin söylemlerinin değişmediği görülürken, PPK'nın "bekle-gör" politikası çerçevesinde fiyat istikrarına ve finansal istikrara ilişkin risklerin azaltılması açısından, mevcut politika bileşiminin sıkılaştırıcı yöndeki etkilerinin yakından izlenmeye devam ettiği görülmektedir. TCMB'nin bekle gör stratejisine karşın, BDDK ise yakın zamanda tüketici kredilerinin artış hızını hafifletmek amacıyla yeni önlemler açıklamıştır.

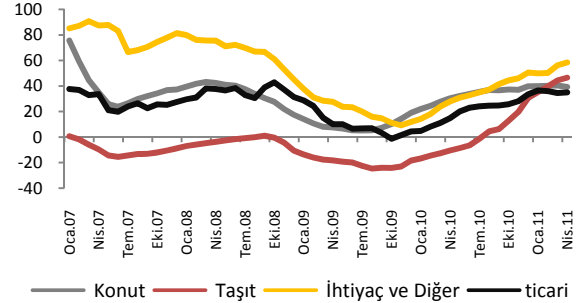
Bankacılık sektöründe son dönemde kredi artış hızının önüne geçmek için gerek TCMB gerekse de BDDK'nın çeşitli önlemler aldığı görülmektedir. TCMB'nin vade ayırımına gittiği 2010 yılının Aralık ayından itibaren TL zorunlu karşılık oranlarında toplamda ortalama 750 baz puanlık bir artırıma gitme kararı aldığı görülürken, söz konusu kararın etkilerinin henüz sınırlı kalması nedeniyle BDDK da kredi artış hızını frenlemek amacıyla çeşitli kararlar almıştır. Bu kapsamda BDDK almış olduğu kararlar, tüketici kredilerinin toplam kredilerine oranı % 20'nin üzerinde olan bankalar ile taşıt ve konut kredileri dışındaki tüketici kredilerine ilişkin tahsili gecikmiş alacaklar oranı %8'in üzerinde bulunan bankalarca kullanılacak taşıt ve konut kredisi dışındaki tüketici kredilerine ilişkin genel karşılık oranının Birinci Grup - Standart Nitelikli Krediler ve Diğer Alacaklar arasında izlenenler için %4, ikinci Grup - Yakın izlemedeki Krediler ve Diğer Alacaklar arasında izlenenler için %8 olarak uygulanmasına karar vermiştir.

Grafik-1 Bireysel Kredilerin Tasarruf Mevduatına Oranı (%)



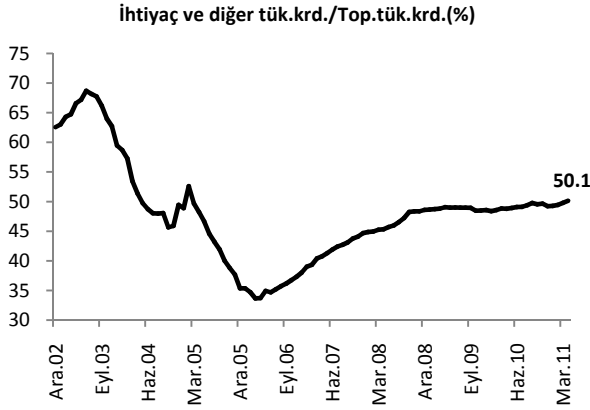
Kaynak: BDDK

Grafik-2 Kredi Türleri Artış Oranı (y,y)



Kaynak: BDDK

BDDK'nın bu kararı üzerinde öncelikle son dönemde tüketicilerin yükümlülüklerinin hızla artması etkili olurken, yukarıdaki Grafik-1 incelendiğinde, bankacılık sektöründe bireysel kredilerin toplam tasarruf mevduatına oranının Nisan ayında %75 seviyesine kadar yükseldiği dikkati çekmektedir. Bu durum tüketicilerin aşırı borçlandığını yansıtırken, bireysel kredilerin detayları incelendiğinde bireysel kredilerin %75'ini tüketici kredileri oluşturmaktadır. Tüketici kredilerinin alt kalemleri incelendiğinde ise tüketici kredilerinin %46'sı konut kredilerinden, %4'ü taşıt kredilerinden, % 50'si ise ihtiyaç kredileri ile diğer tüketici kredilerinden oluşmaktadır. Nisan ayı verileri incelendiğinde, tüketici kredileri bir önceki yıla göre %43.7 oranında artarken, konut ve taşıt kredileri sırasıyla %39.3 ve %46.6 oranında artış göstermiştir. İhtiyaç kredilerindeki artış ise söz konusu dönemde %27.3, diğer tüketici kredilerindeki artış %173.7 oranında gerçekleşmiştir. Bu sert yükseliş bankacılık sektörünün konut ve taşıt kredisi dışında tüketici kredisi verirken daha dikkatli olmalarını sağlayacak uygulamalar geliştirilmesi gereğine işaret etmektedir.



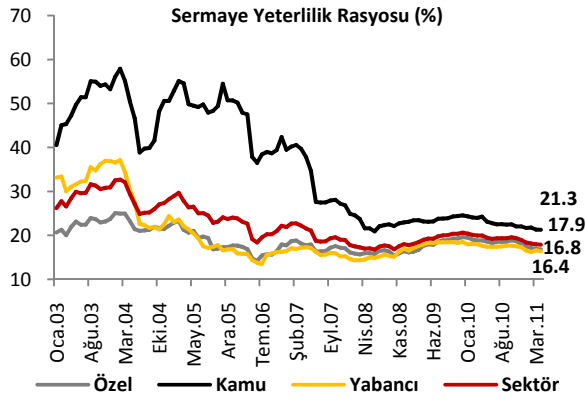
İhtiyaç ve Diğer Kredilerin Sahiplik Bakımından Dağılımı (%)		
	Nis.10	Nis.11
Kamu	44.9	46.8
Özel	38.7	39.1
Yabancı	16.4	14
Kaynak: BDDK		

2006 yılında ortalama %35 seviyelerinde seyreden ihtiyaç ve tüketici kredilerinin toplam tüketici kredileri içindeki payının 2006 yılından itibaren hızla yükseldiği dikkati çekerken, 2011 yılının Nisan ayı itibariyle bu oranın %50 seviyelerinin üzerine çıktığı görülmektedir. İhtiyaç ve diğer tüketici kredilerinin sahiplik bakımından dağılımı incelendiğinde ise, 2011 yılının Nisan ayında %46.8 ile kamu bankalarının ilk sırada yer aldığı görülürken, bu doğrultuda BDDK'nın aldığı kararların en çarpıcı etkilerinin kamu bankaları üzerinde görülmesi de mümkün görünmektedir. Bununla birlikte %39.1 ile yüksek bir paya sahip olan özel bankaların da söz konusu değişikliklerden etkilenmesi kaçınılmaz olacaktır. Yabancı bankaların verdiği ihtiyaç ve diğer tüketici kredilerinin toplam ihtiyaç ve diğer tüketici kredileri içindeki payının ise %14 ile bir önceki yılın Nisan ayına göre gerilediği görülürken, yabancı bankaların söz konusu değişiklikten görece daha az etkileneneğini söyleyebiliriz. Konut ve taşıt kredilerinde olduğu gibi ihtiyaç ve diğer tüketici kredilerinin arkasında fiziki bir teminatın bulunmaması ve sadece kefaletin yeterli bulunması ve buna rağmen vadelerinin uzun olması bu tür kredilere olan hanehalkı talebini artırmaktadır. Söz konusu bu kredi türünün %100 risk ağırlıklandırmasına tabii tutulduğu gözönüne alındığında, BDDK sektörün karşı karşıya bulunduğu riski azaltmak ve bu kredilerin sektör tarafından bu kadar kolay verilmesinin önüne geçmek amacıyla bu kredi türü ile ilgili çeşitli düzenlemelere gitmiştir.

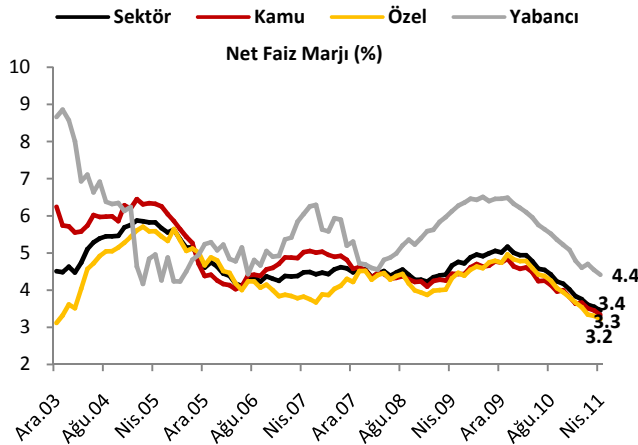
İhtiyaç ve Diğer Tüketici Kredileri			
(Milyar TL)	Nis.10	Nis.11	Artış oranı (%)
İhtiyaç ve diğer tüketici kredileri	48.873	71.970	47
1 yıldan uzun vadeli ihtiyaç ve diğer tüketici kredileri	43.207	66.372	54
Kaynak: BDDK			

BDDK söz konusu bu kredi türlerinin tüketici kredilerinin uzun vadelere yayılmasının neden olabileceği riskleri göz önünde bulundurarak, daha önce kredi kartları için getirilmiş olan vadeye bağlı risk ağırlıklandırma yöntemini taşıt ve konut kredisi dışındaki tüketici kredileri için de uygulanmasına karar vermiştir. Bu

bağlamda BDDK, bankaların sermaye yeterliliklerinin hesaplanmasında taşıt ve konut kredileri dışındaki tüketici kredilerinden kalan vadesi bir yıl ile iki yıl arasında olanlar için risk ağırlığının %150'ye, iki yıldan fazla olanlar için ise %200'e çıkarılmasına karar vermiştir. 1 yıldan uzun vadeli ihtiyaç ve diğer tüketici kredilerinin toplam ihtiyaç ve tüketici kredileri içindeki payının %92 seviyesinde olduğu gözönüne alındığında BDDK'nın almış olduğu bu kararın çok yerinde bir karar olduğu görülmektedir.



görece düşük olması SYR açısından oluşabilecek olumsuz etkileri sınırlandırabilecektir. Bununla birlikte kamu bankalarının SYR'si açısından aşağı yönlü riskler daha da artmış görünmektedir. Kamu bankalarının verdiği ihtiyaç ve diğer kredilerin toplam ihtiyaç ve diğer krediler içindeki yüksek ağırlığı değerlendirildiğinde, hızlı kredi genişlemesi ile birlikte 2010 yılının Haziran ayından beri genel olarak düşüş trendinde olan kamu bankalarının SYR'sinin daha da gerilemesi mümkün görünmektedir. Böylece 2011 yılının Nisan ayı itibari ile %21.3 ile en yüksek SYR'ye sahip kamu bankaları ile %16.4 ile en düşük SYR'ye sahip yabancı bankalar arasındaki fark kapanabilecektir.



olan yabancı grup bankaların bu karardan yine en az etkilenen grup olduğu dikkati çekmektedir.

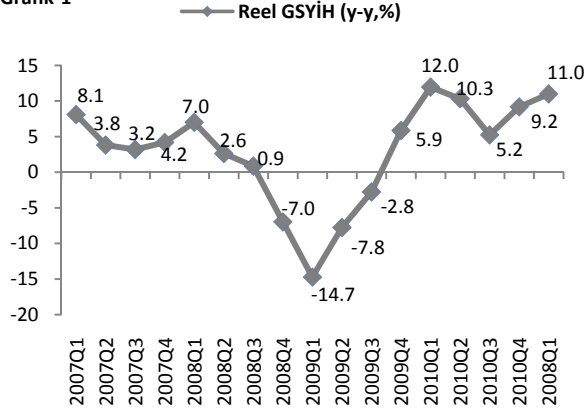
Söz konusu rakamların sermaye yeterlilik rasyosu (SYR) bakımından olası sonuçları incelendiğinde, risk ağırlıklarında artırıma gitmek suretiyle hesaplamada yapılan değişiklikle, halihazırda %17.9 olan ve 2010 yılının Ekim ayından beri gerileme trendinde olan sektörün SYR'sinin daha sert gerilemesi söz konusu olabilecektir. Sahiplik bakımından incelendiğinde, %16.4 ile yabancı bankaların en düşük SYR'ye sahip olduğu dikkat çekerken, bu durum kararın ardından SYR'nin daha da düşmesi riskini artırdığından yabancı bankalar için olumsuz bir tablo çizmektedir. Ancak yabancı bankalar için ihtiyaç ve diğer kredilerin toplam ihtiyaç ve diğer krediler içindeki payının

Alınan bu kararın sektör karlılığına yansımaları incelendiğinde, söz konusu bu değişikliklerin önümüzdeki dönemde net dönem karında düşüşe neden olması beklenebilecektir. Söz konusu değişiklikle oluşan maliyet artışının kredi fiyatlarına yansıtılması durumunda ise tüketici kredileri faiz oranlarının bir miktar yukarı yönlü hareket etmesi mümkün olabilecektir. Böyle bir durumda ise bu kararın karlılık üzerindeki net etkisini söz konusu faiz artışına tüketici talebinin duyarlılığı belirleyecektir. Tüketici duyarlılığının düşük olması durumunda karlılıktaki düşüşün sınırlı kalması söz konusu olabilecektir. Tüm bunlar gözönüne alındığında net faiz marjı %4.4

2011 Yılına Büyüme Beklentimizi %6.1 Seviyesine Yükseltiyoruz...

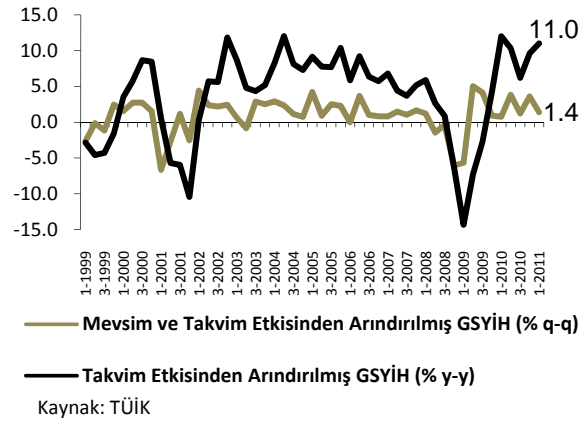
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) 2011 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla %11.0 oranında büyüyerek 25,896 milyon TL olmuştur. Bu performansla Türkiye ekonomisi Çin ve Hindistan'ı geride bırakarak yılın ilk çeyreğinde dünya çapında en hızlı büyüyen ülke olmuştur. Gelen güçlü büyüme verileri ardından yıl sonu büyüme beklentimizi %6.1 seviyesine yükseltiyoruz.

