

## İÇİNDEKİLER

### ❖ Yurt İçi Ekonomi Raporu

#### **TCMB 2010 yıl sonu enflasyon beklentisini %8.4 seviyesinden %7.5 seviyesine indirdi**

TCMB, 2010 yılı sonuna ilişkin TÜFE beklentisini 0.9 puan düşürerek %6.5 ile %8.5 aralığında(orta noktası: %7.5) gerçekleşeceğini tahmin ettiğini açıklamıştır.

#### **Enflasyondaki düşüş Temmuz ayında da devam etti**

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Temmuz ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.48 gerilemiştir. Yıllık bazda TÜFE ise %8.37 seviyesinden %7.58 seviyesine gerileyerek 2010 yılının en düşük enflasyon oranına işaret etmiştir.

#### **Sanayi Üretimi Haziran ayında yıllık bazda %10.2 arttı**

Haziran ayında sanayi üretim endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %10.2 oranında artış yaşamıştır. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise beklentilerimize paralel olarak bir önceki aya göre %2.1 düşüş yaşamıştır.

#### **Yeni Mali Teşviklere İhtiyaç Var mı?**

Önümüzdeki dönemde mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksindeki düşüşün devam etmesinin yılın devamında ve 2011 yılında da büyümenin sürdürülebilirliği konusunda risk oluşturmaktadır. Bu çerçevede bu raporumuzda gerek yurtiçi gerekse global piyasalarda yeni mali teşviklere ihtiyaç olup olmadığı sorusunu inceleyeceğiz.

### ❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

#### **Global Ekonomi Yavaşlıyor Mu?**

2010'un ikinci yarısında daha çok ABD olmak üzere dünya genelinde açıklanan verilerin ekonomik büyümenin yavaşlayacağına işaret etmesi, global piyasalarda karışıklıklara neden olmaktadır.

#### **Dış Talep Koşulları ve Küresel Büyüme Beklentileri Işığında Türkiye'nin İhracat Performansı**

Dünya ekonomisi toparlanma sürecinde Mayıs ayından beri en belirgin tökezlemesini yaşarken, Türkiye ekonomisini zorlu dış talep koşullarıyla karşı karşıyadır.

#### **Dış Talebin Türkiye'nin Büyüme Performansına Etkileri**

Bu çalışmada, Türkiye'nin dış ticaret göstergelerinin son dönem görünümü ortaya konarak, dış talep koşullarının büyüme ve ihracat performansına etkileri incelenmektedir.

#### **Amerikan Merkez Bankası Büyüme Kaygısıyla Parasal Önlemlere Devam Ediyor**

ABD Merkez Bankası (FED) ekonomik toparlanmanın desteklenmesi, deflasyondan kaçınmak ve ekonomiyi canlandırmak likidite önlemlerine devam edeceğini açıklamıştır.

#### **ABD Ekonomisinde İkinci Bir Dip Yaşanması İhtimali**

Bu çalışma, ABD ekonomisinin çift dipli bir resesyona gireceği beklentisini artıran faktörler ve bu konudaki karşıt argümanların değerlendirmesini içermektedir.

### ❖ Finans Raporu

#### **Gelişmekte Olan Ülkelerin Cross Currency Swap Oranları'nda Yaşanan Trend**

Son dönemde ABD'de açıklanan verilerin toparlanma hızının yavaşladığına işaret etmesi ABD hazine tahvillerine güvenli liman alımları getirirken, gelişmekte olan ülke para birimlerinin değer kazandığı ve CDS'lerinin gerilediği dikkat çekmektedir.

#### **Gelişmekte Olan Ülkelere Karşı Olan Risk Algılaması Değişiyor mu?**

Euro Bölgesi borç krizine yönelik endişelerin yerini ABD ekonomisinin yavaş toparlanmasına yönelik endişelere bırakmasıyla doların global para birimleri karşısında gerilediği, gelişmekte olan ülke para birimlerinin değer kazandığı ve CDS'lerinin gerilediği dikkat çekmektedir.

#### **Yeni Balon Çin Olabilir mi?**

Çin'de son dönemde konut fiyatlarının ani yükselişi konut sektörüne ilişkin yeni bir varlık balonu tartışmalarını gündeme getirirken, Çin hükümeti aldığı önlemlerle bu balonu engellemeye çalışmaktadır..

#### **Güçlenen Japon Yeni'ne Müdahale Edilecek mi?**

Son dönemde sert hareketler yapan USD/JPY paritesinde yaşanan gelişmeler ile yenin değer kazanması, ekonomisi ihracata dayalı olan Japonya'yı ekonomik ve finansal açıdan olumsuz yönde etkilemektedir.

**TCMB 2010 yılsonu enflasyon beklentisini %8.4 seviyesinden %7.5 seviyesine indirdi...**

**Tablo-1**

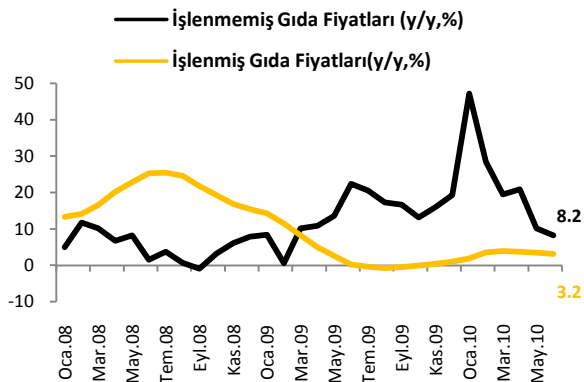
	TCMB Bir Önceki Enflasyon Raporu	TCMB'nin Son Yayınladığı Enflasyon Raporu	Revizyon
<b>Gıda Fiyatları</b>	2010: %9.0 2011: %7.0	2010: %7.5 2011: %7.0	Aşağı Yönlü
<b>Petrol fiyatları</b>	2010: 85\$ 2011: 90\$	2010: 80\$ 2011: 85\$	Aşağı Yönlü
<b>Enflasyon</b>	2010: %7.2-9.6 aralığı (Orta Nokta:%8.4) 2011: %5.4 2012: %5.0	2010: %6.5-8.5 aralığı (Orta Nokta:%7.5) 2011: %5.3 2012: %5.0	Aşağı Yönlü
<b>TCMB Faiz Kararı</b>	Sınırlı artışlara devam edilebilir fakat faizler tek hanede seyredecek	Faizler yılsonuna kadar bu seviyelerde sabit tutulacak	

Kaynak:TCMB

TCMB geçtiğimiz hafta 2010 yılının üçüncü enflasyon raporunu yayımlamıştır. Raporda bir önceki enflasyon raporuna kıyasla enflasyon projeksiyonlarında aşağı yönlü yapılan değişiklikler dikkat çekmektedir. 2010 yılının ilk çeyreğinde enflasyondaki yükselişi daha çok gıda, enerji ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar gibi para politikasının kontrolü dışında kalan unsurlardaki gelişmelere bağlayan TCMB söz konusu olumsuz unsurların tersine dönmesiyle enflasyondaki aşağı yönlü trende vurgu yaparak enflasyon beklentilerinde aşağı yönlü revizyona gittiğini açıklamıştır. Bu çerçevede TCMB, 2010 yılı sonuna ilişkin TÜFE beklentisini 0.9 puan düşürerek %6.5 ile %8.5 aralığında (orta noktası: %7.5) gerçekleşeceğini tahmin ettiğini açıklamıştır. Bir önceki raporda 2010 yıl sonu TÜFE beklentisi %7.2-9.6 aralığında (Orta noktası: %8.4) bulunuyordu. Merkez Bankası enflasyonda yapılan aşağı yönlü revizyonun nedenlerini şu şekilde açıklamıştır:

**1-Gıda fiyatlarındaki düşüşler:**

**Grafik 1**



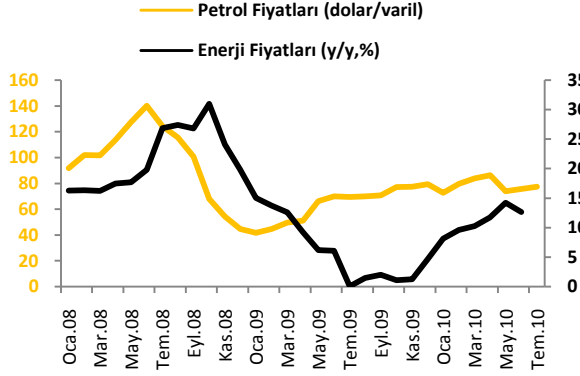
Kaynak:TCMB

yavaşlamasında etkili olan bir diğer unsur olduğunu belirterek, TCMB gıda fiyatlarının yıllık artış oranına ilişkin varsayımını 2010 yılı için %9.0 seviyesinden %7.5 seviyesine indirmiştir. TCMB söz konusu değişikliğin 2010 yıl sonu enflasyon tahminleri üzerindeki etkisini 0.4 puan olarak açıklamıştır.

**2-Petrol fiyatlarındaki düşüşler:**

Yılın ilk çeyreğinde mevsimsel nedenlerle artan gıda fiyatları ardından yılın ikinci çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarının seyrinin enflasyon gelişmeleri üzerinde belirleyici olduğuna değinen TCMB meyve ve sebze fiyatlarının piyasaya arz edilen ürünlerin belirgin miktarda artmasıyla Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülenden daha önce ve daha yüksek bir oranda düşmesi nedeniyle enflasyon beklentisinde aşağı yönlü revizyona gittiğini açıklamıştır (Bkz. Grafik-1). Buna ek olarak, Nisan ayı sonunda kırmızı et ithalatı yapılmasına yönelik düzenlemenin yürürlüğe koyulması da işlenmemiş gıda fiyatlarının öngörülenden daha güçlü

**Grafik 2**



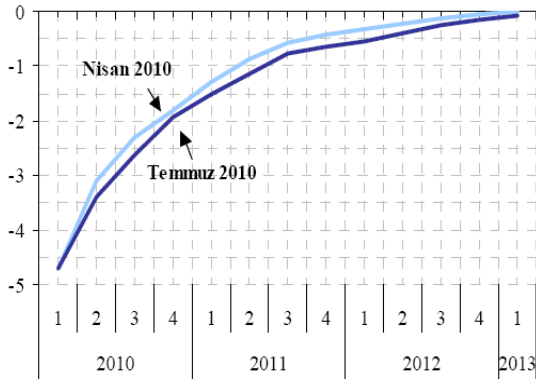
Kaynak:TCMB

Küresel büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü risklerin artmasıyla, yılın ikinci çeyreğinde petrol fiyatları Nisan Enflasyon Raporu varsayımlarının altında seyretmesi nedeniyle TCMB ham petrol fiyatı varsayımını 2010 yılı için 85 ABD dolarından 80 ABD dolarına indirmiştir (Bkz Grafik-2). Bu güncellemelerin 2010 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi yaklaşık 0.2 puan azaltıcı yönde olmuştur. 2011 yılı için ise petrol fiyatları beklentisini 90 ABD dolarından 85 ABD dolarına indirirken, 2012 yılı için tahminini 90 ABD doları olarak korunmuştur.

### 3- Çıktı açığının beklenen kadar hızlı daralmaması:

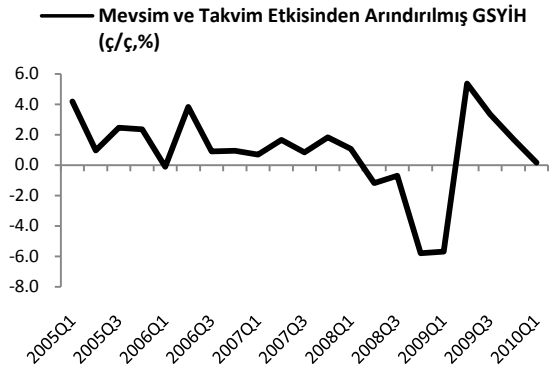
**Grafik 3**

#### Çıktı Açığı<sup>1</sup>



Kaynak:TCMB

**Grafik-4**



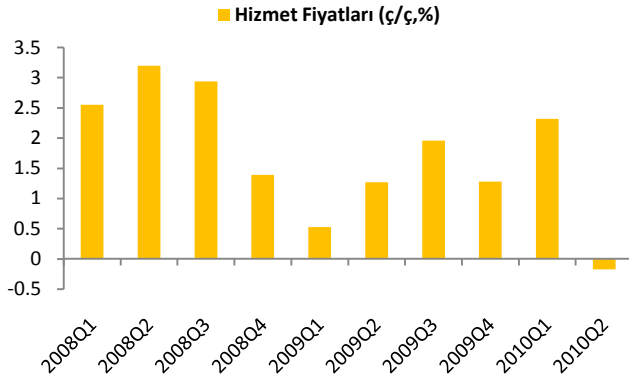
Kaynak:TÜİK

Dış talep görünümündeki aşağı yönlü güncelleme nedeniyle toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkının bir önceki rapor dönemine göre sınırlı da olsa arttığı bir çerçeve altında çıktı açığındaki toparlanmanın daha yavaş olacağına vurgu yapan TCMB bu değişikliğin 2010 yıl sonu enflasyon tahminlerini 0.1 puan aşağı çektiğini açıklamıştır. Bu durum bizim geçtiğimiz hafta yayınladığımız Haftalık Yurtiçi Ekonomi Raporu' muzda değindiğimiz çıktı açığındaki toparlanmanın TCMB'nin bir önceki enflasyon raporunda öngördüğü kadar hızlı olmayacağı yönünde olan beklentilerimizle uyumlu bir tablo çizmektedir. 2010 yılının ilk çeyreğinde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH değeri bir önceki döneme göre %0.1 artması çift haneli büyüme rakamlarında baz etkisinin rol oynadığına işaret ederken, yılın devamında bu serideki hareket ekonomik büyümenin devam edip etmeyeceği konusunda önemle takip edilmelidir (Bkz Grafik-4). Özellikle Avrupa'yla ilgili olarak son dönemde artan global riskler tüm dünyada olduğu gibi Türkiye ekonomisi üzerinde büyüme yönlü risklerin artmasına neden olduğu bir dönemde büyüme yönlü risklerin artması enflasyonist baskıların zayıflamasına neden olabilecektir.

<sup>1</sup> Çıktı açığı en basit haliyle bir ekonomide gerçekleşen çıktının potansiyel seviyesinden sapması olarak tanımlanmaktadır.

#### 4- Enflasyon ana eğiliminde beklenenden hızlı bir yavaşlama olması:

**Grafik-5**

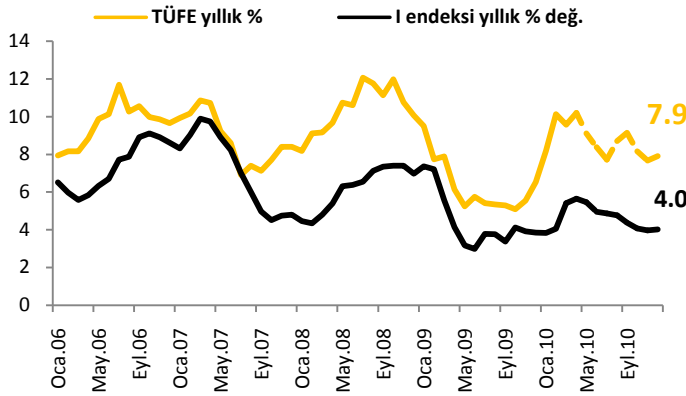


Kaynak:TCMB

Yılın ikinci çeyreğinde temel mal ve hizmet fiyatlarının artış hızında (enflasyonun ana eğiliminde) öngörülenin de ötesinde bir yavaşlama olması ve çeyreklik bazda hizmet fiyatlarının değişiminin tarihte ilk defa negatife gerilemesiyle enflasyonda ana eğilimlerin beklenenden hızlı bir yavaşlama yaşandığına vurgu yapan TCMB bu gelişme ile yıl sonu enflasyon tahminini 0.2 puan düşürmüştür(Bkz Grafik-6).

TCMB 2011 ve sonrası için enflasyon tahminlerinde ise önemli bir değişiklik yapmamıştır. Enflasyon Raporunda dikkat çeken diğer bir gelişme TCMB'nin mali kurala atıfta bulunmasıdır. Bu durum önümüzdeki dönemde mali kurula ilişkin gelişmelerin önemine işaret etmektedir. Para politikası duruşunda ise faizleri uzun süre sabit bırakacağı söylemlerini korumuştur. Küresel ekonomiye ilişkin artan belirsizliklere vurgu yapan TCMB, para politikası duruşunun küresel ekonomiye bağlı olduğunu ve sıkılaştırıcı para politikalarının 2011 yılına ertelenebileceğini belirtmektedir. Küresel ekonomilerde yaşanan problemlerin derinleşmesi durumunda ise faiz indirimine dahi gidilebileceği ifade edilirken, bu açıklama Nisan Enflasyon Raporu'nda yer almazken Temmuz Enflasyon Raporu'nda yer alan önemli bir açıklamadır.

**Grafik-6**



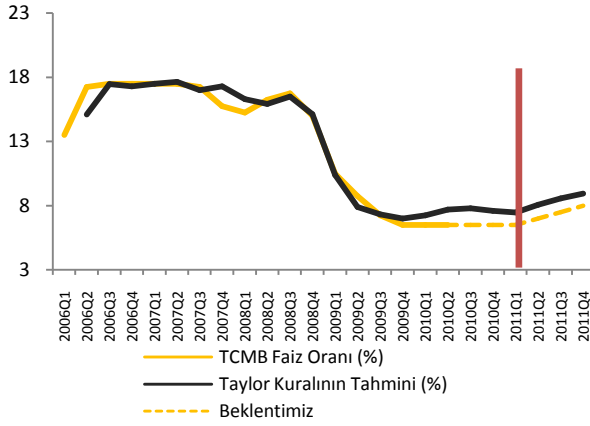
Kaynak:TCMB

Sonuç olarak, aslında yayınlanan III. Enflasyon Raporu'nda TCMB'nin enflasyon beklentilerini revize etmesi sürpriz bir gelişme olmamıştır. Açıklanan son enflasyon verileri ardından TCMB sıkça enflasyonda revizyona gidebileceğini belirtiyordu. Piyasada merak edilen gelişme ise TCMB'nin enflasyon beklentilerini ne kadar düşüreceği yönündeydi. Açıklanan enflasyon beklentilerinde TCMB'nin bir miktar temkinli bir duruş sergilediği söylenebileceken, yayınlanan enflasyon

raporunun ardından yılsonuna ilişkin %7.9 seviyesinde bulunan enflasyon beklentimizi şu an itibariyle değiştirmiyoruz (Bkz Grafik-6). Beklentimiz TCMB'nin orta noktasının bir miktar üzerinde yer almakla birlikte gıda fiyatlarındaki yüksek volatilité ve Ramazan etkisi nedeniyle söz konusu grupta olası yukarı yönlü hareket ihtimali, enflasyon beklentimizin TCMB'nin bir miktar üzerinde yer almasında rol oynamaktadır.

**Grafik-7**

**Taylor Kuralı<sup>2</sup>**

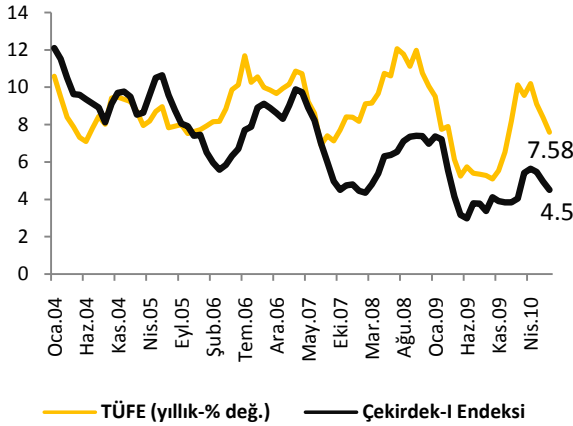


Kaynak:TCMB

kararlarının önemli bir risk oluşturduğunu düşünüyoruz. Gelişmekte olan pek çok ekonomide faiz artırımlarının başladığı bir dönemde eksi reel faiz veren Türkiye ekonomisine yabancı yatırımcıların ilgisi azalabilecek, bu durum ise TCMB'nin faizleri sabit tutabilmesi üzerinde önemli bir risk oluşturabilecektir. 2011 yılının ilk çeyreğinde ise 2010 yılında işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış ve vergi ayarlamalarıyla oluşan olumlu baz etkisiyle enflasyon rakamlarında düşüşün devam edeceğini düşünüyoruz. Bu beklentimiz altında TCMB'nin faizleri 2011 yılının ilk çeyreğinde sabit tutmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Global piyasalarda yaşanan gelişmeler de TCMB para politikası üzerinde etkili olacakken son dönemde yaşanan sorunların derinleşmediği bir durumda, yılın ikinci çeyreğinde enflasyondaki olumlu bazın tersine dönmesiyle artan enflasyonist baskılarla TCMB'nin faiz artırımına başlamasının mümkün olabileceğini düşünüyoruz (Bkz Grafik-7).

**Enflasyondaki düşüş Temmuz ayında da devam etti...**

**Grafik-1**

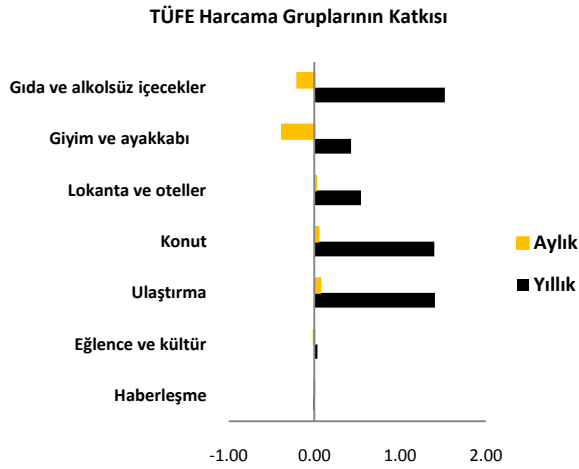


Kaynak: TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Temmuz ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.48 gerilemiştir. Böylece %0.38 olan piyasa ve %0.15 düşüş yönünde olan bizim beklentimizin üzerinde daha sert düşüş görülmüştür. Yıllık bazda TÜFE ise %8.37 seviyesinden %7.58 seviyesine gerileyerek 2010 yılının en düşük enflasyon oranına işaret etmiştir. Çekirdek enflasyon olarak bilinen enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç "I Endeksi" ise aylık bazda %0.51 oranında gerileyerek yıllık çekirdek enflasyon %4.95 seviyesinden %4.50 seviyesine gerilemiştir.

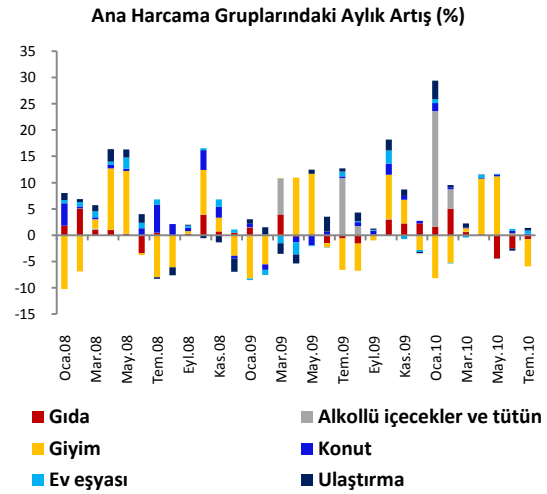
<sup>2</sup> Taylor Kuralı nominal faiz oranının (i), gerçekleşen enflasyonun hedeflenen sapması ( $\pi - \pi^*$ ) ve çıktı açığının ( $y - y^*$ ) bir fonksiyonu olarak tanımlanan çıktı açığı ve enflasyonun hedefinden sapmasına değişik ağırlıklar vererek faiz oranının belirlenmesinde kullanılan bir kuraldır.

**Grafik-2**



Kaynak: TÜİK

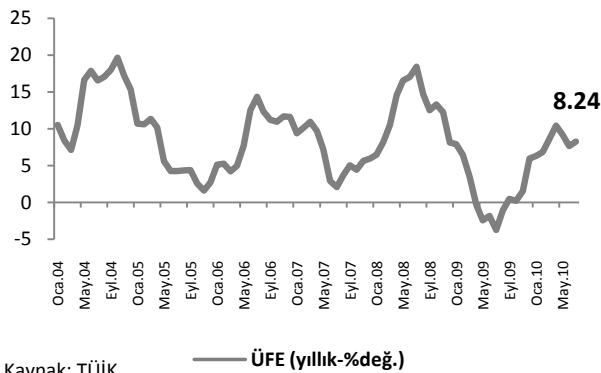
**Grafik-3**



Kaynak: TÜİK

TÜFE'nin beklentilerimizden altında kalmasında, işlenmemiş gıda fiyatlarında aylık bazda gerçekleşen %0.73 oranındaki düşüşün sınırlı artış yönünde olan beklentimizin altında kalması etkili olmuştur. Son iki aydır sert bir düşüş kaydeden gıda fiyatlarında gerilemenin devam ettiği Temmuz ayında gıda fiyatlarının enflasyondaki düşüşe katkısı 0.20 puan olmuştur. Gıda fiyatlarındaki düşüşün meyve ve sebze fiyatlarındaki gerilemeden kaynaklandığı görülürken, önümüzdeki ayın Ramazan ayı olması nedeniyle gıda fiyatlarında izlenen aşağı yönlü seyrin terse dönmesi mümkün olabilecektir. Ayrıca Ağustos ayı ardından yaz aylarının sonuna yaklaşılması ve mevsimsel olumlu etkinin sona ermesiyle gıda fiyatlarındaki yükselişin devam edebileceğini düşünüyoruz. Geçtiğimiz yılın son dört ayında %4.70 oranında artan gıda fiyatları değerlendirildiğinde, önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarındaki yükseliş kaynaklı enflasyonda yukarı yönlü bir harekte izlenebilir. Diğer yandan sezon indirimleri nedeni ile giyim ve ayakkabı ana harcama grubunda yaşanan aylık %5.19 oranındaki düşüşün enflasyondaki düşüşe katkısı 0.38 puan olarak gerçekleşmiştir. Giyim grubundaki düşüş geçmiş yıllara kıyasla sınırlı olduğu dikkat çekmektedir. Bu durum giyim grubundaki düşüşün Ağustos ayında devam edeceğine işaret etmektedir. Gıda ve giyim fiyatları dışında kalan kalemlerde ise beklentilerimize paralel sınırlı değişimler gerçekleşmiştir. Konut grubunda %0.28 artış yaşanırken, ulaştırma grubu petrol fiyatlarındaki yatay görünüm paralelinde belirgin bir değişim gözlenmemiştir.

**Grafik-4**



Kaynak: TÜİK

— TÜFE (yıllık-%değ.)

Temmuz ayında ÜFE'de aylık bazda yaşanan %0.16'lık düşüş %0.30 düşüş yaşanması yönünde olan beklentimizin üzerinde kalırken, ÜFE'nin Temmuz ayında değişmeyeceği yönünde olan piyasa beklentilerinin ise altında açıklanmıştır. Yıllık bazda ise ÜFE aylık bazdaki düşüşe rağmen baz etkisiyle %7.64 seviyesinden %8.24 seviyesine yükselmiştir. Böylece yıllık bazda ÜFE'nin Nisan ayından beri devam ettirdiği düşüş trendi bozulmuştur. Tarım fiyatları mevsimsel etkilerle aylık bazda %2.15 oranında azalarak ÜFE'deki

düşüşte başrol oynarken, imalat sanayi fiyatları bir önceki aya göre %0.21 oranında artış kaydetmiştir. Aylık olarak en yüksek artış gösteren seçilmiş maddelere bakıldığında koyun ve kuzu et fiyatlarındaki %7.96 oranındaki sert artış dikkat çekmektedir. Özellikle diğer yüksek artış gösteren kalemlerin de gıda grubu ağırlıklı

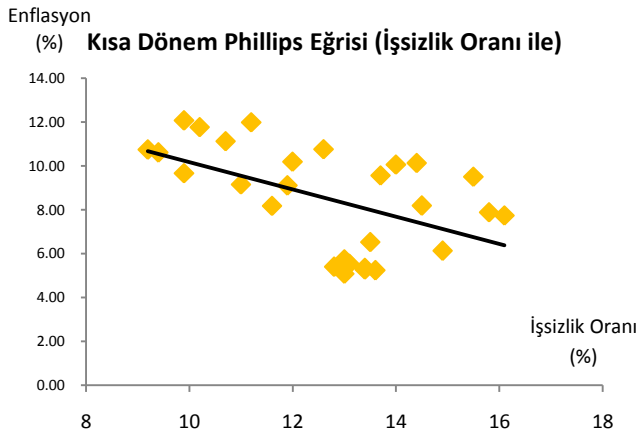
olması önümüzdeki günlerde üreticilerin yükselen fiyatları tüketicilere yansıtması durumunda TÜFE’de son üç aydır sert bir şekilde düşen gıda fiyatlarında olası yükselişe işaret etmektedir.

Açıklanan Temmuz ayı enflasyon rakamları TCMB'nin son PPK toplantı özetlerinde geçen yıl Temmuz ayında uygulanan geçici vergi ayarlamalarının oluşturduğu baz etkisi ile tüketici fiyatlarındaki düşüşün süreceği şeklindeki açıklamasına paralel bir görünüm çizerken, enflasyondaki düşüşlerin devam etmesi TCMB'nin 19 Ağustos’da gerçekleştireceği toplantısında faizleri değiştirmeyerek sabit tutmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde Ramazan olması nedeni ile gıda fiyatlarındaki aşağı yönlü seyrin terse dönmesi mümkün görünmektedir. Özellikle Ağustos ayı ardından yılın kalan aylarında mevsimsel olarak gıda fiyatlarında yükselişlerin sertleşebileceği beklentimiz altında %7.9 seviyesinde bulunan yılsonu enflasyon beklentimizi değiştirmiyoruz. Gıda fiyatlarındaki yükseliş beklentimize rağmen enflasyonun tek haneli seyrini devam ettirmesi nedeniyle, TCMB'nin yılsonuna kadar faizleri bu seviyede sabit bırakmasını bekliyoruz. 2011 yılının ilk çeyreğinde olumlu baz etkisiyle enflasyonda düşüşün devam edeceği beklentimiz TCMB'nin faiz arttırmalarını erteleyebileceken, şu an için ilk faiz artırımına ilişkin beklentimiz 2011 yılının ilk yarısı sonuna işaret etmektedir.

