



## YURTIÇİNDE GEÇEN HAFTA

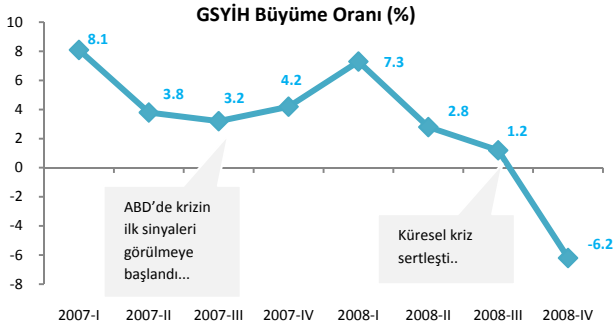
- ✔ **Mart ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %1.10 oranında arttı (beklentimiz: %1.05). Böylece yıllık bazda TÜFE'de artış %7.89'a yükselirken, 2007 Ekim ayından itibaren korunan düşüş trendi durdu. Mart ayı TÜFE enflasyonunda yaşanan artışta beklentilerimiz doğrultusunda gıda ile alkollü içecekler grubu fiyatları etkili oldu. Üretici Fiyat Endeksi'nde ise Mart ayında bir önceki aya göre %0.29 (beklentimiz:%1.35), bir önceki yılın aynı ayına göre %3.46 artış gerçekleşti. ÜFE'de yaşanan artışın beklentilerimiz altında kalmasında kur ve petrol fiyatlarında yaşanan artışların ÜFE üzerinde sınırlı bir etki yaratması rol oynadı.**
- ✔ **Türkiye'nin Gayri Safi Yurt İçi Hasılası (GSYİH), 2008 yılının 4. çeyreğinde %6 olan beklentimizin biraz üzerinde %6.2 küçüldü. 2008 yılının önceki üç çeyrek dönemi için büyüme verilerinin yukarı yönde revize edilmesiyle birlikte Türkiye ekonomisi 2008 yılının tümünde %1.1 büyüme kaydetmiş oldu. 4. çeyrekte GSYİH'deki %6.2'lik daralmada imalat sanayi, inşaat sektörü ve toptan ve perakende ticaret ile ulaştırma sektörlerindeki daralma etkili oldu. Tarım sektörü ile mali sektör ise büyümeye son çeyrekte olumlu katkıda bulunan sektörlerin başında yer aldı.**
- ✔ **Türkiye-IMF görüşmeleri yeniden başladı.Başbakan Recep Tayyip Erdoğan'ın, G20 toplantısı nedeniyle bulunduğu Londra'da IMF Başkanı Dominique Strauss Kahn ile görüşmesinde, ilkesel olarak doğrudan görüşmelere yeniden başlama konusunda anlaşmaya varıldı. Şubat ayında kesilen görüşmeler nedeniyle Ankara'dan ayrılan IMF heyeti önümüzdeki günlerde yeniden Türkiye'ye davet edilecek. IMF'nin Türkiye'ye 28 milyar dolar kredi sağlamasını öngören bir stand-by anlaşması üzerinde duruluyor.**
- ✔ **Dış ticaret açığı Şubat'ta 81 milyon dolar ile beklentilerin çok altında gerçekleşti. Şubat ayı dış ticaret verilerine göre ihracat, bir önceki yılın aynı ayına göre %24.9 azalarak 8.3 milyar dolara, ithalat ise %47.6'lık azalışla 8.4 milyar dolara geriledi. Bu verilerle, Şubat 2008'de 5 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılının aynı ayında %98.4 azalışla 81 milyon dolara geriledi.**
- ✔ **Net dış borç stoku 2008 sonunda \$150.8 milyar oldu. Hazine'nin açıkladığı 2008 sonu verilerine göre, net dış borç stoku 2008 sonunda 150.8 milyar dolar oldu, toplam dış borç stoku ise 2008 sonunda 276.8 milyar dolara ulaştı. Özel sektör borçlarının toplam dış borç stoku içindeki payı 185.1 milyar dolar ile %66.9 ve kamu kesimi borçlarının payı 78.2 milyar dolar ile %28.2 oldu.**
- ✔ **Merkez Bankası, 10 Mart 2009'da başladığı döviz satım ihalelerini, son günlerde küresel piyasalardaki olumlu gelişmelerin de etkisiyle döviz piyasasında derinliğe ilişkin kaygıların azaldığı gerekçesiyle 3 Nisan'dan başlayarak durdurmaya karar verdi.**