Grafik-1



Kaynak: TÜİK

Grafik-2

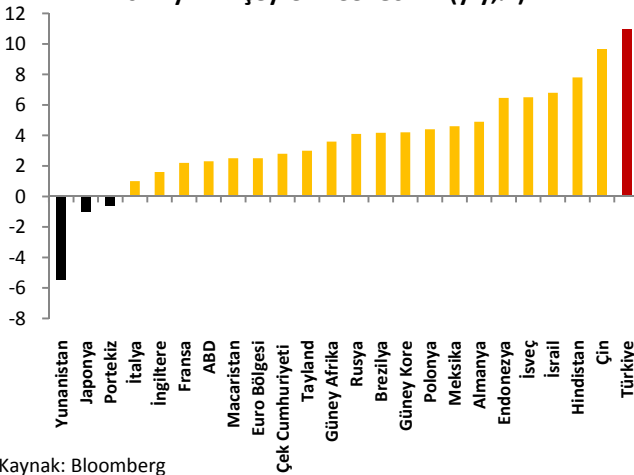


Kaynak: TÜİK

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) 2011 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla %10.5 olan beklentimize paralel ve %9.6 olan piyasa beklentisinin üzerinde %11.0 oranında büyüyerek 25,896 milyon TL olmuştur. Takvim etkisinden arındırılmış sabit fiyatlarla GSYİH 2011 yılı ilk üç aylık dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre %11'lik artış gösterirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH değeri bir önceki döneme göre %1.4 artmıştır. Özellikle takvim etkisinden arındırılmış GSYİH'nın büyüme hızındaki artış önemli görünürken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH ılımlı bir büyüme sergilemiştir.

Grafik-3

2011 yılı ilk çeyrek Reel GSYİH (y-y,%)

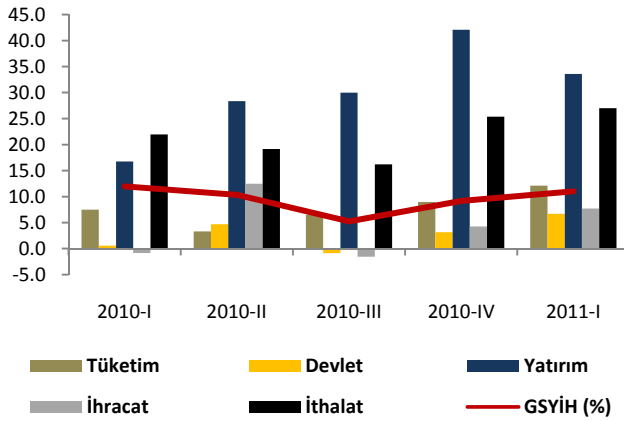


Kaynak: Bloomberg

2011 yılının ilk çeyrek verileri dünya genelinde incelendiğinde, %11 oranında büyüyen Türkiye ekonomisi ilk çeyrekte Çin ve Hindistan'ı geride bırakarak dünya çapında en hızlı büyüyen ülke olmuştur. Bu durum dünya genelinde Türkiye ekonomisinin büyüme dinamiklerinin güçlü olduğunu yansıtmaktadır. Buna karşın borç krizinin derinleşmesi ile birlikte Yunanistan ekonomisinin %5.5 oranı ile en sert küçülmeye sahip olduğu görülürken, diğer Euro bölgesi ekonomilerinde de performansın zayıf olduğu dikkat çekmektedir. Ayrıca son dönemde alınmaya devam edilen sıkı maliye politikası önlemleri çerçevesinde, bu ülkelerde büyüme yönlü riskler önümüzdeki dönemde de devam

edebilecektir. Diğer yandan gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki büyüme performansının yılın ilk çeyreğinde gelişmiş ülkelere göre daha güçlü olmaya devam ettiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler arasında ise Türkiye'nin Brezilya'dan 2 kat daha fazla bir büyüme hızına sahip olması ve daha önce büyümede gelişmekte olan ülkelerin lokomotif konumunda olan Çin, Hindistan gibi ülkeleri geride bırakması, Türkiye ekonomisi için önümüzdeki döneme ilişkin umut verici bir tablo çizmektedir.

Grafik-4 Harcama Bileşenleri Büyüme Hızları (%)

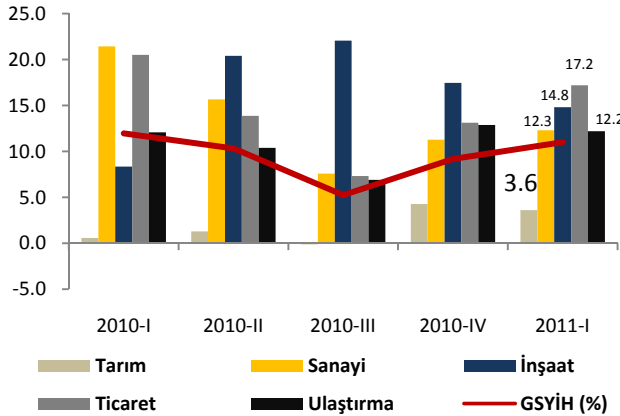


Kaynak: TÜİK

%4.9 oranındaki artışla katkısının 0.15 puan ile sınırlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla 2011 yılının ilk çeyrek büyüme rakamlarında yatırımlarda özellikle özel sektör kaynaklı artış en önemli gelişmeyken, bu durum önümüzdeki dönemde büyüme performansının sürdürülebilirliğine ilişkin olumlu bir tablo çizmektedir. Diğer harcama kalemleri incelendiğinde ise, 2011 yılı ilk çeyreğinde yerleşik hanehalkları tüketiminin %12.1 oranında artarak ilk çeyrek büyüme oranına 8.75 puan katkı yaptığı görülmektedir. Böylece yılın ilk çeyreğinde en yüksek katkıyı tüketim harcamalarının yaptığı görülürken, yaşanan yüksek artışa karşın yatırım harcamalarının büyümeye yaptığı katkı tüketim harcamalarının arkasında kalmıştır. Bu durum tüketimin büyümede önemli bir rol oynadığı Türkiye ekonomisi için sürpriz bir gelişme olarak dikkat çekmemektedir. Devletin nihai tüketim harcamaları ise, 2011 yılı ilk çeyreğinde %6.7 oranında artarak büyümeye 0.68 puanlık katkı sağlamıştır. Yılın ilk çeyreğinde ihracat ise %7.7 oranında artarken, ithalattaki sert yükselişle (%27.0) beraber net ihracatın büyümeye olan katkısı beklentilerimize paralel olarak negatif gerçekleşmiştir (-5.6 puan).

Büyüme verileri harcamalar yöntemiyle incelendiğinde, yılın ilk çeyreğinde yatırım harcamalarında yaşanan artışın hız kesmesine karşın, %33.6 oranı ile güçlü performansını devam ettirmiştir. Söz konusu grubun 1. çeyrekte büyümeye 7.38 puan katkı yaptığı dikkat çekmektedir. Geçen yıl boyu çift haneli büyüyen yatırım harcamalarının, bu performansını devam ettirmesi ve büyümeye yüksek katkı yapan gruplardan biri olması önümüzdeki dönem için olumlu görünmektedir. Yatırım harcamalarındaki söz konusu artışta özel sektör yatırımlarında yaşanan %38.3 oranındaki artışın rol oynadığı görülürken (katkısı 7.23 puan), kamu sektörü yatırımlarının

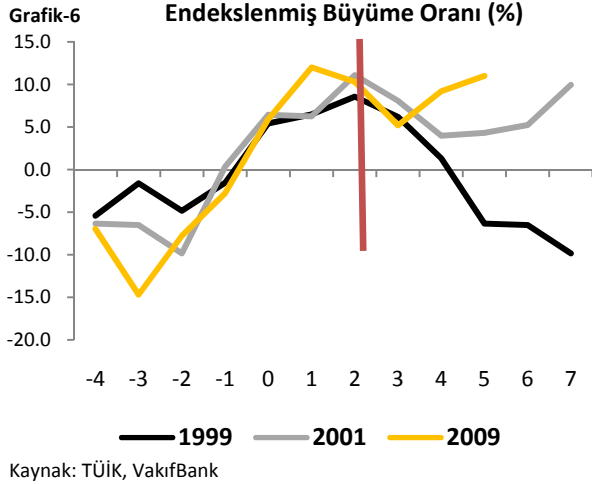
Grafik-5 Sektörel Büyüme Hızları (%)



Kaynak: TÜİK

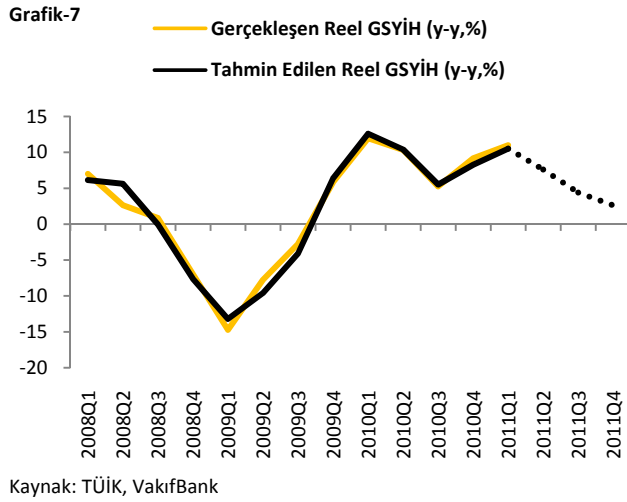
2011 yılının ilk çeyreğinde inşaat sektöründeki toparlanmanın devam ettiği fakat bir önceki yıl geneline göre bir miktar yavaşladığı görülmektedir. 2010 yılı genelinde %17.1 ile en sert büyüme oranına sahip olan sektörün, 2011 yılının ilk çeyreğinde %14.8 oranında artarak büyümeye katkısı 0.70 puan olmuştur. Birinci çeyrekte tarım ve balıkçılık sektörlerinde yaşanan sırasıyla %3.6 ve %11.4 oranındaki artışlar da yine dikkat çeken bir gelişmedir. Tarım sektöründe yaşanan artışın büyümeye katkısının 0.03 puan ile sınırlı olduğu görülmektedir.

Büyüme verilerinin detayları üretim tarafından incelendiğinde ise, 2011 yılı ilk çeyreğinde hemen hemen tüm sektörlerde büyümenin devam ettiği görülmektedir. GSYİH içindeki payı %25.8 ile en yüksek orana sahip olan sanayi sektörünün beklentilerimize paralel olarak %12.3 oranında artış yaşayarak büyümeye 2.6 puan ile en yüksek katkı yaptığı görülmektedir. Yılın ilk çeyreğinde sanayi sektörünün ardından, yükseliş yönünde katkı sağladığı dikkat çeken bir diğer sektör ise, yıllık %17.2 ile en yüksek artışı gösteren toptan ve perakende ticaret sektörü olmuştur. Sektörün büyümeye katkısının ise 1.88 puan olduğu görülmektedir.



Yandaki Grafik-6'da Türkiye'de daha önce yaşanan resesyon dönemleri ardından toparlanma hızlarını 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 görülmektedir. Fakat GSYİH'deki düşüşün ve toparlanmanın son krizde bir miktar daha sert olduğu dikkat çekmektedir. Söz konusu yıllarda kriz süreci ve ardından toparlanma dönemlerinin birbirine paralel bir görüntü

çizdiği izlenirken, söz konusu paralel hareketin 1999, 2001 ve 2009 krizlerinde toparlanma ardından gelen dönemde birbirinden ayrıştığı görülmektedir. Özellikle açıklanan birinci çeyrek rakamları çerçevesinde yılın ilk çeyreğindeki performansın geçmiş yıllardakinin çok üzerinde olduğu dikkat çekmektedir.



Türkiye ekonomisi küresel krizin etkisi ile 2009 yıl sonunda %4.8 küçülmesinin ardından, 2010 yılında %8.9 oranı ile güçlü bir büyüme performansı yakalamıştır. Bu oran ile "Avrupa Birliği (AB) büyüme lideri" olan Türkiye, G-20 ve OECD ülkeleri arasında da ayrılmıştır. Türkiye, Çin ve Arjantin'in ardından büyüme oranıyla dünya 3'üncüsü olmuştur. 2010 yılında ekonomik büyümede yaşanan güçlü performans ardından 2011 yılına ilişkin gelen ilk çeyrek rakamları büyümenin devam ettiğini yansıtmaktadır. Özellikle yatırım harcamalarında yaşanan artışlar büyümenin sürdürülebilirliği üzerinde olumlu bir tablo çizerken, mevsim ve takvim etkilerinden

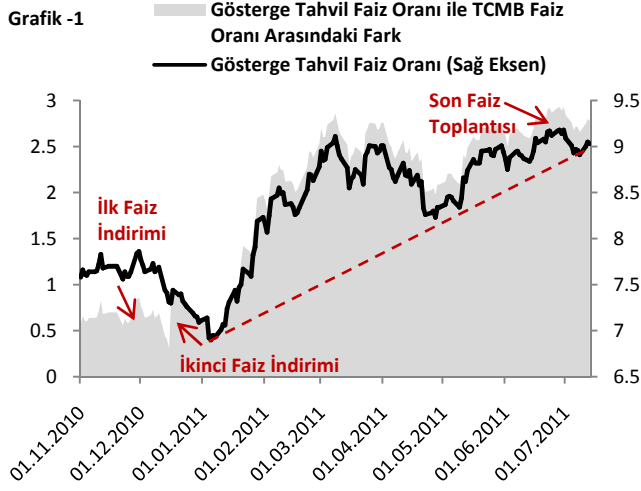
arındırılmış seride de yaşanan artışın devam ediyor olması 2011 yılında Türkiye büyümesinin yıla iyi bir başlangıç yaptığını yansıtmaktadır. Diğer yandan, Nisan ayında bir önceki yıla göre %8.3 oranında artan sanayi üretim endeksi ise yılın ikinci yarısından itibaren büyümedeki performansın yavaşlayabileceğine işaret etmektedir. Ekonometrik model sonuçlarımız ışığında, bundan sonraki dönemde büyüme performansının kademeli olarak yavaşlamasını bekliyoruz. Yılın geri kalanında yıllık büyüme oranların ivme kaybetmesine rağmen devam edeceği ve güçlü gelen birinci çeyrek büyüme rakamı değerlendirildiğinde yıl sonu büyüme beklentimizi %6.1 seviyesine yükseltiyoruz.

Yurtiçi Piyasalardaki Gelişmeler ve Yabancı Yatırımcı Payları

Yurtdışı piyasalarda son dönemde gerek ABD'de borç limitinin artırılması yönünde olumlu bir adım atılamamış olması gerekse Avrupa'da Yunanistan'ın ardından İtalya'ya ilişkin endişelerin de yükselmesi risk algılamalarını ve oynaklığı arttırmıştır. Bununla birlikte yurtdışında da makroekonomik gelişmeler piyasa göstergeleri üzerinde etkili olmaktadır. Özellikle enflasyon gelişmeleri, Merkez Bankası para politikası kararları ve bankacılık sektörüne yönelik alınan tedbirler yatırımcılar tarafından yakından takip edilmektedir. Söz konusu gelişmeler

işığında, bu raporumuzda temel piyasa göstergeleri ile yurtiçi ve yurtdışı gelişmelerin etkileşimi incelenmiş ardından da yabancı yatırımcıların yatırım araçlarının mülkiyetindeki payları incelenmiştir.