### **Analiz: Enflasyon & İşsizlik Oranı -Phillips Eğrisi**

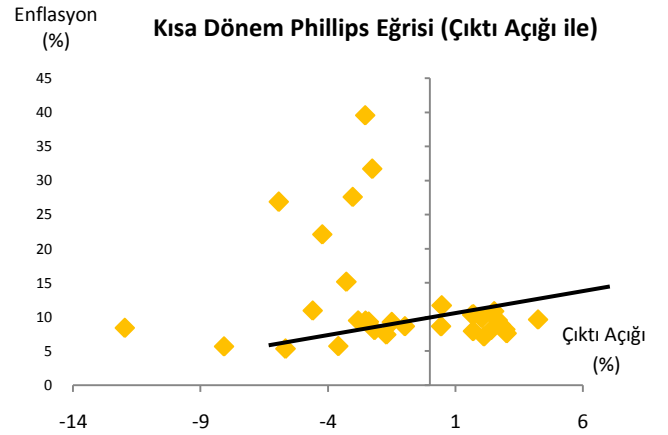
Phillips eğrisi işsizlik oranı ile enflasyon oranı arasındaki negatif yönlü ilişkiyi ortaya koyan eğridir. Başka bir ifade ile kısa dönemde işsizlik oranı gerilediğinde enflasyon oranında artış görülmektedir. Bu ters yönlü ilişki kısa dönemde gözlenirken, uzun dönemde bu ilişkinin korunmadığı bulunmuştur. Uzun dönemde sabit bir işsizlik oranında yatay eksene dik bir eğri elde edilmektedir. Son dönemde yurtiçi piyasalarda azalan işsizlik oranına karşın çıktı açığındaki toparlanmanın zayıflayacağı beklentilerinin yaratacağı enflasyonist baskıları değerlendirmek amacıyla Phillips eğrisi analizi bu çalışmamızda ele alınacaktır. Enflasyon oranı, işsizlik oranı ve çıktı açığı arasındaki ilişki ayrı ayrı ele alınarak önümüzdeki döneme ilişkin beklentilerimizdeki talep yönlü riskler değerlendirilecektir.

**Grafik-5**



Kaynak: TCMB

**Grafik-6**



Kaynak: TCMB

Analizimizin temelini oluşturan Phillips eğrisi ile kısa dönemde enflasyon ile çıktı açığı ve işsizlik oranı arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla 2 model oluşturulmuş ve aşağıdaki bulgular elde edilmiştir.

**Tablo-1: Phillips Eğrisi Modeli (İşsizlik Oranı)**

Modelde Bulunan Parametreler	
Sabit Terim	<b>4.95</b> <b>(3.05)</b>
İşsizlik Oranı	<b>-0.49</b> <b>(0.23)</b>
Enflasyon Beklentisi	<b>1.17</b> <b>(0.12)</b>
R <sup>2</sup>	<b>0.96</b>
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	<b>0.95</b>
Modele ayrıca anlamlı bulunan hareketli ortalama serileri eklenmiştir.	

Kaynak: Vakıfbank

**Tablo-2: Phillips Eğrisi Modeli (Çıktı Açığı)**

Modelde Bulunan Parametreler	
Sabit Terim	<b>0.87</b> <b>(0.89)</b>
Çıktı Açığı(-1)	<b>0.28</b> <b>(0.11)</b>
Enflasyon Beklentisi	<b>1.10</b> <b>(0.08)</b>
R <sup>2</sup>	<b>0.98</b>
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	<b>0.98</b>
Modele ayrıca anlamlı bulunan hareketli ortalama serileri eklenmiştir.	

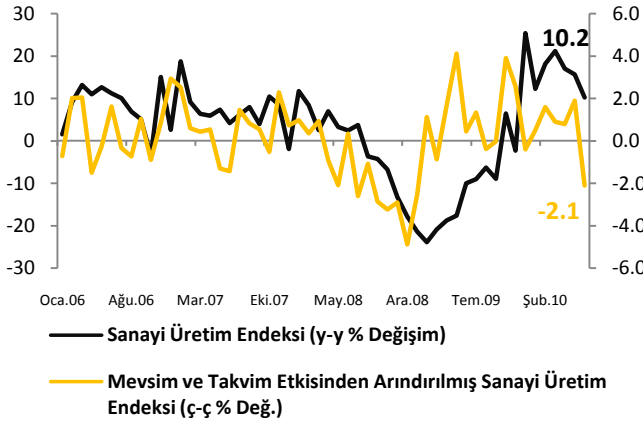
Kaynak: Vakıfbank

İlk modelimizde işsizlik oranı ve enflasyon beklentileri enflasyon oranını açıklamada kullanılırken, bütün değişkenler %0.05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Modelimize göre enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasında beklendiği gibi negatif ilişki bulunurken, enflasyon beklentilerinin enflasyon oranını açıklamada güçlü pozitif bir etkisi olduğu saptanmıştır. İkinci modelimizde ise çıktı açığı ve enflasyon beklentileri enflasyon oranını açıklamada kullanılırken, bütün değişkenler %0.05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. İlk modelde olduğu gibi enflasyon beklentileri ile enflasyon oranı arasında anlamlı pozitif yönlü bir ilişki saptanırken, çıktı açığı ile enflasyon arasında beklendiğimiz gibi pozitif bir ilişki bulunmuştur. Diğer bir ifade ile çıktı açığının daralması Türkiye ekonomisinin potansiyel seviyesinde üretime yaklaştığına işaret ederken, ekonomideki talep yönlü enflasyonist baskının da bir göstergesi olarak yukarı yönlü bir enflasyona işaret etmektedir.

Birinci modeldeki işsizlik ve enflasyon oranı arasındaki ilişkiyi tahmin ettiğimiz kısa dönem Phillips Eğrisi değerlendirildiğinde, önümüzdeki dönem için işsizlik oranındaki düşüş beklentimiz enflasyonda yukarı yönlü bir seyre işaret etmektedir. Fakat işsizlik oranının yüksek seviyelerde bulunduğu ve işgücü piyasalarındaki kırılmalıkların devam ettiği bir ortamda işsizlik oranındaki düşüşün enflasyona yansımalarının zayıf olacağını düşünüyoruz. Özellikle ikinci modelde çıktı açığı ile enflasyon arasındaki ilişki değerlendirildiğinde, çıktı açığındaki daralmanın daha yavaş olacağı beklentimiz altında enflasyondaki yukarı yönlü hareket sınırlı kalabilir. TCMB'nin yayınladığı üçüncü enflasyon raporunda çıktı açığındaki daralmanın beklendiği kadar hızlı olmayacağı düşüncesine bağlı olarak yılsonu enflasyon beklentisini 0.1 puan düşürmesi, son dönemde talep yönlü canlanmanın enflasyona yansımalarının zayıf olacağı beklentimize paralel bir tablo çizmektedir. Sonuç olarak, enflasyonist baskıların oldukça zayıfladığı bir dönemde TCMB'nin faizlerde arttırmaya gitmeyeceğini düşünüyoruz. Fakat gelişmekte olan pek çok ekonomide faiz arttırmalarının başladığı bir dönemde görece olarak düşük faiz oranına sahip olan Türkiye ekonomisine yabancı yatırımcıların ilgisi azalabilecekken, bu durum TCMB'nin faizleri sabit tutacağı yönünde olan beklentimiz üzerinde önemli bir risk oluşturduğunu düşünüyoruz.

## Sanayi Üretimi Haziran ayında yıllık bazda %10.2 arttı...

**Grafik-1**

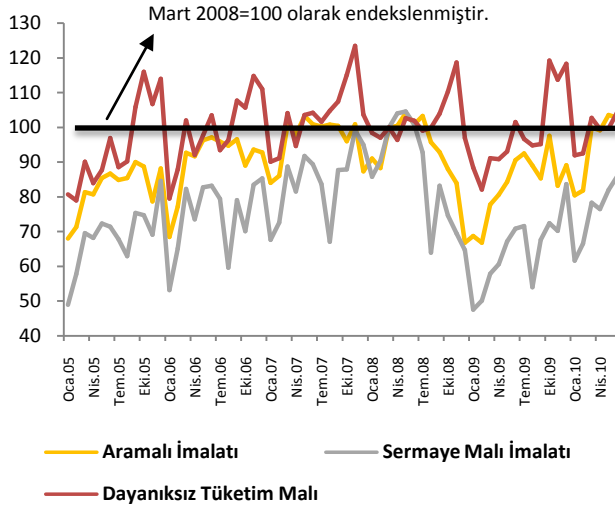


Kaynak: TÜİK

üretim hızının yavaşladığına işaret ederken, bu durum önümüzdeki dönem için ekonomik toparlanma üzerinde risk oluşturmaktadır.

Haziran ayında sanayi üretim endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %10.2 oranında artış yaşamıştır. Endeks Nisan ayına göre ise %2.2 oranında artış göstermiştir. Sanayi üretim endeksinin beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmesinde otomobil üretimde yaşanan düşüş nedeniyle aylık bazda düşüş yönünde olan beklentimiz etkili olmuştur. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi beklentilerimize paralel olarak bir önceki aya göre %2.1 düşüş yaşamıştır. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeksin bu yıl içinde ilk defa gerilemesi sanayi

**Grafik-2**



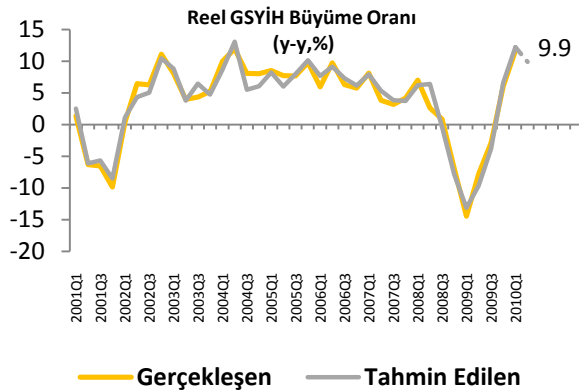
Kaynak: TCMB, Vakıfbank

üretiminde görülen bu seviyelere paralel bir görünüm çizmektedir. Tüketim kaynaklı büyümede gözlenen toparlanmaya rağmen yatırımların hala düşük olması söz konusu büyüme performansının sürdürülebilirliği üzerinde önümüzdeki dönem için endişe yaratmaktadır.

Mart 2008=100 olarak endekslenmiş sanayi üretiminin alt kalemlerine bakıldığında, ara malı ve dayanısız tüketim malı imalatının kriz öncesi seviyelere ulaştığı açık bir şekilde görülmektedir. Kullandığımız endeksleme yöntemine göre sermaye malı imalatındaki yükselişe rağmen söz konusu alt sektörde endeksin hala kriz öncesi seviyelerin altında olduğu dikkat çekmektedir. Bu durum halihazırdaki toparlanmanın tüketim kaynaklı olduğuna, yatırım ile ilgili olumlu bir tablonun henüz gerçekleşmediğine işaret etmektedir. Son dönemde kapasite kullanım oranlarında yaşanan toparlanmaya rağmen kapasite kullanımının hala düşük olması sermaye malları

Çalışmamızın ilk bölümünde açıklanan Haziran ayı sanayi üretim endeksi ardından yılın ikinci çeyreğinde büyüme oranına beklentimiz değerlendirilecektir. İkinci bölümde ise yılın ilk yarısındaki güçlü büyüme performansının sürdürülebilirliği ve 2011 yılına ait riskler tartışılacaktır.

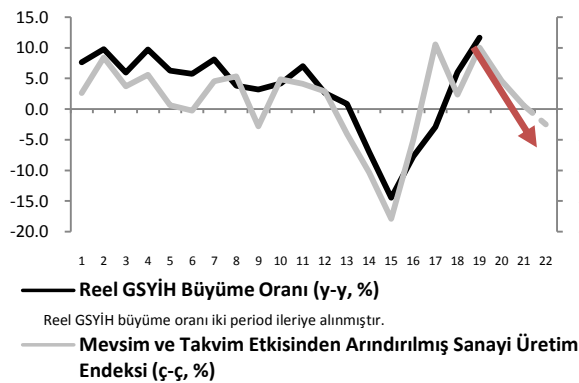
**Grafik-3**



Kaynak: TCMB, Vakıfbank

işaret eden ikinci çeyrek büyüme beklentimiz üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşmuştur. Büyüme oranını tahmin etmek amacıyla kurduğumuz ekonometrik modelimize namlılık düzeylerine dayanarak dahil edilen öncül veriler ışığında yılın ikinci çeyreğine ilişkin GSYİH büyüme oranı tahminimiz %9.9 seviyesindedir (Bkz-Grafik-3).

**Grafik-4**



Kaynak: TCMB, Vakıfbank

endeksinde yılın ikinci çeyreğinde yaşanan düşüş iki dönem sonra büyüme oranı üzerinde risk oluşturmaktadır. Diğer bir ifadeyle, ikinci çeyrek mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim rakamı 2010 yılının dördüncü çeyreği için piyasada beklenenin aksine olumsuz bir tablo çizmektedir. <sup>3</sup> 2011 yılının büyüme performansının ne şekilde gelişeceğini anlamak için oluşturduğumuz ekonometrik model kapsamında 2010 yılı üçüncü çeyrek mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi rakamları tahmin edilmiştir. Söz konusu tahminimiz mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksinin yılın üçüncü çeyreğinde negatif bir trend izleyeceği yönündedir. Bu durum 2011 yılının birinci çeyreği itibarıyla reel GSYİH büyüme oranlarında beklendiği kadar güçlü olmayacağına işaret etmektedir.

Sonuç olarak, önümüzdeki dönemde mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksideki düşüşün devam etmesi yılın devamında ve Grafik-4 paralelinde 2011 yılında da büyümenin sürdürülebilirliği konusunda risk oluşturmaktadır. Bu nedenle bu riskler ve 2011 yılında olumlu baz etkisinin de sona ermesi değerlendirildiğinde, Türkiye ekonomisindeki büyüme yönlü baskıların artması mümkün olabilir. Bu durumun önüne geçebilmek için ise mali teşvikler gündeme gelebilecektir.

<sup>3</sup> Ancak Grafik-4'te mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksinin 2009 yılının dördüncü çeyreğinde düşüşüne rağmen, GSYİH'nin yükseldiği izlenmektedir. Bu durum değişkenler arasındaki pozitif korelasyona uyumsuz bir tablo çizerken, söz konusu ilişkinin bozulmasında baz etkisinin rol oynadığı söylenebilir.

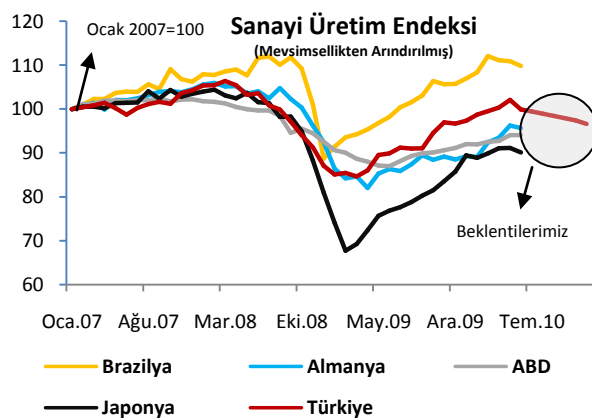
### Yeni Mali Teşviklere İhtiyaç Var mı?

Önümüzdeki dönemde mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksindeki düşüşün devam etmesinin yılın devamında ve 2011 yılında da büyümenin sürdürülebilirliği konusunda risk oluşturmaktadır. Bu çerçevede bu raporumuzda gerek yurtiçi gerekse global piyasalarda yeni mali teşviklere ihtiyaç olup olmadığı sorusunu inceleyeceğiz.

Öncelikle Euro Bölgesi kriziyle başlayan toparlanmaya ilişkin endişeler, son dönemde açıklanan global veriler akabinde bir miktar daha artmış görünmektedir. ABD’de istihdam piyasasındaki kırılganlıkların devam ediyor olması, Japonya’da büyümenin sert bir şekilde hız kesmesi ve buna ek olarak Euro Bölgesi’nde Almanya dışındaki ülkelerde beklenen ölçüde bir toparlanma görülmemesi, piyasalardaki toparlanma beklentilerini bozmaktadır. ABD’de 2010 yılının ikinci yarısında büyümenin önemli ölçüde hız keseceğine dair beklentilerle, geçtiğimiz hafta FED’in para politikalarındaki duruşunu bir miktar daha genişletmesi, yine söz konusu endişelerin arttığını yansıtmaktadır. FED geçtiğimiz hafta tahvil alımlarına devam edeceğini açıklarken, faizlerin uzun bir süre düşük seviyelerde kalacağını teyit ederek piyasalarda faizlere ilişkin beklentileri düşürmeye çalışmıştır.

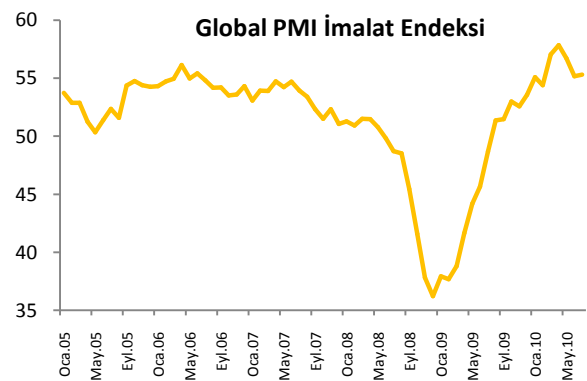
Uluslararası piyasalardaki beklentilere göre FED yalnızca bu iki adımı atmakla kalmayacak, önümüzdeki dönemde başta merkez bankasına geri yatırılan rezervler üzerine uygulanmakta olan faizi düşürerek bankacılık sektöründeki kredi artışlarını canlandırmaya çalışacaktır. Tüm bunların yetersiz olması durumunda ise FED’in büyük varlık alımları yoluna gidebileceği görüşü piyasalarda yer almaktadır. Deflasyon korkusunun tamamen ortadan kaldırılabilmesi amacıyla söz konusu varlık alımlarının 500 milyar dolar civarlarında dahi olabileceği konuşulmaktadır. Ancak parasal olarak alınan önlemler halihazırda faizlerin çok düşük seviyelere indirilmiş olması ve son bir, bir buçuk senede parasal genişlemenin çok sert bir şekilde uygulanmış olması göz önüne alındığında, para politikalarıyla ekonomiye verilecek desteğin marjinal etkisinin azaldığı söylenebilir. Buna ek olarak para politikaları kağıt para sistemi üzerinde ciddi riskler yaratabilecek ve kağıt para sistemi üzerinde oluşabilecek riskler nedeniyle uzun dönemdir konuşulan hazine kağıtlarına ilişkin balonun patlamasına dahi sebep olabilecektir. Sonuç olarak parasal politikalarla ekonomiye verilecek olan destekte sona gelinmiş olma ihtimali son derece yüksektir. Bu durum ise akıllara yeni mali politikaların uygulanıp uygulanamayacağı sorusunu getirmektedir.

**Grafik-1**



Kaynak: Bloomberg, Vakıfbank

**Grafik-2**

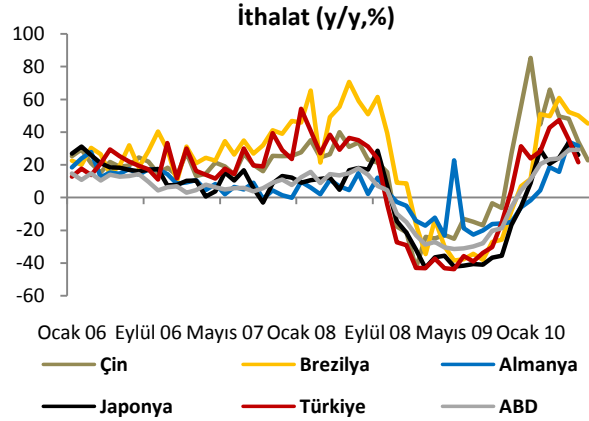


Kaynak: Bloomberg, Reuters, Vakıfbank

Peki bugün içinde bulunduğumuz durumda yeni mali teşvik politikasına ihtiyaç olup olmadığı konusunda herhangi bir şey söylemekte mümkün müdür? Bunun için son dönem sanayi üretim endeksi trendine göz atmakta fayda vardır. Dikkat edilecek olursa, 2009 yılında yaşanan krizin ardından toparlanmaya başlayan dünya ekonomilerinin son dönemde duruksama yaşadığı izlenmektedir. Pek çok ülkenin sanayi üretim endeksinin son zamanlarda yaşadığı yükselişine ara verdiği izlenirken, Türkiye’nin içinde bulunduğu diğer bazı

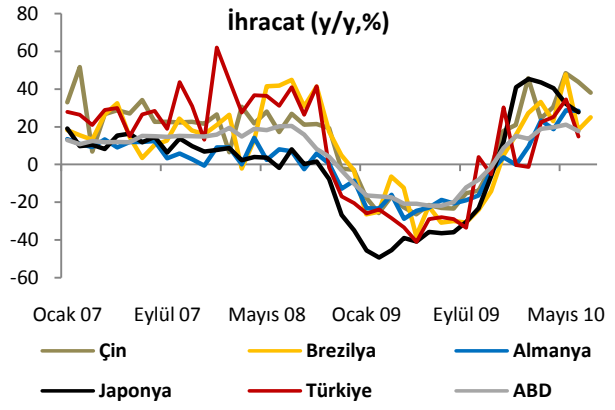
ülkelerin sanayi üretiminde yaşanan düşüş ise dikkat çekmektedir (Bkz Grafik-1). Global imalat aktivitesinin temposundaki düşüşle birlikte (Bkz Grafik-2), ABD ve Avrupa'da tüketim harcamalarının ekonomik canlanmaya katkısının nispeten az olması, dahası bütçe disiplini sağlanması gereğince kamu teşviklerinin sona ermesiyle birlikte daha da azalabilecek olması, Türkiye'nin karşı karşıya bulunduğu dış talep koşullarına dair belirsizliklere dikkat çekmektedir.

**Grafik-3**



Kaynak: Bloomberg

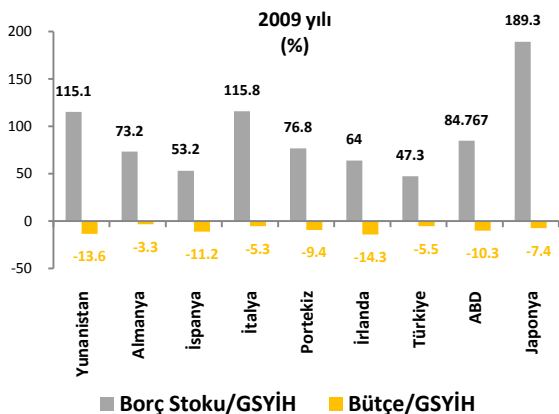
**Grafik-4**



Kaynak: Bloomberg

Krizin başlaması ile birlikte ithalat ve ihracat hacimleri de sert şekilde daralırken, krizin dibi gördüğü tarih olarak kabul edilen 2009 yılının Mart ayının ardından ticaret hacimlerinde yeniden yukarı yönlü hareketler görülmüştür. Güçlü baz etkisinin hafiflemeye başlaması ve Euro Bölgesi'nde başlayan borç krizi ile birlikte ticaret hacimlerindeki güçlü toparlanma yavaşlama eğilimine girmiştir. Diğer yandan son dönemde ABD ekonomisine yönelik olarak çift dip endişeleri dikkat çekerken, başta ABD ekonomisi olmak üzere pek çok gelişmiş ülkede kredi koşullarının henüz iyileşmemesi, konut piyasasına ilişkin kırılmalıklar ve talep koşullarındaki belirsizlik, gelişmekte olan ülkelerde de ticaret, hisse senedi piyasası yoluyla kırılmalıklara neden olmaktadır. Yukarıda Grafik-4'te seçilmiş ülkelerin ihracat hacimleri yıllık bazda incelendiğinde; aşağı yönlü dönüşün başladığı dikkat çekerken, önümüzdeki aylar ihracattaki yavaşlamanın devamını teyit etmesi bakımından önemli olacaktır. Dış talep koşullarının daha yatay hale geldiği bir ortamda gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelerle ticari ilişkileri dikkate alındığında, gelişmekte olan ülkelerin ihracat rakamları da tehdit altına girmektedir. Grafik-4'te özellikle Brezilya ve Türkiye'nin ihracatının diğer ülkelere göre daha sert aşağı yönlü hareket etmesi bu görüşümüzü destekler niteliktedir. İthalat rakamlarında ise yıllık bazda Çin'de yaşanan sert düşüşler dikkat çekerken, ABD, Japonya, Almanya gibi sanayileşmiş ülkelerin ithalatının yıllık bazda henüz tam olarak aşağı yönlü döndüğünü söylemek erken olmasına karşın, toplam talep belirsizliğinin devam ettiği bir ortamda ülkelerin ithalat rakamlarında aşağı yönlü hareketler devam edebilecektir.

**Grafik-5**



Kaynak: Bloomberg

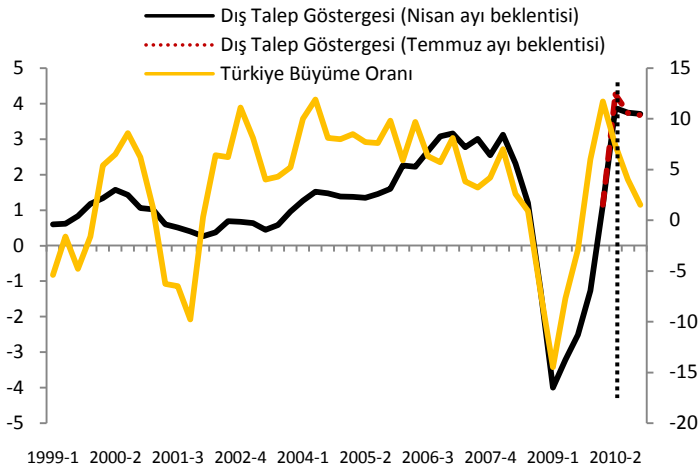
Sanayi üretim endeksi, global PMI endeksi ve ithalat ile ihracat rakamlarındaki son gelişmeler değerlendirildiğinde, yeni mali teşviklerin gündeme gelmesi uzak görünmemektedir. Piyasaların yeni bir resesyona daha tahammülü olmadığı düşünülürse, mali dengesizliklerin bugün bulunduğu noktada dahi ülkeler genişletici mali politikalar uygulamak mecburiyetinde kalabilirler. Gerçekten mali dengelerin şu anda yeni bir mali teşvikin önünde engel olabilir mi sorusuna, ülkelerin yüksek kamu

borçları ve bütçe açıkları (Bkz. Grafik-5) dikkate alındığında cevap olarak engel olabileceği verilebilir. Ancak Japonya tipi deflasyon, çok düşük büyüme ya da uzun süreli bir resesyon, finansal piyasalarda yeni bir istikrarsızlık ve benzeri sonuçlar göz önünde bulundurulduğunda, bizim kanaatimiz global düzeyde koordineli yeni bir mali teşvik uygulanmasının söz konusu olabileceği yönündedir. Ancak bunun hali hazırda son derece bozuk olan mali dengeler üzerinde oluşabileceği daha da olumsuz etkilerin ortadan kaldırılması için orta ve uzun vadeli bir kurala (long term commitment) bağlı kalınması gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

### Türkiye için resim nasıldır?

#### A-Dış Talep Göstergeleri

**Grafik-6**

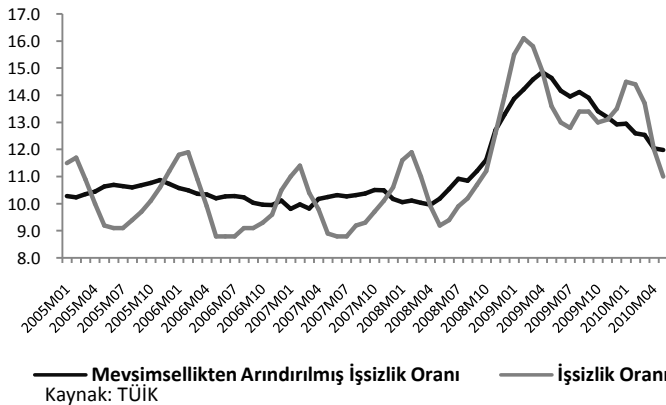


Kaynak: TÜİK, Bloomberg, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar

değer kaybı nedeniyle, yılın ikinci çeyreğinde, ilk çeyreğine nazaran daha zayıf bir seyir izlemiştir. Temmuz ayı itibariyle gerek piyasaların gerekse uluslararası kuruluşların global büyüme beklentilerinde Nisan ayına göre yapılan aşağı yönlü revizyonlar önümüzdeki dönem için zayıf bir dış talep görünümü ortaya koymaktadır.

#### B-İç Talep Göstergeleri

**Grafik-7**



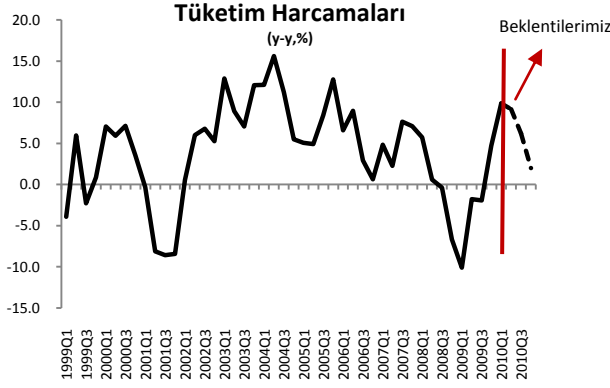
Kaynak: TÜİK

düşüşün durması olumsuz bir tablo çizmektedir (Bkz. Grafik-7). İşsizlik oranındaki düşüşe rağmen işliliğin henüz kriz öncesi seviyelerinin ortalama 2 puan üzerinde seyrediyor olması iç taleple ilgili olumlu görünüm üzerindeki risklere işaret etmektedir. Dolayısıyla işsizlik oranındaki seyir önümüzdeki dönemde mali teşviklerin gerekli olabileceği yönünde olan beklentilerimizi desteklemektedir.