## YURTDIŞINDA GEÇEN HAFTA

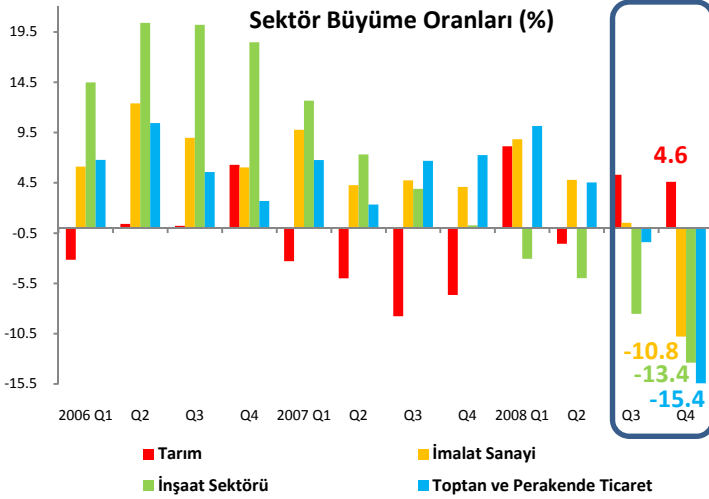
- ✔ **G – 20 liderler zirvesinde;**
  - IMF gibi çok uluslu kuruluşlara 1 trilyon dolar kaynak aktarılması,
  - Küresel ticareti desteklemek amacıyla, 250 milyar dolarlık bir mali finansman paketi oluşturulması,
  - "Vergi cennetleri" olarak bilinen ve dünyanın geri kalanı ile mali işbirliği içinde olmayan gizli bölgelere yaptırım uygulanması,
  - Mali piyasaların küresel düzeyde daha sıkı denetlenmesi,
  - Bankacıların ücretleri ve ikramiyelerinin daha yakından denetlenmesi,
  - Mali sistem için bir erken uyarı mekanizması oluşturulması, bu konuda sınır ötesi işbirliğini temin etme üzere IMF ile birlikte çalışacak bir Mali İstikrar Komitesi kurulması,
  - Hedge fonlar ve kredi derecelendirme kuruluşlarının daha yakından denetlenmesi,
  - Banka portföylerinin riskli varlıklardan arındırılmaları yolunda ortak bir anlayış benimsenmesi,
  - Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin birbirlerinin ekonomilerini etkileyecek devalüasyonlardan kaçınmaları,
- ✔ **konularında anlaşmaya varıldı.**
- ✔ **ABD Senatosu, 3.53 trilyon dolar büyüklüğündeki 2010 mali yılı bütçesine onay verdi. Obama yönetiminin 3.67 trilyon dolar olmasını öngördüğü bütçe yapılan değişikliklerle 3.55 trilyon dolar oldu.**
- ✔ **ABD'de bekleyen konut satışları endeksi, Mart ayında %2.1 ile beklentilerin üzerinde yükselirken, Case Shiller konut fiyatları endeksi, Ocak ayında bir önceki yılın aynı ayına göre ise %19 düştü. Case Shiller konut fiyatları endeksinin 2 ay geriden takip etmesi nedeniyle, konut piyasasına ilişkin olumlu açıklanabilecek verilerin fiyatlara yansımalarının daha ileriki dönemlerde görülebileceği düşünülüyor.**
- ✔ **ABD'de fabrika siparişleri Şubat ayında beklentilerin üzerinde %1.8 artış göstermesine karşın, ekonomik aktivite göstergelerinden olan Chicago PMI Endeksi Mart ayında 34.2'den 31.4'e gerileyerek 1980'den beri en düşük değerini aldı. ISM imalat endeksi de Mart ayında beklentilerin üzerinde 36.3 puan olarak açıklandı. ISM hizmetler endeksi ise Mart ayında 41.6'dan 40.8'e geriledi.**
- ✔ **ABD'de işsizlik maaşı almak için başvuruların sayısı 669 bin kişi ile Ekim 1982'den beri en yüksek seviyesine ulaştı. ABD'de Cuma günü açıklanan tarımdışı istihdam verisi ise 700-750 bin civarında azalacağı tahmin edilmesine karşın, 663 bin azaldı, işsizlik oranı beklentiler dahilinde %8.2'den %8.5'e yükseldi.**
- ✔ **ABD'de "piyasa fiyatına göre muhasebeleştirme" kuralı gevşetildi. ABD Muhasebe Standartları Kurulu'nun (FASB) aldığı karara göre, banka bilançolarındaki varlıklar düzenli bir satışta gerçekleşen işleme göre fiyatlanacak. Kurallar Nisan'da başlayan ikinci çeyrekte uygulanacak. Ancak, yeni kuralların mali açıklamalarda daha fazla şeffaflığa ihtiyacı olan yatırımcılara zarar verebileceği ileri sürülüyor.**
- ✔ **Obama yönetiminin oluşturduğu otomotiv çalışma komisyonu, General Motors ve Chrysler'in sunduğu yeniden yapılanma planlarını uygun bulmadı ve şirketlerin borçlarını iflas altında yeniden yapılandırmaya gidebilecekleri konusunda uyarıda bulundu.**