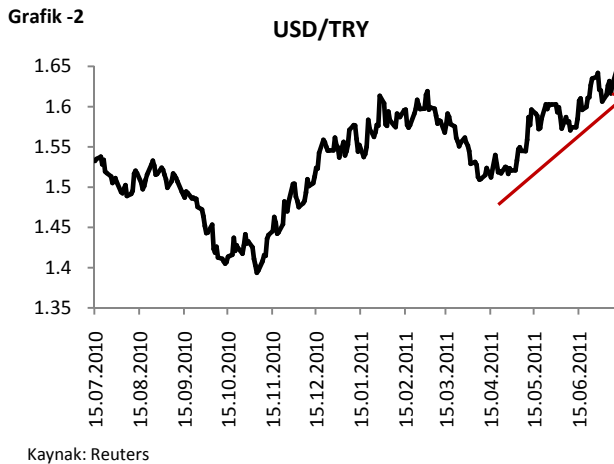
➤ Tahvil – Bono Piyasası



Tahvil-bono piyasasında yaşanan gelişmeler incelendiğinde, TCMB'nin finansal istikrara ilişkin riskleri azaltmak adına Aralık ve Ocak aylarında yaptığı faiz indirimlerinin ardından gösterge tahvile alım geldiği ve tahvil getirisinin gerileyerek 6.95 ile tüm zamanların en düşük seviyesine gerilediği görülmektedir. TCMB'nin politika faiz oranını sabit bıraktığını açıklamasının ardından ise gösterge tahvilin getirisinde yaşanan yukarı yönlü hareket dikkat çekmektedir. Gösterge tahvil getirisiyle TCMB politika faiz oranı arasındaki fark ise, faiz indirim kararlarının ardından sert şekilde yükselmiştir. 2011 yılının başından itibaren gösterge faizin sert bir biçimde yükselmesinin

nedenleri arasında, alınan önlemlere rağmen cari açığı yükselişin devam etmesi, zorunlu karşılık oranlarının artırılmasının banka karlarını olumsuz etkileyebileceğine dair endişeler, küresel piyasalarda risk alma iştahının azalması ve yatırımcıların riskli varlıklardan uzaklaşması sıralanabilir. Diğer yandan TCMB'nin son toplantısında, faizleri sabit tutma kararının piyasa beklentileri dahilinde olması, gösterge tahvilin getirisinin sınırlı bir biçimde gerilemesine neden olmuştur. Ancak, önümüzdeki dönemde özellikle gelişmiş ülkelere yönelik endişelerin arttığı bir ortamda, global risk alma iştahına ilişkin gelişmeler ve TCMB'nin faiz kararlarında nasıl bir yön izleyeceğine dair piyasada oluşacak beklentiler tahvil getirisindeki yukarı yönlü hareketleri destekleyebilir.

➤ Döviz Piyasası

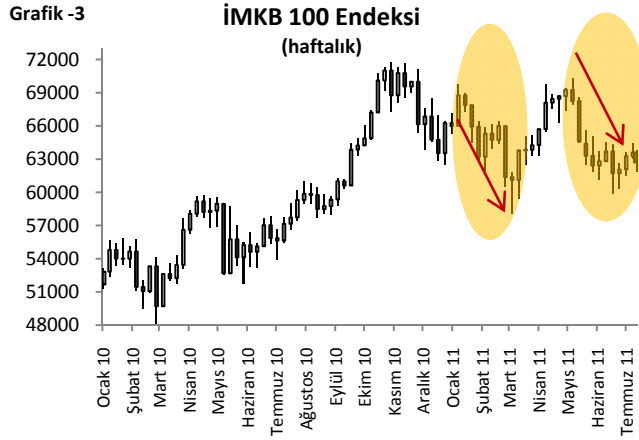


Son dönemde TL'nin hareketine bakıldığında, TL'nin diğer para birimlerine karşı değer kaybetmekte olduğu görülmektedir. Özellikle USD/TRY kuru son üç ayda oldukça yükselmiş ve 1.64 seviyesinin üzerine çıkmıştır. Bu artışta, yurtiçi gelişmelerin yanı sıra uluslararası piyasalardaki gelişmeler de etkili olmaktadır. Türkiye için risk unsuru olmaya devam eden cari açık, TL üzerinde de baskı oluşturmaya devam ederken, TCMB'nin politika faiz oranını sabit tutmaya devam etmesi ve yüksek enflasyon oranı TL'nin zayıf seyretmesine neden olmaktadır. Bununla beraber cari açığı azaltmak adına özellikle banka kredilerinin

azaltılmasına yönelik alınan zorunlu karşılıklarda artırım yapılması gibi önlemlerin henüz beklenen etkiyi göstermemiş olması da piyasalarda yeni önlemler gelebileceğine dair belirsizlikleri artırmakta, bu da TL üzerinde baskı yaratmaktadır. Yurtiçindeki gelişmelerin yanında yurtdışında özellikle Euro Bölgesi'ndeki kırılmalıkların devam etmesi doların euro karşısında değer kazanmasına neden olurken, küresel risk iştahını da azaltmakta, gelişmekte olan ülke para birimi olarak TL'ye olan talebi de düşürmektedir. Son dönemdeki yükselişleri göz önünde bulunduran TCMB bunu engellemek adına günlük döviz alım ihalelerindeki alım

tutarını 2011 yılı için ikinci kez indirerek 40 milyon dolardan 30 milyon dolara düşürmüş, önümüzdeki dönemde yeni indirimlerin olabileceğini, gerektiğinde ise alımların durdurulabileceğini de belirtmiştir.

➤ Hisse Senedi Piyasası



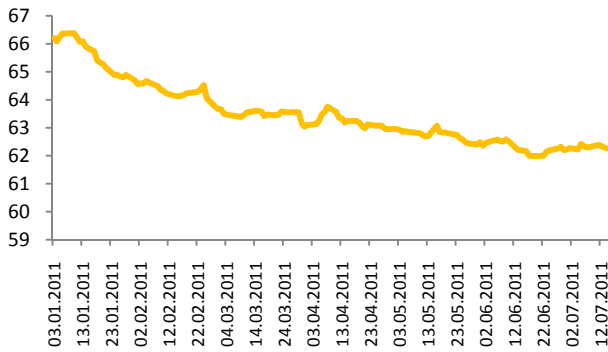
Kaynak: Bloomberg

bankacılık hisselerinde satışa neden olmuş, İMKB bankacılık endeksinde sert düşüşler meydana gelmiştir. Sektörel bazda yaşanan sert düşüşlerin etkisinin yanı sıra, Ortadoğu ülkelerinde yaşanan olumsuzlukların etkisiyle hızla artan petrol fiyatlarının cari açık ve enflasyonu yükseltebileceğine dair endişelerin ve gösterge faizdeki sert yükselişlerin etkisiyle İMKB 100 endeksi 8 hafta süren bir düşüş trendi sergilemiş ve 58.000 seviyelerine kadar gerilemiştir. Yaşanan bu düşüşlerin ardından yurtdışı piyasalarda yaşanan toparlanma ve gösterge faizdeki yatay seyrin etkisiyle, endeks yeniden bir yükseliş trendine girmiş ve Mayıs ayının ilk haftasında 70.000 seviyelerini test etmiş ve 70.335 seviyesi ile 2011 yılının en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Fakat yüksek cari işlemler açığı hesabının piyasada neden olduğu endişeler, yurtdışında Yunanistan'a yönelik endişelerin hızla artması İMKB 100 endeksinde negatif yönlü seyre neden olmuş ve endeks altı hafta sonunda en düşük 62.072 seviyesini görerek 70.000 seviyesini test ettiği haftaya göre %11.8 oranında bir düşüş sergilemiştir. Haziran ayının son haftasında yaşanan söz konusu düşüşün ardından ise endeks, beklentilerin altında gelen dış ticaret açığı ve beklentilerin üzerinde gelen enflasyon oranlarının etkisinin endeks üzerinde sınırlı yansımalarının etkisiyle yatay bir seyir izlemeye başlamıştır.

2010 yılının son ayında TCMB'nin faiz oranlarında indirimle gidileceği sinyallerini vermesinin ardından, 2011 yılının ilk haftasında gösterge faizin tarihinin en düşük seviyesine gerilemesi ve aynı zamanda yurtdışı piyasalarda hakim olan olumlu hava İMKB 100 endeksinin yeni yıla yükselişle girmesine neden olmuştur. Endeksin yılın ilk haftasında en yüksek 69.725 seviyesine ulaşmasının ardından, TCMB'nin faiz oranlarında 25 baz puanlık indirimle ve zorunlu karşılıklarda artırma gitmesi, bu durumun banka karlarını olumsuz etkileyeceğine ilişkin endişelerin ortaya çıkmasına ve özellikle

ABD'de borç limitinin yükseltilmesi ile ilgili tartışmaların arttığı bir ortamda, Avrupa'da da Yunanistan'a ilişkin devam eden endişelere İtalya'nın da borç geri ödemesinde yaşayabileceği sorunların eklenmesi yurtdışı piyasalarda risk algılamalarını canlı tutmaktadır. Bu bağlamda, yurtdışı gelişmelerin yurtiçi piyasalara yansımaları giderek daha yakından takip edilmesi gereken bir konu haline gelmektedir. Bu bağlamda yabancı yatırımcıların son dönemlerdeki yatırım araçlarındaki pozisyonlarının ele alınması yararlı görülmektedir.

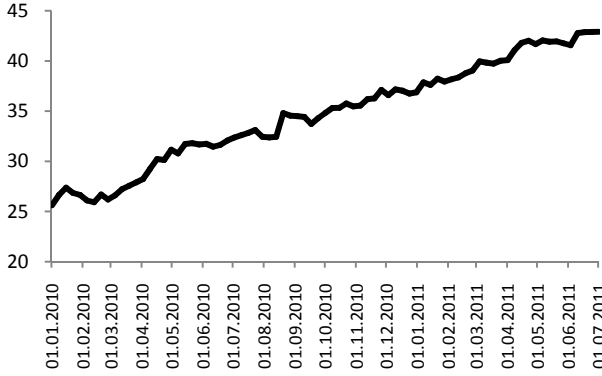
Grafik -4 Hisse Senedi Piyasası Yabancı Oranı (%)



Kaynak: Merkezi Kayıt Kuruluşu

Rapor'un önceki bölümlerinde değinildiği gibi hisse senedi piyasalarında uzun süreli değer kayıpları dikkat çekmektedir. 2011 yılının başından beri devam eden süreçte yabancı yatırımcıların toplam içindeki payının gelişimi de önemli ipuçları taşımaktadır. 2011 yılının başında %66.4 seviyesine ulaşan hisse senedi piyasasındaki yabancı yatırımcıların payı Temmuz ayının ortası itibariyle %62.2 seviyesine kadar gerilemiştir. Son haftalarda yatay bir seyir izleyen oran yurtdışı piyasalardaki gelişmelerden hızlı bir şekilde etkilenebilecektir.

Grafik -5 Yabancıların DİBS Piyasasındaki Payı (%)



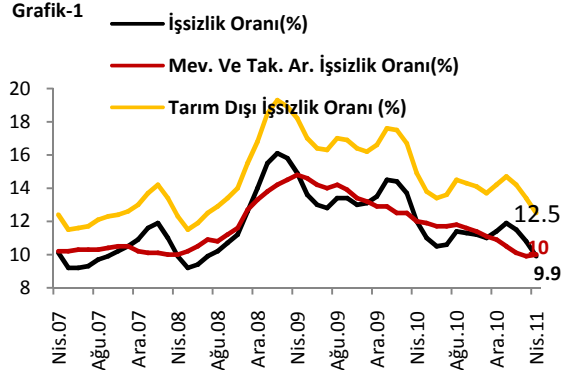
Kaynak: TCMB

Hisse senedi piyasasında yabancı payı azalırken, Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) piyasasında yabancı yatırımcıların payının yükseliş trendinde olduğu görülmektedir. 2010 yılı başında %25 seviyesinde bulunan yurtdışı yerleşiklerin mülkiyetindeki DİBS'lerin toplam içindeki payı yılın ilk yarısı itibariyle %40 seviyesinin üzerine çıkmıştır. DİBS piyasasında yabancı yatırımcıların algılamalarında Merkez Bankası'nın para politikası duruşuna ilişkin algılamaların ve beklentilerin etkili olduğu söylenebilmektedir.

İşsizlik Oranı 2011 Yılı'nın Geri Kalanında Nasıl Bir Seyir İzleyecek?

Dünya ekonomisi 2007 yılının sonlarında başlayan krizin ardından 2009 yılında sert bir biçimde küçülürken istihdam piyasası da ciddi oranda daralmış, global anlamda işsizlik oranları yüksek seviyelere ulaşmıştır. Türkiye'de de işsizlik oranı bu süreçte %16.1 seviyelerine dek yükselirken, başlayan ekonomik toparlanma ile birlikte 2009 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren kademeli olarak gerileme trendine giren işsizlik oranının 2011 yılının Nisan ayında %9.9 ile yeniden kriz öncesi seviyelerini yakaladığı görülmektedir. Bu raporda işsizlik oranında yaşanan bu sert gerilemenin nedenleri ile istihdam ve verimlilik arasındaki ilişki incelenmiş ve son olarak da büyüme ve enflasyon oranı beklentilerimiz çerçevesinde 2011 yılına ilişkin işsizlik oranı beklentimize yer verilmiştir.

Grafik-1

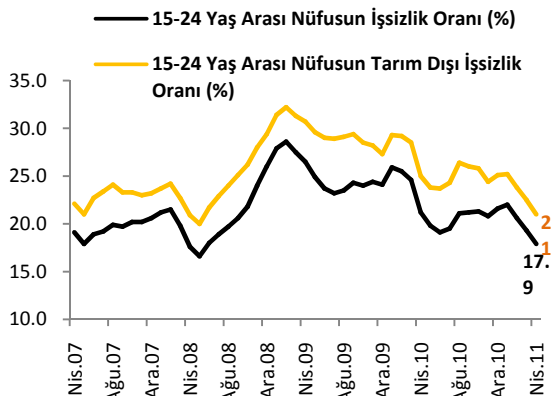


Kaynak: TÜİK

2010 yılının Nisan ayında %12.0 olan işsizlik oranı, bu yılın aynı ayında 2.1 puan gerileyerek %9.9 olarak gerçekleşmiştir. 2011 yılı Nisan ayında mevsimsellikten arındırılmış işgücüne katılma oranı ise bir önceki döneme göre 1 puanlık artışla %49.9 oranında gerçekleşirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı ise aylık bazda 0.1 puanlık artışla %10 seviyesinde gerçekleşmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranının verileri incelendiğinde işsizlik oranına göre nispeten daha istikrarlı bir düşüş dikkati çekmektedir. Diğer yandan mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış işsizlik oranında Nisan ayında yaşanan hafif yükseliş,

işsizlik oranında yaşanan bu azalmada etkili olan istihdam artışının mevsimsel etkilere çok da bağlı olmadığını göstermektedir. Bu gelişmelerle birlikte 2011 yılı Nisan döneminde istihdam edilenlerin sayısı, geçen yılın aynı dönemine göre 1 milyon 454 bin kişi artarak, 23 milyon 955 bin kişiye yükselmiştir.