Son dönemde global piyasalarda yaşanan ekonomik dengesizliklerin, Türkiye'nin ihracat mallarına olan dış talebe etkisini araştırmak amacıyla, 02-09 Ağustos 2010 tarihinde hazırladığımız Haftalık Uluslararası Ekonomi Raporu'nda oluşturduğumuz endeks Grafik-6'da yer almaktadır. Dış talebin geçmiş yıllardaki seyrini yansıtan endeksin, 2010 yılının son üç çeyreğine ilişkin beklentiler de hesaba katıldığında önümüzdeki döneme dair yatay bir tablo çizdiği görülmektedir. 2010 yılına güçlü başlayan endeks Euro Bölgesi'nde yaşanan krizin yarattığı olumsuz ortam ve euroda gözlemlenen

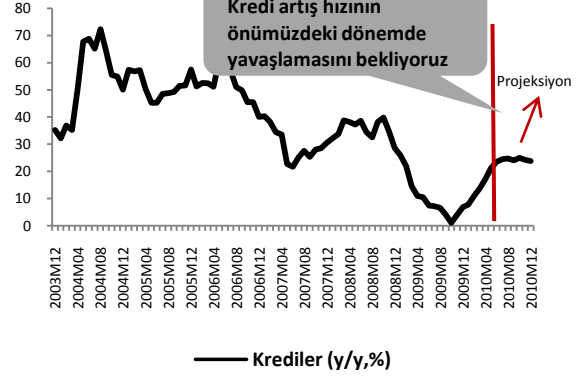
Dış talebe ilişkin göstergelerde artan belirsizlik dikkat çekerken, iç talebe ilişkin gelen verilerde ise yılın ilk yarısı itibariyle olumlu görünümün devam ettiği söylenebilir. Yılın ilk çeyreğinde iç tüketimle büyüyen Türkiye ekonomisinin yılın devamında ise bu performansı sürdürülebilmesi üzerinde soru işaretleri bulunmaktadır. Özellikle bu hafta açıklanan işsizlik oranında aşağı yönlü seyrin devam etmesi olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebileceken, mevsimsellikten arındırılmış serideki

**Grafik-8**



Kaynak: TÜİK

**Grafik-9**



Kaynak: TÜİK

Diğer yandan Grafik-8'de GSYİH içinde yer alan hanehalkı tüketim harcamaları incelendiğinde, yılın ilk çeyreğinde %9.9 oranıyla sert bir şekilde yükselen hanehalkı tüketimi büyümeye 7.4 puanlık katkı sağlayan grup olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde tüketim harcamalarında yaşanan canlanmanın önümüzdeki dönemde ise sürdürülebilirliği üzerinde riskler bulunmaktadır. Tüketim harcamalarındaki önümüzdeki döneme ilişkin trendi görebilmek için kurduğumuz çok değişkenli ekonometrik model çerçevesinde oluşturduğumuz beklentilerimiz Grafik-8'de yer almaktadır. Bu çerçevede, ikinci çeyrek için beklentimiz %9.2 ile ilk çeyrek performansına yakın bir değere işaret etmesine karşın, yılın kalan yarısında tüketim harcamalarına ilişkin beklentimiz aşağı yönlü zayıf bir trende işaret etmektedir. Ayrıca, yılın ilk çeyreğinde kredilerde yaşanan artışın da kurduğumuz ekonometrik model çerçevesinde önümüzdeki dönemde yatay bir seyir izlemesini bekliyoruz (Bkz. Grafik-9). Bu çerçevede, yılın ilk çeyreğinde hızla toparlanan yurtiçi talep üzerinde önümüzdeki dönemde aşağı yönlü risklerin güçlü olduğu söylenebilir.

**Tablo-1**

Büyüme ve İhracatın Dış Talebe Duyarlılığı (%)	
Dış talepteki %1'lik artışın büyüme etkisi	0.35
İç talepteki %1'lik artışın büyüme etkisi	0.64

Kaynak: Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar

İç ve dış talebe ilişkin göstergelerde önümüzdeki döneme ilişkin olumsuz bir seyir izlenirken, söz konusu kalemlerdeki hareketin büyüme üzerinde nasıl bir etki yaratacağını tahmin edebilmek için 09-16 Ağustos 2010 tarihinde Haftalık Uluslararası Ekonomi Raporu'muzda oluşturduğumuz ekonometrik modele ilişkin katsayılar Tablo-1'de yer almaktadır. Dış talepteki bozulmanın önümüzdeki dönemde ihracat kanalı ile Türkiye'nin büyümesi üzerinde risk oluşturması mümkün görünmektedir. Bu etkiyi ortaya koymak amacıyla oluşturduğumuz ekonometrik modelimize göre, dış

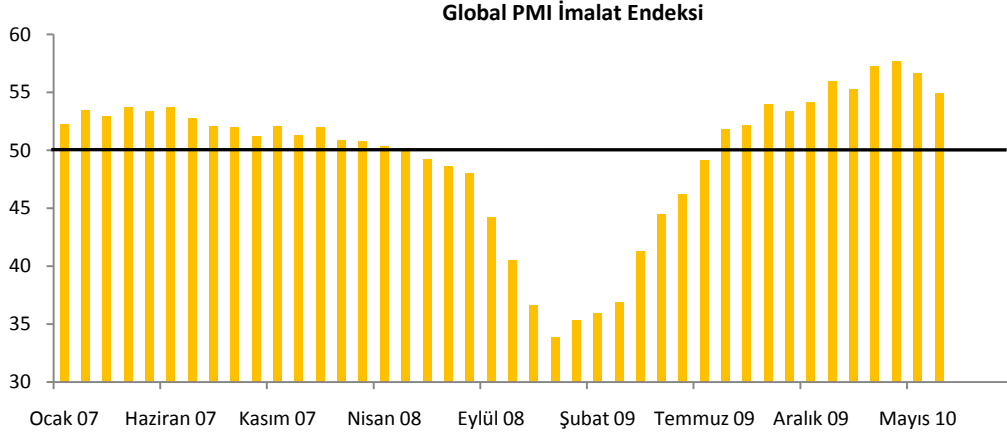
talepte meydana gelebilecek %1 oranında bir bozulma büyümede %0.35 daralmaya neden olabilecektir. Başka bir ifade ile hali hazırda bozulma eğilimine giren dış talep göstergelerinin hareketi önümüzdeki dönemde yurtiçi büyüme üzerinde de risk oluşturmaktadır. Analizimizde asıl dikkat çeken nokta ise iç tüketime dayalı büyüme kaydeden Türkiye'de sürpriz görünmemesine karşın, iç talepteki hareketlerin dış talebe oranla büyüme üzerinde yaklaşık 2 katı bir etkiye sahip olmasıdır. İç talepte meydana gelebilecek %1 oranında bir düşüş büyümede %0.64 oranında bir daralmaya neden olabilecektir. Yılın ikinci yarısında olumsuz sinyaller veren iç talebe ilişkin göstergeler değerlendirildiğinde, önümüzdeki dönemde sürdürülebilir büyüme için yeni teşvik önlemleri gündeme gelebilecektir.



Sonuç olarak, halihazırda yurtdışı talep göstergelerindeki bozulmalar dikkat çekerken, yurtiçi talebin görece daha olumlu bir görünüm sergilediği görülmektedir. Fakat yılın ikinci yarısında beklentilerimiz iç talepteki olumlu seyrin bozulabileceği yönüdeyken, bu durum iç talebe bağlı büyüyen Türkiye ekonomisi için önemli bir risk oluşturabilecektir. Bu çerçevede yukarıda yer alan göstergelere bakıldığında, global piyasalar için kesin uygulanması gerektiğini düşündüğümüz mali teşviklerin, Türkiye için de aslında önümüzdeki dönem içinde bir seçenek olabileceği söylenebilir. Ancak yurtiçinde uygulanabilecek mali teşviklere ihtiyaç olup olmadığına karar verebilmek için önümüzdeki dönemde açıklanacak verilerin beklenmesi gerektiğini düşünüyoruz.

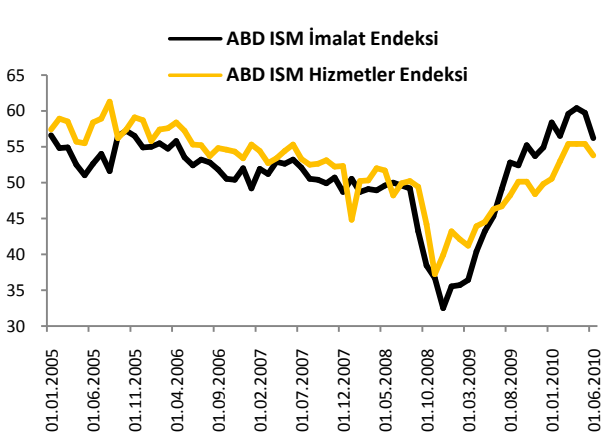
## Global Ekonomi Yavaşlıyor Mu?

2010'un ikinci yarısında daha çok ABD olmak üzere dünya genelinde açıklanan verilerin ekonomik büyümenin yavaşlayacağına işaret etmesi, global piyasalarda karışıklıklara neden olmaktadır. Öte yandan, Çin gibi bazı ülkelerde ekonomik büyümenin trend seviyelerinin üzerinde gerçekleştiği düşünüldüğünde, bir miktar yavaşlamanın ekonominin aşırı ısınmasını önlemek için biraz da gerekli ve istenen bir gelişme olduğu söylenebilir. ABD gibi pek çok gelişmiş ekonomide ise yavaşlama, kuvvetli stok döngüsü ve vergi teşvikleriyle sağlanan canlanmanın azaldığını ve iç talebin azalan kamu desteğini telafi edebilmekte yetersiz kaldığını yansıtmaktadır.

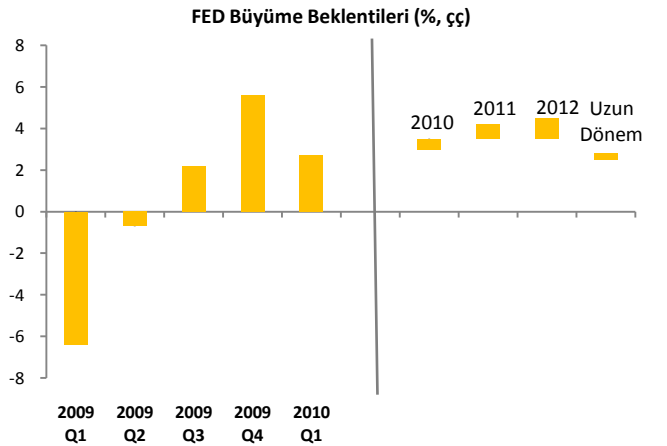


Kaynak: Bloomberg, Reuters, IMF, Vakıfbank

Dünya ekonomisinde önde gelen gelişmiş ve gelişmekte olan 10 ülkenin Satın Alma Yöneticileri Endekslerini (PMI) global hasıla içindeki paylarına göre ağırlıklandırarak hesapladığımız global PMI imalat endeksi incelendiğinde, küresel kriz öncesinde 50 seviyesinin üzerinde istikrarlı bir seyir izleyen imalat aktivitesinin, 2008 yılının ikinci yarısı ile 2009'un üçüncü çeyreği arasında derin bir resesyona uğradığı görülmektedir. Ağustos 2009'da 50 seviyesinin üzerine çıkarak toparlanmaya başlayan PMI endeksi, Nisan 2010'a kadar resesyona bağlı baz etkisi dolayısıyla hızlı bir canlanma sergilemiş, bu tarihten itibaren ise gerileme eğilimine girmiştir. Bu gerileme, endeksin 50 seviyesine yaklaşmasına neden olsa da henüz bu seviyenin altına inilmemiş olması, global ekonomide ikinci bir resesyona daha yaşanacağı korkusunu azaltıcı bir faktördür.

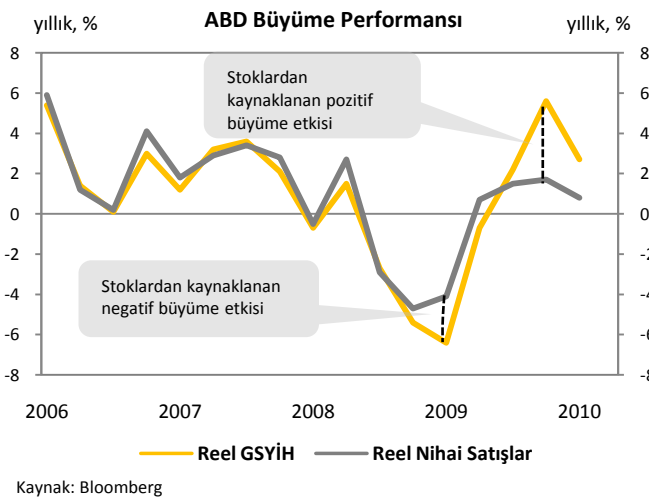


Kaynak: Bloomberg



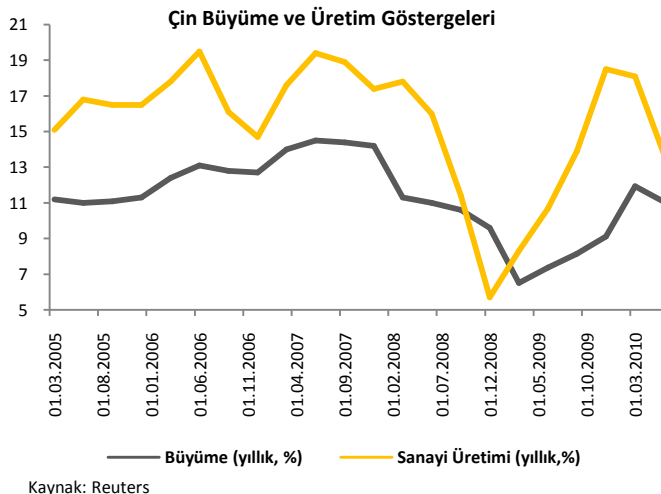
Kaynak: Bloomberg, FED

Dünya imalatındaki ve büyümedeki büyük payı düşünülürken ilk çeyrekte bu yana ABD PMI imalat endeksindeki %5.8'lik düşüşün, dünya PMI endeksi hesaplamamızda gözlenen %3.2'lik gerilemeyi büyük ölçüde etkilediği söylenebilir. Haziran ve Temmuz ayında açıklanan öncül büyüme göstergelerinden ISM endeksleri ve bölgesel bazda yayınlanan ekonomik aktivite göstergeleri ABD'nin büyüme temposunun ılımlı görünümünden uzaklaşmakta olduğunu yansıtırken, tüketici eğilim anketleri tüketim harcamalarının hiç de hızlanma eğiliminde olmadığı algısına yol açmıştır. Bu durum, piyasaların risk algılamasını ve volatilesini artırmıştır. Böyle bir ortamda, ABD Merkez Bankası FED'in Başkanı Bernanke'nin 2009'un ikinci çeyreğinden itibaren ekonomideki toparlanmaya dair umut veren açıklamaları, yerini belirsizlik vurgusuna bırakmıştır. FED'in makroekonomik verilere dair beklentilerinde Haziran ayında yaptığı revizyonlar da ABD ekonomisinin toparlanma gücüyle ilgili kaygılarını yansıtmaktadır. FED Nisan ayında %3.2 - %3.7 olarak belirlediği büyüme beklentisi aralığını Haziran ayında %3 - %3.5 bandına çekerken, enflasyon beklentilerini aşağı yönde, işsizlik oranı beklentilerini ise hafif yukarı yönde revize etmiştir.



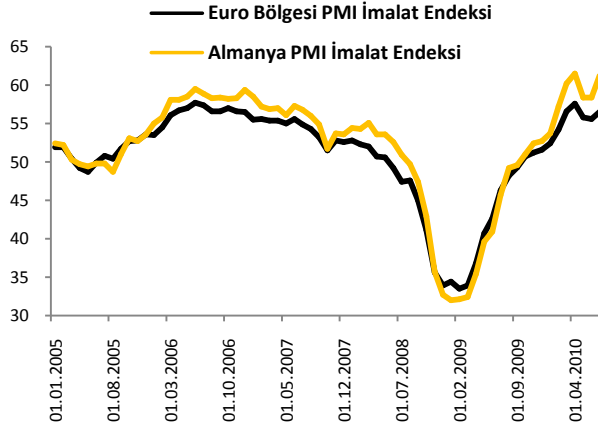
2010 yılının ilk çeyreğinde nihai verilere göre %2.7 olarak gerçekleşen ABD reel büyüme oranının ikinci çeyrekte %2.5'e gerilemesi beklenmektedir. Piyasalarda genel öngörü büyüme rakamının üçüncü çeyrekte de yılın ilk çeyreğindeki oranların altında kalacağı, dördüncü çeyrekte ise tekrar toparlanmaya başlayacağı yönündedir. Bu beklentide etkili olan başlıca düşünce, stoklar için yapılan üretimin büyüme performansını artırıcı etkisinin azalacak olmasıdır. Yandaki şekilden görüldüğü üzere, ABD'de toplam harcamaların durması nedeniyle var olan stoklar azalana kadar üretim yapılmaması sonucu gerileyen büyüme oranı, 2009'un ikinci yarısından

itibaren tekrar stoklar için üretim yapılmaya başlanmasıyla artmaya başlamıştır. Ancak, reel harcamaların resesyon öncesi artış hızını yakalayamamış olması halen stokların yeniden birikmeye başlamasına neden olmaktadır. Bunun sonucunda da ABD'de büyüme hızı yavaşlamaktadır. Ancak, kısa vadede ABD ekonomisine ilişkin belirsizlikler artmış olsa da, tüm bu göstergeler ile istihdam ve dış ticaret gibi diğer makro değişkenlerde ekonominin ikinci bir dibe doğru gittiğini gösterecek şekilde belirgin bir düşüş yaşandığı söylenemez.



Dünya sıralamasında Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) büyüklüğü bakımından üçüncü sırada gelen ve global büyüme performansının artmasında payı yüksek olan Çin'de ise, kriz döneminde PMI imalat endeksinin durağan bir trend izlediği gözlenmiştir. 2009 yılının ilk çeyreğinde eşik değerinin altında seyreden Çin PMI endeksi, ikinci çeyrekte hızlı bir toparlanma göstererek %11 artış ile 50 eşik değerine yaklaşmış ve daha sonraki aylarda ufak yükselişler göstererek 2010 yılının ilk ayında 57 değerine ulaşmıştır. Çin PMI endeksi 2010'un ilk yarısında istikrarlı bir görünüme sahip olsa da ikinci çeyrekte bir miktar yavaşlayarak Haziran

ayında 50.4'e kadar inmiştir. Bunun yanında, Çin'in sanayi üretimi yıllık artış oranı Haziran ayında Mart ayındaki seviyesi olan %18.1'den %13.7'ye gerilerken, büyüme oranı da %11.9'dan %11.1'e inmiştir. Bu durum, Çin'de hızlı büyümenin enflasyonist baskıları artırarak ekonominin aşırı ısınmasına yol açacağı kaygılarını azaltsa da, mevcut görünümün devam edeceği beklentileri nedeniyle global büyüme performansı açısından olumsuz bir gelişme olarak yorumlanmaktadır. Öte yandan, Çin ve diğer gelişmekte olan ülkelerin büyüme konusunda, tüketim harcamalarındaki canlanmanın daha belirgin olması gibi önemli bir nispi avantajları bulunduğu da hatırlanmalıdır.



Kaynak: Bloomberg

Bu arada, kamu açıkları nedeniyle ülke risklerinin artması sonucu sıkılaştırıcı maliye politikalarının uygulanmaya başladığı Euro Bölgesi'nde ise, Nisan ayından beri gerileyen PMI imalat endeksi Temmuz ayında sürpriz bir şekilde yükselmiştir. Bu yükselişte Avrupa'daki borç krizine dair endişelerin azalması ve euro'daki değer kaybının ihracata katkı yapması etkili olmuştur. Ancak, yükselişe asıl katkıyı 2 ay önceki seviyesine yükselen Almanya PMI imalat endeksi yapmıştır. Euro Bölgesi ülkelerinin çoğunun PMI endeksleri gerilerken Euro Bölgesi PMI endeksinin Almanya'nın katkısıyla yükselmesi, kriz sonrasında

Euro Bölgesi ülkeleri arasındaki ekonomik performans farklılığını da ortaya koymaktadır. Almanya'da sanayi üretimi Lehman Brothers'ın iflası ile oluşan piyasa şoku sonrasında hızla toparlanırken, diğer Avrupa ülkelerinde toparlanma daha yavaş gerçekleşmektedir. Daraltıcı maliye politikası önlemlerinin daha yeni yürürlüğe girdiği Euro Bölgesi'nde, euro'daki değer kaybının durmasının da etkisiyle büyüme performansının yılın geri kalanında azalması beklenmektedir.

### Global ekonomide artan yavaşlama sinyalleri ve muhtemel politika uygulamalarına ilişkin değerlendirmeler

Tarihsel olarak incelendiğinde gelişmiş ekonomilerde sanayi üretimindeki artış devam ederken PMI imalat endeksinin 50 eşik seviyesinin altına inmesinin sonraki dönem büyüme performansının azalması anlamına geldiği görülmektedir. Toparlanma dönemlerinde de benzer şekilde PMI imalat endeksi öncül olarak toparlanma aşamasına geçmektedir. Bunun yanında, genel olarak yavaşlama sonrası dönemlerin ortak özelliği, bu dönemlerde işsizlik oranının azalmaya başlaması ve faiz oranlarının yükselmesidir.

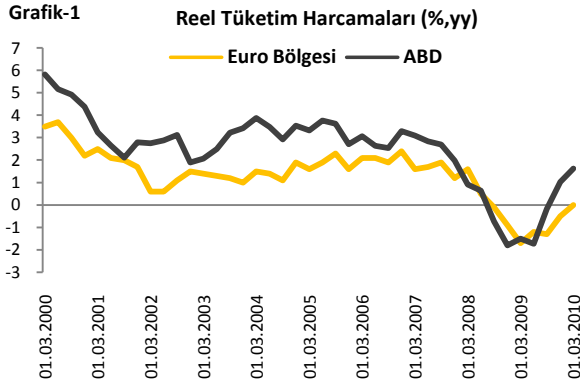
Bu süreçte şirketler kesiminin karlılığında artış yaşanırken hisse senedi piyasalarının da olumlu performans sergilediği görülmektedir. Öte yandan, ekonomik görünüme dair beklentilerin ne ölçüde gerçekleştiği piyasaların seyrini belirleyen önemli bir faktördür. Dünya genelinde yaşanan kriz dönemlerinde makro ekonomik verilere dair beklentilerin çok düşük seviyelere çekilmesi, sürpriz artışlar için fırsat yaratırken, piyasaların da moral kazanması için elverişli ortamı hazırlamaktadır. Bu nedenle, beklentilerin yukarı yönde revize edildiği dönemlerde, gerçekleşen rakamların beklenenin altında kalması piyasalarda dalgalanmalara yol açmaktadır. Ancak, bu defa dünya ekonomisinin henüz atlatılan bir resesyondan ikinci bir resesyona girmesi ihtimali daha çok artmıştır. Bu ihtimal azalana kadar piyasaların fazla çelişkili günler geçirmesi doğaldır. Ayrıca, yaşanmış olan resesyondan çok derin olması, sonrasında gelen toparlanmanın kırılma noktasını da önemli ölçüde artırmaktadır.

Son yaşanan resesyonun geçmiş resesyon ve kriz dönemlerinden önemli bir farkı da hükümetlerin politika tutumlarıdır. Krizle birlikte pek çok gelişmiş ülkede genişletici para politikaları uygulanması geçmiş dönemlerdeki özellikle Büyük Buhran dönemindeki yanlış para politikalarının aksine yerinde bir karar olmuştur. Ancak, faiz oranlarının halen minimum seviyelerde olması ve merkez bankası bilançolarındaki aşırı genişleme, büyümedeki canlanmayı desteklemek ve finansal piyasalardaki olası karışıklıkları gidermek için parasal imkanların kullanımını sınırlamaktadır. Bu nedenle, önümüzdeki dönemde büyüme yavaşladığı takdirde, ekonomide istikrarı sağlamak için finansal koşulları yumuşatmak çok daha zor olacaktır. Maliye politikası ise en azından ABD’de kısa vade için, para politikasına göre daha rahat kullanılabilir. Ancak Euro Bölgesi ülkelerinin ekonomideki yavaşlama karşısında tekrar genişletici maliye politikası önlemleri devreye sokma imkanları yoktur. ABD’de ise çekirdek ve manşet enflasyon göstergeleri enflasyonist baskıların düşük olduğuna işaret ederken, gerek tüketici eğilim anketleri gerekse enflasyona endeksli Hazine tahvillerinden önümüzdeki dönem için enflasyon beklentilerinin de düşük olduğu anlaşılmaktadır. Bu durum, genişletici maliye politikası uygulamasının enflasyonist etkilerinin bir süre daha görülmeyeceği beklentisini desteklerken, tüketici harcamaları belirgin bir ivme kazanana kadar maliye politikası önlemlerinin artırılması gerektiği yönündeki görüşlerin daha sık dile getirildiği görülmektedir. Enflasyon göstergeleri şimdilik dünya gelinde deflasyon koşullarına işaret etmezken, ABD ekonomisinin mevcut ortamda mali tedbirlere devam etmemesi halinde Japonya benzeri uzun süreli bir deflasyona sürüklenme ihtimali de vurgulanmaktadır.

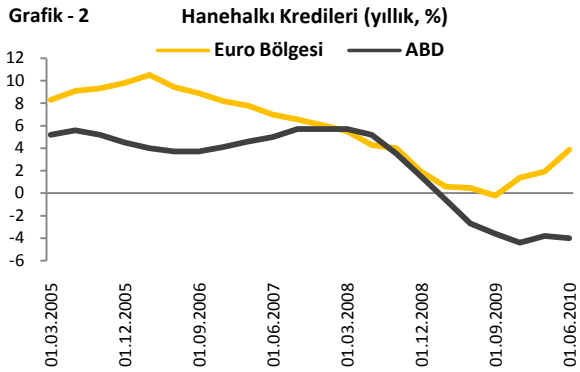
Bu ortamda, ilk etapta merkez bankalarının gevşek para politikalarını sürdürerek çıkış stratejilerini bir müddet daha ertelemek zorunda kalacakları ve hükümetlerin kredibilite kaybına uğramamak için orta vadeli planlar dahilinde mali teşvikleri sürdürmeye yönelecekleri düşünülmektedir. Ayrıca, merkez bankalarının hükümet borçlanmasını kolaylaştırmak için Hazine tahvili alımlarını artırmaları da öneriler arasındadır.

## Dış Talep Koşulları ve Küresel Büyüme Beklentileri Işığında Türkiye'nin İhracat Performansı

2009 yılında yaşanan resesyonun izlerini üzerinden atmaya çalışan dünya ekonomisi 2009'un ikinci yarısından beri devam eden toparlanma sürecinde Mayıs ayından beri en belirgin tökezlemesini yaşamaktadır. ABD'nin öncül ekonomik verileri özellikle imalat aktivitesinde duraklamaya işaret ederken, Euro Bölgesi'nin kamu göstergelerindeki bozulma nedeniyle aldığı önlemlerin yavaşlatıcı etkileriyle karşılaşma ihtimali, ayrıca Çin'in büyüme temposunun azalacağı beklentisi, Türkiye ekonomisini zorlu dış talep koşullarıyla karşı karşıya bırakarak resesyon sonrası toparlanmayla ilgili aşağı yönlü önemli bir risk oluşturmaktadır.



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

Geçtiğimiz hafta yayınladığımız raporumuzda ele aldığımız üzere global imalat aktivitesinde gözlenen yavaşlamanın devam edip etmeyeceği merak edilirken, hane halkı kesiminin harcamalarındaki artışa dair kuşklar da artmaktadır. Tüketim harcamalarının Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) içinde önemli payı bulunan ABD ile Euro Bölgesi<sup>4</sup> reel tüketim harcamaları Grafik 1'den görüldüğü üzere toparlanmaya devam etmektedir. Ancak, Euro Bölgesi hane halkı tüketiminin Grafik 2'de gösterilen tüketici kredilerindeki artışa rağmen 2010'un ilk çeyreği itibariyle belirgin bir ivme kazanmadığı görülmektedir. Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) Temmuz ayı banka kredileri anketine göre hane halkı kredi talebinde düşüş beklendiği dikkate alındığında, Euro Bölgesi tüketim harcamalarının toplam talebe katkısı ile ilgili olarak aşağı yönlü risklerin ağırlıkta olduğu söylenebilir.

ABD'de ise şimdiye kadar reel tüketim harcamalarında hane halkı kredilerinin düşük performansına rağmen Euro Bölgesi'ne göre daha hızlı bir artış gözlenmiştir. Bu durum, ABD hükümetinin verdiği teşviklerin bu artışta en büyük belirleyici olduğunu göstermektedir. Resesyon

nedeniyle toplam talepteki daralmayı ve işsizlikteki artışı sınırlamak amacıyla alınan kamu önlemlerinin bu yıl sonuna kadar tamamen sona erecek olması hem ABD'de hem de Avrupa'da hane halkı talebindeki artışı olumsuz etkileyecektir. Ayrıca, gerek ABD'de gerekse Avrupa ülkelerinde hane halkı tasarruf oranlarının yüksek seviyelerde bulunması ve daha da yükselebileme potansiyeli taşıması, deflasyon riski oluşturmaktadır.

Dolayısıyla, global imalat aktivitesinin temposundaki düşüşle birlikte, ABD ve Avrupa'da tüketim harcamalarının ekonomik canlanmaya katkısının nispeten az olması, dahası bütçe disiplini sağlanması gereğince kamu teşviklerinin sona ermesiyle birlikte daha da azalabilecek olması Türkiye'nin karşı karşıya bulunduğu dış talep koşullarına dair belirsizlikleri artırmaktadır.