- ✔ Euro Bölgesi'nde enflasyon Mart ayında yıllık bazda Şubat ayındaki %1.2 seviyesinden %0.6'ya gerileyerek tüm zamanların en düşük değerine ulaştı.
- ✔ Avrupa Merkez Bankası (ECB) faiz oranlarını 50 baz puan olan beklentilerin altında indirerek %1.50'den %1.25'e düşürdü. Banka'nın Nisan ayında da faiz indirimine devam etmesi bekleniyor.
- ✔ Japon imalatçıların ekonomiye güvenini yansıtan Tankan endeksi, rekor seviyeye geriledi. Japonya Merkez Bankası tarafından yayınlanan endeks, Mart ayında, hazırlanmaya başlandığı 1974'den beri görülen en düşük seviye olan -58'e indi.
- ✔ Kredi derecelendirme kuruluşu Standard & Poor's (S&P), Macaristan'ın BBB olan yabancı ve yerel para cinsinden uzun vadeli kredi notunu BBB- olarak revize etti, kredi notu görünümünü ise negatif olarak belirledi. S&P ayrıca, Macaristan'ın 2009 yılında %6, 2010'da ise %1 daralacağı tahmininde bulundu. S&P, İrlanda'nın uzun vadeli kredi notunu ise AAA seviyesinden AA+'ya indirdi. S&P, indirimin İrlanda'nın kamu maliyesindeki bozulmadan kaynaklandığını söyledi ve bu durumun düzeltilmesinin yıllarca sürebileceğini bildirdi. İrlanda'nın görünümü ise negatif olarak belirlendi.
- ✔ IMF zor durumdaki Orta ve Doğu Avrupalı AB üyesi ülkelerinin, Euro Bölgesi'ne tam üye olmadan bile euroya geçmeleri gerektiğini düşünüyor. Financial Times gazetesinin haberine göre IMF, Euro Bölgesi'ne katılım şartlarının gevşetilmesini ve Avrupa Merkez Bankası'ndan üyelik vermeden bu ülkelerin Euro Bölgesi'ne katılmalarının sağlanmasını öneriyor.
- ✔ Dünya Bankası Başkanı Zoellick, 50 milyar dolar büyüklüğünde küresel ticaret likidite programına başlanacağını açıkladı Zoellick, dünya ticaret hacminin bu yıl %6 ile son 80 yılın en büyük daralmasını göstereceğini tahmin ettiklerini belirtti.
- ✔ OECD ülkelerinde, Japonya hariç, işsizlik oranının 2010 yılında %10 seviyesine yaklaşması bekleniyor.

**Büyüme üzerine...**



2002 yılından itibaren aralıksız büyüyen Türkiye ekonomisi 2008 yılının son çeyreğinde %6.2 oranında (bizim beklentimiz:-%6.0) küçüldü. Türkiye İstatistik Kurumu önceki üç çeyrek dönem için büyüme verilerini yukarı yönde revize ederken, 3. çeyrek büyüme oranı %0.5'ten %1.2'ye, 2. çeyrek rakamı %2.3'ten %2.8'e, 1. çeyrek verisi ise %6.7'den %7.3'e yükseldi. Bu verilerle birlikte Türkiye ekonomisi 2008 yılının tümünde %1.1 büyüme kaydetmiş oldu. Nominal rakamlarla 2008 yılında GSYİH 950.144 milyar TL olurken, kişi başına milli gelir ise 10.436 dolar olarak gerçekleşti.



Büyüme Üretim Bileşenleri	2007 IV Çey. (% yıllık değ)	2008 IV Çey. (% yıllık değ)	Büyüme Katkısı
Tarım	-6.7	4.6	0.37
Sanayi	4.1	-10.8	-2.55
İNŞAAT	0.3	-13.4	-0.88
Ticaret	7.3	-15.4	-2.07
Ulaştırma	8.3	-7.1	-1.05
GSYİH	4.2	-6.2	