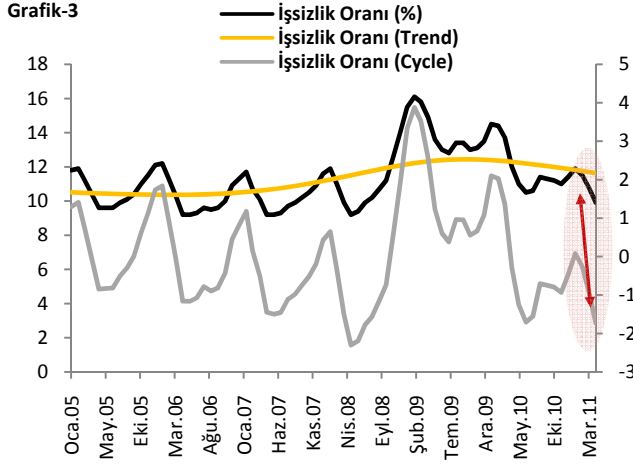
Grafik-2



Kaynak: TÜİK

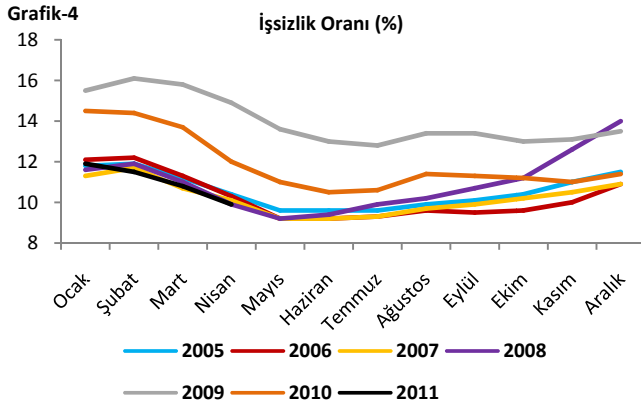
2011 yılının Nisan ayında 15-24 yaş aralığında olan genç nüfusta işsizlik oranı ise geçen yılın aynı ayına göre 3.3 puanlık bir azalışla %17.9 seviyesine gerilemiştir. Bu yaş aralığındaki nüfusta işsizlik oranında meydana gelen düşüşte aynı yaş aralığı için tarım dışı işsizlik oranında meydana gelen azalmanın etkili olduğu görülmektedir. Böylece tarımda meydana gelen istihdam artış ve

azalışlarının, tarım dışı sektörler kadar genç nüfus işsizlik oranı üzerinde etkili olmadığı söylenebilir.



Kaynak: TÜİK, VakıfBank

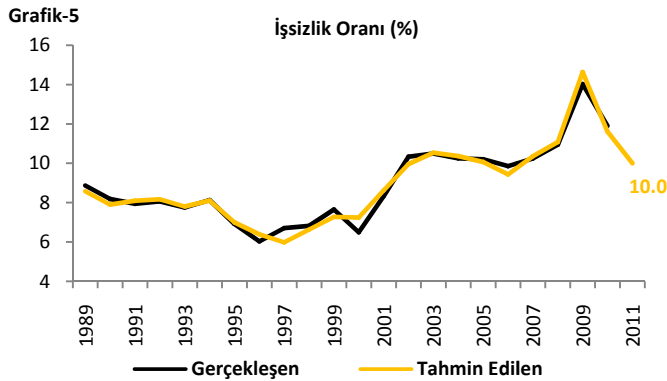
düzelmeden kaynaklandığını göstermektedir. Hala yüksek seviyelerde seyreden trend serisi ise işsizlik oranındaki yapısal sorunları gösterirken, özellikle 2011 yılının ilk çeyreğine ilişkin açıklanan yüksek büyüme performansı konjonktürel serideki sert iyileşmenin sebebinde de açıklayabilmektedir.



Kaynak: TÜİK

hareketin geçmiş yıllara kıyasla çok daha sınırlı olması mümkün olabilecektir.

İşsizlik Oranının 2011 yılında %10.0'a gerilemesini bekliyoruz...



Kaynak: TÜİK, VakıfBank

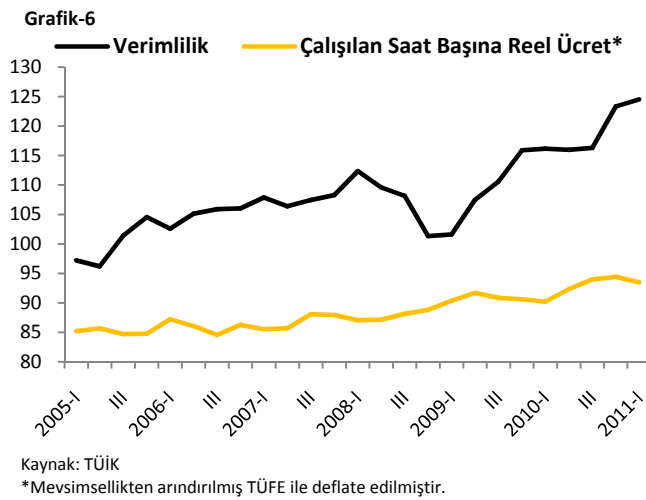
Son yaşanan krizle birlikte yüksek seviyelere ulaşan işsizlik oranı, HP filtreleme veya ayırıştırma tekniği kullanılarak trend ve konjonktür (cycle) kısımlarına ayırıştırıldığında, gerek trend gerekse de konjonktür eğrilerinin yaşanan krizle birlikte 2007 yılının sonlarından itibaren yükselmeye başladığı dikkati çekerken, ekonomide yaşanan toparlanmayla birlikte 2009 yılının ortalarından itibaren trendin çok fazla değişmemesine karşın konjonktürün sert bir şekilde gerilediği dikkati çekmektedir. 2010 yılının ikinci çeyreğinden itibaren ise konjonktürel seri ile orijinal seri arasındaki farkın açılması, işsizlik oranındaki iyileşmenin daha ziyade konjonktürel

Açıklanan son veriler çerçevesinde, 2011 yılında işsizlik oranında izlenen trendi geçmiş yıllarla kıyaslayabilmek için yandaki grafik incelendiğinde, 2009 ve 2010 hariç ilk dört aydaki aşağı yönlü trendin birbirine oldukça benzediği görülmektedir. Böylece 2009 yılında yaşanan krizin etkisiyle yüksek seviyelere ulaşan işsizlik oranının yeniden kriz öncesi seviyelerine gerilediği dikkat çekmektedir. Önümüzdeki dönemde ise olumlu mevsimsel etkilerin sona ermesi ile birlikte işsizlik oranında bir miktar yukarı yönlü bir hareket görülebilecektir. Ancak bu yukarı yönlü

2011 yılının Nisan ayında %9.9 ile tek haneli rakamlara gerileyen işsizlik oranının önümüzdeki aylarda da gerilemeye devam etmesi beklenirken, 2011 yılının geneli için ise işsizlik oranındaki düşüşün 2010 yılına oranla bir miktar yavaşlaması mümkün görünmektedir. 2011 yıl sonuna ilişkin büyüme beklentimiz %6.1 seviyesindeyken, 2011 yılı işsizlik oranını tahmin etmek için oluşturduğumuz ekonometrik modelimiz, 2010 yılında %11.9 olarak açıklanan işsizlik oranının 2011 yılında %10.0'a gerileyeceğine

işaret etmektedir. Yaz aylarında tarım ve turizmin işgücüne olumlu katkısı ile birlikte tek haneli rakamlara gerileyen işsizlik oranının kış aylarına girilmesi ile birlikte sınırlı bir şekilde yükselmesi mümkün görünmektedir. Bununla birlikte Eylül ayı ile birlikte kamu memur alımlarının artacağı yönündeki beklentimiz işsizlik oranı beklentimizi desteklemektedir. 2011 yılı işsizlik oranı beklentimiz yıl içinde kriz öncesi seviyelere gerileyen işsizlik oranının yıllık olarak da kriz öncesi seviyeleri yakalayacağına işaret etmektedir. Diğer makroekonomik verilerde krizin ardından iyileşmenin daha hızlı gerçekleştiği görülürken, işsizlik oranının kriz öncesi seviyeleri yakalaması zaman almıştır. Bu durum aslında diğer makro ekonomik verilerden farklı olarak işsizlik oranında yapısal olarak izlenen katılığın bir sonucu olarak sürpriz bir gelişme olarak değerlendirilmemelidir. 2011 yılına ilişkin işsizlik oranı beklentimiz, işsizlik oranında 2010 yılında izlenen hızlı düşüşün bir miktar ivme kaybedeceğine işaret etmesine karşın, işsizlik oranındaki toparlanmanın güçlü olduğunu yansıtmaktadır.

Verimlilik-Reel Ücret ve İstihdam



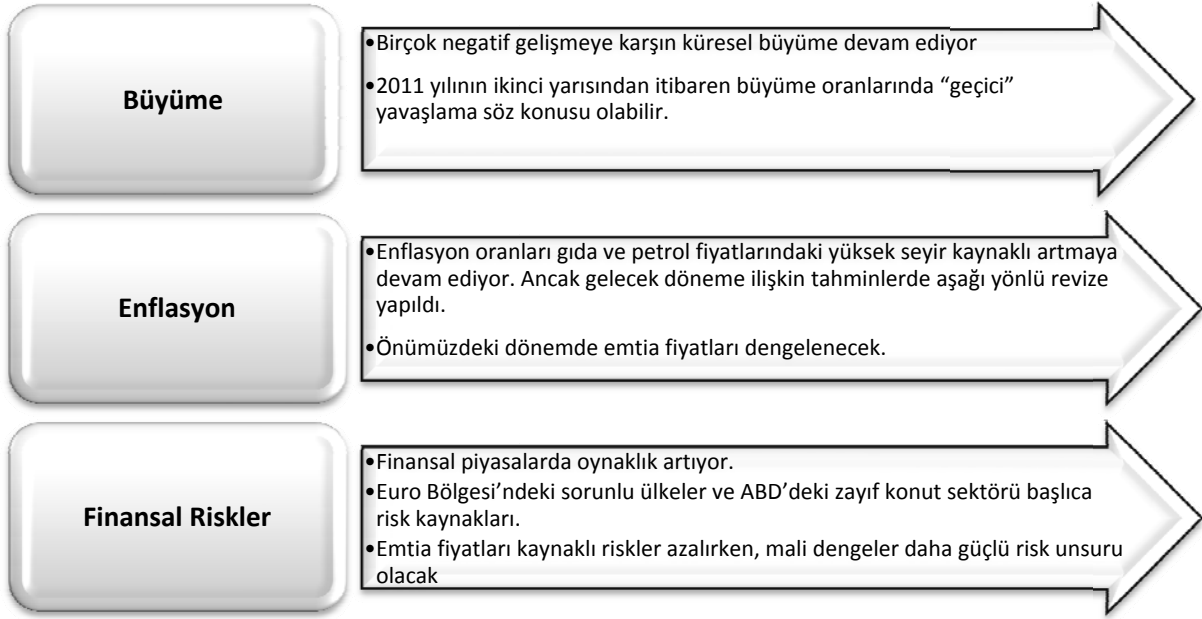
Türkiye’de işgücü verimliliği 2011 yılının 1. çeyreğinde yıllık olarak %7.2 oranında artarken, reel ücretlerde %3.6 oranında artış görülmüş, aynı dönemde istihdam ise %6.8 oranında artmıştır. İşgücü verimliliği ile reel ücretler arasındaki ilişki uluslararası literatürde pek çok kez incelenmiş, aralarında pozitif bir ilişki olduğu ortaya konmuş ve işgücü verimliliğinin arttığı durumlarda, üretimin arttığı ve üretimdeki artışın istihdamdaki artışı desteklediği dikkati çekerken, üretim artışıyla sağlanan karın ise ücretlere yansıtıldığı tespit edilmiştir. Türkiye’de de 2007 yılında gerçekleştirilen¹ bir çalışmada, imalat sektöründe işgücü verimliliğinde meydana

gelen artışların uzun dönemde ücret artışlarını etkilediği tespit edilmiştir. Yukarıdaki grafik’te Sanayi Üretim Endeksi’nin Çalışılan Saat Endeksine bölünmesiyle elde edilen ve mevsimsellikten arındırılan verimlilik endeksi ile yine mevsimsellikten arındırılmış çalışılan saat başına reel ücret endeksi gösterilmektedir. 2005 yılının 1.çeyreğinden itibaren verimlilik ile reel ücretler genelde paralel hareket etmiş, ancak 2008 yılında yaşanan küresel kriz ve krizden çıkış sürecinde aralarındaki paralellik bozulmuştur. Bu dönemde verimlilik düşerken, ücretlerin artmaya devam etmesinin nedeni olarak kriz döneminde merkezi yönetim tarafından uygulanan politikaların etkili olduğu söylenebilir. 2010 yılında yatay bir seyir izleyen verimlilik endeksi, son iki çeyrekte artış göstermiştir. Verimlilikte sınırlı da olsa devam eden artış önümüzdeki dönem için olumlu bir görünüm ortaya koyarken, bu durum 2011 yılı için %10 beklentimizi desteklemektedir.

¹ Yrd.Doç.Dr. Şahabettin GÜNEŞ, İmalat Sektöründe Verimlilik ve Reel Ücret İlişkisi: Bir Koentegrasyon Analizi

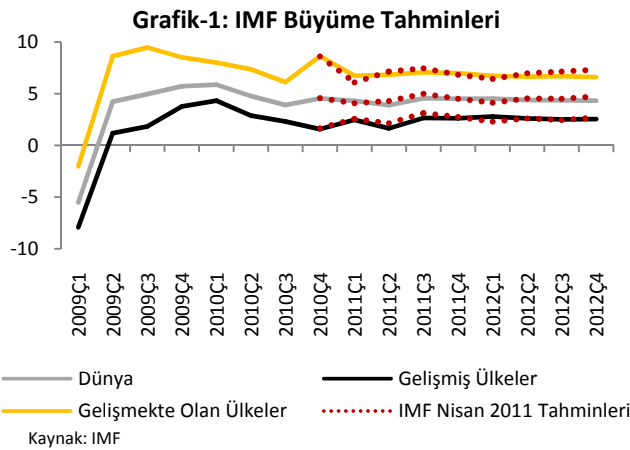
Küresel Ekonomiye İlişkin Tahminler Olumsuz Yönde Revize Ediliyor...

2010 yılında kriz sonrası toparlanma sürecinin daha da belirginleşmesinin ardından son dönemdeki gelişmeler ekonomilere ilişkin endişelerin yeniden canlanmasına neden olmaktadır. Gerek ABD’de büyümeye yönelik olumsuz verilerin gelmesi, gerekse Avrupa’da büyük borç sorunu ile karşı karşıya olan ülkelerdeki makro ekonomik ve sosyal sorunlar küresel ekonomiye ilişkin risk unsurlarının hala canlı olduğunu hatırlatmaktadır. Küresel ekonomilerde canlanan risk algılamaları geleceğe yönelik tahminlerde de bir takım değişiklikleri beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda, IMF tarafından yayımlanan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu’nun (World Economic Outlook) tahmin revizyonlarını içeren bölümü dünya ekonomisine ilişkin beklentileri yansıtmaya açısından önem kazanmaktadır.