Diğer yandan, küresel krizin ardından AB'de başlayan borç kriziyle beraber Euro Bölgesi para birimi euronun değer kaybetmesi bu ülkelere ithalat yapan ülkeler için maliyetleri düşürmesi nedeniyle avantajlı bir durum oluştururken, Euro Bölgesi'ne ihracat yapan özellikle Türkiye gibi ülkeler için ise ihracat imkanlarını araltıcı bir etki yaratmıştır.

<sup>4</sup> Tüketim harcamalarının GSYİH içindeki payı ABD'de yaklaşık %80, Euro Bölgesi'nde ise %60 civarındadır.

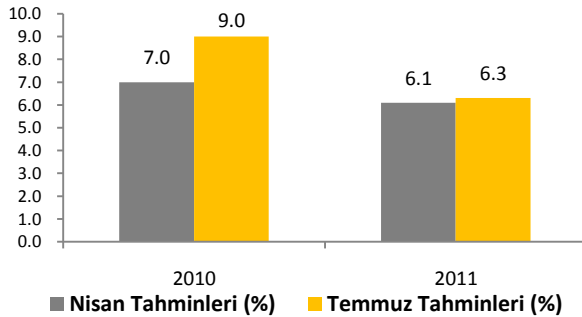
**Tablo-1: Euro Bölgesi'ne İlişkin 2011 Büyüme Tahminlerinde Güncelleme**

	Büyüme	Özel Tüketim	Kamu Tüketimi	Yatırım	İhracat	İthalat
Nis.10	1.5	1	1.1	2.6	4.9	4.8
Tem.10	1.4	0.7	0.5	2.1	5.3	4.4

Kaynak: TCMB Temmuz 2010 Enflasyon Raporu

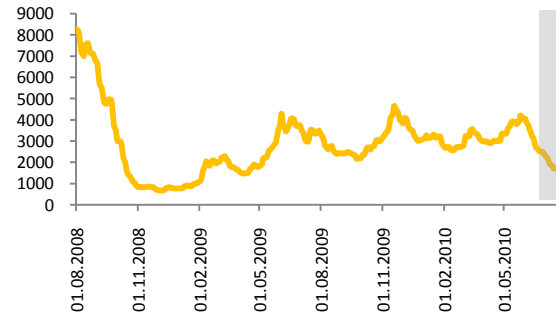
TCMB'nin Temmuz ayı enflasyon raporunda da bu konuya vurgu yapılarak, Euro Bölgesi'nin dış ticaret avantajının büyümeye katkısına ilişkin beklentinin arttığı belirtilmiştir. Euro Bölgesi'ne ilişkin Nisan ve Temmuz aylarında yapılan 2011 büyüme tahminlerine göre özel tüketimin, kamu tüketiminin, yatırımın ve ithalatın artış oranlarının Nisan ayındaki tahminlere göre azaldığı, ihracat tahmininin ise arttığı dikkat çekmektedir. Kamu tüketimine dair tahminlerin azalmasında Euro Bölgesi'nde kamu harcamalarını azaltıcı tedbirlerin artmasının etkili olduğu söylenebilir. İhracat tahminlerini ise krizle birlikte değer kaybeden euronun küresel pazarda yarattığı rekabet avantajı etkilemektedir. Özel tüketimin azalması ise beraberinde ithalatta da düşüş getirecektir. Bu tahminlere göre, en büyük dış ticaret ortağımız olan Euro Bölgesi'nin ihracatının artması, Türkiye'nin Bölge'ye yaptığı ihracatın azalmasına neden olabilecektir.

**Grafik-4 IMF Dünya Ticaret Hacmi Tahminleri**



Kaynak: IMF

**Grafik-5 Baltık Kuru Yük Endeksi**

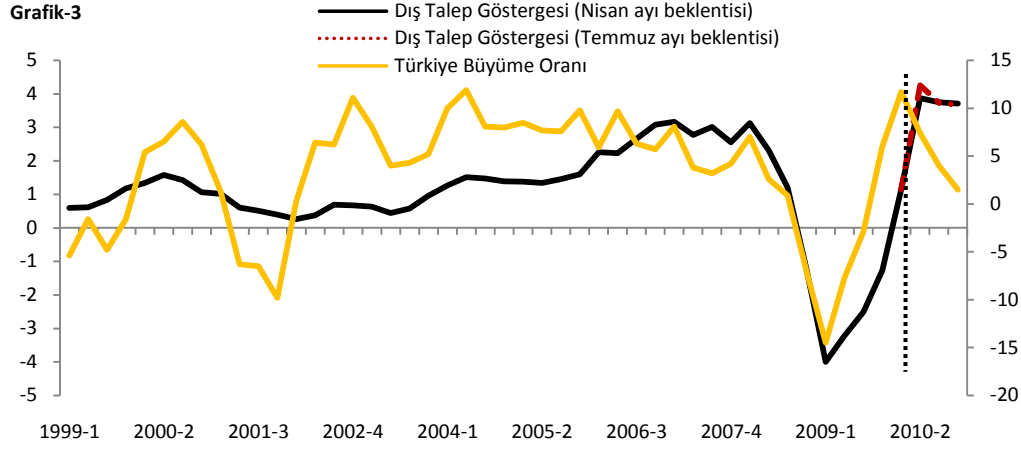


Kaynak: Bloomberg

Öte yandan, IMF'in dünya ticaret hacmine ilişkin revize edilmiş tahminlerine göre 2009 yılında %11.3 azalan dünya ticaret hacminin global ekonomik toparlanmaya da bağlı olarak 2010 yılında %9, 2011 yılında ise %6.3 artması beklenmektedir. IMF'nin 2010 yılı için dünya ticaret hacmine ilişkin tahminlerini yukarı yönde revize etmesi dış ticaret imkanlarının artacağına dair iyimser bir görünüm ortaya koymaktadır.

Bunun yanında, kuru ham maddelerin deniz yolu ile taşınma maliyetlerini ölçen ve spekülasyon hareketlere açık olmadığı için küresel ticaret için öncü bir gösterge sayılabilecek olan Baltık Kuru Yük Endeksi son iki haftadır artmasına rağmen önceki sekiz haftada art arda düşüş yaşamıştır. Küresel kriz döneminde de sert düşüş yaşayan endeks, henüz kriz öncesi seviyelere ulaşamamış ve düzenli bir yükseliş trendi çizmemiştir. Bu durum taşımacılık faaliyetlerinin azaldığı, yani emtia talebinin düştüğü, sanayi üretiminin çöktüğü, gelişen ve gelişmiş ekonomilerde büyümenin durduğu anlamına gelebileceği gibi bakır, kömür, tahıl gibi kuru emtia taşımaya uygun gemi sayısının arttığına ya da bazı limanların geçici olarak kapandığına, yakıt maliyetlerinde değişim olduğuna da işaret edebilir. Ancak kuru yük taşımaya uygun büyük tonajlı gemilerin arzının kısa bir süre içinde artması pek mümkün olmadığından endekste hareketler genellikle küresel talebin artışına ve azalışına dair geçerli ipuçları vermektedir. Bu nedenle endeksin son iki haftadır artıyor olması ve bu artışın süreklilik sağlaması durumunda dünya ticaretinin de artacağı söylenebilir. IMF'nin dünya ticaret tahminleriyle birlikte düşünüldüğünde, dünya ticaretinin artması durumunda Türkiye'nin de ihracatı olumlu etkilenebilecek ve dış talep kanalıyla büyümesine olumlu katkı sağlayabilecektir.

## Dış talep görünümünün Türkiye'nin ihracatına etkisi



Son dönemde global piyasalarda yaşanan ekonomik dengesizliklerin, Türkiye'nin ihraç mallarına olan dış talebe etkisini araştırmak amacıyla, ihracat yaptığımız ülkeler arasından 2009 yıl sonu itibariyle ihracatımızdaki payı toplam %55.8 olan 25 ülke<sup>5</sup> seçilip, bu ülkelerin Türkiye ihracatı içindeki dönemlere göre değişen payları, reel GSYİH'nın bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzdelik değişimleriyle hesaplanan büyüme oranlarıyla ağırlıklandırılarak bir endeks oluşturulmuştur. Dış talebin geçmiş yıllardaki seyrini yansıtan endeks, 2010 yılının son üç çeyreğine ilişkin beklentiler de hesaba katıldığında önümüzdeki döneme dair görünüm hakkında bilgi vermektedir.

Krizin etkisiyle dünya genelinde 2008 yılından itibaren bir talep yetersizliği ortaya çıkmış ve Grafik 3'te görüldüğü gibi bu durum Türkiye'nin dış talebini olumsuz etkilemiştir. 2009 yılı ilk çeyreğinden itibaren dış talep, global piyasaların genel bir toparlanma trendine girmesiyle birlikte artmaya başlamıştır. Yılın ikinci çeyreğinde ilk çeyreğe nazaran daha yavaş bir yükseliş gösteren dış talep endeksindeki artış, 2010 yılının ilk çeyreğinde de aynı oranlardaki yükseliş seyrini korumuştur.

2010 yılına pozitif değerlerle başlayan endeks yılsonu rakamları açısından daha olumlu bir toparlanma sinyali vermiş fakat Euro Bölgesi'nde yaşanan krizle bu iyimser senaryonun gerçekleşmesine ilişkin riskler ortaya çıkmıştır. 2010 yılı Mayıs ayından itibaren Euro Bölgesi'nde yaşanan mali dengesizliklerin yarattığı olumsuz ortam ve euroda gözlemlenen değer kaybı nedeniyle, yılın ikinci çeyreğinde ilk çeyreğine nazaran daha zayıf bir seyir izlemiştir. Temmuz ayı itibariyle gerek piyasaların gerekse uluslararası kuruluşların global büyüme beklentilerinde Nisan ayına göre yapılan aşağı yönlü revizyonlar önümüzdeki dönem için zayıf bir dış talep görünümü ortaya koymaktadır.

Euro Bölgesi ülkelerinin küresel toplam talep içindeki ağırlığının yüksek olmasının yanında, Türkiye'nin toplam ihracatı içindeki ağırlığının da yüksek olması nedeniyle, Euro Bölgesi'nin para birimindeki değer kaybı sayesinde artan rekabet avantajının Türkiye ekonomisini dış ticaret kanalıyla olumsuz etkileyebileceğini, buna ek olarak dış talep koşullarıyla ilgili belirsizliklerin de mevcut büyüme performansımızı sınırlayabileceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, hazırladığımız dış talep göstergesini referans alarak, dış talebimizde meydana gelen gelişmelerin ekonomik büyümemizi ne oranda etkileyeceğini yansıtan rakamsal çalışma, önümüzdeki hafta hazırlayacağımız Uluslararası Ekonomi Raporumuzda yer alacaktır.

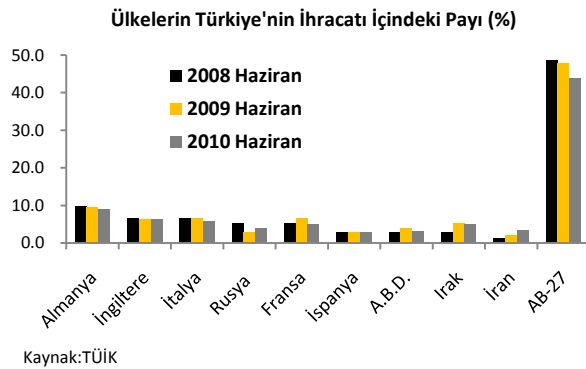
<sup>5</sup> Oluşturduğumuz endekste seçilen ülkeler; Fransa, Belçika, Hollanda, Almanya, İtalya, İngiltere, İrlanda, Danimarka, Portekiz, İspanya, Norveç, İsveç, İsviçre, Avusturya, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Bulgaristan, Rusya, Güney Afrika, ABD, Kanada, Brezilya, İran, İsrail

## Dış Talebin Türkiye'nin Büyüme Performansına Etkileri

Global ekonomide toplam arz ve toplam talebe ilişkin belirsizlikler artarken, Türkiye ekonomisinin dış talep koşullarındaki bozulmadan ne ölçüde etkileneceği büyük önem kazanmıştır. Bu çalışmada, Türkiye'nin dış ticaret göstergelerinin son dönem görünümü ortaya konarak, dış talep koşullarının büyüme ve ihracat performansına etkileri incelenecektir.

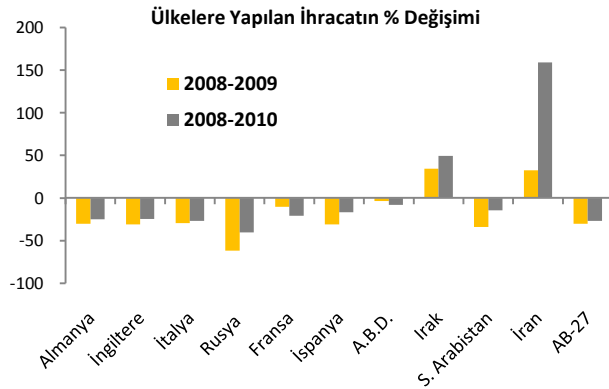
### Türkiye'nin Son Dönemdeki Dış Ticaret Görünümü

Haziran ayında Türkiye'nin dış ticaret açığı geçen yılın aynı ayına göre %34.9 artışla 5.62 milyar dolar olarak gerçekleşirken, ihracat bir önceki yılın aynı ayına göre %14.8, ithalat ise %21.5 artmıştır. Bu rakamlar iç talebin artmakta olduğunu ancak, dış talebin henüz iç talep kadar artmadığını göstermektedir.



Türkiye'nin dış ticaret ortaklarına bakıldığında Almanya'nın %8.9'luk pay ile en önemli ihracat pazarımız olduğu, ayrıca, aralarında Almanya'nın da bulunduğu 27 Avrupa Birliği (AB) ülkesi, ABD ve Rusya'nın en çok ihracat yaptığımız ülkeler olduğu görülmektedir. Ancak, bu ülkelerin 2010 yılı ihracatımız içindeki payları 2008 ve 2009 Haziran aylarıyla karşılaştırıldığında ihracat paylarındaki değişim dikkat çekmektedir. Özellikle de Türkiye'nin en büyük ihracat ortağı olan AB'nin

2009 Haziran ayında %47.8 olan ihracattaki payı 2010 Haziran ayında %43.8'e gerilemiştir. AB'nin Türkiye ihracatı içindeki payı azalırken, Irak ve İran'ın payı ise nispeten artmıştır.

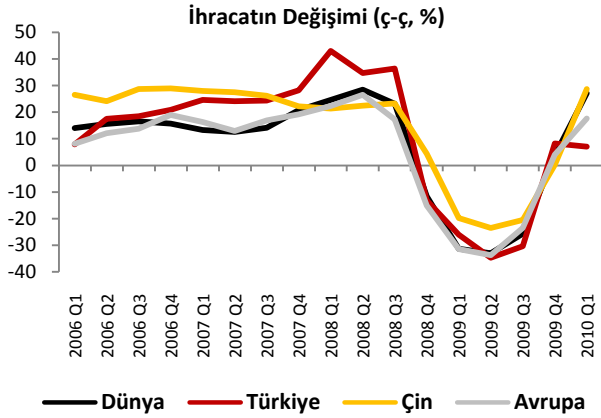


Türkiye'nin ihracatı kriz öncesi dönemle karşılaştırıldığında, kriz döneminde önemli ticaret ortaklarımıza yapılan ihracatın büyük oranda azaldığı, ancak aynı dönemde Irak ve İran'a yapılan ihracatın ise arttığı görülmektedir. Krizle birlikte, çoğu gelişmiş ekonomi olan Türkiye'nin dış ticaret ortaklarına yapılan ihracatın azalması beklenebilecek bir durum olmasına karşın, kriz sonrası dönemde de bu ülkelere yapılan ihracatımızın bir miktar toparlanmasına karşın kriz öncesi döneme göre hala eksi seviyelerde olduğu görülmektedir. Ancak, Irak ve İran'a yapılan ihracatımız daha da yüksek seviyelere ulaşmıştır.

AB'ye yapılan ihracatımız %26.7 oranında azalırken, İran'a yapılan ihracatımızın ise %159 oranında artmış olması dikkat çekicidir.

Toplam ihracatımızın yavaşladığı dikkate alındığında, Irak ve İran gibi ülkelere yapılan ihracatın, AB ile küresel kriz nedeniyle yaşanan ticaret kaybını telafi etmediği görülmektedir.

Öte yandan, AB'nin toplam ihracatımız içindeki payının Haziran ayında gerilemesine karşın hala ilk sırada yer aldığı dikkate alındığında ihracatın bir önceki aya göre düşüş göstermesinde, TL'nin euro karşısında değer kazanmasının da büyük ölçüde belirleyici olduğu söylenebilir.



Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü

yaptığı ülkeleri Almanya, İngiltere, İspanya ve İtalya oluştururken, bu ülkelerin bütçe açığını daraltmak amacıyla aldıkları mali önlemlerin iç talebi daraltabilecek olması toplam ihracatımızı olumsuz etkilemiştir.

Diğer yandan, AB ve ABD'ye ihracat yapan ülkeler içinde ön sıralarda bulunan Çin'in ihracatında Türkiye'ninkine benzer bir yavaşlama görülmemektedir. Çin ile yapılan bu karşılaştırma Türkiye'nin ihracatındaki yavaşlamanın sadece AB'ye özgü nedenlerle açıklanamayacağını, küresel ekonominin gidişatının da dikkate alınması gerektiğini göstermektedir.

### Türkiye'nin İhracatının Mal Kompozisyonu ve Dış Talep

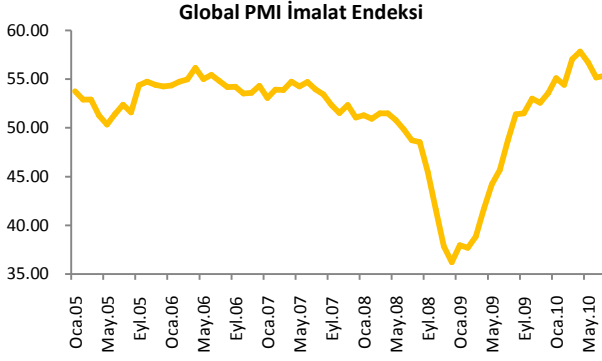
Türkiye'nin Dış Ticaret Kompozisyonu (Haziran 2010-%)		
	ihracat	ithalat
<b>Tarım ve Ormanlık</b>	<b>3.40</b>	<b>3.72</b>
<b>Madencilik ve Taşocakçılığı</b>	<b>2.54</b>	<b>13.16</b>
<i>Hampetrol ve Doğalgaz</i>	0.06	10.63
<b>İmalat</b>	<b>93.42</b>	<b>79.00</b>
<i>Gıda Ürünleri ve İçecek</i>	4.96	1.72
<i>Tekstil Ürünleri</i>	8.72	3.51
<i>Giyim Eşyası</i>	9.23	1.10
<i>Petrol Ürünleri</i>	4.72	7.65
<i>Kimyasal Madde ve Ürünler</i>	4.97	15.46
<i>Ana Metal Sanayi</i>	14.53	9.61
<i>Motorlu kara taşıtları</i>	12.44	8.24
<b>Demir Çelik</b>	<b>9.09</b>	<b>8.98</b>

Kaynak: TÜİK

Türkiye'nin 2010 yılı Haziran ayı verileri itibariyle ihracat kompozisyonu incelendiğinde, en fazla ihracat yapılan grubun imalat sanayi olduğu gözlenmektedir. İmalat sanayinin alt kalemleri içinde ise ana metal sanayi, motorlu kara taşıtları, giyim ve tekstil ürünleri en yüksek paya sahip olan ürün grupları olmuştur. Geçen yılın aynı ayına göre %14.7'lik artış gösteren toplam ihracatımız içinde en hızlı artış %72 ile madencilik ve taş ocakçılığında yaşanmıştır. İhracatımız fasıllar düzeyinde incelendiğinde ise, 2010 yılı Haziran ayında en büyük ihracat kalemi motorlu kara taşıtları olurken, bu fasılı demir çelik sektörü izlemiştir. Bunun yanında, ihracat rakamları geniş ekonomik gruplar sınıflandırmasına göre incelendiğinde en yüksek paya sahip olan ihracat mal grubunun %50.76 ile ara malları olduğu gözlemlenmiştir.

Özet olarak, Türkiye'nin ihracat kompozisyonu içinde ilk sırada imalat sanayi ürünleri yer almakta olup, söz konusu ürünlerin talep şoklarına duyarlılığı yüksektir. Bu durum, Türkiye'nin AB pazarında azalan rekabet gücüne ek olarak, dış talebin toparlanamaması karşısında da ihracat performansını düşürebilecektir.

## Dış talep koşullarının Türkiye'nin büyüme ve ihracat performansı üzerindeki etkisi

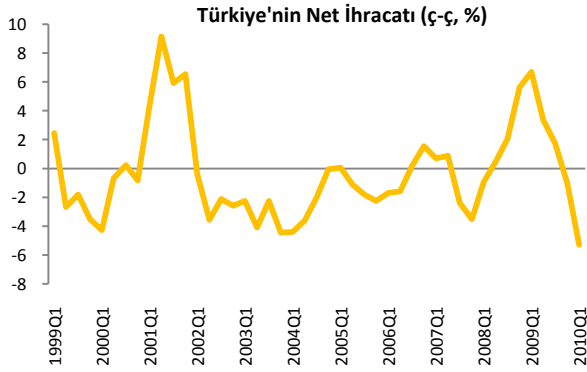


Kaynak: Bloomberg, Reuters

Küresel imalat aktivitesinde Mayıs ayı ile birlikte başlayan yavaşlama (Bkz. [Global Ekonomi Yavaşlıyor mu?](#)) son dönemde Euro Bölgesi'nde açıklanan PMI (Satın Alma Yöneticileri Endeksi) imalat verilerindeki artışın etkisiyle hafif bir toparlanmaya işaret etmektedir. Almanya'nın euro'daki değer kaybının desteğiyle kavuştuğu dış ticaret avantajının üretim faaliyetlerinde canlanma sağlaması Euro Bölgesi imalat göstergelerinin olumlu performansının başlıca nedenidir. Ancak, Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya, Almanya ve İngiltere'nin yüksek bütçe açıklarını daraltmak amacıyla aldıkları kamu

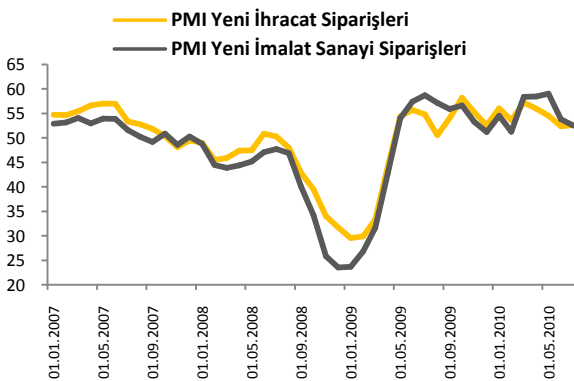
maliyesi önlemlerinin ekonomiyi yavaşlatıcı etkilerinin gecikmeli olarak 2010 yılının sonlarına doğru görülmesi beklenmektedir.

Öte yandan, ABD'de imalat göstergelerindeki yavaşlama eğiliminin değişmediği görülürken, hizmet sektörüne dair göstergeler nispeten daha olumludur. Bu görünüm ışığında ABD 2010 yılı büyüme beklentileri halihazırda aşağı yönde revize edilmiştir. Çin'in büyüme performansında beklenen ivmenin de şimdiye kadar gerçekleşmemiş olması önümüzdeki dönem için iyimser beklentileri sınırlamaktadır. Mevcut ekonomik göstergeler küresel ekonominin ikinci bir resesyona doğru gittiğine dair güçlü sinyaller içermese de, toparlanma hızının azaldığı görülmektedir.



Kaynak: TÜİK

Dış talep koşullarındaki bu zayıf seyrin Türkiye ekonomisine yansımalarını, dış ticaret verileri ve son dönemde yayınlanan öncül veriler ışığında değerlendirdiğimizde ilk olarak, net ihracatın yılın ilk çeyreğinde büyümeye katkısındaki azalış dikkati çekmektedir. 2010 yılının ilk çeyreğinde mal ve hizmet ihracatındaki yıllık bazda %0.1'lik gerilemeye karşın, ithalatın %21.1 oranında artması sonucu, net ihracatın büyümeye katkısı -5.3 puan olmuştur. Diğer bir deyişle, iç talep koşullarındaki düzelme sonucu ithalatta yaşanan artışa karşın, dış talep büyümeyi olumsuz yönde etkilemiştir.



Kaynak: Reuters

Önümüzdeki dönem için yapacağımız değerlendirmeye ışık tutması açısından Türkiye'nin PMI imalat ve ihracat siparişleri alt endekslerini incelediğimizde, her iki endeksin de 2010 yılına güçlü rakamlarla başladığı, ihracat siparişlerinin ikinci çeyrekte itibaren, imalat sanayi siparişlerinin ise Haziran ve Temmuz aylarından itibaren yavaşladığı görülmektedir. PMI endeksinin bu seyrinde Türkiye'nin en önemli ticaret ortağı olan Euro Bölgesi ülkelerine ilişkin yılın ilk yarısında borç krizi

nedeniyle artan belirsizliklerin etkili olduğu söylenebilir.

Büyüme ve İhracatın Dış Talebe Duyarlılığı	(%)
Dış talepteki %1'lik artışın büyüme etkisi	0.35
İç talepteki %1'lik artışın büyüme etkisi	0.64
Dış talepteki %1'lik artışın ihracata etkisi	1.73
İç talepteki %1'lik artışın ithalata etkisi	1.97
İhracattaki %1'lik artışın ithalata etkisi	0.42
Net ihracatın büyüme etkisi	-0.55

Kaynak: Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar

Dış talep koşullarının Türkiye ekonomisine etkilerini incelemek amacıyla yaptığımız regresyon analizinde<sup>6</sup>, dış talepteki %1'lik artışın büyüme oranını %0.35, iç talepteki %1'lik artışın ise büyüme oranını %0.64 artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Analizde, en büyük ihracat ortaklarımız olan AB-27, ABD ve Rusya'nın toplam ihracatımızdaki paylarını büyüme performansları ile ağırlıklandırarak elde ettiğimiz dış talep göstergesi ile tüketim, yatırım, hükümet harcamaları ve stok değişimleri toplamından oluşan iç talep göstergesinin yüzde değişimleri bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır.

Aynı bağımsız değişkenleri kullanarak dış talepteki değişimin ihracata etkisini ölçmek için yaptığımız regresyonda<sup>7</sup> ise dış talepteki %1'lik artışın Türkiye'nin ihracatını %1.72 artırdığı bulunurken, iç talebin ithalat üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla

oluşturulan modelde iç talepteki %1'lik değişimin ithalatı %1.97 oranında artırdığı sonucuna ulaşılmıştır<sup>8</sup>. 2010'un birinci çeyreğinde toplam ihracatın Gayri Safi Yurt içi Hasıla (GSYİH) içindeki payının %23, ithalatın payının ise %27 olduğu ve ihracattaki artışın aramalı ve hammadde ithalatı üzerindeki pozitif etkisi dikkate alındığında ise, net ihracatın (toplam ihracat - toplam ithalat) büyüme etkisi -%0.55 olarak bulunmuştur.

Yapılan regresyonlarda elde edilen sonuçlar iç talebin Türkiye'nin büyüme performansında görece yüksek payı bulunduğu ve dış talebin büyüme ve ihracatı artırıcı etkisi olduğu, ayrıca, net ihracatın büyüme yavaşlatıcı etkisi olduğu gözlemini desteklemektedir.

Bu sonuçlar, küresel büyüme temposundaki yavaşlama göz önünde bulundurulduğunda dış talebin Türkiye'nin büyüme oranı ve ihracatı üzerindeki olumlu etkisinin azalacağı veya negatif hale gelebileceği tezini desteklemektedir. Ayrıca, euro'da 2010 yılında görülen nispi değer kaybının sağladığı rekabet avantajının en büyük dış ticaret ortağımız olan AB ülkelerine ihracatımızı sınırlandıracak olması da dış talep daralmasının olumsuz etkisini destekleyebilecektir. Bunun yanında, AB ülkelerinin borç krizi nedeniyle kredibilite kaybına uğramasına karşın, reel faizlerdeki düşüşe rağmen Türkiye'ye fon akımlarının devam etmesinin TL'de yarattığı değer kazancı da net ihracatın büyüme üzerindeki olumsuz etkisini artırıcı bir faktördür.

<sup>6</sup> En Küçük Kareler (EKK) yöntemiyle yapılan ekonometrik analizde birinci ve ikinci derece otoregresif (AR) süreçler ile birinci sıra hareketli ortalamalar (MA(1)) kullanılmış, modelin açıklama gücü ( $R^2$ ) %97, DW istatistiği 1.97 olarak bulunmuştur.

<sup>7</sup> Birinci ve ikinci sıra AR ve MA süreçleri kullanılan modelin  $R^2$ 'si %79, DW istatistiği 1.89'dir.

<sup>8</sup> Bu modelde dış talep göstergesinin istatistiksel anlamlılık düzeyi düşük bulunsada iktisadi olarak anlamlı olması nedeniyle analizden çıkarılmamıştır. Modelin  $R^2$ 'si %94, DW istatistiği 1.71'dir.

## Amerikan Merkez Bankası Büyüme Kaygısıyla Parasal Önlemlere Devam Ediyor

10 Ağustos'ta yapılan ABD Merkez Bankası (FED) toplantısında gösterge faiz oranlarının değiştirilmeyerek %0 ile %0.25 bandında sabit bırakıldığı ve uzun süre bu seviyelerde tutulacağı bildirilmiştir. Ancak, açıklamada önemli ve bu defa farklı olan FED'in ekonomide toparlanmanın desteklenmesi, deflasyondan kaçınmak ve ekonomiyi canlandırmak için politika değişikliğine gitmesi ve çıkış stratejisinden uzaklaşmasıdır.