Sektörler itibariyle reel GSYİH rakamları incelendiğinde, dördüncü çeyrekte yalnız tarım sektörünün büyüme üzerinde pozitif katkı yarattığı görülmektedir (0.37 puan). Vergi ve sübvansiyonların %9.8 daraldığı 4. çeyrekte, tarım sektörünün %4.6 büyümesi, geçen yılın aynı döneminde görülen %6.7 oranındaki küçülmenin ardından üretim artışlarını yansıtmaktadır. 2008 yılının ilk çeyreğinden itibaren azalan imalat sanayii üretimi ise, küresel krizin etkilerinin artan boyutlarda hissedilmeye başlandığı 4. çeyrekte beklentilerimiz doğrultusunda sert bir düşüş göstermiştir. 2002 yılından sonra ortalama %7.6 oranında büyüyen imalat sanayiinde yaşanan %10.8 oranındaki (-2.55 puan) sert düşüş dikkat çekmektedir. En büyük yavaşlama ise, küresel finansal krizin dış talebi daraltmasıyla, ticaret sektöründe gerçekleşmiştir (-2.07 puan). Ekonominin büyüme dönemlerinde lokomotif görevini gören inşaat sektöründeki %13.4'lük daralmanın ise büyüme üzerinde 0.88 puanlık negatif katkısı olduğu görülmektedir.

Büyüme Harcama Bileşenleri	2007 IV Çey. (% yıllık değ)	2008 IV Çey. (% yıllık değ)	Büyüme Katkısı
Tüketim	6.1	-4.6	-3.20
Devlet	2.7	6.1	0.70
Yatırım	8.5	-17.5	-4.73
İhracat	3.3	-8.2	-2.12
İthalat	15.5	-23.0	7.19
GSYH	4.2	-6.2	

Yaşanan düşüş harcamalar yöntemiyle incelendiğinde, toplam iç talepteki daralmanın büyümedeki sert düşüşte etkili olduğu görülmektedir (-7.93 puan). Detaylara baktığımızda, özel sektör iç talebinin hızla daraldığını, özel tüketim ve yatırımların sırasıyla %4.6 ve %23.5 oranlarında küçüldüğünü görüyoruz. Diğer taraftan kamu harcamalarının güçlü olduğu, kamu tüketimi %6.1 büyürken kamu yatırımlarının %15.9 arttığı dikkat çekmektedir. Mali gevşeme nedeniyle devlet harcamalarının pozitif katkısı yanında net ihracat, ihracat rakamlarının da düşmesine rağmen ithalatta yaşanan sert düşüş nedeniyle büyümeye 5.07 (= -2.12+7.19) puanlık katkı sağlamıştır. Ayrıca, Gayri Safi Sabit Sermaye oluşumunda 4. çeyrekte görülen %17.5'lik daralma (-4.73 puan), ekonominin sürdürülebilir büyüme potansiyelinin düşmesine neden olabilecektir.

ÜLKE	4. Çeyrek Büyüme Oranı (%)	2008 Yıllık Büyüme Oranı (%)	ÜLKE	4. Çeyrek Büyüme Oranı (%)	2008 Yıllık Büyüme Oranı (%)
1.Tayvan	-8.4	0.1	10.İsviçre	-0.1	1.7
2.TÜRKİYE	-6.2	1.1	11.Çek Cumh.	1	4
3.Japonya	-4.6	0.7	12.Güney Afrika	1	3.8
4.İtalya	-2.6	-0.1	13.Rusya	1.1	7
5.İngiltere	-1.9	1	14.Macaristan	2	1.9
6.Almanya	-1.7	1.8	15.Yunanistan	2.6	3.2
7.Fransa	-1	0.8	16.Brezilya	3.6	5.2
8.ABD	-0.8	1.6	17.Hindistan	5.3	7.9
9.İspanya	-0.7	1.4	18.Çin	6.8	9.7

2008 yılı 4. çeyrek büyüme oranları itibarıyla 36 ülke incelendiğinde, küresel piyasalarda yaşanan krizin şiddetini en fazla hisseden ikinci ülkenin Türkiye olduğu görülmektedir. Yıllık sıralamaya ise Türkiye %1.1 ile dünyada en kötü büyüme performansı gösteren altıncı ülke olmuştur. Söz konusu dönemde en çok küçülme yaşanan ülke Tayvan olurken, Çin'in büyüme performansındaki yavaşlamanın diğer ülkelerle karşılaştırıldığında sınırlı olduğu dikkat çekmektedir. Türkiye ekonomisinde yaşanan kötü performans için son dönemde alınan önlemler ümit verici olmakla birlikte, birinci çeyrekte ekonominin toparlanması için yeterli olmayabilecektir.