Raporumuzda gelecek döneme dair dünya ekonomisine ilişkin tahminler yukarıdaki şekilde görülen eksende incelenmektedir. İlk olarak büyümeye ilişkin genel tablo ortaya konulup, daha sonra emtia ve petrol fiyatlarındaki son gelişmeler ekseninde enflasyona ilişkin beklentiler ele alınacaktır. Son olarak ise finansal piyasalardaki risk unsurlarındaki değişim temel nedenleri ile birlikte incelenecektir.

1. Büyüme



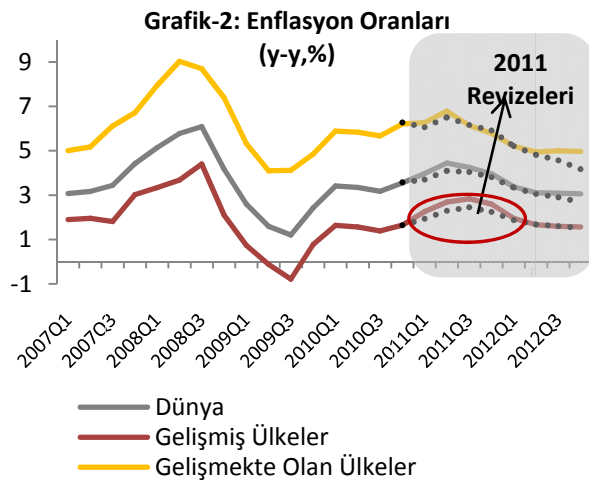
	Haziran 2011		Nisan 2011	
	2011	2012	2011	2012
Dünya	4.3	4.5	4.4	4.5
Gelişmiş Ülkeler	2.2	2.6	2.4	2.6
Gelişmekte Olan Ülkeler	6.6	6.4	6.5	6.6
ABD	2.5	2.7	2.8	2.9
Japonya	-0.7	2.9	1.4	2.1
Euro Bölgesi	2.0	1.7	1.6	1.8
Brezilya	4.1	3.6	4.5	4.1

Kaynak: IMF

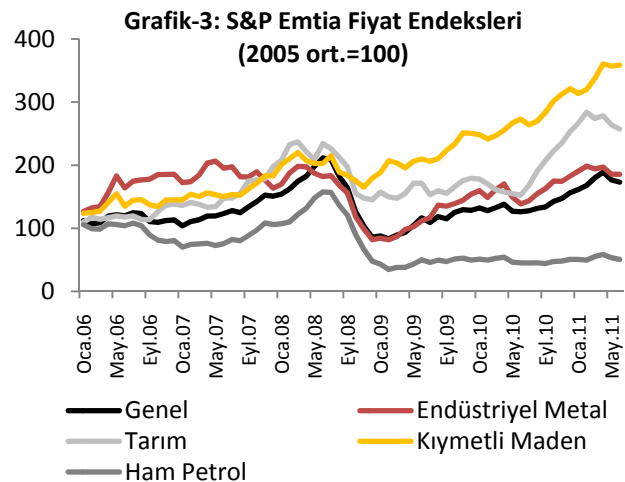
Nisan ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm raporunun ardından IMF, Haziran ayında büyüme, enflasyon, işsizlik ve emtia fiyatlarına dair tahminlerinde revizeye gitmiştir. IMF'nin küresel büyümeye ilişkin tahminlerini revize etmesinde genel olarak Japonya'da yaşanan deprem felaketinin sanayi üretimini, arz zincirini ve tüketim harcamalarını olumsuz etkilemesi etkili olmuştur. IMF, 2011 yılına ilişkin küresel büyüme tahminini %4.3'e indirirken, 2012 yılına ilişkin tahmininde ise değişikliğe gitmemiştir. IMF, gelişmiş ülkeler (GÜ) ve gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) arasındaki farkların önümüzdeki dönemde de devam edeceğini ve bu nedenle küresel büyümenin dengesiz olacağını vurgulamış, GÜ'lere yönelik 2011 yılı büyüme tahminini %2.2'ye düşürmüştür, GOÜ'ler içinse %6.6'ya yükseltmiştir. Tahminlerdeki en dikkat çekici değişiklik deprem ve ardından nükleer felaket yaşayan Japonya için yapılmış ve Nisan'da Japonya'nın 2011 yılında %1.4 büyüyeceği tahmin edilirken, Haziran'da %0.7 küçüleceği yönünde değişikliğe gidilmiştir. ABD için ise yüksek emtia fiyatları, kötü hava koşulları ve Japonya'daki deprem sonucu arz zincirinin kesintiye uğramasının etkisiyle hem 2011 hem de 2012 yılı büyüme beklentileri %2.5 ve %2.7'ye indirilmiştir. Aynı dönemde Amerika Merkez Bankası da (FED) ABD ekonomisine dair beklentilerinde değişikliğe gitmiş ve büyüme beklentilerini %2.7-2.9 aralığına çekmiştir. FED de yaptığı açıklamada yüksek gıda fiyatları ve enerji fiyatlarının tüketim harcamalarını olumsuz etkilemesini ve Japonya'da yaşanan depremin arz zinciri üzerindeki etkilerini beklenti değişikliklerine sebep olarak göstermiştir. Bunun yanında konut sektöründeki kırılganlığın hala devam ediyor olması da FED'in beklentileri üzerinde rol oynamıştır.

Finansal sorunlarla karşı karşıya olan GOÜ'ler için büyüme beklentileri düşürülürken, Euro Bölgesi içinse güçlü Almanya ve Fransa'nın etkisiyle artırılmış ve %2'ye çıkarılmıştır. Ancak IMF, Euro Bölgesi de dahil olmak üzere GÜ'lerin finans sektöründeki kırılganlıklara karşın önlemlerini artırmaları gerektiği uyarısında da bulunmuştur. Bunun yanında IMF, büyüme oranlarında yaşanacak yavaşlamaların geçici olacağını, 2011 yılının 2.çeyreğinde ekonomilerde yavaşlama görüleceğini çünkü Japonya depremi kaynaklı küresel arz zincirindeki bozulmanın 2.çeyrekte tam olarak etkisini göstereceğini fakat 2011 yılının ikinci yarısında büyümenin yeniden hızlanacağını da belirtmiştir. Bu çerçevede 2012'ye dair büyüme tahminlerinde genel olarak bir değişikliğe gitmemiş hatta Japonya'nın küçülmeden sonra hızla toparlanacağını ve %2.9 oranında büyüebileceğini belirtmiştir.

2. Enflasyon



Kaynak: IMF



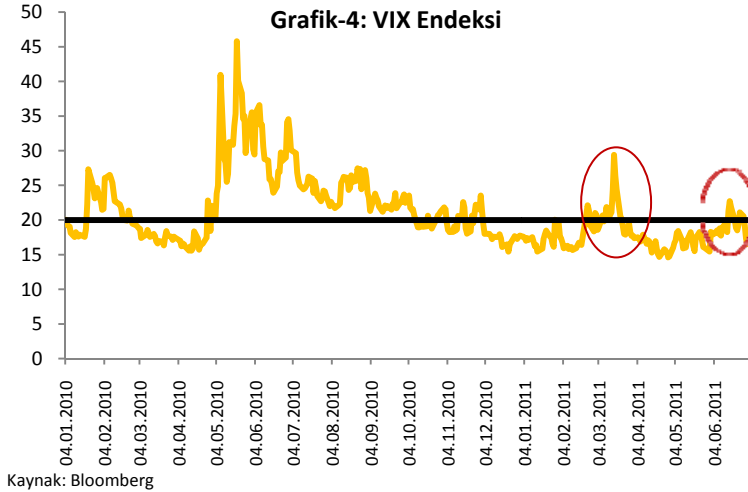
Kaynak: Bloomberg

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 eğilimine giren enflasyon 2009 yılında ABD, Euro Bölgesi, Japonya gibi GÜ'lerde düşük seviyelerde bulunurken, aynı dönemde GOÜ'lerin enflasyon oranı GÜ'lerin üzerinde gerçekleşmiştir.

Son dönemlerde Ortadoğu ülkelerinde yaşanan sosyal ve ekonomik çatışmaların etkisiyle hızla artan emtia fiyatları, dünya ekonomisinde ciddi boyutta dengesizliklere neden olurken, özellikle petrol fiyatlarındaki artışlar hem GÜ'ler de hem de GOÜ'lerde enflasyon riskinin artmasına neden olmuştur. 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. Emtia fiyatlarında yaşanan sert artışların bir miktar yavaşlaması, IMF'nin yıl sonu petrol fiyatı beklentilerini düşürmesine neden olmuş ve bu durum ülkelerin yıl sonu enflasyon beklentileri üzerinde de etkili olmuştur. IMF'nin Haziran ayında yayınladığı son raporuna göre IMF'nin dünya, GÜ ve GOÜ'lerin enflasyon oranlarına ilişkin beklentilerinde aşağı yönlü revizeler meydana gelmiştir. Yapılan revizelerde GÜ ekonomilerine nazaran daha iyi bir büyüme performansı sergileyen GOÜ ekonomilerinde, son zamanlarda hızla artan emtia fiyatlarındaki artış ve söz konusu ülkelerde artan iç talebin de etkisiyle enflasyon riskleri artarken, GOÜ'lerde GÜ ekonomilerine nazaran daha sınırlı miktarda revizelerin meydana gelmesi dikkat çekmiştir. Böylece IMF, bir önceki Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'nda 2011 4. çeyrek için %3.96 olarak belirlediği enflasyon beklentisini %3.8 artış yönünde revize etmiştir. IMF, GÜ'lerde ise yine 2011 4.çeyrek enflasyon oranı beklentisini %2.6 seviyesinden %2.2 seviyesine revize ederken, GOÜ ekonomilerinde ise söz konusu dönem enflasyon oranı beklentisini 1 puan artırarak %5.8 seviyesinden %5.9'a revize etmiştir. IMF'nin GOÜ enflasyon beklentilerinde 2011 ve 2012 yılları boyunca sadece 2011'in 4.çeyreği için beklentisini artış yönünde değiştirmesi ise dikkat çekmiştir.

3. Finansal Piyasalar

Son dönemde gerek ABD'de küresel kriz sonrası toparlanma sürecinin sekteye uğrayabileceğine ilişkin beklentiler gerekse Euro Bölgesi'ndeki sorunlu ülkelerin mali dengesizliklerinin derinleşmesi Mayıs ayından itibaren finansal piyasalardaki oynaklığın artmasına neden olmuştur. ABD'de hisse senedi piyasasında uzun süreli bir düşüş trendi oluşmuş, Avrupa'daki sorunlu ülkelerin risk düzeylerini yansıtan göstergeler rekor seviyelere ulaşmıştır.



Hisse senedi piyasasında oynaklığı gösteren ve piyasalardaki risk algılamalarını yansıtmaları açısından referans olarak kabul edilen VIX endeksi de finansal piyasalarda yatırımcıların endişelerinin arttığını göstermektedir. 2010 yılında istikrarlı bir şekilde gerileyen endeks, 2011 yılının ilk çeyreğinde 20 olarak kabul edilen uzun dönem ortalama değerinin üzerine çıkmıştır. Haziran ayı başında ise Yunanistan'daki olayların kaynaklık ettiği bir yükseliş görülmektedir. Son günlerde finansal piyasalarda hafif bir toparlanma

görülmeye karşın, temel olarak sorun olarak algılanan konularda ilerleme kaydedilmeden kalıcı bir düzelmeye söz etmek zor olacaktır. Özellikle ABD'de borç limitlerinin yükseltilmesine ilişkin tartışmalarda tıkanıklık yaşanması risk algılamalarının yeniden yükselmesine neden olabilecektir.

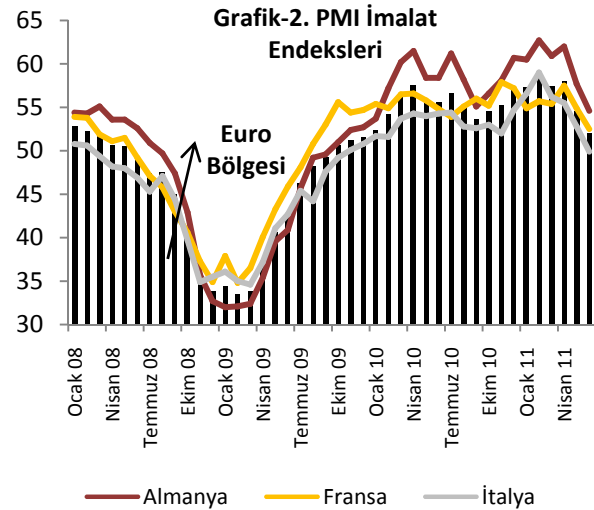
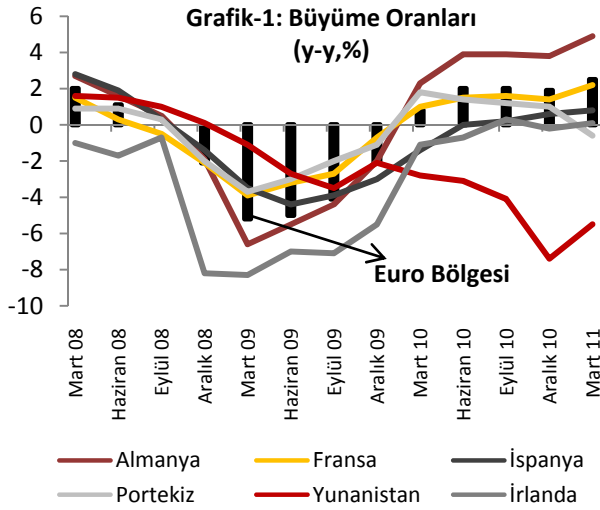
Avrupa Merkez Bankası'ndan Beklenen Karar

Avrupa Merkez Bankası Politika Faiz Oranı		
Değişiklik Tarihi	Değişiklik Oranı	Politika Faiz Oranı
Temmuz 2011	+0.25	%1.50
Nisan 2011	+0.25	%1.25
Mayıs 2009	-0.25	%1.00
Nisan 2009	-0.25	%1.25
Mart 2009	-0.50	%1.50
Ocak 2009	-0.50	%2.00
Aralık 2008	-0.75	%2.5
Kasım 2008	-0.50	%3.25
Ekim 2008	-0.50	%3.75

Kaynak: Bloomberg

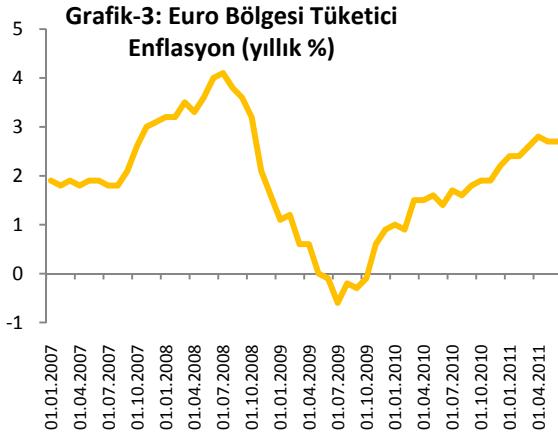
Avrupa Merkez Bankası (ECB), 7 Temmuz tarihinde gerçekleştirdiği toplantısında politika faiz oranını, 13 Temmuz'dan itibaren uygulamaya konmak üzere 25 baz puan artırarak %1.50'ye çıkardı. Böylece ECB, krizin etkisiyle tarihi düşük seviyelerine indirilen faiz oranlarında Nisan ayından sonra ikinci kez artırıma gitmiş oldu. Toplantının ardından açıklama yapan ECB başkanı Trichet, büyümenin devam edeceğini ancak yavaşlama işaretlerinin olduğunu söylerken, konuşmada asıl dikkat çekici olan Banka'nın fiyat istikrarına ilişkin yukarı yönlü riskleri yakından takip ettiği vurgusuydu. Bir önceki faiz artırımının yapıldığı Nisan ayı toplantısının ardından da aynı ifadeyi kullanan Trichet'nin, böylelikle para politikasında daha fazla sıkılaştırma ve yeni faiz artırımlarının sinyali verildiği söylenebilir.