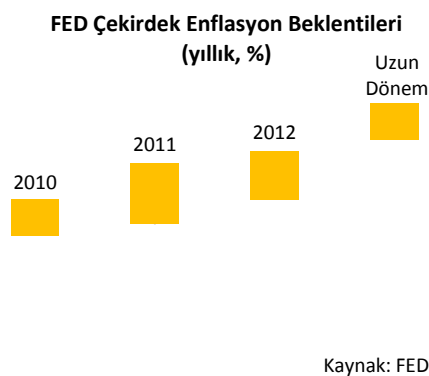
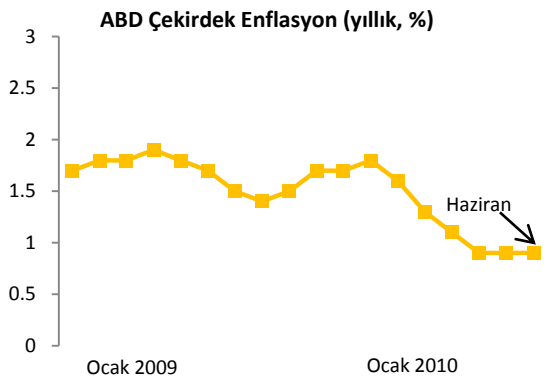
ABD Açık Piyasa İşlemleri Komitesi'nin (FOMC) yazılı açıklamasında Haziran ayından bu yana üretim ve istihdamdaki iyileşmede bir yavaşlama gözlemlendiği, tüketici harcamalarında ise artış görülmesine rağmen yüksek işsizlik oranı, daralan kredi koşulları ve konut sektöründe yaşanan sorunların devam etmesinden dolayı bu artışın düşük seviyelerde kaldığı belirtilmiştir. Bu olumsuzluklara ek olarak yeni konut başlangıçlarının da oldukça düşük seviyelerde seyrettiğinin altı çizilmiştir. Açıklamada kredi piyasalarındaki olumsuzlukların devam etmesine dikkat çekilerek ekonomik toparlanmanın gelecek aylarda daha ılımlı olması beklentisinden bahsedilmiş ve bu ifade, FED Başkanı Bernanke'nin geçtiğimiz ay Kongre'de yaptığı sunumda ülke ekonomisi için kullandığı 'olağanüstü belirsiz' ifadesini destekleyen bir söylem olarak algılanmıştır.

Bu ayki FOMC toplantısının asıl dikkat çeken ve farklı olan yanı ise, FED'in kriz nedeniyle Eylül 2008'den itibaren başladığı varlık alımları sonucu bilançosuna giren varlıklardan vadesi dolan mortgage kredilerine dayalı tahvillerin ana para ödemelerini 2 ve 10 yıl vadeli Hazine tahvili alımında kullanarak bilançosunun küçülmesine izin vermeyeceğini açıklamasıdır. FOMC'nin açıklamasının ardından FED'in açık piyasa işlemlerini yürüten birimi olan New York Fed tarafından yapılan açıklamaya göre, FED 2 ila 10 yıl vadeli Hazine kağıtları olarak bilançosunu 2.054 trilyon civarında tutacaktır.

FED'in, 2008 yılındaki finansal kriz sırasında borçlanma maliyetlerini düşük tutmak için satın aldığı 1.3 trilyon dolar tutarındaki mortgage'a dayalı menkul kıymetlerin itfaları sonucu elde edilen anaparayı kullanarak varlık alımlarına devam edilmesi kararı, gevşek para politikasına dönüş ile politika değişikliğine gidildiği ve aynı zamanda FED'in ABD'nin ekonomik görünümüyle ilgili endişelerinin arttığı anlamına gelmektedir.

San Francisco FED'in Ağustos ayında yayınlanan "Gelecekteki Resesyon Riskleri (Future Recession Risks)" başlıklı araştırma raporunda ABD ekonomisinin gelecek iki yıl içinde resesyona girme olasılığı incelenmiştir. Söz konusu raporda, gelecek 18-24 ay içerisinde ABD ekonomisinde yeni bir resesyon yaşanması olasılığının, ekonomide büyüme yaşanması olasılığından daha yüksek olduğu vurgulanmıştır. Dünya piyasalarında ABD ekonomisinin geleceğine yönelik tedirginlikler ve spekülasyonlar devam ederken, FED'in yaptığı açıklamalar kaygıların daha da artmasına neden olmuştur.

FED'in ABD ekonomisinin görünümüne ilişkin daha önce yaptığı açıklamalardaki iyimser tutumunun bu son toplantının ardından yapılan açıklamada azaldığının görülmesi, tüketici güveninin çok da iyimser olmadığı bir ortamda, yatırımcıların da ülke ekonomisine dair güvenlerini sorgulamalarına neden olmuştur. Mevcut güvensizlik ortamı yatırımcıların istihdam yaratmak konusundaki tutumlarını olumsuz etkilemektedir. ABD'de son dönemde çeşitli sektörler için yayınlanan güven endeksleri ile tüketici güven endeksleri de bu durumu yansıtmaktadır.



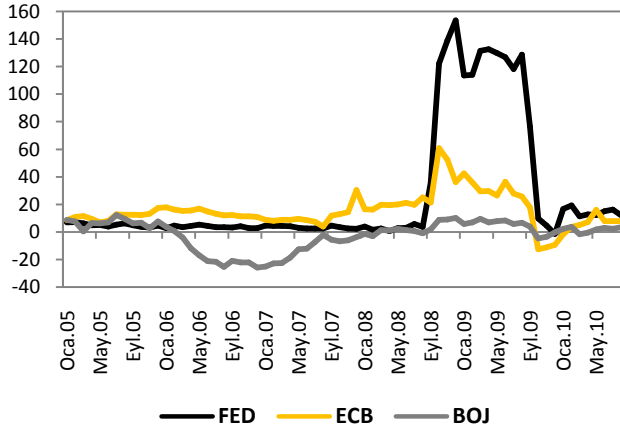
Bu arada zayıflayan büyüme ortamında FED'in parasal önlemlerini devam ettirebilmesini sağlayan en önemli faktör enflasyonist baskıların azalmasıdır. Nisan ayından beri yıllık artış oranı %0.9 düzeyinde olan çekirdek enflasyon artış hızı, FED'in çekirdek enflasyon için referans aldığı %2.00 hedefini değiştirmek zorunda kalarak, kredibilite kaybına uğraması ihtimalini ortadan kaldırmıştır.

### Büyüme Riskleri Merkez Bankalarını Proaktif Olmaya Yöneltiliyor

Ağustos ayının başında ABD Merkez Bankası FED'in yanısıra, Euro Bölgesi ve Japonya gibi başlıca gelişmiş ekonomilerin merkez bankaları da faiz oranlarını mevcut düşük düzeylerinde korurken, küresel büyüme kaygıları enflasyonist baskılardaki azalışın da izin vermesiyle 2010'un üçüncü çeyreğinde dünya genelinde merkez bankalarının genişletici para politikalarından çıkma girişimlerini askıya almalarına neden olmuştur.

Avrupa Merkez Bankası (ECB) borç krizi nedeniyle artan ülke risklerinin ülkelerin borçlanma maliyetlerindeki artışı önleyebilmek için devlet tahvilleri satın almaya başlamıştır. Ancak ECB büyüme üzerinde aşağı yönlü risklerin çok yüksek olmaması nedeniyle bu uygulamanın enflasyonu artırmamasını önlemek için piyasaya verdiği likiditeyi açık piyasa işlemleri ile sterilize etme yoluna gitmiştir. Japonya Merkez Bankası ise büyüme temposundaki yavaşlamayı önlemek ve deflasyonist baskıları azaltabilmek için piyasaya verdiği likiditeyi son haftalarda artırmıştır. Yılın ilk dört ayında bir çıkış stratejisi çerçevesinde aldığı acil likidite önlemlerinden çıkmaya hazırlanan ve bunun için ilk adım olarak mortgage kredilerine dayalı varlık alımlarını durduran<sup>9</sup> FED'in, ekonomik toparlanmanın aksayabileceği yönünde gelen sinyallerle birlikte resesyondan yeni çıkmış olan ekonominin yeni bir resesyona daha girmesine engel olacak önlemler alması gündeme gelmiştir. Dolayısıyla, dünyanın önde gelen üç merkez bankası da çıkış stratejilerini hazırladıkları bir dönemde, para politikalarında bir takım değişikliklere gitmişlerdir.

**Merkez Bankalarının Ellerinde Bulundurdıkları Varlıkların Yıllık % Değişimi**



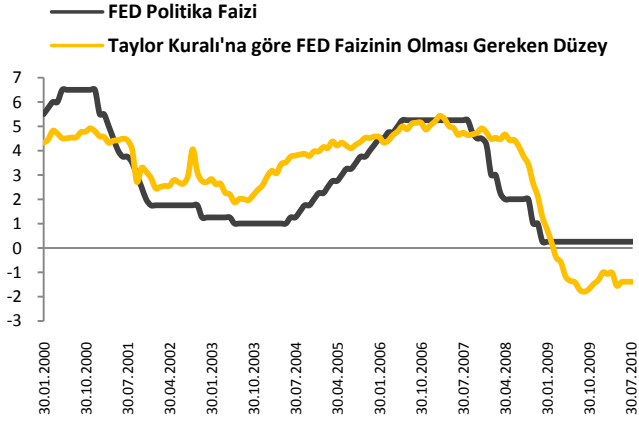
Kaynak: Bloomberg

portföylerinin azaldığı ancak henüz kriz öncesi seviyelere inmediği görülmektedir. Ancak son alınan FED kararıyla birlikte, FED'in varlık portföyünün bir süre daha yüksek seviyelerde kalacağı anlaşılmaktadır.

Kriz öncesi dönemde 9 milyar dolar seviyesinde olan FED'in bilanço büyüklüğü, kriz döneminde %122 artarak yaklaşık 2.1 trilyon dolar seviyesine yükselmiştir. Aynı durum, ECB'nin bilançosu için de geçerli olmakla birlikte, krizden ciddi şekilde etkilenen ve diğer ülkelere göre daha ciddi ve erken önlemler alan ABD'ye göre ECB bilançosundaki artış FED bilançosundaki kadar sert gerçekleşmemiş, %60 oranında olmuştur. Japonya'da ise küresel kriz öncesinde deflasyondan çıkma ihtimalinin artmasıyla %0.5'e kadar yükseltilmiş olan faiz oranlarının krizle birlikte tekrar düşürülmesine ek olarak Hazine tahvili alımları artırılmıştır. Kriz döneminin sona ermesiyle faiz oranları değiştirilirse de FED ve ECB varlık

<sup>9</sup> FED geçen yıl ve bu yılın başında 1 trilyon 25 milyar dolarlık mortgage destekli menkul kıymet, mortgage devleri Fannie Mae ve Freddie Mac'den 175 milyar dolar mortgage tahvili ve 300 milyar dolar Hazine tahvili satın almış ancak bu yılın Mart ayında mortgage destekli menkul kıymet ile Fannie Mae ve Freddie Mac'den mortgage tahvili satın almayı durdurmuştu.

## FED'in Politika Seçenekleri



Kaynak: Bloomberg

FED'in Aralık 2008'den beri %0-%0.25 bandında sabit tuttuğu faiz oranları rekor düşük seviyelerdedir. Buna karşın, Taylor kuralına<sup>10</sup> göre yapılan hesaplama FED'in faiz oranının -%1.4 seviyelerinde olması gerektiğine işaret etmektedir. Ancak, ekonominin resesyondan hali hazırda çıkmış olması nedeniyle ek bir faiz indirimi bu aşamada ekonominin aşırı ısınmasına yol açabilecek olmasının yanında, ikinci bir resesyon riskine dair olumsuz algılamaları artırarak panik havası yaratabilecektir.

Dolayısıyla, faiz indiriminin şimdilik bir seçenek olarak görülmediği bir ortamda FED'in varlık alımlarına devam edecek olması en optimal çözüm olarak görülmektedir. Öte yandan, yeni politikaya göre mortgage tahvillerinin itfalarına bağlı olarak FED'in Hazine tahvili alımlarının aylık tutarı 15 milyar dolar ile 2009 yılındaki tutarı olan 40 milyar doların altında kalacak, böylece FED Hazine tahvili alımlarında agresif olmayan bir tavır sergileyecektir. Ancak, FED yine de tahvil alımlarını geçen yıl olduğu gibi 2 ve 10 yıllık tahvillerde yoğunlaştırarak piyasa faizleri üzerinde oluşturmak istediği aşağı yönlü baskının daha etkili olmasını hedeflemektedir.

<sup>10</sup> Taylor Kuralı nominal faiz oranının (i), gerçekleşen enflasyonun hedeflenenden saptması ( $\pi - \pi^*$ ) ve çıktı açığının ( $y - y^*$ ) bir fonksiyonu olarak tanımlanan çıktı açığı ve enflasyonun hedefinden saptmasına değişik ağırlıklar vererek faiz oranının belirlenmesinde kullanılan bir kuraldır.

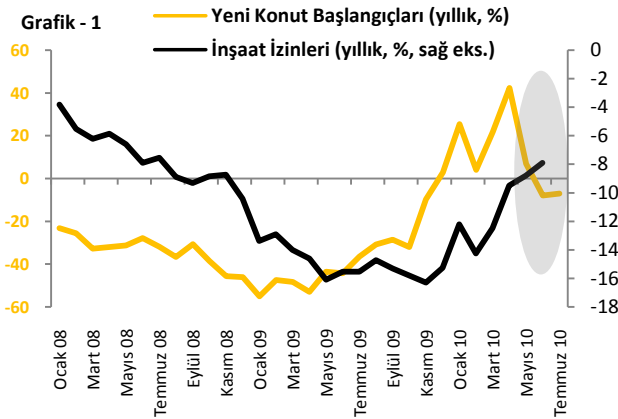
## ABD Ekonomisinde İkinci Bir Dip Yaşanması İhtimali

Bu çalışmada ABD ekonomisinin çift dipli bir resesyona gireceği beklentisini artıran faktörler ve bu konudaki karşıt argümanların değerlendirilmesini içermektedir.

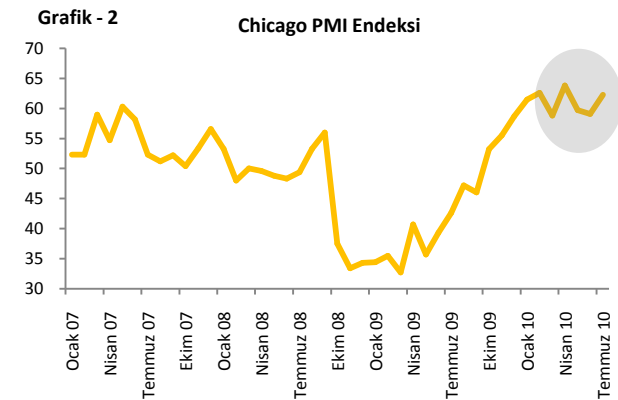
### Çift Dip İhtimaline Karşı Görüşler

2010 yılının ilk aylarında ABD ekonomisinin güçlü büyüme trendine gireceği beklentileri, Euro Bölgesi'nde yaşanan yapısal problemlerle birlikte son aylarda yerini resesyona endişelerine bırakmıştır. ABD Merkez Bankası'nın (FED) geçtiğimiz ay düzenlenen toplantı sonrasında büyüme beklentilerini düşürmesiyle ortaya çıkan ABD'de çift dip kaygıları, yapılan son FED toplantısı sonrasında tekrar gündeme gelmiş ve bu yöndeki beklentilerin artmasına neden olmuştur.

Genel olarak resesyona riskinin yüksek olduğu yönündeki yorumların ve beklentilerin aksine, ABD'de Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın iflas etmesiyle başlayan ve global piyasaları derinden sarsan resesyona ardından, 2009 yılının ortalarından itibaren toparlanma eğiliminde olan ABD ekonomisinin yeni bir resesyona girme ihtimalinin olmadığı yönünde yorumlar bulunmaktadır. ABD ekonomisinin zaten "ilk dip"ten çıkmadığı, hala "uzun büyük bir dip"te bulunduğu; ABD'de açıklanan kötümser verilerin bir kısır döngü olduğu ve ABD büyümesinde gözlenen yavaşlamaların aksine 2010 yılının ikinci yarısında yavaş fakat umut verici bir trend sergileyeceği savunulmaktadır.

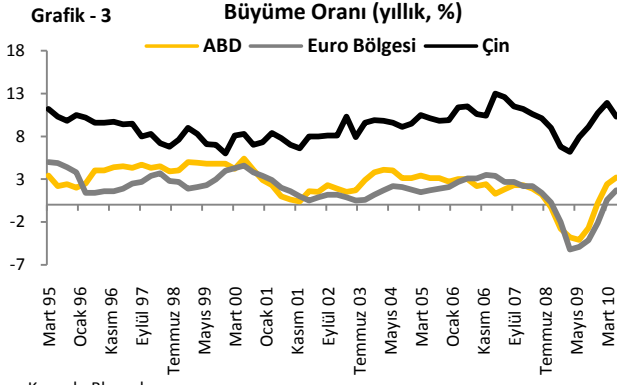


Kaynak: Bloomberg, Ekonomik Araştırmalar



Kaynak: Bloomberg

ABD ekonomisinin %70'inin tüketici harcamalarına dayalı olduğu düşünüldüğünde hanehalkı harcamalarının piyasayı destekleyebilecek kadar güçlü olduğu ve hanehalkı gelirlerinin uzun dönemde harcamaları destekleyebilecek düzeyde olduğu ileri sürülmektedir. Ayrıca tüketici güven endeksi, şirket harcamaları ve ihracat verilerinin oldukça güçlü olduğu ileri sürülürken, vergi teşvikleriyle birlikte toparlanma gözlenen ve resesyona etkisinin yüksek olduğu tartışma konusu olan konut piyasası verilerinin yanıltıcı olduğu, bu verilerin ekonominin temel durumuna dair öncül bir gösterge olmadığı savunulmaktadır. Konut piyasasındaki bu negatif görünümün aksine asıl belirleyici olanın yeni konut başlangıçlarındaki, özellikle inşaat izinlerindeki toparlanma olduğu (bkz. Grafik-1) ve bu açıdan resesyona riski bulunmadığı ileri sürülmektedir. Sanayi üretimi artış hızı da bu görüşleri desteklerken, Chicago PMI endeksinin bazı aylarda düşüş göstermesine rağmen halen 50 eşik değerinin üzerinde bulunması da (bkz. Grafik-2), büyüme açısından pozitif bir trende işaret etmektedir. İstihdam verileri açısından bakıldığında ise, part-time ve tam zamanlı istihdam rakamlarının artma eğiliminde olması, endişeleri hafifletici bir unsur olarak görülmektedir.



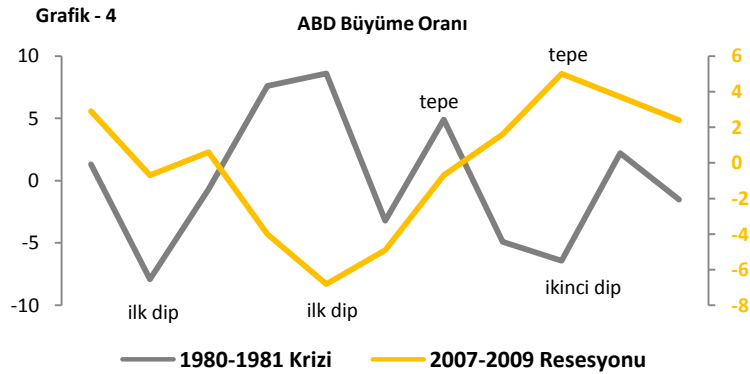
Kaynak: Bloomberg

büyüme oranlarını ortalama %0.5 artırdığı bulgusu da bu görüşü teyit eder niteliktedir.

Resesyon olasılığını reddeden görüşlerden biri ise, yine piyasalarda yoğun tartışmalara konu olan Çin'in büyüme hızındaki yavaşlama ile ortaya çıkan kaygılara ilişkindir. Çin'in negatif büyüme göstermesine rağmen (bkz. Grafik-3), dünya ekonomisinde en hızlı büyüyen ülke sıfatını koruması, global büyüme rakamlarını, özellikle gelişmiş ülke büyüme rakamlarını olumlu etkileyecektir. IMF tarafından yapılan bir çalışmanın<sup>11</sup> sonuçlarına göre, yaklaşık son 20 yıldır Çin'in büyümesindeki %1'lik artışın diğer ülkelerin

### Çift Dip İhtimalini Savunan Görüşler

Çift dip için resmi bir tanım bulunmasa da, genel olarak ekonominin birbirine yakın iki dönemde üst üste resesyona girmesi olarak tanımlanmaktadır. Birbirine yakın iki dönem, arada 12 ay ya da daha kısa zaman farkının olduğu iki resesyon dönemi olarak tanımlandığında, tarihte çift dip dönemlerinin çok sık yaşanmadığı dikkat çekmektedir.



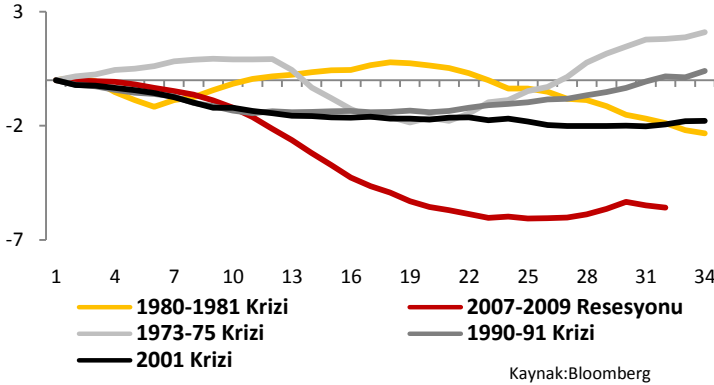
Kaynak: Bloomberg

Çift dibin yakın tarihteki en belirgin örneği ABD'de yaşanan 1980 yılı resesyonu ve bu resesyonu takiben 1981 yılında yaşanan "Volcker Resesyonu" olarak adlandırılan resesyondur. 1980 yılı Şubat ayında başlayan ilk resesyon 6 ay sürmüştü ve Temmuz ayında sona ermiştir (bkz. Grafik-4). Ancak 12 ay sonra Ağustos 1981'de yeni bir resesyon başlamış ve 1982 Kasım ayına kadar sürmüştür. Son krizde ise ABD ekonomisi 2008 yılının

üçüncü çeyreğinde gerçekleşen negatif büyüme ile üç çeyrek üst üste daralmış, 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren ise yeniden pozitif büyüme oranlarını yakalamıştır. 2010 yılının ilk iki çeyreğinde ise ABD büyüme oranının düşüyor olması yeni bir resesyona girilebileceği korkularını arttırmaktadır. Uzun süre düşük büyüme performansı sergilenmiş olması ekonomiyi gelecekte karşılaşılabileceği şoklara karşı daha kırılgan hale getirmektedir. Ancak çift dip endişelerini arttıran sadece büyümedeki yavaşlama değil işsizlik oranının hala yüksek seviyelerde bulunması ve istihdam piyasasının gevşek görünümüdür.

<sup>11</sup> Vivek Arora, Athanasios Vamvakidis. Temmuz 2010. "China's Economic Growth: International Spillovers". IMF.

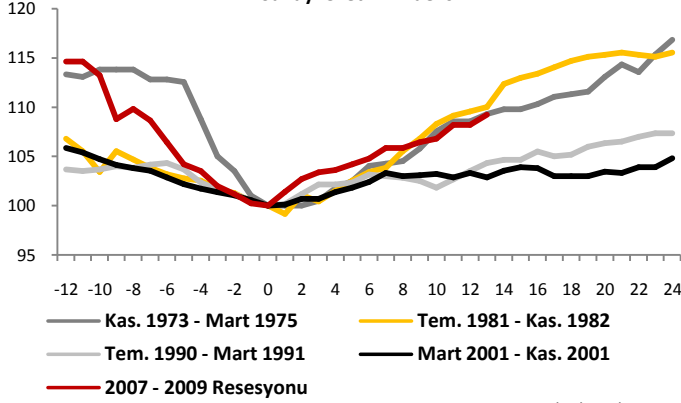
**Grafik - 5 ABD Tarımdışı İstihdam Oranı (Başlangıç Tarihlerine Göre Değ.)**



Kaynak: Bloomberg

başlamadığı dikkat çekmektedir. Bu durum çift dip yaşanmasa bile toparlanmanın, diğer krizlere göre daha uzun sürebileceğini göstermektedir.

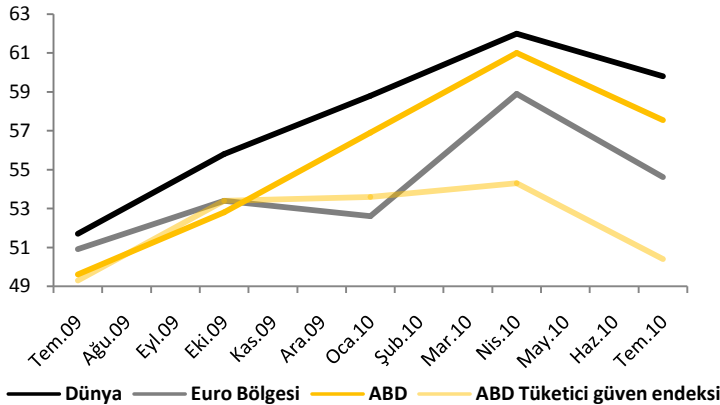
**Grafik - 6 ABD Sanayi Üretim Endeksi**



Kaynak: Bloomberg

ABD ekonomisinin yavaşladığına işaret eden göstergeler, yatırımcıların da ülke ekonomisine dair güvenlerini sorgulamalarına neden olmuştur. Mevcut güvensizlik ortamı yatırımcıların istihdam yaratmak konusundaki tutumlarını olumsuz etkilemektedir. ABD'de 'The Young President's Organization' (YPO) tarafından 1700 yöneticinin katılımı ile yapılan araştırmaya dayanarak oluşturulan ABD CEO Güven Endeksi ülkede şirket yöneticilerinin ekonominin görünümüne yönelik güvenlerinin azaldığını göstermektedir.

**Grafik-7 CEO Güven Endeksi**



Kaynak: YPO, Bloomberg

1980-81 yıllarındaki çift dip karşılaştırıldığında ABD tarımdışı istihdam oranının krizin başlangıç tarihine göre, ilk dip yaptığı dönemde %1.15 azaldığı, ikinci resesyonun sona erdiği dönemde ise %2.3 azaldığı görülmektedir (bkz. Grafik-5). Ancak son krize bakıldığında, tarımdışı istihdamın krizin başladığı 2007 yılı Aralık ayına göre %5.58 azaldığı görülmektedir. Buna ek olarak son kriz döneminde, tarımdışı istihdamın krizin başlangıç dönemine göre diğer resesyona nazaran daha fazla azaldığı ve henüz toparlanmaya

Resesyonların bitiş tarihleri baz alınarak oluşturulan endekse göre, resesyon dönemlerinde ve sonrasında sanayi üretimleri karşılaştırıldığında ise son krizde sanayi üretimindeki artışın krizin bitiş tarihi olarak kabul edilen tarihten sonra diğer krizlere göre daha fazla olduğu dikkat çekmektedir (bkz. Grafik-6). Ancak bu artışta, krizin bitiminden önceki tarihte çok daha sert bir düşüş yaşanmış olması da etkili olmuştur. Dolayısıyla, son krizden sonra, kriz öncesi sanayi üretimi seviyesine henüz ulaşamamıştır.

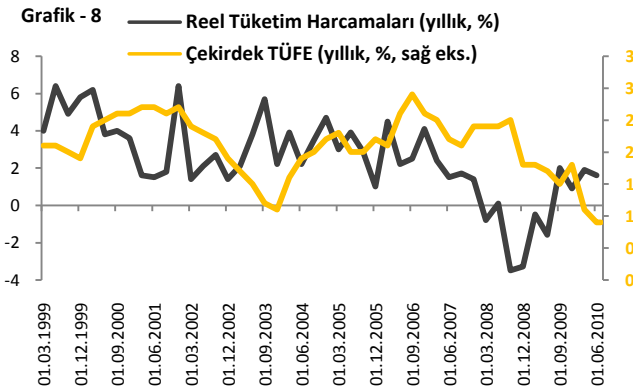
ABD CEO Güven Endeksi 2010 yılının ikinci çeyreğinden itibaren azalmaya başlamış ve Nisan ayında 61 puan olan endeks, Temmuz ayında 57.5 puana gerilemiştir (bkz. Grafik-7). Yapılan araştırmada ayrıca kendi çalışanlarını %10 veya daha üzerinde bir oranla artırmayı düşünen şirket sayısı Nisan ayında %36 iken, Temmuz ayında %30 olarak hesaplanmıştır ki bu oran yatırımcıların ekonomiye olan güveninin azalmasından dolayı istihdamda yaptıkları katkının azaldığının bir göstergesi olarak da yorumlanabilir. ABD Conference Board

tüketici güven endeksinin de CEO Güven endeksine paralel hareketler göstermesi ve özellikle yılın ikinci çeyreğinden itibaren keskin düşüşler yaşaması göz ardı edilemeyecek bir diğer ayrıntıdır.

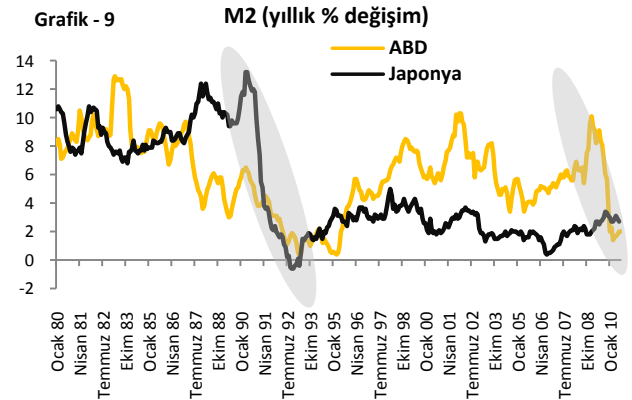
ABD’de son dönemde açıklanan veriler - işsizlik maaşı başvurularının artması, tarımdışı istihdamın azalması, konut başlangıçlarının azalması, perakende satışların artması, Michigan Üniversitesi tüketici güven endeksinin artması - ekonominin gidişatına dair çok net bir izlenim vermese de olumsuz gelen her veri çift dibe dair endişeleri arttırmaktadır. Ancak beklenenden farklı gelen veriler, ekonominin daha yavaş toparlanacağı, durgunluğa gireceği ya da ilk resesyona aslında henüz sona ermediği şeklinde de yorumlanabilmektedir.

### ABD’de Tüketim Harcamalarının Büyümeye Katkısına ve Deflasyon Olasılığına Dair İzlenimler

Tüketim harcamalarının gidişatı da ABD ekonomisinin yavaşlayan büyüme temposu açısından büyük önem taşımaktadır. Pozitif büyüme performansının görüldüğü 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren reel tüketim harcamalarında görülen artışta ABD Hazinesi’nin sağladığı teşviklerin payı büyüktür. Hükümetin konut sektöründeki daralmayı önlemek için aldığı önlemler de tüketim harcamalarını dolaylı olarak destekleyici niteliktedir. Ancak bu önlemlerin 2010 yılının ikinci çeyreğinden itibaren etkilerinin azalacak olması konut sektöründe şimdiye kadar sağlanan toparlanmanın tehlikede olduğunu göstermektedir. FED’in enflasyon göstergesi olarak referans aldığı çekirdek enflasyonun düşük seviyelerde olması da enflasyonist baskıların düşük olduğunu göstermekte ve tüketim harcamalarının artması açısından risk oluşturmaktadır (bkz. Grafik-8).

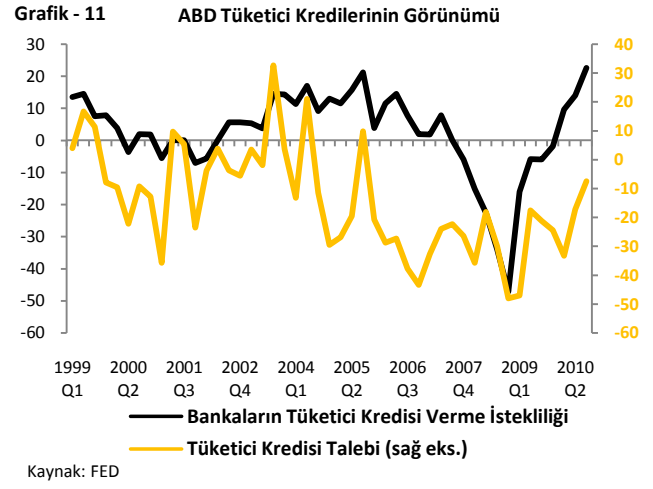
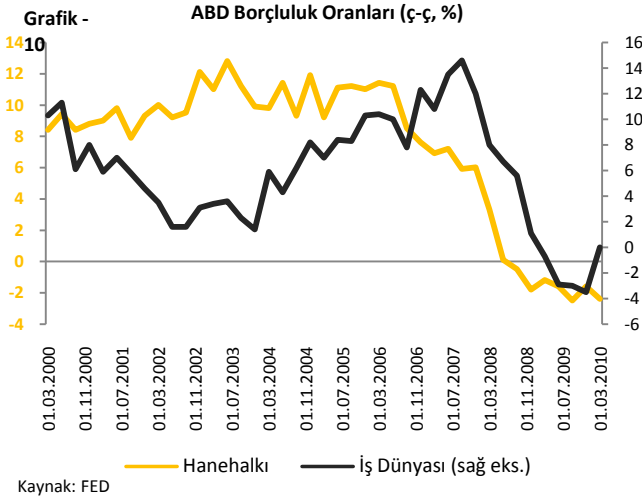


Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

ABD’de enflasyonist baskıların azalması, Japonya’nın 1990’lı yıllardan itibaren yaşadığı deflasyon tecrübesinin benzerinin Amerikan ekonomisinde de yaşanabileceği korkularını artırmaktadır. Her iki ülkenin M2 para arzı göstergeleri karşılaştırıldığında ABD M2 artış hızının FED’in Lehman Brothers’in iflası sonrasında piyasaya verdiği aşırı likiditeye rağmen Japonya’da 1990’ların başında olduğu gibi gerilemekte olması, para arzı artışının ilerleyen dönemlerde de yavaş olacağına işaret etmektedir. Bu durum enflasyonun daha da yavaşlamasına neden olabilecektir (Grafik-9).



ABD borçluluk oranları da büyük ölçüde tüketim harcamalarına dayalı olan ABD ekonomisinin toparlanmasında hanehalkı kesimi açısından sorunlar oluşabileceğini yansıtmaktadır (bkz. Grafik-10). ABD'deki toparlanmanın en önemli göstergelerinden biri, kriz öncesinde yüksek borçluluk oranlarına sahip hanehalkı ve şirketler kesiminin kredi imkanlarının daralmasıyla birlikte borçlanma oranlarında (kaldıraç rasyoları) görülen azalışın yerini tekrar yükselişe bırakmasıdır. Ancak, hanehalkı borçluluk oranları halen düşük seviyelerdedir. Amerikan tüketicilerinin 2000'li yılların başından itibaren düşük faiz oranları sayesinde krediye ulaşma olanağı artarken, konut sektöründeki canlanmanın mortgage kredi arz ve talebini artırması ve konut fiyatlarındaki yükseliş, söz konusu kredilerin tüketimin finansmanına hizmet eder şekilde kullanılması imkanını vermiştir. Ancak krizle birlikte konut sektöründe yaşanan düşüş, bankacılık sektörüne geri dönmeyen mortgage kredilerindeki artış nedeniyle yük getirirken, hanehalkının da borçluluk oranlarının azalmasına yol açmıştır. Kriz sonrasında ise hükümetin finans sektörüne sağladığı yardımlarda kredi olanakları artarken, şirketler kesimi de resesyon döneminde azalan stoklarını yerine koymak için üretimini artırmasına bağlı olarak borçlanmasını da artırmıştır. Ancak, hanehalkı borçluluk oranında benzer bir toparlanma şimdiye kadar yaşanmamıştır.

FED'in 2010 yılının üçüncü çeyreği için açıkladığı, üst düzey kreditorlerin banka kredilerinin gidişatına dair görüşlerini elde etmek için yaptığı anketin (**Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices**) sonuçlarına göre, ABD'de bankalarının tüketici kredisi verme istekliliğinde ve tüketici kredisi talebinde artış görülmektedir (bkz. Grafik 11). Fakat, kredi talebindeki artışın bankaların kredi verme istekliliği kadar belirgin olmadığı dikkat çekmektedir. Bu durum tüketici harcamalarının büyümeye katkısının istenildiği ölçüde olmadığına işaret etmektedir.

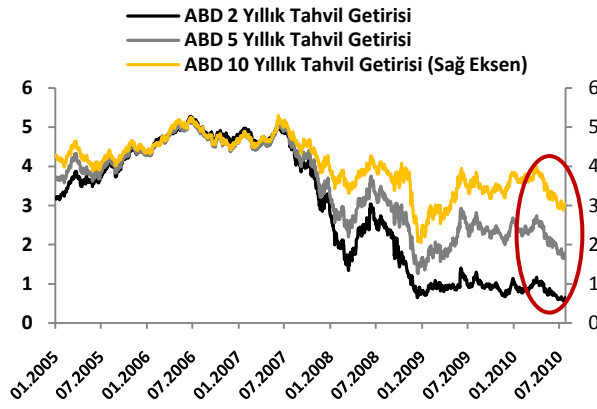
Sonuç olarak, ABD ekonomisinde ikinci bir dip yaşanacağı beklentisi artsa da şimdilik kesin görünen, zaten çok hızlı olmayan büyüme temposunun daha da düşmekte olduğudur. Buna göre, önümüzdeki dönemde ABD'de negatif büyüme dahi gerçekleşebilecektir. Ancak bu durumda, 23-30 Ağustos 2010 tarihli Haftalık Yurt İçi Ekonomi Raporumuzda belirttiğimiz gibi ikinci bir parasal ve mali önlem dalgasının başlatılmasıyla, söz konusu dönemin atlatılabileceğini ve böylece ABD ekonomisinde negatif büyümenin birbirini izleyen dönemlerde gerçekleşmeyeceğini, diğer bir deyişle ABD'nin ikinci bir resesyona girmeyeceğini düşünmekteyiz.

## Gelişmekte Olan Ülkelerin Cross Currency Swap Oranları'nda Yaşanan Trend

Son dönemde ABD'de açıklanan verilerin toparlanma hızının yavaşladığına işaret etmesi, yapılan açıklamalarda global büyüme beklentilerinin aşağıya çekilmesi ve uygulanabilecek politikalarda değişikliğe gidilebileceğinin belirtilmesi ABD hazine tahvillerine güvenli liman alımları getirirken, gelişmekte olan ülke para birimlerinin değer kazandığı ve CDS'lerinin gerilediği dikkat çekmektedir. Bu çalışmada global ekonomik toparlanmaya yönelik endişelerin arttığı bir ortamda finansal piyasalardaki hareketler ve gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamasının arkasında yatan nedenler incelenmiştir.

Son dönemde olumsuz veri akışıyla dikkat çeken ABD'de açıklanan makro ekonomik verilerin beklentileri karşılayamamasına rağmen, olumlu gelen bilanço rakamları, Euro Bölgesi'nde açıklanan nispeten olumlu veriler ve stres testleri sonuçlarıyla global piyasalardaki risk algılaması azalmaya devam ederken, ABD hazine tahvillerinin alıcılı bir seyir izlemesi ve getirilerinin dip seviyelere doğru gerilemesi dikkat çekmektedir.

Grafik 1

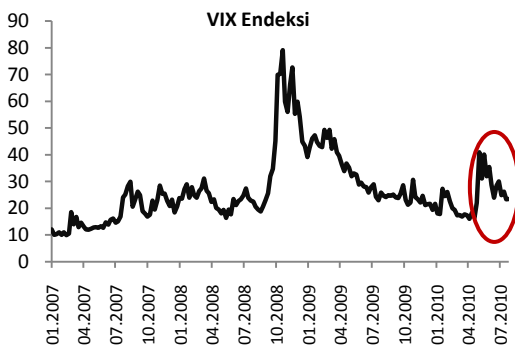


Kaynak: Bloomberg

desteklemektedir.

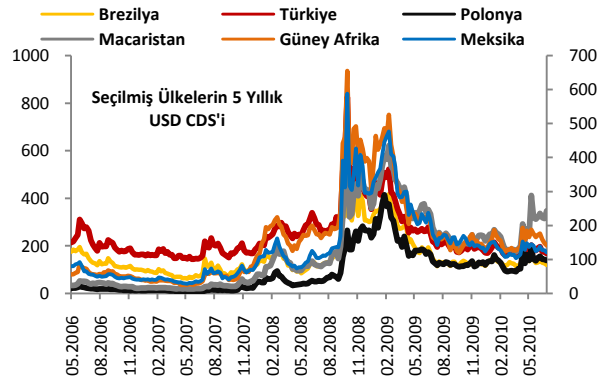
Tahvillerdeki alıcılı seyrinde, geçtiğimiz hafta Fed Başkanı Bernanke'nin para politikasına yönelik açıklamalarında büyümeye dair endişelerinin artması ve düşük enflasyon beklentilerine bağlı olarak 2011'in ikinci yarısına kadar Fed'in faiz artırmayacağı beklentilerinin kuvvetlenmesi etkili olmuştur. Kanada ve Avusturalya Merkez Bankaları gibi istisnaların dışında başta Amerika ve Avrupa Merkez Bankası olmak üzere önde gelen merkez bankalarının büyümeye yönelik endişelerinden dolayı faiz artırımlarını bir süre daha ertelediği görülürken, enflasyonun baskı unsuru olmaması da düşük faiz politikasını

Grafik 2



Kaynak: Bloomberg

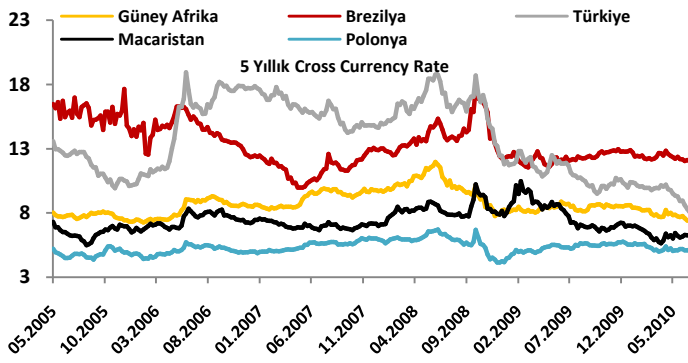
Grafik 3



Kaynak: Bloomberg

ABD tarafında bu gelişmeler yaşanırken, piyasalarda risk algılamasının önemli bir göstergesi olarak kabul edilen VIX Endeksi, 2008 yılının Mayıs ayında gördüğü en yüksek seviyelerden gerilese de hala 2010 yılı başında gördüğü seviyelerin üzerinde seyretmektedir. Gelişmekte olan ülke CDS'lerinin ise Mayıs ayında gördükleri seviyelerin altına gerilediği dikkat çekmektedir. Yani tahvil getirilerinin düşmesi, risk algılamasının bozulması ve Euro Bölgesi'nde hala devam eden borç krizi endişelerinin gelişmekte olan ülke CDS'lerini çok da olumsuz etkilemediği görülürken, Mayıs ayı ortalarından itibaren Latin Amerika ülkeleri ve Japonya hariç Asya ülkeleri CDS'leri gerilemeye devam etmektedir. Avrupa, Ortadoğu ve Afrika ülkelerinde de durum pek farklı değildir. Macaristan ve Romanya gibi Balkan ülkelerinin CDS'leri ise politik istikrarsızlığa bağlı olarak artış kaydederken, Türkiye'de enflasyonist baskıların ve risk priminin azalmasına bağlı olarak CDS'lerde gerilemeye neden olmaktadır.

**Grafik 4**

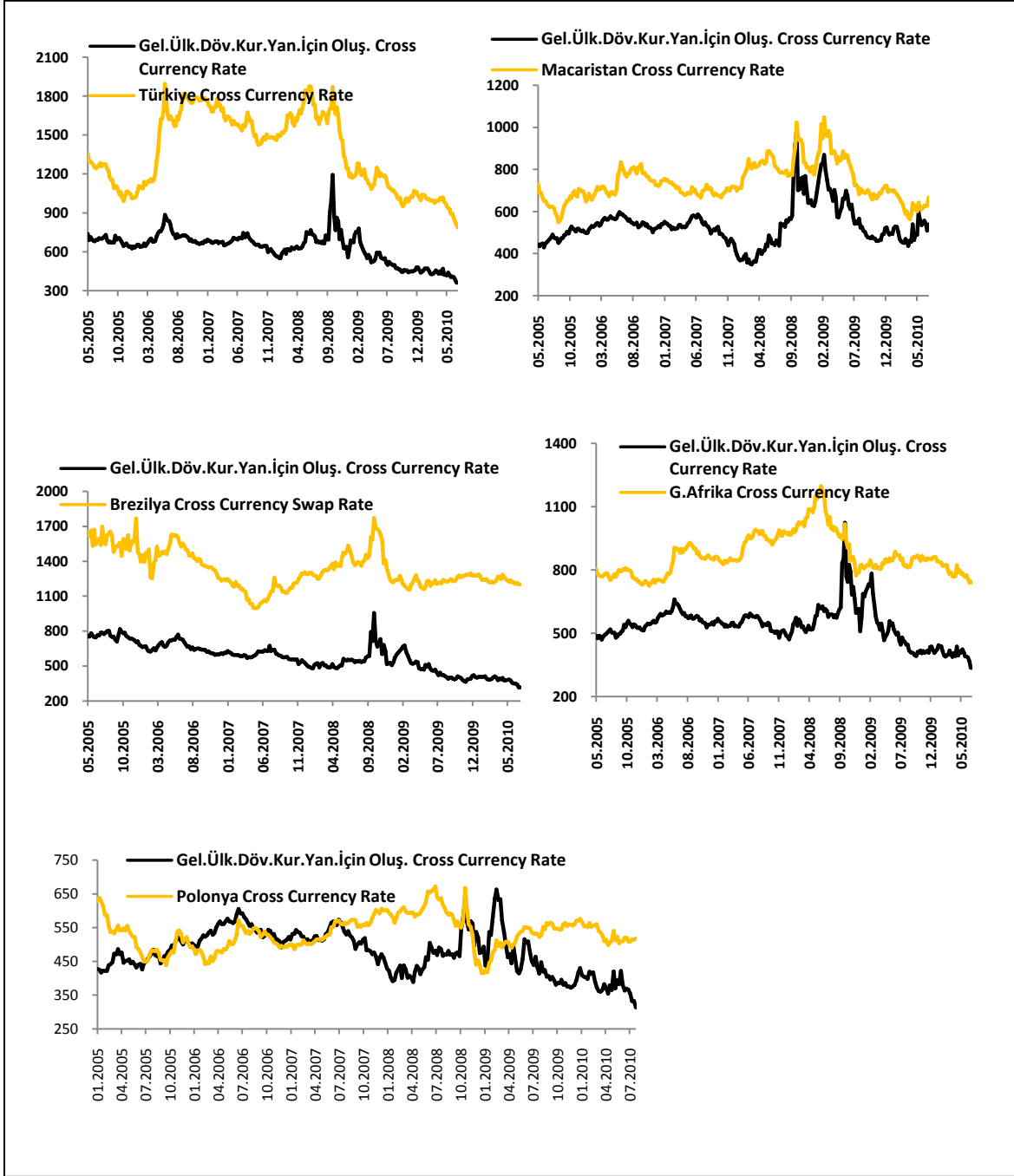


Kaynak: Bloomberg

Yukarıda bahsettiğimiz global piyasaların görünümü altında bu çalışmada daha çok gelişmekte olan ülkelerde yerel para cinsinden cross currency swap fiyatlandırmalarının nasıl bir seyir izlediği anlatılacaktır. Grafik 4'de görüldüğü üzere, Mayıs sonundan itibaren Türkiye'nin yerel 5 yıllık swap oranı %9.55'ten %7.9'a düşerken, düşüş yaşayan diğer ülkeler grafikte de görüldüğü gibi Brezilya ve Güney Afrika olmuştur. Diğer yandan, Polonya ve Macaristan gibi kendine özgü çeşitli riskleri barındıran gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde ise yerel swap oranlarının arttığı görülmektedir.

Bu yerel swap oranlarındaki farklılaşma ile ülke para birimleri arasındaki ilişkiyi incelemek ve 5 yıllık yerel para cinsinden cross currency swap oranlarının tarihi olarak ucuz mu yoksa pahalı mı olup olmadığının anlaşılabilmesi için bir hard currency oran yaratılarak, bu oran ile swaplar arasındaki farkın gelişimi incelenmelidir. Hard currency oranı için ABD 5 yıllık swap oranı ile söz konusu GOÜ'lerin aynı vadedeki CDS oranları toplanabilir. Örnek vermek gerekirse, Türkiye'ye ilişkin bir hard currency oranı hesaplamak için 5 yıllık ABD swap oranı olan 1.78 (30 Temmuz 2010 günü itibarıyla) ile Türkiye'nin 166 olan rakamı toplanarak 344 baz puanına ulaşılabilir. Bu oran ile Türkiye'nin 5 yıllık yerel cross currency oranı olan 7.85 (785 baz puan) arasındaki farkın 441 baz puan olduğu görülürken, aradaki bu fark tarihi olarak incelendiğinde yerel para cinsinden cross currency swap oranlarının ucuz mu yoksa pahalı mı olduğu saptanabilir. Aşağıdaki grafiklerde sırasıyla Türkiye, Macaristan, Brezilya, G. Afrika ve Polonya için aynı işlemler yapılmış ve tarihi olarak aradaki farklar gözlenmiştir.

Tablo 1



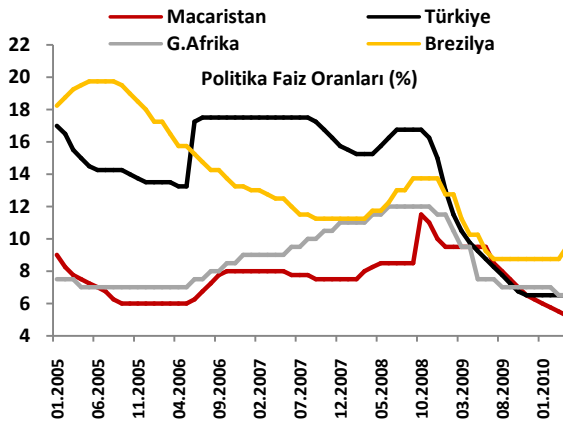
Mayıs ayının sonlarından itibaren hem ABD getirilerindeki gerileme hem de CDS spreadlerinde yaşanan daralma ile birlikte, hard cross currency swap oranlarının gerilemesine karşın, Macaristan ve Polonya gibi kendine özgü politik ve makro ekonomik bazda çeşitli riskleri barındıran GOÜ'lerle arasındaki spreadin genişlemesi dikkat çekerken, bu spreadin Türkiye, G.Afrika ve Brezilya'da gerilediği görülmektedir. Bu spreadin daralması o ülke para biriminin değer kazandığı (over value) anlamına gelirken, Türkiye'de bu oranın tarihinin en düşük seviyelerine gerilediği dikkati çekmektedir. Bu analizden de TL'nin tarihinin en değerli zamanlarını yaşadığını söylemek mümkün olurken, Brezilya ve G. Afrika'da yaşanan daralmanın ise fazla olmadığı ve bu ülkelerin para birimlerinin geçmiş dönemlerde çok daha değerli olduğu zamanlarını yaşadığı görülmektedir.

## Gelişmekte Olan Ülkelere Karşı olan Risk Algılaması Değişiyor mu?

Piyasalarda Euro Bölgesi'nde yaşanan borç krizine yönelik endişelerin yerini ABD ekonomisinin yavaş toparlanmasına yönelik endişelere bırakmasıyla doların başta euro ve yen olmak üzere global para birimleri karşısında gerilediği, buna karşılık, gelişmekte olan ülke para birimlerinin değer kazandığı ve CDS'lerinin gerilediği dikkat çekmektedir. Bu çalışmada global ekonomik toparlanmaya yönelik endişelerin arttığı bir ortamda gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamasının değişmesinin arkasında yatan nedenler incelenmiştir.

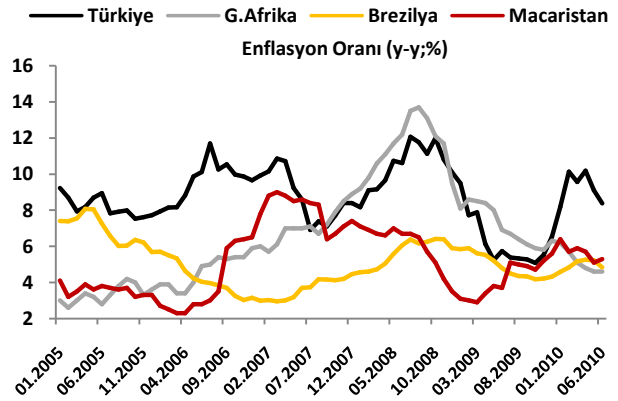
Son dönemde ABD'de açıklanan verilerin ekonominin büyümesi ve iç talebin gelişimi konusunda beklentilerin altında kalmasına karşın ılımlı toparlanmaya işaret ederek piyasalarda çift dip endişelerini azaltmasına ek olarak Euro Bölgesi'nde açıklanan nispeten olumlu veriler ve stres testleri sonuçlarıyla global piyasalardaki risk iştahının artmasına bağlı olarak gelişmekte olan piyasaların yeniden gözde piyasalar olmaya başladığı görülmektedir. 2008 yılında yaşanan kriz ardından gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) hızlı bir toparlanma sürecine girerek gevşek para politikasından çıkmaya başlarken, ABD, Japonya ya da İngiltere gibi büyük ekonomilerin gevşek para politikasından kolay kolay çıkamayacaklarının sinyalini vermektedir. Bu nedenle G3 ülkelerinde 2011 başına kadar faiz artırımının gerçekleşmesi zor gözükmekte olup, bu durum halihazırda faiz artırımına başlayan GOÜ'leri yatırımcılar açısından daha cazip hale getirmektedir. GOÜ tahvillerine gelen talepte talepte gelişmiş ülkelerden gelen son verilerin GOÜ'lerde de enflasyon baskılarını azaltarak faiz artırımını ötelemesi etkili olmuştur.

**Grafik 1**



Kaynak: Bloomberg

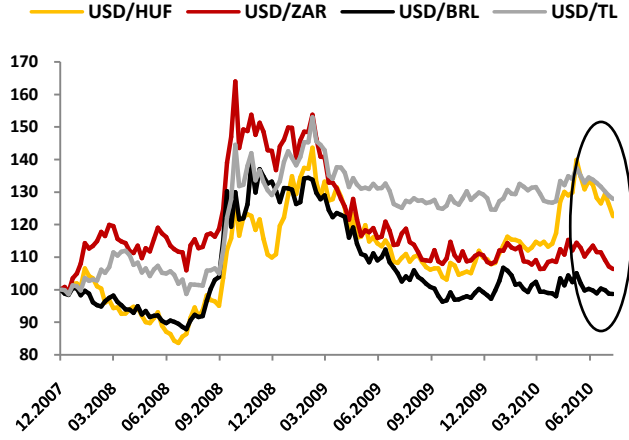
**Grafik 2**



Kaynak: Bloomberg

Ülkelerin yerel faiz oranlarını belirleyen en önemli faktörlerin enflasyon oranları ve ülkelerin para birimlerinin değeri olduğu göz önüne alındığında, GOÜ'lerin borçlanma kağıtlarına gelen alımlar GOÜ'lerin para birimlerinin değer kazanmasına neden olurken, değer kazanan para birimleri de enflasyon üzerindeki baskıları azalmaktadır. Bu ise merkez bankalarının hedefledikleri enflasyona yakınsamalarına yardımcı olurken, merkez bankalarının kredibilitelerini de arttırarak GOÜ'ler daha güvenilir bir alan olarak yatırımcıların ilgisini çekmektedir.

**Grafik 3**



USD/Yerel para birimi olarak hesaplanan kriz öncesi dönemi yansıması açısından 2007 yıl sonu 100'e endekslenerek bulunan endeksin, 2008 yılında yaşanan kriz sırasında dolarda yaşanan sert kayıplara karşın gelişmekte olan ülke para birimlerinde daha sınırlı değer kaybı görülmesine bağlı olarak gerilediği, 2009 yılında dalgalı bir seyir izledikten sonra, 2010 yılı başından Mayıs ayına kadar dolardaki toparlanmaya bağlı olarak yükseldiği izlenmektedir. Mayıs ayında global piyasalarda Euro Bölgesi borç krizi kaynaklı yaşanan dalgalanma sırasında risk iştahının azalması ve doların değer kazanmasının etkisiyle yükselen

endeks, Haziran ayından sonra Euro Bölgesi'ne yönelik endişelerin yerini ABD toparlanmasına yönelik endişelere bırakması ve doların değer kaybetmesinin ardından yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin etkisiyle gerilemeye başlamıştır.

Öte yandan G3 ülkelerinde büyümede beklenen riskler, son dönemde GOÜ'lere olan talebin de yavaşlamasına neden olurken, bu durum GOÜ'lere finansal koşullarını daha da gevşetme imkanı sağlayabilecektir. Ancak bu noktada iki temel risk ortaya çıkmaktadır:

- Bunlardan ilki, finansal koşulların daha da gevşemesi durumunda, artan ekonomik aktivitenin enflasyonu yükseltmesi olasılığı olarak karşımıza çıkarken, böyle bir durumda, yükselen fiyatların o ülkenin para birimini aşındırması yoluyla reel döviz kurunun değerlenmesi üzerinde baskı oluşturabilecektir.
- İkinci risk ise, yavaşlayan global büyümenin, riskten kaçınma (risk aversion) eğilimine neden olarak, gelişmekte olan ülkeler yerine G3 ülkelerinin güçlenmesini sağlaması olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durum GOÜ para birimlerinin zayıflamasına neden olabileceği gibi, enflasyon baskısına yol açarak, GOÜ merkez bankaları üzerinde sıkı para politikası uygulaması yönünde baskı yaratabilecektir.

Tüm bu risklerin dışında, zaten halihazırda Brezilya, Şili, Hindistan, Tayvan gibi bir çok GOÜ'lerin merkez bankaları G3 ülkelerinin büyüme üzerindeki risklerine rağmen para politikalarında sıkılaştırmaya gitmeyi tercih etmektedir. Güçlü bir döviz kuru ülkelerdeki enflasyon baskılarını hafifleterek GOÜ'lerin agresif bir şekilde finansal sıkılaştırmaya gitme olasılıklarını düşürürken, GOÜ'lerin güçlü para birimlerine ek olarak zayıf EUR ve USD global dengesizliklerin azaltılması ve sağlıklı global büyüme için de istenilen bir durum olmaktadır.

Krizin ardından gelişmekte olan ülkelerin risk görünümünde yapısal bir değişimin yaşandığı dikkati çekerken, bu durumun kalıcı olup olmayacağı sorusu son dönemde öne çıkan önemli tartışmalardan biri olmuştur. Bu durumu incelemek için ülke riskinin göstergesi olarak kabul edilen CDS'lerle para birimleri ve yerel faiz oranları arasındaki ilişki incelenmiştir.