ECB'nin faiz kararının piyasada nasıl karşılandığına bakılacak olursa, faiz artırımının zaten piyasalar tarafından Nisan ayından beri beklenen bir karar olduğu için, kararın ardından EUR/USD paritesinin ilk başta tepki vermediği ancak basın toplantısında gelecek faiz artırımlarına ilişkin sinyallerin verilmesiyle gün içinde paritenin 1.4219'a kadar gerilediği görülmüştür. Ancak, Trichet'nin Moody's tarafından notu düşürülen Portekizle ilgili olarak not indirimleri devam etse bile bankanın ülkeyi desteklemeye devam edeceğini ve Portekiz tahvillerine ilişkin asgari kredi notu eşğinin askıya alındığını söylemesi, piyasalarda olumlu algılanmış, borsalar özellikle de bankacılık hisseleri yükselmiştir. Bu açıklama parite üzerinde ise faiz kararından daha etkili olmuş ve pariteyi yukarı yönlü etkilemiştir.

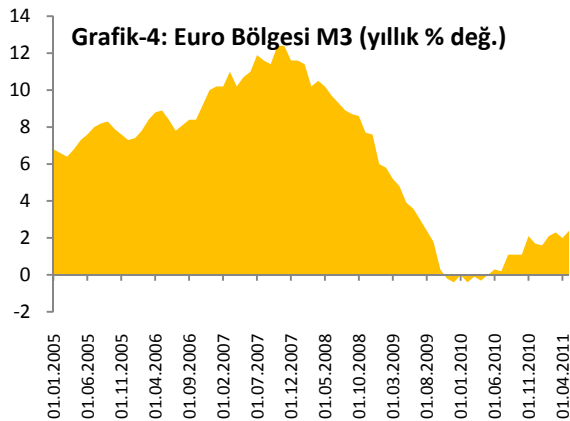


Euro Bölgesi'nde yaşanan ve bir türlü hafifletilemeyen borç krizinin etkileri, birlik üyesi bazı ülkelerin büyüme oranlarında krizin etkilerinin daha belirgin yaşanması nedeniyle sert aşağı yönlü hareketlerin gözlenmesine neden olurken, bazı ülkeler ise büyüme performanslarını sürdürmeye devam etmişlerdir. Yaşanan borç krizinin birçok birlik üyesi ülkede kemer sıkma politikalarının uygulanmasına neden olmasının yanı sıra, söz konusu politikalar ekonomik sorunların yanı sıra sosyal sorunların da ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Özellikle Yunanistan'da uygulanan kemer sıkma politikalarına tepki olarak büyük kitlelerden oluşan halk isyanları meydana gelmiş, söz konusu isyanlar özel ve kamu sektörü ayrımı olmadan iş bırakma eylemlerinin yapılmasına

kadar ileri boyutlara gitmiştir. Meydana gelen isyanlar, Yunanistan'ın global piyasalarda en riskli ülkelerden biri haline gelmesine neden olurken, Euro Bölgesi'ndeki diğer ülkeler yaşanan karışıklıkların etkileriyle Euro Bölgesi'nce yapılan yetersiz borç yönetimi politikalarının yerini ciddi finansal yapılanmalara bırakacağı ve bu durumun ülkelerin büyüme oranlarını birbirine yakınlaştırabileceği beklentisi içine girmişlerdir. Fakat bu beklentiler açıklanan son büyüme rakamlarında ciddi ayrışmaların meydana gelmesiyle son bulmuştur. Fransa, 2011 yılının ilk çeyreğinde yıllık %1.5 büyüme oranıyla %2 olan Euro Bölgesi ortalamasına yakın bir seyir izlerken, Almanya %2.7 ile diğer birlik üyesi ülkelere nazaran daha güçlü bir performans sergilemiştir. Diğer ülkelerin de ortalamaya yakın seviyelerde seyrettiği gözlenirken, Yunanistan'ın tüm birlik üyesi ülkelerden büyüme oranı bakımından aşağı yönlü sert hareketlerle ayrışması dikkat çekmiştir. Euro Bölgesi'ndeki birçok ülkeden ayrışan ve söz konusu ülkeler arasında en yüksek büyüme oranlarını sergileyen Almanya ve Fransa'nın PMI imalat endeksleri incelendiğinde, gerek kriz döneminde gerekse kriz sonrasında söz konusu ülkelerin Euro Bölgesi PMI imalat endeksinde çok yakın seyretmesi dikkat çekmiştir. Özellikle krizden çıkış döneminden itibaren Almanya PMI imalat endeksinin ortalamasının üzerinde değerlerde gerçekleştiği gözlenirken, sergilenen güçlü büyüme oranının istikrarlı bir üretimden kaynaklandığı söylenebilmektedir.



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

Avrupa'da son dönemde borç sorunu yaşayan ülkeler, ana gündem maddesini oluştururken ECB'nin son faiz kararının ardından yapılan açıklamalarda enflasyon vurgusunun artması bu konunun yeniden tartışılmasına neden olmaktadır. Krizden çıkış döneminde hızlı bir artış trendine giren enflasyon verilerinde son aylarda bir miktar yatay bir seyir izlenmesine karşın ECB Başkanı tarafından da vurgulandığı gibi enflasyon oranının %2 seviyesinde kalmaya devam edeceği beklenmektedir. Geçmiş dönemde petrol ve gıda fiyatlarındaki artış enflasyon artışında başlıca rolleri oynarken, önümüzdeki aylarda emtia fiyatlarının yarattığı yukarı yönlü baskıların ikincil etkilerinin devam etmesiyle sürmesi beklenmektedir.

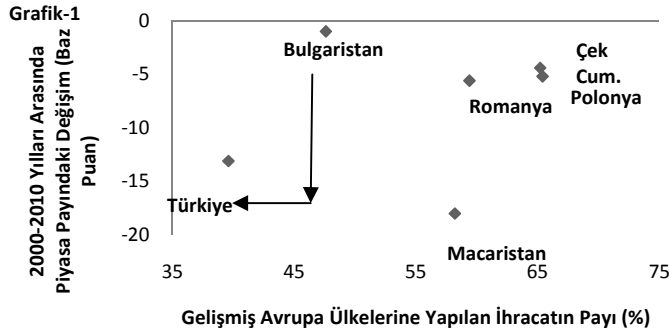
ECB para politikası kurulu toplantısının ardından Trichet tarafından yapılan açıklamada parasal göstergelerdeki büyüme oranlarına da vurgu yapılmıştır. Bu bağlamda, Euro Bölgesi'nde M3 para arzının yıllık büyüme oranındaki artış dikkat çekerken parasal göstergelerdeki oynaklığın da yükseliyor oluşu para politikaları açısından önem taşımaktadır. Söz konusu gelişmelerde, özellikle Yunanistan'da yaşanan makroekonomik sorunların derinleşmesi ve bununla beraber yükselen siyasi belirsizliklerin etkili olduğu görülmektedir.

Sonuç olarak, ECB geçen hafta yaptığı toplantıda piyasa beklentileri çerçevesinde politika faiz oranını 25 baz puan yükseltmiştir. Çevre ekonomilerindeki sorunların devam etmesi bölge büyümesine ilişkin kaygıları canlı tutarken, Almanya, Fransa gibi bölgenin güçlü ekonomilerindeki büyüme performansının nispeten canlı olması az da olsa bir denge unsuru olarak değerlendirilebilmektedir. Ancak yukarıda da belirttiğimiz gibi yapılan açıklamalarda enflasyon vurgusunun ağırlık kazanması ECB'nin önümüzdeki aylarda da daha sıkı para politikası uygulayabileceği yönündeki beklentileri destekler nitelikte olmuştur.

Euro Bölgesi'nde Yaşanan Borç Krizinin Seçilmiş Gelişmekte Olan Avrupa Ülkelerinin Dış Ticaret Üzerindeki Etkileri

Euro Bölgesi'nde Yunanistan'la başlayan, İtalya ve İspanya'ya yayılmasından endişe duyulan borç krizi, gelişmiş Avrupa ülkelerini olduğu kadar gelişmekte olan Avrupa ülkelerini de etkilemektedir. Gelişmiş Euro Bölgesi ülkelerinin, gelişmekte olan Avrupa ülkelerinin ihracatında en yüksek paya sahip olması nedeniyle bu çalışmada seçilen borç krizinin gelişmekte olan Avrupa ülkelerinin dış ticareti üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Euro Bölgesi'nde Yunanistan'la başlayan borç krizinin, kamu borç yükü en yüksek ikinci ülke olan İtalya'ya, ardından da İspanya ve Portekiz gibi ülkelere yayılabileceğine dair endişeler giderek artmaktadır. Yunanistan'a yapılan yardımlara karşın ekonominin halen toparlanamaması ikinci kurtarma paketini gerekli kılarken, bölgedeki diğer borç sorunu yaşayan ülkelere yönelik tedbirler alınmaya çalışılmaktadır. Buradaki asıl endişe krizin İtalya ya da İspanya gibi büyük ekonomilere sıçraması durumunda Avrupa İstikrar Mekanizması'nın (EFSF) krizi çözmek için yeterli olamayabileceğidir. Fransa ve Almanya'da güçlü üretim verilerine karşın, Yunanistan'a yapılan yardımların kalıcı bir çözüm sağlayamaması ve ekonomik açıdan zor durumda olan diğer ülkelerin durumu, krizin bu ülkelere bulaşacağı endişelerini kuvvetlendirmektedir. Kısa vadede borç krizinin çözümlenmesi beklenmemekte olup, borç krizi Avrupa Birliği'ne yeni üye gelişmekte olan Avrupa ülkelerini de olumsuz etkilemektedir. Gelişmiş Euro Bölgesi ülkelerinin gelişmekte olan Avrupa ülkelerinin ihracatında en yüksek paya sahip olduğu görülürken, borç krizinin bu ülkelerin ihracatlarını olumsuz etkilemesinden endişe duyulmaktadır.

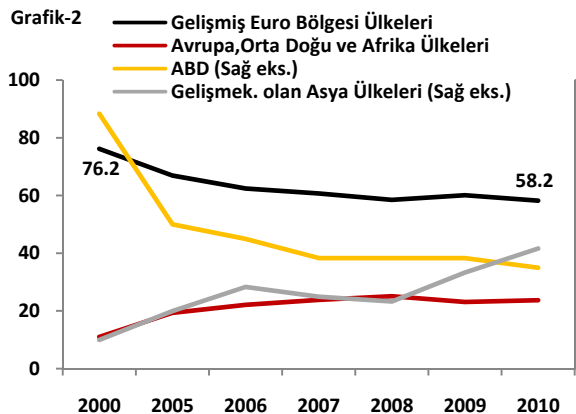


Kaynak: Commerzbank

gerilediği izlenmektedir. Yukarıdaki grafiğin sağ ve alt tarafında kalan ülkelerin gelişmiş Avrupa ülkelerindeki talep düşüşüne karşı kırılganlığın daha az olduğu söylenebilir. Bu tablo içerisinde Türkiye'nin diğer gelişmekte olan Avrupa ülkelerine göre ihracatta yaşanabilecek düşüşe karşı daha güçlü konumda olduğu söylenebilir.

Euro Bölgesi ülkelerinde devam eden problemlerin dış ticaret kanalı ile gelişmekte olan ülkelere olan etkilerini incelemek amacıyla seçilmiş ülke gruplarının Euro Bölgesine olan ihracatın toplam ihracat içindeki payları 2000 yılından itibaren incelenmiştir:

Macaristan:

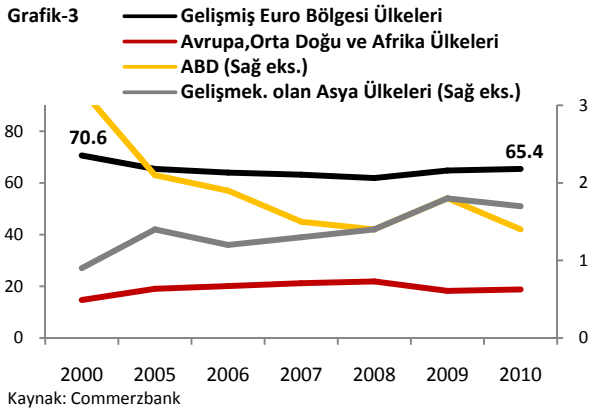


Kaynak: Commerzbank

Euro Bölgesi'nin içinde bulunduğu durumdan gelişmekte olan ülkelere olan Macaristan'ın nasıl etkilendiği incelendiğinde, Macaristan'ın gelişmiş Euro Bölgesi ülkelerine yaptığı ihracatın toplam ihracat içindeki payının 2000 yılından itibaren kademeli olarak azaldığı dikkati çekmektedir. Böylece %76 seviyelerinden %58 seviyelerine dek gerileyen Macaristan'ın gelişmiş Euro Bölgesi ülkelerine yapılan ihracatın payının bu azalışa karşın hala yüksek seviyelerini koruduğu görülmektedir. Aynı zamanda buradaki düşüşü

Macaristan'ın Avrupa, Orta Doğu ve Afrika ülkeleri ile gelişmekte olan Asya ülkelerine yaptığı ihracatın payını artırarak telafi ettiği söylenebilir. Böylece 2000 yılında %11.6 olan Macaristan'ın Avrupa, Orta Doğu ve Afrika ülkeleri ile gelişmekte olan Asya ülkelerine yaptığı ihracatın payını 2010 yılında %26.2'ye çıkardığı görülmektedir. Bu nedenle Macaristan'ın nispeten Euro Bölgesi'ne olan bağımlılığının azalıyor olması nedeniyle Euro Bölgesi ülkelerinin içinde bulunduğu durumdan görece daha az etkilenecek ülkelerden biri olacağını söylemek mümkün olmaktadır.

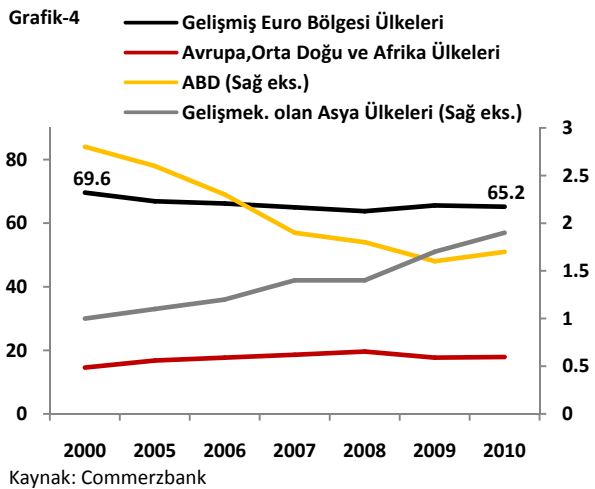
Polonya



2008 yılında yaşanan global kriz döneminde güçlü büyüme performansını sürdürmeyi başaran Polonya, Yunanistan'la başlayan borç krizinin ardından euroya geçme konusunda çekimser bir tavır sergilemektedir. Pek çok gelişmekte olan Avrupa ülkesinde olduğu gibi Polonya'da da gelişmiş Euro Bölgesi ülkelerine yapılan ihracatın toplam ihracat içindeki payının oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Söz konusu oranın 2000 yılından itibaren düşüş kaydettiği izlenmekle birlikte, 2009 yılından itibaren yeniden artmaya başlayarak %65.4 seviyelerine yükseldiği dikkat

çekmektedir. 2010 yılı itibariyle Polonya'nın diğer gelişmekte olan Avrupa ülkeleri arasında Euro Bölgesi'ne en fazla ihracat yapan ülke konumunda olması, bu ülkenin Euro Bölgesi'ndeki yaşanan problemlere karşı kırılganlığını artırmaktadır. Diğer taraftan Polonya'nın Orta Doğu ve Afrika ülkelerine yaptığı ihracatın payı 2000 yılında %14.7 seviyesindeyken 2010 yılında %18.8 seviyesine, gelişmekte olan Asya ülkelerine yaptığı ihracatın payı ise %0.9'dan %1.7 seviyesine çıkmıştır. Buna göre Polonya'nın Orta Doğu ve Afrika ülkeleri ile gelişmekte olan Asya ülkelerine yaptığı ihracat 2000 yılından bu yana sürekli bir artış içerisinde olup, bu durum borç krizinin derinleşmesi durumunda gelişmiş Avrupa ülkelerine yapılan ihracatta yaşanabilecek düşüşün olumsuz etkilerinin söz konusu ülke gruplarına yapılan ihracatla bir miktar telafi edilebileceğine işaret etmektedir.

Çek Cumhuriyeti:

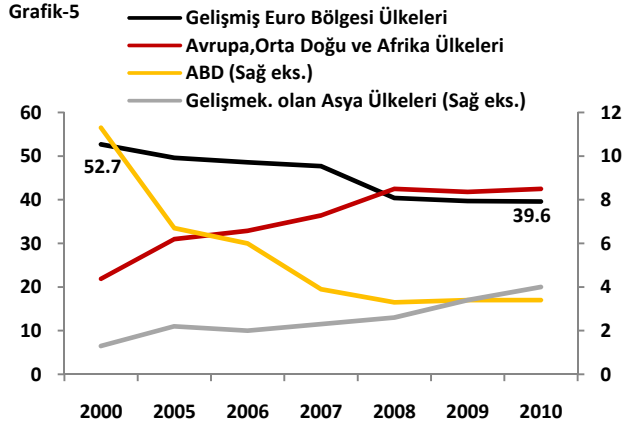


Seçilen ülke grupları içinde %65.2 ile gelişmiş Euro Bölgesi ülkelerinin Çek Cumhuriyeti'nin ihracatında en yüksek paya sahip olan ülkelerden biri olduğu dikkat çekerken, söz konusu payın 2000 yılından itibaren kademeli olarak nispeten sınırlı bir şekilde gerilediği görülmektedir. Buna karşın, Euro Bölgesi'nin sorunlu ülkelerini de kapsayan bu grubun Çek Cumhuriyeti ihracatındaki yüksek payını koruduğu görülürken, son dönemde Euro Bölgesi'nde açıklanan öncül göstergelerde iktisadi aktivitenin yavaşlayabileceği yönündeki sinyallerin artmış olması, bu yüksek pay değerlendirildiğinde Çek Cumhuriyeti açısından risk oluşturmaktadır. Çek Cumhuriyeti'nin ihracatında en yüksek ağırlığa sahip

olan Gelişmiş Avrupa Ülkeleri'nin payı 2000 yılından itibaren azalırken, ikinci en yüksek ağırlığa sahip olan Avrupa, Orta Doğu ve Afrika Ülkeleri'nin Çek Cumhuriyeti'nin ihracatı içindeki payı artarak 2000 yılında %14.6'dan 2010 yılında %17.9'a ulaşmıştır. Bu grupta yer alan ülkelerin genellikle petrol ihraç eden ülkeler olduğu değerlendirildiğinde, emtia fiyatlarındaki artışlar ile birlikte ülkelerin gelirlerinde yaşanabilecek artışlar

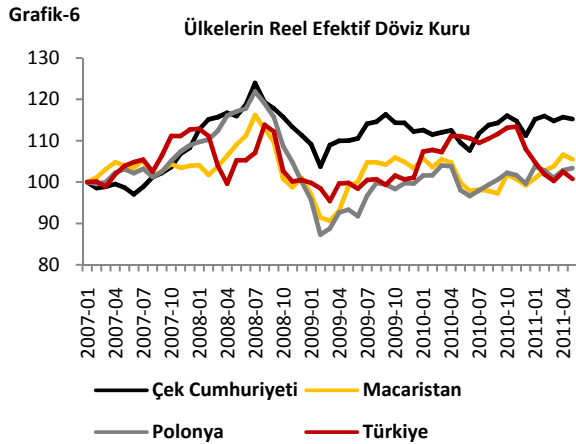
iç talebi güçlendirerek bu ülkelere ihracatın artmasına neden olabilir. Bütün bu değerlendirmeler ışığında, Euro Bölgesi'ne ilişkin riskler devam ederken, Euro Bölgesi'nin Çek Cumhuriyeti'nin ihracatı içindeki payının da gerilemesine karşın hala yüksek seviyelerini koruması, Çek Cumhuriyeti'nin Euro Bölgesi'ndeki problemlere duyarlılığını artırmaktadır.

Türkiye:



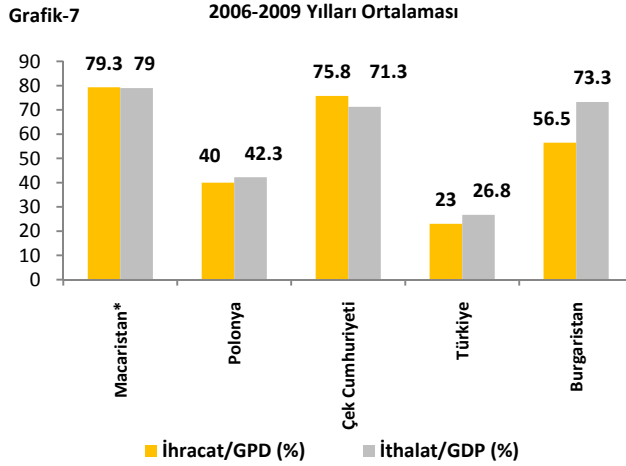
Euro Bölgesi'nin içinde bulunduğu durumdan Türkiye'nin nasıl etkilendiğini inceleyecek olursak, Türkiye'nin gelişmiş Euro Bölgesi ülkelerine yaptığı ihracatın toplam ihracat içindeki payının da yine 2000 yılından itibaren azaldığı dikkati çekmektedir. Böylece %52.7 seviyelerinden %39.6 seviyelerine dek gerileyen Türkiye'nin gelişmiş Euro Bölgesi ülkelerine yapılan ihracatın payının diğer ülkelerle kıyaslandığında ciddi şekilde düşük olduğu görülmektedir. Bu gerilemeye karşın Türkiye'nin Avrupa, Orta Doğu ve Afrika ülkeleri ile gelişmekte olan Asya ülkelerine yaptığı ihracatın

payını ise ciddi şekilde artırdığı dikkati çekmektedir. Böylece 2000 yılında %23.2 olan Türkiye'nin Avrupa, Orta Doğu ve Afrika ülkeleri ile gelişmekte olan Asya ülkelerine yaptığı ihracatın payını 2010 yılında %46.5'e çıkardığı görülmektedir. Bu nedenle Türkiye'nin Euro Bölgesi'ne olan bağımlılığının azalıyor olması nedeniyle Euro Bölgesi ülkelerinin içinde bulunduğu durumdan en az etkilenecek ülkelerden biri olacağını söylemek mümkün olmaktadır.



Reel efektif döviz kurları ile ülkelerin ihracat performansları arasındaki ilişki dikkate alındığında ülkelerin reel efektif döviz kurlarını incelemenin önemli olacağını düşünüyoruz. Bu amaçla, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Türkiye'nin reel efektif döviz kurları Ocak 2007=100 olacak şekilde endekslenmiştir. Endekslenmiş rakamlar incelendiğinde, Türkiye'nin reel efektif döviz kurunda 2010 yılının sonundan itibaren yaşanan aşağı yönlü hareket dikkat çekerken, kurlarda yaşanan hareketlerin gecikmeli olarak yansıtacağı değerlendirildiğinde, bu durum Türkiye'nin ihracat performansı açısından önümüzdeki dönem için olumlu bir tablo çizmektedir. Söz konusu dönemde Çek

Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya'nın reel efektif döviz kurları dalgalı bir seyir izlemiştir. Son dönemde ise reel kurlarda benzer şekilde bir miktar aşağı yönlü hareketler yaşanırken, Polonya'nın reel efektif döviz kurunun yukarı yönlü hareketini devam ettirdiği dikkati çekmektedir. Sonuç olarak reel efektif döviz kurları çerçevesinde seçilmiş ülkeler arasında en avantajlı ülke Türkiye olarak öne çıkmaktadır.



Kaynak: Dünya Bankası

* Macaristan için 2006-2008 yılları ortalaması yer almaktadır.

büyüme performansının daha olumsuz etkilenebileceğini yansıtmaktadır. Özellikle bu ülkelerin ihracat içindeki payında yukarıda da açıklandığı gibi gelişmiş Euro Bölgesi ülkelerinin yüksek oranda bulunması bu risklerin daha güçlü olduğuna işaret etmektedir. Diğer yandan, Polonya ve Bulgaristan'ın büyüme performansının görece daha az etkilenebileceği söylenebilir. Türkiye büyüme performansı üzerindeki risklerin ise görece çok daha zayıf olduğu dikkat çekmektedir. İhracattaki tablo yanında ülkelerin büyüme performansı üzerinde ithalatlarındaki seyir de önemlidir. Söz konusu ülke gruplarında ihracatlarında yaşanacak yavaşlama büyüme performansını zayıflatabilecekken, büyüme performansının zayıflaması ise ithalatın yavaşlamasına neden olarak net ihracatın büyümeye olan katkısını pozitifte döndürebilir. Söz konusu tablo karşısında ithalat düşüş oranları da önemli olmasına rağmen ihracatın GSYİH'ya oranının ithalatın GSYİH'ya oranına göre yüksek olan Macaristan ve Çek Cumhuriyet üzerindeki risklerin daha güçlü olduğu söylenebilir. Sonuç olarak, Avrupa Birliği'nde son dönemde yaşanan olumsuz tablo karşısında talep koşullarında yaşanabilecek bir durgunluk karşısında Türkiye'nin görece daha güçlü olduğu dikkat çekerken, Macaristan ve Çek Cumhuriyeti'nde kırılabilirliklerin daha sert olduğu görülmektedir.

Yeni Zayıf Halka İtalya Mı?

Euro Bölgesi'ni son iki yıldır tehdit eden borç krizinin Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'in ardından İtalya ve İspanya'ya yayılabileceğine dair endişeler son dönemde giderek artmaktadır. Euro Bölgesi'nin 3. büyük ekonomisi olan İtalya'nın, Yunanistan'ın ardından en yüksek kamu borcuna sahip ülke olmasının yanı sıra devam eden siyasi istikrarsızlık ve son dönemde açıklanan zayıf makro ekonomik veriler İtalya ekonomisine duyulan güveni azaltmaktadır. Bu çalışmada İtalya ekonomisinde krize neden olan gelişmeler ve bu gelişmelerin piyasalar üzerindeki etkisi incelenecektir.

Tablo 1: Ülke Rating'leri

	2009 Yıl Sonu	2010 Yıl Sonu	2011 Temmuz
Yunanistan	A2	Ba1	Caa1
Portekiz	Aa2	A1	Ba2
İrlanda	Aa1	Baa1	Ba1
İspanya	Aaa	Aa1	Aa2
İtalya	Aa2	Aa2	Aa2

Ülke notları Moody's'den alınmıştır.

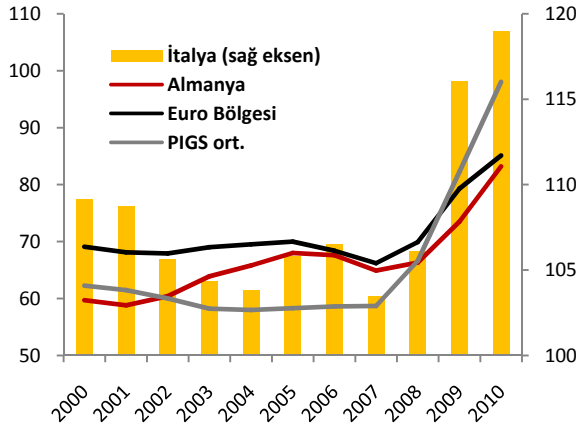
Euro Bölgesi'nde Yunanistan ile başlayan bankacılık sektörü ve borç krizinin İrlanda'ya ve Portekiz'e sıçraması, ardından İspanya ve İtalya'ya dair endişelerin artması, bölge içerisinde farklı hususlardan kaynaklanan makroekonomik istikrarsızlıkların varlığını daha da belirgin hale getirmektedir. Bu durum uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının bu ülkelerde not indirimlerine gitmesine sebep olmuştur. Tabloda

görüldüğü gibi Moody's, Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'in uzun vadeli kredi notlarını son dönemde ardarda indirirken, bu durum söz konusu ülkelerin borçlanma araçlarının piyasalarda eskisi gibi güvenli yatırım aracı olarak görülmediğine işaret etmektedir. İtalya'nın uzun vadeli kredi notunda ise 1996 yılı Temmuz ayından bu

yana bir değişikliğe gitmeyen Moody's, geçtiğimiz ay İtalya'nın ekonomik büyümesi konusundaki soru işaretleri ve kamu borcunu azaltmak için planladığı politikadaki riskler yüzünden "Aa2" olan uzun vadeli kredi notunu muhtemel bir indirim için izlemeye aldığını bildirmiştir. Özellikle son dönemde siyasi istikrarsızlık ve seçmen desteğinin yavaşladığı göz önüne alındığında, bu durum hükümetin bütçe açığını azaltmasının zor olabileceğine işaret etmektedir.