**Tablo 1**

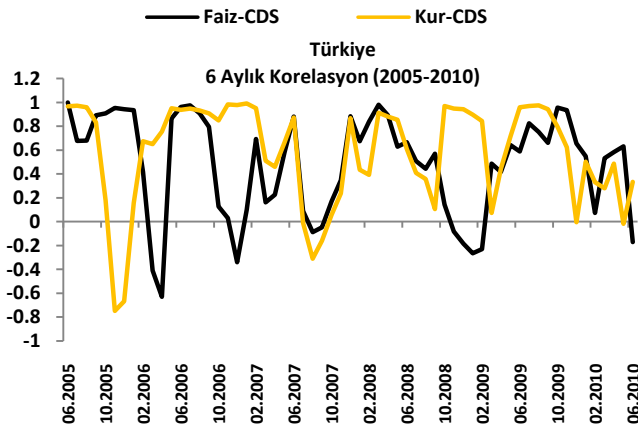
6 Aylık Korelasyon (2005-2010)	Faiz Oranı-CDS		Döviz Kuru-CDS		Faiz Oranı-Döviz Kuru	
	Ort.	Şimdi	Ort.	Şimdi	Ort.	Şimdi
<b>Türkiye</b>	<b>0.48</b>	<b>-0.17</b>	0.58	0.33	0.22	-0.09
<b>Macaristan</b>	<b>0.61</b>	<b>0.31</b>	0.49	0.77	0.45	0.06
<b>Brezilya</b>	<b>0.39</b>	<b>-0.23</b>	0.66	0.89	0.15	0.08
<b>G.Afrika</b>	<b>0.22</b>	<b>0.16</b>	0.57	0.85	0.14	0.59

Normal dönemlerde CDS ile faiz oranları ve döviz kurları arasındaki korelasyonun pozitif ve güçlü olması beklenirken, son dönemde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan CDS-faiz oranları arasındaki korelasyonun koptuğu ve negatif'e döndüğü dikkati çekmektedir. Yaşanan bu gelişme, son dönemde GOÜ'lerde bir yapısal dönüşüm mü yaşanıyor, yoksa GOÜ'lerin risk görünümünde bir değişim mi meydana geliyor tartışmalarını gündeme getirmektedir.

GOÜ'lerde, özellikle de risk primi yüksek olarak kabul edilen ülkelerde (Türkiye, Macaristan, G.Afrika, Brezilya gibi), CDS ile para birimleri ve faiz oranları arasında güçlü pozitif bir ilişki varken, bu ilişki Çin, Şili gibi güçlü rezerv oranına sahip ülkelerde çok daha zayıf olmaktadır. Ülke risk priminin yükselmesi CDS oranlarını yükseltirken, buradaki yükseliş riskten kaçınma yoluyla o ülkenin para birimlerinde ve faiz oranlarında yükselişlere neden olmaktadır. Bu yüksek pozitif ilişki kriz sırasında kopmuş, CDS ve faiz oranları arasındaki ilişki de negatife dönmüştür. Bu durum GOÜ'lerin krizin ardından hızlı faiz indirimlerine gitmeleri sonucunda ortaya çıkarken, GOÜ'ler fon çıkışlarına rağmen faiz indirim politikasına devam etmeyi tercih etmişlerdir. Önceleri faiz kararının tek belirleyicisi fon akımları olurken, kriz sırasında GOÜ'lerin politika davranışları değişmiştir.

CDS'ler ile yerel varlıklar (para birimi,faiz oranları) arasındaki ilişkiyi sadece makro dinamikler ile açıklayabilmek yetersiz olurken, yatırımcıların o piyasalarla ilgili olarak risk algılamaları da yerel varlıklar ile CDS'ler arasındaki ilişkiyi belirleyebilmektedir. Makro dinamiklerin iyileştiği bir ülke olan Brezilya ve Endonezya bu durumun en tipik örneğini oluştururken, makro dinamiklerinin iyileştiği bu gibi ülkelerde minimum düzeyde olması beklenen yerel varlıkları ile CDS'ler arasındaki ilişkinin hala yüksek seviyelerde olması da dikkati çekmektedir.

**Grafik 4**



GOÜ'lerden Türkiye'nin yerel faiz oranı ve CDS'leri arasındaki ilişki 2005-2010 yılları arasında incelendiğinde, 6 aylık korelasyonun ortalamasının yaklaşık %50 civarında olduğu ve çoğunlukla %80'nin üzerinde seyrettiği görülürken, kriz süresince TCMB'nin hızlı faiz indirimleri sonucunda bu iki değişken arasındaki ilişki kopmuş ve negatif olmuştur. Ortalama %60 seviyelerinde olan CDS-USD/TL

arasındaki korelasyon ise %30 seviyelerine gerilerken, ikisi arasındaki pozitif ilişkinin devam ettiği görülmektedir.

Bu durumun sebepleri olarak;

- GOÜ'lerin krize beklenmedik politika tepkileriyle hızlı ve koordineli olarak hızlı faiz indirimleriyle tepki vermesi,
- G10 ülke merkez bankalarının sıra dışı parasal gevşeme politikaları uygulaması,
- GOÜ'lere olan fon akımlarını stabilize etmek için G10 ülke merkez bankaları-IMF ve GOÜ merkez bankaları ile swap line'lar oluşturulması ve esnek kredi koşulları sağlanması ve
- Hızlı faiz indirimleri süresince global emtia fiyatlarında yaşanan sert gerilemenin enflasyon üzerindeki baskıyı hafifletmesi

olarak sıralanabilirken, CDS ile yerel faiz oranları arasındaki ilişki kopmuştur. Ancak bu kopmanın ve negatif ilişkinin GOÜ'lerde yaşanan bir yapısal dönüşümden kaynaklandığını söylemek zor olacaktır. Bunu söyleyebilmek için GOÜ ekonomilerinin iyileşme dönemlerindeki politika davranışlarını görmek gerekmektedir. Bu dönemde ülkelerin finansal istikrarı ve politika kredibilitelerini sarsmadan bu süreci atlattığına atlatamayacağını beklemek çok daha sağlıklı yorumlar yapabilmek açısından önem kazanmaktadır. GOÜ'lerin çok daha istikrarlı olduğundan ya da GOÜ'lerin risk görünümünün değiştiğinden bahsedebilmek ancak CDS'lerle faiz oranları arasındaki ilişkinin uzun vadede sifıra yakınsaması durumunda mümkün olabilecektir.

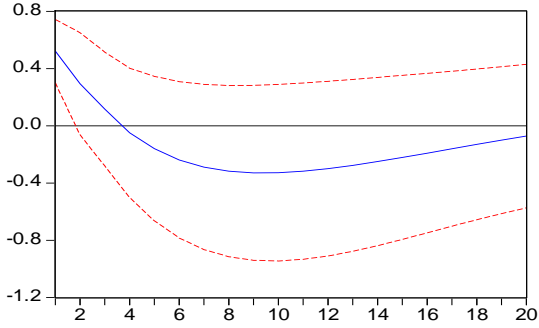
Son dönemde yine gündeme gelen GOÜ'lere yönelik bu ayrışma teorisi en son 2007 ve 2008 yıllarında piyasalarda konuşulmaya başlanmıştı. 2007 yılında ABD'nin en büyük yatırım bankalarından Bear Stearns'ün subprime mortgage hedge fonlarından yüksek zararları karşılayabilmek için yüksek miktarda borçlanması piyasalarda paniğin başlangıcı olmuş, Mart 2008'de JP Morgan'ın Bear Stearns'ü almasının ardından ise piyasalarda geçici bir iyimserlik yaşanmıştı. Olumlu havanın etkisiyle VIX endeksi gerilerken, yeniden artan risk iştahına bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere olan ilginin canlanması, ayrışma teorisini gündeme getirmişti. Ancak Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın batışıyla beraber ABD'de başlayan krizin kısa sürede tüm dünyayı etkileyen global krize dönüşmesinin ardından ayrışma teorisine yönelik beklentiler gerçekleşemedi. VIX endeksi tarihi en yüksek seviyelere çıkarken, gelişmekte olan ülke CDS'leri de rekor seviyelere yükseldi. Son dönemde ABD ve Euro Bölgesi'nde yaşanan olumsuz gelişmelere karşın gelişmekte olan ülkelerin güçlü pozisyonlarını korumaları ve krizin etkilerini daha çabuk atlatmaları yeniden ayrışma teorisini gündeme getirirse de, dünyanın en büyük ekonomisi olan ABD'de yeniden bir resesyon yaşanması durumunda bunun olumsuz etkilerinin gelişmekte olan ülkeler de dahil olmak üzere tüm ülkelerde hissedilmesi kaçınılmaz olacaktır. Buna ek olarak şimdilik borç krizi çözümlenmiş gibi gözükse de, ilerleyen dönemde Euro Bölgesi ekonomilerinde yeni borç krizlerinin yaşanması global ekonomiye yönelik bir diğer tehdit olarak görülürken, ayrışma teorisinin kalıcı olup olmayacağı görüşünün sorgulanmasına neden olmaktadır.

### ***Etki-Tepki Analizi:***

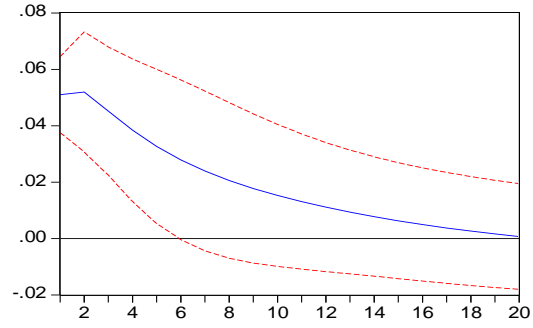
Yukarıda korelasyonu incelenen Türkiye, Macaristan, Brezilya ve Güney Afrika için 5 yıllık yerel cross currency swap faiz oranları, CDS ve döviz kurları endojen birer değişken olarak kullanılmakta ve VAR model çerçevesinde dinamik bir modelle incelenmektedir. 2005-2010 arası aylık olarak alınan veri seti ile yapılan bu incelemenin sonucunda etki tepki analizlerine ait grafikler aşağıda görülmektedir. Verilen bir birimlik CDS şokuna karşı faiz oranları ve döviz kuru tepkileri ülkeler bazında incelendiğinde aynı dönemler için yapılan korelasyon sonuçlarını destekleyici sonuçlar elde edilmektedir. Türkiye için faiz oranları tepkisinin dördüncü periyottan sonra negatife dönmesi son dönemlerde CDS ve faiz oranları arasındaki ilişkinin kopmasının bir göstergesidir. Aynı şekilde Brezilya'da onuncu periyottan sonra verilen tepkinin negatife dönmesi CDS ve faiz oranları arasındaki ilişkinin

negatife döndüğünün bir göstergesidir. Ülkelerin döviz kurlarının CDS'lerdeki bir birim şoka tepkilerinin pozitif olduğu görülürken, en çok tepkiyi ise Macaristan döviz kurunun verdiği görülmektedir.

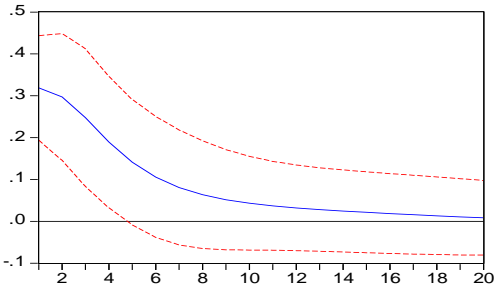
**Grafik 5: Türkiye Faiz Oranlarının CDS'teki şoka tepkisi**



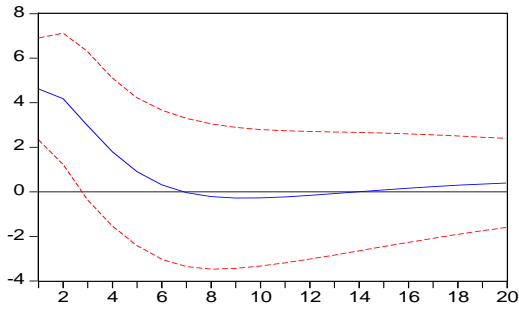
**Grafik6 : Türkiye Döviz Kurunun CDS'teki şoka tepkisi**



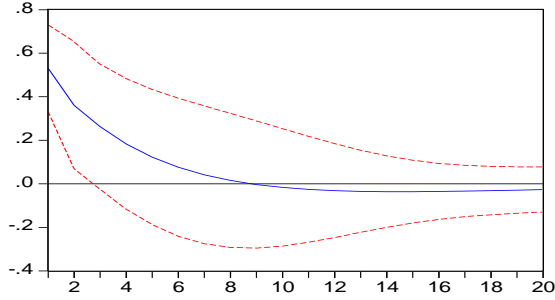
**Grafik 7: Macaristan Faiz Oranlarının CDS'teki şoka tepkisi**



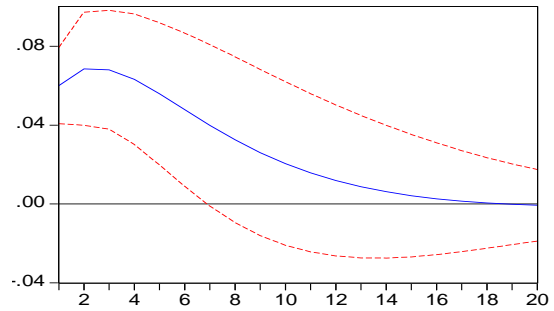
**Grafik 8: Macaristan Döviz Kurunun CDS'teki şoka tepkisi**



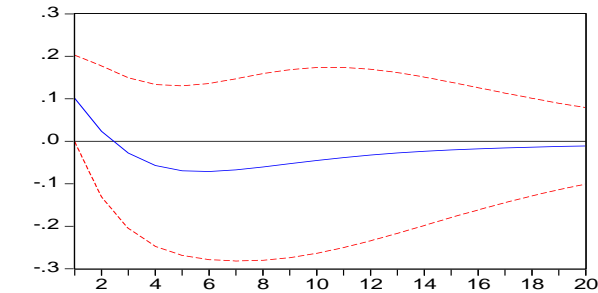
**Grafik 9: Brezilya Faiz Oranlarının CDS'teki şoka tepkisi**



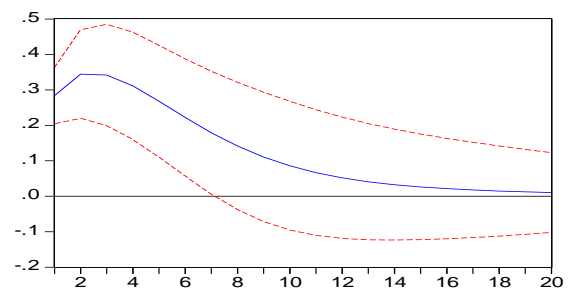
**Grafik 10: Brezilya Döviz Kurunun CDS'teki şoka etkisi**



**Grafik 11: Güney Afrika Faiz Oranlarının CDS'teki şoka tepkisi**



**Grafik 12: Güney Afrika Döviz Kurunun CDS'teki şoka**



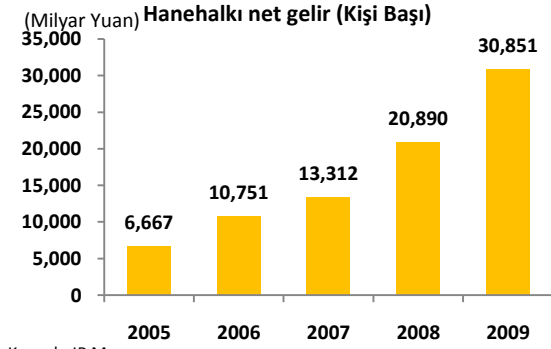
tepkisi

## Yeni Balon Çin Olabilir mi?

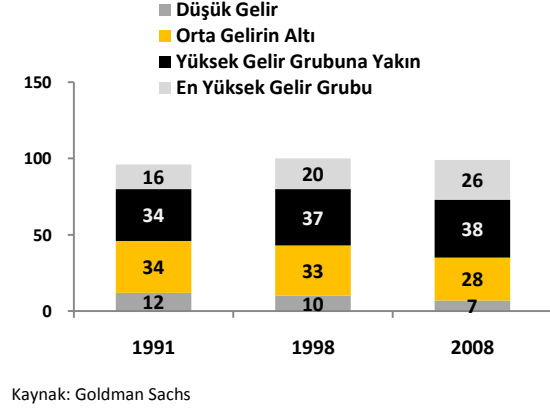
Çin’de son dönemde konut fiyatlarının ani yükselişi konut sektörüne ilişkin yeni bir varlık balonu tartışmalarını gündeme getirirken, Çin hükümeti aldığı önlemlerle bu balonu engellemeye çalışmaktadır. Bu çalışmada, Çin’deki konut piyasasının dinamikleri incelenmiş, konut sektöründeki gelişmelerin ekonomiye etkileri ele alınmıştır.

### Çin’de Konut Yatırımları Neden Hızla Yükseliyor?

Grafik 1

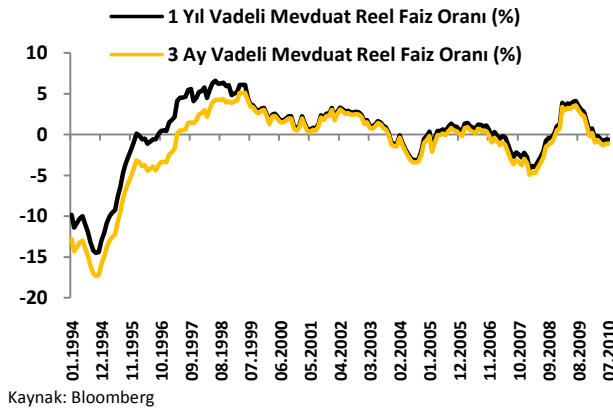


Grafik 2



Çin’de konut sektörü özellikle 1988 yılında yapılan toprak reformunun ardından son 20 yılda hızlı bir gelişme göstermiş ve bugün Asya ülkeleri içinde Japonya’dan sonra konut kredisinde en büyük ikinci ülke konumuna gelmiştir. Yapılan reformla kamu destekli konut modelinden piyasa modeline geçilmiş ve bu tarihe kadar hükümet kuruluşları ve kamu iktisadi teşekkülleri tarafından kontrol edilen konut sektörü, 1988 yılında başlayan reformlar sonucunda yüksek iskontolu fiyatlarla içlerinde oturan kiracılara satılmıştır. Özellikle son 10 yıl içinde hane halkı gelir düzeyinin belirgin bir şekilde artması ve çok az yatırım enstrümanı alternatifinin olması nedeniyle hanehalkının tasarrufunu konut alımına yönlendirmesi bu hızlı yükselişin temel nedenini oluşturmuştur. Bu dönemde toplumun en yüksek gelir grubunun toplam gelir grubu içindeki payı %16’lardan %26 seviyelerine yükselmiştir.

Grafik 3

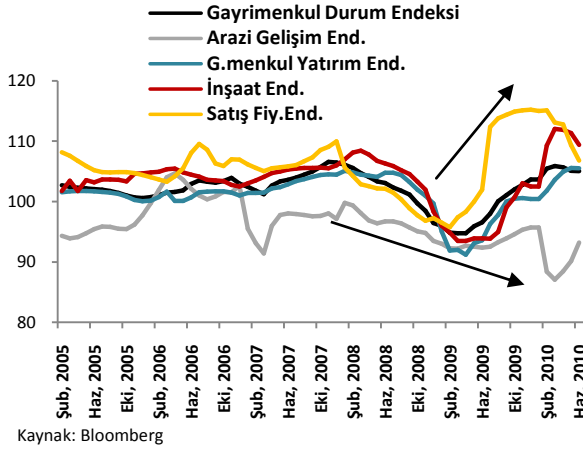


Çin gibi gelişmekte olan ülkelerde servet oluşturmanın en önemli yollarından biri gayrimenkul sektörüne yapılan yatırımlar olurken, sıkı sermaye kontrollerinin olduğu ve kendi ülke vatandaşlarının dışarıya sermaye aktarmasına izin verilmediği Çin’de düşük hatta negatif seviyelerde olan reel mevduat faiz oranları da gayrimenkul yatırımlarının artmasını sağlamaktadır. Böyle bir yatırım çerçevesi o ülkede konut alımını desteklerken, bu durum varlık piyasasında spekülasyonların oluşmasını tetikleyebilecek bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. 1998 yılında işverenler tarafından çalışanların gelirlerinin konut alımı için tasarruf edilebilmesini

sağlayan Housing Provident Funds'ın (HPF) kurulmasından sonra konuta yapılan yatırımlar daha da artırılmıştır. Fonun çalışma sistemi şu şekildedir: Çalışan, isteğe bağlı olan bu fona üye olduktan sonra her ay maaşının %5'i tutarındaki miktar kamu bankasında açılan bir hesapta bu fona aktarılır ve çalışan emekli olsa hatta ölse dahi fondan bu parayı çekemez, fondaki bu para ancak konut alımı için kullanılabilir.

## Çin'de Konut Sektörünün İçinde Bulunduğu Durum ve Mortgage Piyasası

Grafik 4

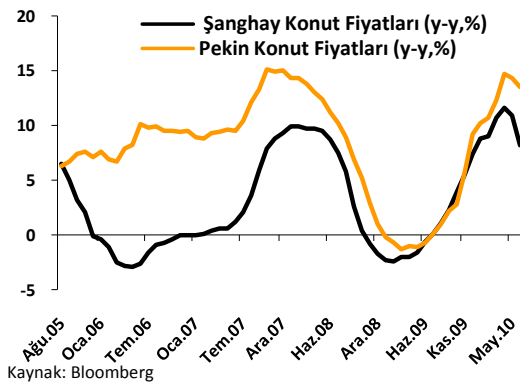


Gayrimenkul piyasasındaki aktiviteyi gösteren satış fiyatları, arazi geliştirme, inşaat ve yatırım endekslerinden oluşan "Gayrimenkul Piyasa Endeksi" (RECI) incelendiğinde, Çin'de gayrimenkul piyasasındaki durum açıkça görülmektedir. Endekslerde 2007 yılının sonlarında başlayan global krizin etkisiyle 2008 yılının başından itibaren yaşanan gerileme dikkati çekerken, gayrimenkul piyasasının 2009 yılının ortalarından itibaren yeniden düzelmeye başladığı görülmektedir. Konut satışları artarken arazi gelişim endeksinde (imar-iskan izni alınmış arazi endeksi) yaşanan düşüş ise konut fiyatlarındaki artışın en temel sebebinin oluşturmaktadır. 2009 yılı ortalarından itibaren konut fiyatlarında yaşanan sert

yükselişin ardından hükümetin gayrimenkul piyasasında oluşabilecek olası bir balonun önüne geçebilmek ve ekonomideki aşırı ısınmayı engelleyebilmek için aldığı önlemler sonucu 2010 yılının ikinci çeyreğinden itibaren gayrimenkul piyasasında yeniden bir gerileme yaşanırken, en sert gerilemenin satış fiyatları endeksi ile inşaat endeksinde yaşandığı dikkati çekmektedir.

2010 yılının ilk çeyreğinde %60 civarında yükselen konut fiyatları Çin hükümetinin 2010 yılının ortalarına doğru sıkı düzenlemeler getirmesine neden olurken, yapılan bu düzenlemeler sonucunda 2010 yılının ikinci çeyreğinde sektörde belirgin bir yavaşlama sağlanmıştır.

Grafik 5

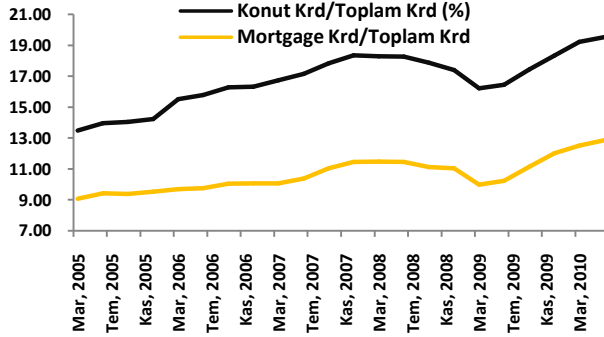


Yandaki grafikte Çin hükümetinin aldığı önlemlerin ardından konut alım satımlarında yaşanan duraklama ve konut fiyatlarında ilk çeyreğe göre kaydedilen düşüş dikkati çekmektedir. Çin'in büyük şehirlerinden olan Pekin ve Şanghai'daki konut fiyatlarında özellikle Şubat ayından sonra yılın ilk çeyreğinde görülen sert yükseliş, sektörde bir balon oluştuğu ve bu balonun patlamasıyla Çin'in büyümesinin 10 yıl içerisinde sert bir şekilde düşebileceği tartışmalarını gündeme getirirken, diğer taraftan alınan önlemlerin bir sonucu olarak Temmuz ayında konut fiyatlarında yaşanan sert düşüşler bankacılık sektörüne

yönelik endişelerin de artmasına neden olmuştur. Her ne kadar Çin hükümeti düşüşün beklentiler dahilinde olduğunu belirtse de, takipteki kredilerin artabileceği endişesiyle daha önce %30 fiyat düşüşü baz alınarak yapılan banka stres testlerinin %65-%70 fiyat düşüşü baz alınarak yenilenmesine karar verilmiştir. **Çin Bankacılık Düzenleme Kurumu**, stres testleri kapsamında gayrimenkul ile ilişkili her türlü sektöre

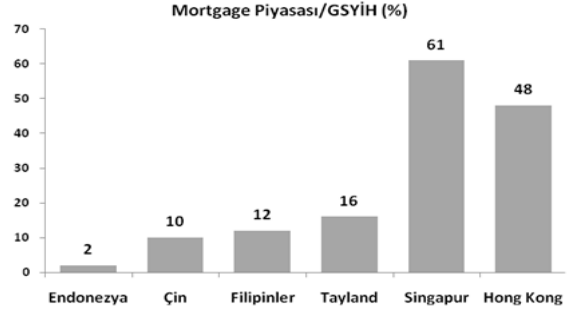
sağlanan krediler için de test uygulamayı amaçlamaktadır. Ayrıca, talebi kıstak için Pekin, Şanghai, Şenzen ve Hangzhou'da faaliyet gösteren bankalardan, üçüncü evini almak isteyenlerin yaptıkları kredi başvurularının geri çevirmeleri de istenmiştir.

**Grafik 6**



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 7**

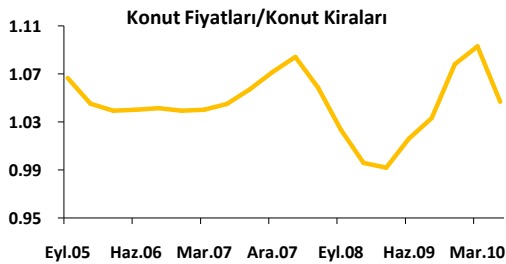


Kaynak: Bloomberg

Son günlerde Çin'de yaşanan gayrimenkul krizinin ABD'deki mortgage krizi ile karşılaştırıldığı dikkat çekmektedir. Çin konut piyasasında mortgage kredilerinin yapısı ve seyri incelendiğinde mortgage piyasasının diğer Asya ülkelerine göre çok daha sığ olduğu ve mortgage kredilerinin henüz ABD'de olduğu gibi tehlikeli bir boyuta ulaşmadığı görülmektedir. Mortgage piyasasının GSYİH'ya oranının en yüksek Singapur ve Hong Kong'da olduğu görülürken, en düşük oran %2 ile Endonezya'dadır. Çin'de ise bu oran %10 ile oldukça düşük bir seviyededir. Çin'in mortgage piyasasının görece küçük olması aslında yüksek bir büyüme potansiyeline işaret ederken, 2010 yılında bu rasyonun %20'ye yükselmesi durumunda mortgage piyasasının 700 milyar dolar civarında bir büyüklüğe ulaşması beklenmektedir. Konut ve mortgage kredilerinin toplam krediler içindeki payları incelendiğinde ise, Aralık 2009'da konut kredilerinin toplam kredilere oranı %18.3, mortgage kredilerinin oranı ise %12 seviyesindeyken, alınan önlemlere rağmen Haziran 2010'da bu oranlar sırasıyla %19.5 ve %12.8 seviyelerine yükselmiştir.

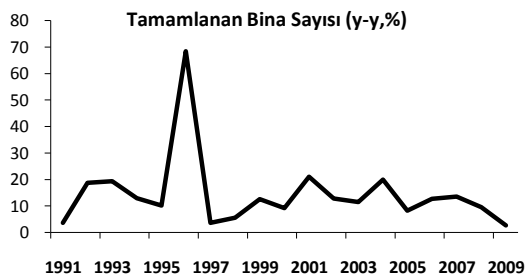
Çin ve Amerika'nın iç dinamiklerinin farklı olduğu bilinirken, bu farklılık mortgage sektöründe de gözlenmektedir. Örneğin, Çin'de Mortgage sektöründe genel ağırlığa kamu bankaları sahipken, bu sektör Çin Merkez Bankası tarafından da sıkı bir denetime tabidir. Ayrıca Çin'de konut alıcılarının konutun değerinin %20-30 oranındaki kısmını mortgage kredisi almadan önce nakit olarak hazırlaması gerekirken, bu oran ABD'de %0-%20 arasında değişmektedir. Tüm bu farklılıklar ise Çin'de yaşanabilecek olası bir mortgage krizinin ABD'den çok daha farklı bir yapıda olabileceğini gösterirken, Çin'in güçlü bir rezerv oranına sahip olması da ülke riski açısından Çin'in elini güçlendirmektedir. Bu değerlendirmeler paralelinde Çin'de olası bir konut fiyatlarındaki %30'luk düşüş ve faizlerdeki olası bir 10 baz puanlık artışın, bankalardaki batık mortgage oranını %2,2 artıracığını gösterirken, son günlerde bahsedilen yeni stres testi sonuçlarının ise daha ağır bir tabloya işaret edebileceği ihtimalinden bahsedilmektedir.