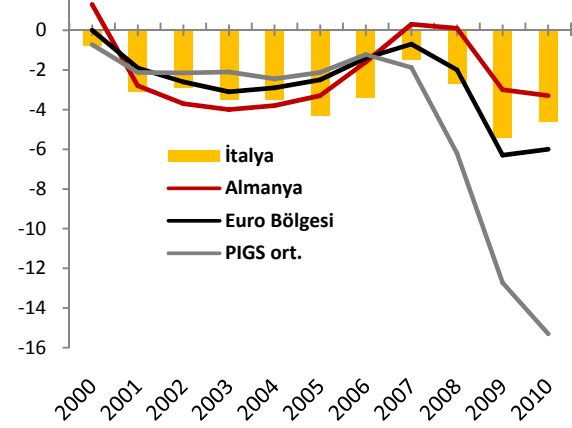
İtalya'nın güçsüz büyüme performansı ve yüksek kamu borcu ülke ekonomisine ilişkin endişeleri artırıyor...

Grafik -1 Borç Stoku /GSYİH



Kaynak: Bloomberg

Grafik -2 Bütçe Dengesi/GSYİH

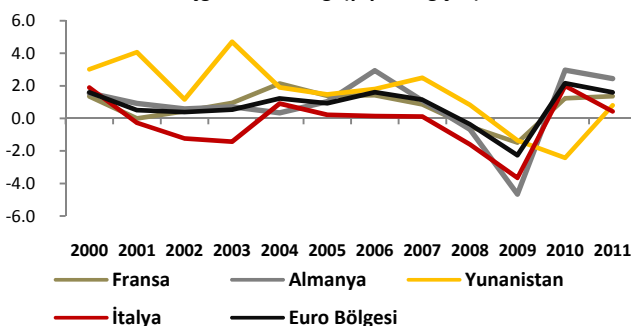


Kaynak: Bloomberg

Euro Bölgesi borç krizinin Yunanistan'dan sonra İtalya'ya sıçrayabileceği endişeleri son zamanlarda piyasalarda ana gündem konusu olurken, İtalya'nın olumlu bütçe performansına rağmen Euro Bölgesi'ndeki diğer ülkelerden nasıl ayrıştığı ve kriz riski yüksek bir ülke konumuna geldiği konusu tartışmalara neden olmaktadır. Yunanistan'da yaşanan borç krizi PIIGS (Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan ve İspanya) ülkeleri üzerinde etkili olurken, borç krizinin İtalya'ya sıçramasının temel nedeni olarak ülke ekonomisinin güçsüz büyüme performansı gösterilmektedir. Geçtiğimiz on yılda Euro Bölgesi ortalama %1.4 oranında bir büyüme performansı sergilerken, İtalya'nın hem PIIGS ülkeleri hem de Euro Bölgesi ortalamasının altında %0.6'lık bir büyüme performansı sergilemesi, söz konusu ülkenin büyüme performansındaki zayıflığı kanıtlar niteliktedir. Söz konusu PIIGS ülkelerine nazaran daha olumlu bir bütçe/GSYİH performansı sergileyen İtalya'nın, kötü büyüme performansının yanı sıra artan borç stoku, ülke ekonomisine dair endişelerin artmasında bir diğer önemli neden olarak karşımıza çıkmaktadır. 2010 yılında %4.6 olan Bütçe Açığı/GSYİH oranının 2011 yıl sonu için %4.15'e gerilemesi beklenirken, geçtiğimiz yıl %119.1 olan Borç Stoku/GSYİH oranıyla Euro Bölgesi ülkeleri arasında ikinci sırada yer alan İtalya'da bu oranın yılsonunda bir miktar daha artması beklenmektedir. Bu durum İtalya'nın diğer Euro Bölgesi ülkelerine nazaran daha iyi bir bütçe performansı sergilemesine karşın, daha yüksek borç stokuna sahip olmasının yanı sıra ülke geri ödemelerinin diğer ülkelere nazaran daha fazla olmasından kaynaklandığı söylenebilir. Diğer ülkelerde maksimum 140 milyar \$ düzeyinde olan 1 yıldan daha kısa vadeli iç borç geri ödemelerinin, İtalya'da 350 milyar \$ seviyelerine kadar çıkması göze çarpmaktadır. Bu kapsamda, İtalya'nın kısa vadeli geri ödemelerinin, Euro Bölgesi'ndeki diğer ülkelere nazaran daha yüksek olması, söz konusu ülkenin diğer ülkelere nazaran son günlerde yakından takip edilen ülke konumuna gelmesine neden olmuştur.

Grafik-3

İşgücü Verimliliği (y/y % Değişim)

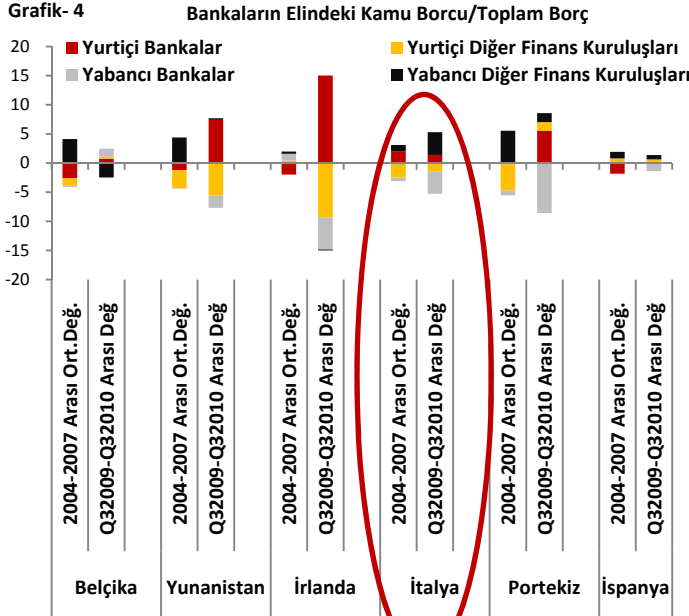


Kaynak: OECD

Diğer taraftan İtalya'nın zayıf ekonomik görünümü, düşük büyüme potansiyeli ve düşük verimliliği ek ekonomik önlemler alma konusunda hükümetin elini zorlaştırmaktadır. İtalya'da özel sektörün orta ölçekli aile şirketlerinden oluşması, ekonominin global ekonomideki değişikliklere uyum sağlamasını

ve rekabet gücünü artırmasını zorlaştırmaktadır. İtalya’da verimliliğin Euro Bölgesi geneline hatta Yunanistan’a göre çok sert bir şekilde gerilediği dikkat çekerken, verimlilikte hala belirgin bir toparlanma olmadığı görülmektedir. İtalya’da zayıf büyüme performansının değişmesi için verimliliği artırıcı önlemler alınması gerektiği açıktır.

İtalyan bankalarının elinde yüksek miktarda kamu borcu bulunması ülkeye yönelik endişelerin bir diğer nedeni olarak görünüyor...

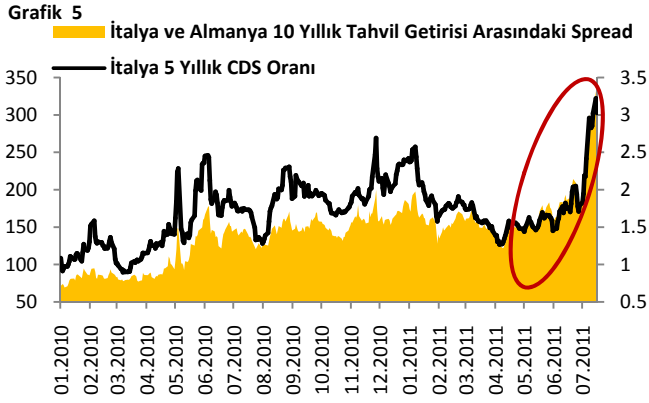


Ülkeler	Avrupa Bankalarının Elinde Bulunan İtalyan Kamu Borcu (Milyar Euro)
İtalya	176.8
Fransa	37.7
Almanya	27.8
İngiltere	13.7
İspanya	10.8
Yunanistan	0.1
Portekiz	0.1
İrlanda	0

Kaynak: Goldman Sachs

Kaynak: IMF Global Stability Raporu Nisan 2011

İtalya’ya yönelik borç krizi endişelerinin artmasının bir diğer nedeni olarak İtalyan bankalarının olası risklere karşı hassas bir görünüm sergilemesi gösterilebilir. İtalyan bankalarının son yapılan stres testlerini geçmesine karşın ellerinde yüksek miktarda kamu borcu bulunması, yani kamu finansmanının büyük ölçüde bankalar tarafından gerçekleştirilmesi, olası bir borç krizine karşı bankacılık sektörünün oldukça hassas bir durumda olduğuna işaret etmektedir. Diğer taraftan 2004-2007 arasındaki dönemde kamu borcunun büyük bir kısmının yurtiçi bankalar ve yurtiçi finans kuruluşları ellerinde bulunurken, özellikle 2009 yılının 3. çeyreğinden sonraki dönemde yabancı bankaların ellerindeki kamu borcunun artması, İtalya’da Yunanistan benzeri bir kriz yaşanması durumunda sonuçlarının çok daha ağır olacağını ve etkilerinin yalnızca Euro Bölgesi sınırlarında kalmayacağını göstermektedir. Tablodan da görüldüğü üzere Almanya, Fransa ve İngiltere gibi ülkelerin elinde yüksek miktarda kamu borcu bulunması bu ülkelerde Euro Bölgesi’nin en borçlu ülkelerinden İtalya nedeniyle çok büyük bir risk taşıdığı anlamına gelmektedir. Öte yandan Avrupa bankalarının 998.7 milyar euroyu bulan İtalyan bankalarındaki toplam yükümlülük ve riskleri Yunanistan bankalarındaki risklerinin yaklaşık altı katı büyüklükte olduğu düşünüldüğünde, İtalya’da yaşanabilecek olası bir borç krizi karşısında söz konusu ülkelerin Yunanistan’a yapılan yardımlar gibi yardımlarda bulunamayacağı anlamına da gelmektedir. Avrupa bankalarının Yunanistan’da 162.4 milyar euro riski bulunurken, İspanya’da 774 milyar euro, İrlanda’da ise 534 milyar euro civarında riski bulunması, borç krizinin yayılmasına yönelik kaygıları açıklamaktadır. Tüm bunların yanı sıra ABD’nin İtalya bankalarındaki riski 269 milyar euro ile diğer Avrupa ülkelerine kıyasla de daha yüksek seviyede olması, İtalya’nın yalnızca Euro Bölgesi için değil aynı zamanda ABD içinde yüksek risk taşıdığı anlamına gelmektedir.



Tüm bu değerlendirmelerin ardından İtalya'da yaşanan ekonomik sıkıntılarının piyasalar tarafından nasıl algılandığını incelediğimizde ise risk algılamalarını gösteren CDS oranlarına değinmek yararlı görünmektedir. Özellikle Temmuz ayında İtalya'nın CDS oranları ve tahvil getirilerinde yaşanan sert yükseliş dikkat çekmektedir. Son dönemde yüksek kamu borcuna sahip olması ve bankacılık sektörünün sermaye ve likidite yeterliliğine ilişkin kaygılar nedeniyle İtalya ekonomisine dair artan endişeler, İtalya CDS' lerinin yükselmesine

neden olurken, 2010 yıl sonuna göre %26.8 oranında artan İtalya CDS' lerinin sadece Temmuz ayında yaklaşık %75 oranında yükseldiği ve 320 seviyelerini test ettiği görülmektedir. Bu durum yatırımcıların İtalya ekonomisine karşı duyduğu güvenin bozulduğuna dair bir gösterge olarak yorumlanabilir. Tahvil getirilerini incelediğimizde ise Temmuz ayı içinde İtalya'nın 10 yıllık tahvil getirisinin %5.97 seviyelerine kadar yükseldiği dikkat çekerken, İtalya ile Almanya 10 yıllık tahvil getirileri arasındaki spread tarihi yüksek seviye olan %3'e kadar yükselmiştir. Bu anlamda global ekonominin ve piyasaların önümüzdeki dönemde İtalya'yı yakından takip etmesi mümkün olabilir.

İtalya'ya yönelik risk algılamalarına farklı bir bakış...

	Japonya	İtalya
Borç Stoku / GSYİH (%)	220.3	119
Cari Denge / GSYİH (%)	3.6	-3.5
65 Yaş Üstü Nüfusun Payı (%)	21	25.4
10 yıllık Tahvil Getirisi (%)	1.09	5.27

Kaynak: IMF, Bloomberg

İtalya ekonomisi üzerindeki tartışmaların arttığı ve ülke risk primlerinin çok yükseldiği bir ortamda, Nobel ödüllü Paul Krugman'ın Japonya ile İtalya ekonomilerinin benzer yapıya sahip olmalarına karşın risk algılamalarında bu derece bir farklılığın neden ortaya çıkmış olabileceğine ilişkin yazısı tartışmalara yeni bir boyut

kazandırmıştır. Yüksek borç yüküne ve bozuk demografik yapıya sahip iki ülkenin bu derece farklı maliyetlerle borçlanabilmeleri ülkeler arasındaki farklılık yaratan diğer unsurları da tartışmamıza neden olmaktadır. İlk olarak ülkeler arasındaki üretim yapısı farklılıkları önemli bir açıklama olarak ortaya konulmasına karşın, bu durum son dönemde yaşananlar özelinde bir açıklama getirmemektedir. Küresel krizden çıkış sürecinin ardından Japonya ve İtalya arasında farklılık yaratan en önemli unsur olarak, ülke politika yapıcılarının bağımsızlığı konusu göze çarpmaktadır. İtalya'nın, son dönemde giderek daha da belirginleşen, heterojen bir parasal birlik içinde yer alması ve Birlik üyesi ülkelerin para ve maliye politikaları arasındaki uyum konusundaki soru işaretleri İtalya'ya ilişkin risk algılamalarındaki artışın önemli bir nedeni olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin Japonya Merkez Bankası ülke koşullarını dikkate alarak düşük politika faizi politikasına devam edebilirken Avrupa Merkez Bankası'nın faiz artırımı sürecine başlaması borç sorunu ile karşı karşıya olan ülkelerin zor durumda kalmasına ve ek tedbirlerin uygulanmaya konulmasına yol açmaktadır. Sonuç olarak, Japonya Merkez Bankası'nın para politikasında serbestiye sahip olması mevcut borç koşullarında politika yapıcılara esneklik sağlarken, Avrupa Merkez Bankası'nın para politikası ülkeler üzerinde farklı etkiler yaratabilmektedir.

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 Türkarıslan	Ekonomist	bilge.ozalpturkarıslan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 88
Ümit Ünsal	Ekonomist	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0312-455 84 18
Seda Meyveci Dođanay	Ekonomist	sedameyveci.doganay@vakifbank.com.tr	0312-455 84 85
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 83
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0312-455 84 87
Naime Dođan	Araştırmacı	naime.dogan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 86
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0312-455 84 82
Elif Artman	Araştırmacı	elif.artman@vakifbank.com.tr	0312-455 84 90
Senem Güder	Araştırmacı	senem.guder@vakifbank.com.tr	0312-455 84 76
İbrahim Taha Durmaz	Araştırmacı	ibrahimtaha.durmaz@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93

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.