**Grafik 8**



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 9**

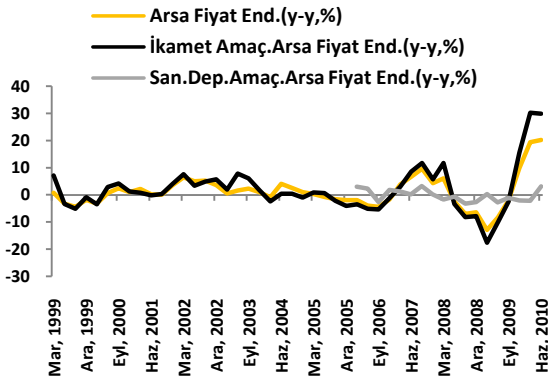


Kaynak: Bloomberg

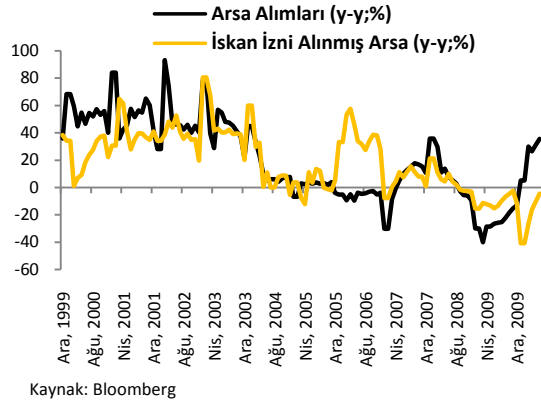
Grafik 8’de NDRC gayrimenkul fiyat/kira endeksi oranı ile Grafik 9’da konut arzını gösteren tamamlanan bina sayısının bir önceki yıla göre yıllık yüzde değişimi gösterilmektedir. Konut arzının son yıllarda görülen artış oranındaki yavaşlama dikkat çekerken, konut fiyatları/kira oranının ise fiyatların en yüksek değerine ulaştığı Nisan ayından sonra ikinci çeyrek başından itibaren düştüğü görülmektedir. Bu düşüşte artan emlak vergileri, kredi sıkılaştırmaları gibi hükümet önlemleri ile düşen gayrimenkul fiyatları ve hanehalkının konut almak yerine kiraya yönelmesi ile kiralardaki artış etkili olmaktadır.

### Konut Sektörüne arsalarda yaşanan gelişmeler bazında değinecek olursak;

**Grafik 10**



**Grafik 11**



Özellikle yılın ikinci çeyreğinden itibaren hükümet tarafından alınan önlemlerin konut ve kira fiyatlarına olan etkilerinin çok daha çabuk görülmesine karşın arsa fiyatlarına olan etkisinin daha yavaş olduğu görülürken, imar-iskan izni alınmış arsaların son 10 yılın en düşük seviyelerine gerilemesi, arsa fiyatlarındaki katılığın sebebini de açıklamaktadır. İmar-iskan izni alınmış arsaların zayıf seyri ise yukarıda da bahsettiğimiz gibi konut fiyatlarındaki sert düşüşün önüne geçebilecek bir durum olarak öne çıkmaktadır.

### Sonuç:

Genel bir değerlendirme yapıldığında, Çin hükümetinin kriz sırasında uyguladığı teşviklerle konut alımını desteklemesi sonucunda 2010 başında konut sektöründe görülen hızlı artışlar ekonomiye yönelik önemli bir risk unsuru olarak görülürken, banka bilançolarında batık kredi miktarının artmasıyla birlikte alınan katı önlemlerin ardından konut alım-satımlarında yaşanan duraklama ve konut fiyatlarında ilk çeyreğe göre yaşanan düşüş, ekonomiye dair yeni bir risk unsuru olarak görülmeye başlanmıştır. Düşüşle beraber konut sektöründe son yıllarda oluşan balonun patlaması durumunda ne olacağı sorusu gündeme gelmiştir. Olası düşüşün olumlu ve olumsuz taraflarını incelersek; fiyatların %15 ile %30 arasında düşmesi durumunda bunun bankacılık sektörünü çok da fazla etkilemesi beklenmezken, hanehalkı ve kreditorlerin çok düşük oranda kaldıraç kullanması bu durumun temel sebebini oluşturmaktadır. Buna ek olarak ev alınırken ev bedelinin %20-30’unun peşin olarak ödenmesinin kişileri evi bırakmak yerine ev bedelini ödemeye yönlendireceği ve bu durumun batık kredi miktarının çok fazla yükselmesini engelleyebileceği düşünülmektedir. Mortgage kredilerinin toplam krediler içindeki payının %12.8 olması da, batık kredilerde artış olsa bile ABD’deki mortgage krizi gibi bir kriz yaşanmayacağını göstermektedir. Buna ek olarak konut fiyatlarında %15-%20 arasında yaşanacak olası düşüş, fiyatları 2010 yılı başındaki seviyelere çekecek ve uzun vadede konut alım-satımlarının yeniden hızlanmasına yol açarak ekonomik büyümeye olumlu katkı sağlayabilecektir. Farklı bir açıdan bakıldığında ise, Çin imalat sanayi satın alma yöneticisi endeksinin (PMI) Temmuz ayında 52 seviyesinden 51.2 seviyesine gerilemesi konut sektöründe yaşanan yavaşlamanın imalat sektörünü de etkilediğine işaret etmektedir. Bu çerçevede hükümetin

emlak piyasasında oluşabilecek balon tehlikesini önlemek için attığı adımların konut fiyatlarının %60 gerilemesi ve konut sektörünün beklentilerin üzerinde yavaşlamaya yol açması durumunda, güçlü özel tüketim, devam eden altyapı yatırımları ve yeni konut inşaat projeleriyle desteklenen ekonomik büyümenin olumsuz etkilenmesi kaçınılmaz olacaktır. Ancak, konut fiyatlarında şu aşamada büyümeye sekte vurabilecek düzeyde bir gerileme henüz beklenmemektedir.

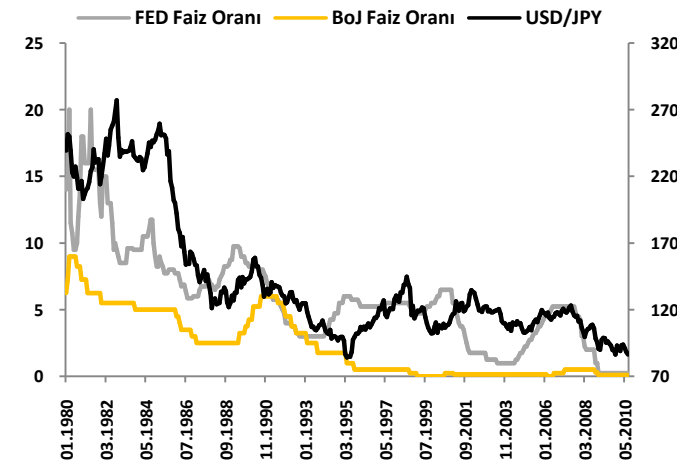
### Güçlenen Japon Yeni'ne Müdahale Edilecek mi?

*Son dönemde sert hareketler yapan USD/JPY paritesinde yaşanan gelişmeler ile yenin değer kazanması, ekonomisi ihracata dayalı olan Japonya'yı ekonomik ve finansal açıdan olumsuz yönde etkilemektedir. Bu çalışmada yenin değer kazanmasının arkasında yatan nedenler ile ABD ve Japonya faiz oranlarının sıfıra yakın olmasına rağmen paritedeki hareketi neyin belirlediği incelenecek ve bu değerlenmenin olası sonuçları üzerinde durulacaktır.*

Son dönemde ABD'de açıklanan verilerin ekonomideki toparlanmanın hız kestiği yönünde daha net işaretler vermesi, FED'in faiz oranlarını sabit tutarken mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet ve tahvil alımını arttıracığını açıklaması, doların diğer para birimleri karşısındaki değer kaybını hızlandırırken, bu durum gelişmekte olan ülkeleri ve ekonomisi ihracata dayalı Japonya'yı olumsuz etkilemektedir. Japonya'nın düşük faiz oranlarını fırsat olarak gören yatırımcılar yeniden "carry trade"<sup>12</sup> işlemlerine yönelse de, Japon yeni'ndeki güçlenmeler carry trade'den olan kazancı sınırlamaktadır. Buna rağmen Japonya'da faiz oranlarının çok düşük olması ve Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) faiz artışı yönünde bir adım atmaması, carry trade işlemlerinde artışa yol açmaktadır. Ancak, 2007 yılının Temmuz aylarında başlayan global krizin etkisiyle azalan risk iştahı yatırımcıların önceden açtıkları carry trade pozisyonlarını kapatmasına neden olurken, bu tarihten itibaren JPY'nin de değerlenmesine destek vermiştir. Söz konusu dönemde FED'in Amerikan ekonomisini resesyondan kurtarma amaçlı izlediği faiz indirimi politikası ABD dolarını carry trade işlemlerinde JPY dışında yeni fonlayıcı para birimi konumuna getirmiştir. Ancak carry trade işleminin en riskli tarafı kur belirsizliği olduğu için, dolar değer kaybederken yenin değer kazanması yatırımcıların parasını kaybetme riskiyle karşı karşıya bırakmıştır.

### ABD ve Japonya Faiz Oranları ile USD/JPY Paritesi Arasındaki İlişki

Grafik 1



Kaynak: Bloomberg

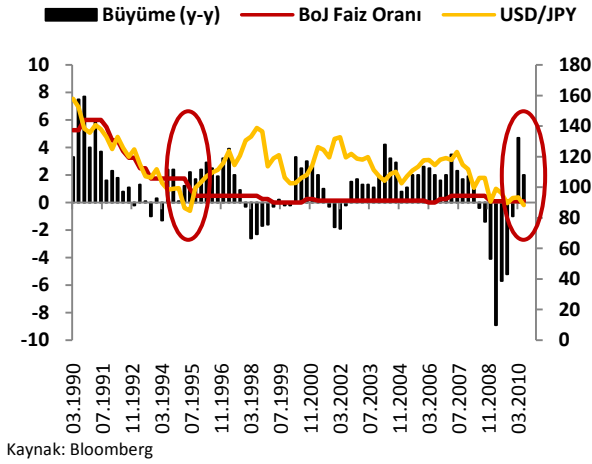
Yandaki grafikte ABD ve Japonya'daki faiz oranları ile USD/JPY arasındaki ilişki incelenmiştir. Japonya'nın 1980'lerde başlayan ve 1995'lerde USD/JPY'nin 300'lerden 80'lere kadar gerilemesiyle sonuçlanan bir dönem baz alınarak bir değerlendirme yapıldığında, söz konusu dönemde G7 ülkeleri birlikte hareket ederek döviz piyasalarına müdahalede bulunmuşlar ve Japonya'nın para birimini değerlendirmesi hususunda baskı yapmışlardır. Bu durum JPY'nin USD karşısında sert bir şekilde değer kazanmasıyla sonuçlanırken, Japonya'nın şu an içinde bulunduğu deflasyonun da bir

nedeni olarak gösterilmektedir. Bu dönemin ardından yeniden değerlendirilerek, 1998 yılının ortalarında 150 seviyelerine çıkan USD/JPY paritesi Japonya'nın faiz oranlarını düşürmesiyle 100 seviyelerine kadar gerilemiştir.

<sup>12</sup> Carry trade, yatırımcıların ucuz maliyetle borçlandıkları kaynağı, daha yüksek getiri sağlayan hisse senetleri ve başka ülkelerin para birimleri gibi farklı piyasa enstrümanlarında değerlendirmesidir.

Bu tarihten itibaren 100-120 bandında işlem gören USD/JPY paritesindeki yükselişte, ABD ve Japonya arasındaki faiz farkının artması etkili olmuştur. 2008 yılında ABD’de ortaya çıkan mortgage krizi ile ABD Merkez Bankası’nın 2008 yılının Ekim ayından itibaren faiz indirimlerine başlamasıyla, iki ülke arasında faiz farkı daralmaya başlamıştır. Bu durum, paritede aşağı yönlü hareketlere yol açarken, piyasalarda risk algılamasının artması nedeniyle kriz öncesi dönemde açılan JPY pozisyonları kapatılmaya başlanmış ve parite 2008 yılının Aralık ayı itibariyle 87 seviyelerine kadar gerilemiştir. 2008 yılının sonundan itibaren ABD’de faiz oranının %0 – 0.25 seviyelerine kadar gerilemesi ile ABD ve Japonya arasındaki faiz marjı iyice daralmış ve bu tarihten itibaren Japon Yeni carry trade para birimi olma özelliğini yitirmeye başlamıştır. 2008 yılı sonunda 90 seviyelerinden işlem gören parite, Nisan ayında 100 seviyelerine kadar yükselmiş, ancak sonraki aylarda yeniden gerilemiştir. 2010 yılının başından itibaren ise aşağı yönlü hareketini sürdüren parite, 10 Ağustos’ta yapılan FED toplantısı sonrasında yapılan açıklamada FED’in gösterge faiz oranlarını değiştirmeyerek %0 ile %0.25 arasında sabit bıraktığını ve faiz oranlarının uzun süre bu oranlarda kalacağını açıklaması, buna ek olarak vadesi gelen “ev kredilerine dayalı menkul kıymetlerin” (VDMK) yerine uzun vadeli devlet tahvilleri alımına başlanacağı söyleminin FED’in gevşek para politikasına devam edeceğinin sinyallerini vermesiyle son 15 yılın en düşük seviyesi olan 84.73 seviyelerine gerilemiştir.

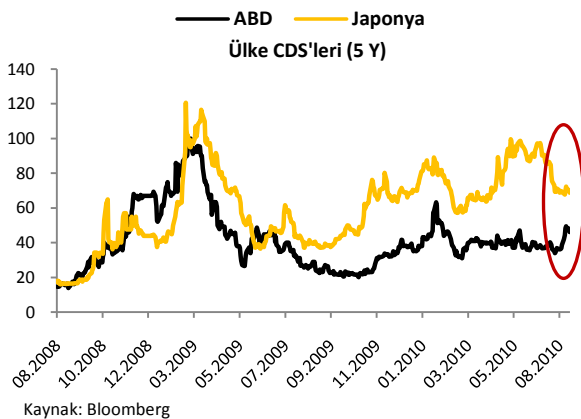
**Grafik 2**



USD/JPY’nin en son Kasım 2009’da ve ondan önce de Temmuz 1995’te gördüğü 84.73 seviyelerine yaklaşarak değerlenmesi ihracata dayalı büyüme modeli benimseyen Japonya ekonomisini olumsuz etkilemekte ve BoJ’un 2004 yılından sonra yeniden kur müdahalesi yapabileceği söylentilerini de gündeme getirmektedir. Yandaki grafikte, 2010 yılının ikinci çeyreğinde Japonya ekonomisinin büyümesinde yaşanan düşüş dikkat çekmektedir. Ancak BoJ’un 2007 yılından itibaren JPY’deki değerlenmeye karşın en son kur müdahalesini 2004’te yaptığı düşünüldüğünde, yeni bir müdahale için çok da fazla istekli olmadığı görülmektedir. Japonya 2004 yılında yendeki aşırı

değerlenmeyi önleyebilmek için yaptığı müdahale ile 15 ay boyunca piyasaya 408 milyar dolar değerinde yen satmıştı. Son dönemde Yen’deki aşırı değerlenme finansal piyasalarda da etkisini hissettirirken, son ayda Japon endekslerindeki görülen değer kaybı bu endişeleri yansıtmaktadır. Ayrıca USD/JPY paritesindeki aşırı düşüşün deflasyon baskısı oluşturduğu da dikkate alınması gereken bir husus olurken, özellikle Japonya gibi deflasyona giren, faizlerin sıfır civarında olduğu ülkelerin karşılaşabildiği bir durum olan likidite tuzağı, Japonya Merkez Bankası’nın genişletici para politikasına devam etmesi durumunda para arzındaki artışın faizler üzerinde, dolayısıyla yatırımlar ve toplam talep üzerinde etkili olamaması durumunu ortaya çıkarabilir. Böyle bir durumda ise, para politikası etkinliğini kaybedebilir.

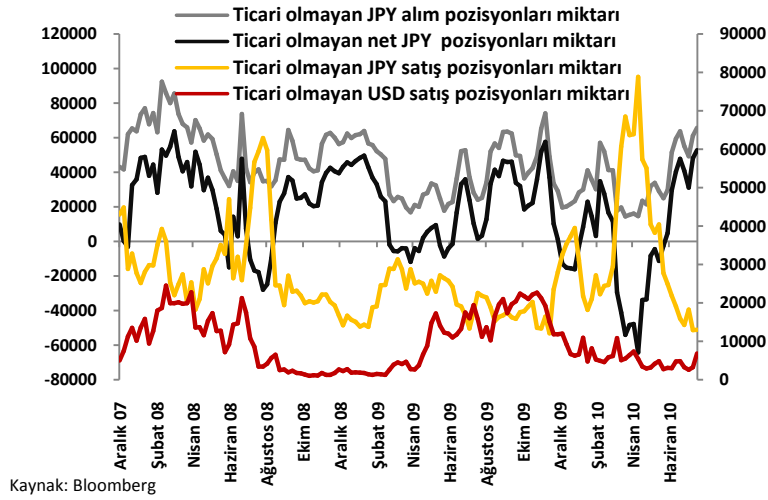
**Grafik 3**



Son dönemde dolarda yaşanan değer kaybına bağlı olarak yatırımcıların dolar cinsi düşük getirili enstrümanlardan daha yüksek getirili ya da daha güvenli gördükleri diğer para cinsinden enstrümanlara yönelmeye başladığı dikkat çekmektedir. Amerikan Merkez Bankası’nın faizlerin daha uzun bir süre düşük tutacağını sinyallerini vermekle kalmayıp, gevşek para politikasını sürdüreceğinin sinyallerini de vermesi

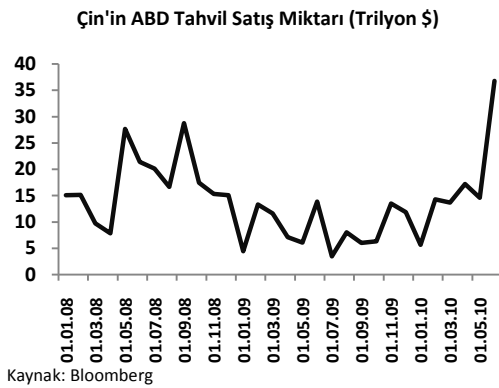
bu durumun en önemli nedeni olurken, böylece tarihinde ilk defa Amerika'nın Japonya'dan bile daha gevşek para politikası izleyebileceği olasılığı ortaya çıkmıştır. Önümüzdeki dönemde Amerikan tahvil getirileri ile Japon tahvil getirileri arasındaki farkın daralmaya devam edeceği beklentileri yatırımcıların dolardan kaçmasına ve yen ile diğer para birimlerine yönelmesine yol açmaktadır. Yandaki grafikte, son dönemde risk algılamalarının artmasıyla ABD'nin CDS'lerinde yaşanan yükselişin Japonya'nın CDS'lerine nazaran çok daha sert olduğu görülürken, **yenin aşırı değerlenmesinin nedenleri olarak global piyasalarda oluşan "çift (double) dip" korkuları sonucu dolara olan talebin azalması ve ABD'deki sıfır faiz politikasının devam edeceği beklentileri gösterilebilir.**

**Grafik 4**



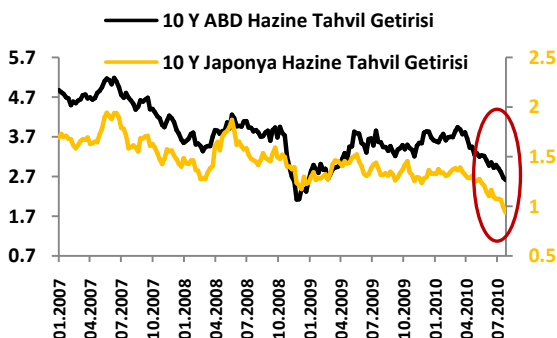
Piyasalarda dolara olan talebin azaldığını gösteren bir diğer veri Şikago Vadeli İşlemler Borsası'nın yan kuruluşu olan Uluslararası Para Piyasası'nda ticari olmayan dolar alım pozisyonları miktarıdır. Yandaki grafikte de görüldüğü üzere, son bir kaç aydır dolar alım pozisyonları miktarı azalırken dolar satım pozisyonları miktarı artmaktadır. Buna karşılık yen satış pozisyonları miktarı azalması yen alım pozisyonları miktarının artması hedge amaçlı büyük yatırım fonlarının yen olan talebinin arttığını açıkça göstermektedir.

**Grafik 5**



Dünyanın en büyük döviz rezervlerine sahip olan Çin, ABD'nin ekonomik toparlanmasına yönelik endişelerin artmasına bağlı olarak ABD tahvillerine yatırımlarını azaltırken, Japonya ve Güney Kore hazine tahvillerine yöneldiği görülmektedir. Euro Bölgesi'nde borç krizine yönelik kaygıların yeniden gündeme gelmesi Çin'in euro alımlarını da sınırlamaktadır. Dolar ve euronun geleceğine yönelik kaygılar Çin'in Japon Yen'ine güvenli liman alımlarının artmasına neden olmuştur. Özellikle Mayıs ayından itibaren Çin'in Japon tahvili alımları tarihi rekor seviyelere yükselmiştir. Çin'in elindeki ABD Hazine tahvili miktarı yılın ilk yarısında %6 düşüşle 843.7 milyar dolar seviyesine gerilerken, Japonya'dan net 5.3 milyar dolarlık (456.4 JPY) tahvil alımı gerçekleştirmiştir.

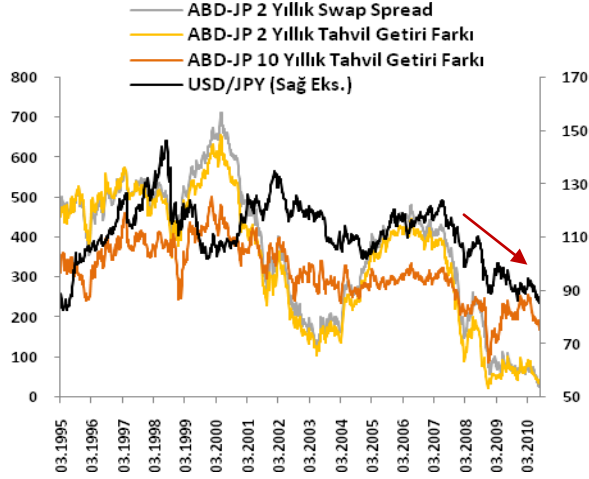
**Grafik 6**



ABD Hazine tahvillerine nazaran çok daha düşük getirilerine rağmen Japon tahvil alımlarının artması, borçluluk oranı çok daha yüksek olan Japonya ekonomisine duyulan güveni yansıtmaktadır. Düşük getirilere karşın Japon tahvillerine gelen alımlar

yatırımcıların JPY'nin değerlenme sürecinin devam edeceği beklentilerini de desteklerken, bu noktada yatırımcılar düşük hazine tahvil getirilerini değerlenen JPY ile kompanse etmek istemektedirler.

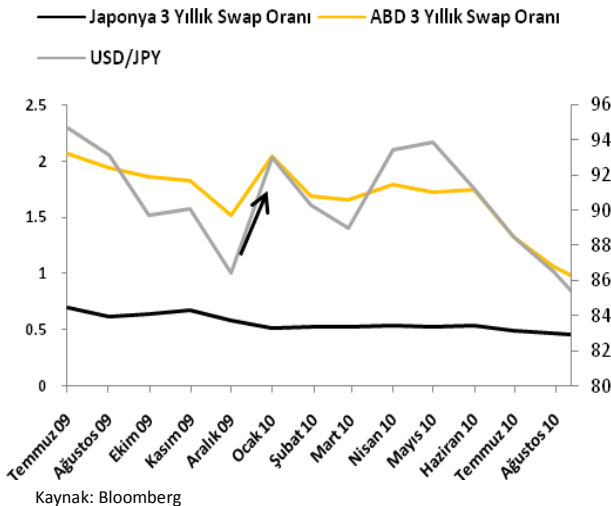
**Grafik 7**



Yukarıda belirttiğimiz üzere, zayıf beklentilere rağmen son dönemde ABD'de açıklanan verilerin beklentileri karşılayamaması Fed'in uyguladığı politikasını daha da gevseteceğine dair spekülasyonları arttırırken, bu durum etkisini en çok ABD Hazine tahvil getirilerinde ve USD/JPY paritesinde hissettirmektedir. BoJ'un şu anki politika duruşu ile Fed'in ekonomideki kırılmalıklara vurgu yaparak atıfta bulunduğu gevşek politika söylemlerinin USD/JPY paritesi üzerindeki negatif etkileri devam ederken, JPY'de sert bir değerlenme olmadığı müddetçe Fed'in politika duruşunu değiştirmeden önce BoJ'un politikasını daha fazla gevsetmesi şu aşamada pek beklenmemektedir.

Piyasa katılımcıları **Fed'in politika duruşunu daha da gevşetmesini beklerken, USD/JPY paritesindeki aşağı yönlü baskılar daha ziyade yatırımcıların ABD faiz oranına ilişkin beklentilerinden kaynaklanmaktadır.** Aynı zamanda Çin'de son dönemde açıklanan verilerin de zayıf bir görünüm sergilemesi global ekonomik toparlanmaya ilişkin endişeleri arttırırken riskten kaçınma eğilimi de JPY'nin değerlenmesine destek vermektedir. USD/JPY paritesi üzerinde belirleyici olan bir diğer unsur ise ABD-Japonya swap oranları arasındaki farktır. Grafikte de görüldüğü gibi Japonya- ABD 2 yıllık swap oranları farkının ve aynı şekilde getiri oranları farkının gerilemesi parite üzerinde aşağı yönlü hareketlere neden olmaktadır.

**Grafik 8**



Grafik 6'da **ABD-Japonya swap oranları arasındaki farkta ABD getirilerinin Japon getirilerine göre daha etkili olduğu görülürken, özellikle son iki ayda USD/JPY paritesi ile ABD 3 yıllık swap oranının birlikte hareket ettiği görülmektedir.** Japonya Merkez Bankası Aralık 2009'da 86.40 düzeyine düşen USD/JPY için aldığı gevşek para politikası önlemleri ile Aralık sonunda kuru 93 düzeyine çekmeyi başarmıştır. Japonya Merkez Bankası en son Aralık 2009'da, düşük seviyelerdeki enflasyon ve güçlenen yen ile mücadele etmek amacıyla ilave genişletici politika uygulayacağını açıklamıştır. Bu uygulama çerçevesinde BoJ, kredi uygulamalarını genişleterek piyasaya Japon Yeni cinsinden likidite enjekte etmiştir (JPY10tr). Aylık bazda alınan hükümet tahvil miktarında değişme olmazken, alınan bu önlemlerle artan yen likiditesi JPY'nin değer kaybetmesine yardımcı olmuştur.

Genel bir değerlendirme yapılırsa, Japon Yen'inde yaşanan değerlenmenin Japonya'nın ekonomik görünümü açısından endişe yaratması ve mevcut politikalara devam edilmesi durumunda yendeki değerlenmenin süreceği

varsayımına dayanarak Japonya Merkez Bankası'nın para politikasının gevşetilmesi konusunda Amerikan Merkez Bankası'nı takip edeceği düşünülmektedir. İç ve dış dinamiklerin geçtiğimiz dört ay boyunca büyük değişiklikler göstermesine karşın BOJ'un, genişletici politika duruşunu Mart 2010'dan beri değiştirmeden sabit bıraktığı görülmektedir. Ancak BOJ'un da FED gibi genişletici para politikasına devam etmesi pek çok nedenden dolayı olası görünmektedir. **İlk neden, Avrupa ve ABD'de uygulanmaya devam edilen gevşek para politikalarının da etkisiyle yenin güçlenmesi olurken (iç ve dış politika faiz oranlarının birbirine yakın seyrinin devam etmesi), ikinci bir neden olarak, Yunanistan krizinden sonra ortaya çıkan global maliye politikasından kaçınma eğilimine paralel olarak zaten hali hazırda çok yüksek bir kamu borçluluk oranına sahip olan Japon hükümetinin daha az genişletici maliye politikası uygulama kararı alması gösterilebilir. Bir diğer neden olarak ise, Japonya'daki politik otorite tarafından BoJ üzerinde genişletici politika uygulamasına dair yapılan baskılar olarak gösterilebilir. Japon Yen'inde Mayıs ayında başlayan değerlenme sürecinin devam etmesi halinde, güçlü yenin, hem ithal girdileri ucuzlatmak yoluyla, hem de yerli üreticileri ucuzlayan ithalat karşısında daha fazla fiyat indirmeye zorlamak yoluyla deflasyonu körüklemesi daha önce de belirttiğimiz gibi likidite tuzakına yol açarak para politikası etkinliğinin kaybedilmesi ile sonuçlanabilecektir.** Tüm bu nedenlere bağlı olarak ise Japonya Merkez Bankasının 2009 yılı sonunda yapmış olduğu gibi varlık alımlarına gitmek gibi genişletici para politikası türünden önlemlere yönelmesi mümkün olabilecektir. Diğer taraftan piyasalarda yenin değerinin müdahale edilerek düşürebileceği yönünde görüşler bulunmaktadır. Ancak daha önce yenin değerini düşürmek için yapılan müdahalelerin kısa vadede başarılı olduğu ancak uzun vadede yukarı yönlü trendi değiştirmek için yeterli olmadığı görülmektedir. Yaşanan deneyimler BOJ'un piyasalara yen satmasının spekülatif yen aımlarını artırdığını göstermiştir. **Yenin değerlendirilmesinin arkasında yatan temel nedenin deflasyon olduğu düşünülürse, yüksek montanlı USD/JPY piyasasına dışarıdan müdahale yapılmasının etkileri oldukça sınırlı kalacaktır.** Müdahalenin ancak gevşek para politikalarının kararlı bir şekilde uygulanması durumunda başarılı olacağı düşünülmektedir. Tüm bu faktörlere bağlı olarak Japon politika otoriteleri ve BOJ'un sözlü müdahalelerde bulunmaya devam etmeleri beklenirken, en son 2004 yılında yapmış olduğu gibi piyasalara yen satarak gerçekleşen tarzda bir müdahalede bulunmaları pek beklenmemektedir. Yenin değerine müdahale edilmemesi ve Fed'in önümüzdeki aylarda gevşek para politikasına devam etmesi durumunda ise USDJPY'nin en son 2. dünya savaşı sonrasında görülen 79.75 seviyelerine kadar gerilemesi mümkün görünmektedir.