Zaman Dilimi	Ortalama Büyüme Oranı (%)	Standart Sapma (Volatilite)
1950 - 1953	11.4	1.5
1954 - 1961	3.8	3.5
1962 - 1976	6.1	2.8
1977 - 1980	0.5	1.3
1981 - 1987	5.8	2.0
1988	2.1	-
1989 - 1998	4.4	4.6
1999 - 2008	3.95	5.03

sermaye kaçışlarına neden olarak finansal piyasaları derinden etkileyen krizlere yol açmıştır. Bununla birlikte, kriz yıllarında IMF ile anlaşma sağlanmasının ardından dış finansman koşullarının düzelmesi, Türkiye ekonomisinin sonraki yıllarda hızlı bir büyüme süreci yaşamasını sağlamıştır. Bu durum, 1989 yılı sonrasındaki 10 yıllık zaman dilimlerinde ortalama büyüme oranlarının düşmesi, buna karşın büyümedeki dalgalanmanın (volatilite) artmasıyla sonuçlanmıştır.

Küresel piyasaları 1933 Büyük Buhranı ile karşılaştırılabilecek düzeyde etkileyen 2008 – 2009 küresel finansal krizi, toplam likidite olanaklarının azalmasıyla gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelik sermaye akımlarının zayıflamasına neden olmuştur. Türkiye ekonomisinin artan oranlarda dışa açık yapısı, küresel krizin dış talep yoluyla ekonomiyi olumsuz etkilemesine neden olmaktadır. Ekonominin dış finansman gereksiniminin azalması olumlu bir gelişme olmakla birlikte, bu durum ekonominin zayıflığını gösteren azalan dış ticaret hacmi ve daralan ekonomi pahasına elde edilmektedir. 2001 krizinden sonra uygulamaya konulan yapısal reformların özenle sürdürülmesi, ekonominin içsel kırılganlıklarının azalmasını sağlamıştır. Bu durum, finansal düzlemde Türkiye ekonomisinin diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerinden daha iyi performans sergilemesini sağlamaktadır. Önümüzdeki dönemlerde Türkiye ekonomisinin büyümesini etkileyecek unsurların temel olarak, ekonominin görece olarak daha iyi olan iç dengelerinin nasıl sürdüreceği ile küresel piyasalarda sermaye akımlarını etkileyen risk algılamalarının seyri tarafından belirleneceğini düşünmekteyiz.

Sonuç olarak; 2008'in son çeyreğinde büyümede görülen %6.2'lik sert düşüş süpriz bir rakam olarak değerlendirilmemelidir. Büyüme rakamlarından önce açıklanan pek çok öncül gösterge özellikle sanayi üretim endeksi büyümede bu büyüklükte bir daralmayı işaret etmekte idi. 2009 yılının ilk çeyreğinde ise sanayi üretim endeksinde yaşanan sert düşüşler nedeniyle büyümedeki kötü performansın devam etmesi mümkündür. Kamu harcamaları tarafından gelen desteğe rağmen, 2009'un ilk çeyreğinde GSYİH'nin -%10 oranında sert bir düşüş yaşaması söz konusu olabilir. Bu durumda geçmiş resesyonlardan farklı olarak Türkiye'nin iç dinamikleri yanında global piyasalarda yaşanan finansal krizin etkileri de incelendiğinde 2009'un son çeyreğine kadar büyüme oranlarının negatif seyretmesi mümkün görülmektedir. Bu durum Türkiye'nin GSYİH'sında yıllık bazda -%4.6 gibi sert bir düşüşe işaret etmektedir.

#### **EKONOMİK ARAŞTIRMALAR MÜDÜRLÜĞÜ**

**Seda MEYVECİ** [seda.meyveci@vakifbank.com.tr](mailto:seda.meyveci@vakifbank.com.tr) (0312) 455 84 85

**Tuncay SERDAROĞLU** [tuncay.serdaroglu@vakifbank.com.tr](mailto:tuncay.serdaroglu@vakifbank.com.tr) (0312) 455 84 84

**Mart ayında beklentilerin üzerinde gerçekleşen enflasyondaki artış geçici olabilir mi? Peki ya enflasyonun döviz kuru geçişkenliğindeki azalış devam eder mi?**

% Değişim (2003=100)	TÜFE Mart.09	ÜFE Mart.09
Bir önceki aya göre	1.10	0.29
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	1.05	1.70
Bir önceki yılın aynı ayına göre	7.89	3.46
On iki aylık ortalamalara göre	10.29	11.99

Kaynak:TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Mart ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %1.10 (beklentimiz: %1.05, piyasa beklentisi: %0.90) oranında arttı. Böylece yıllık bazda TÜFE'de artış %7.89'a yükselirken, 2007 Ekim ayından itibaren korunan düşüş trendi durdu. Aşağı yönlü trendin, beklentilerimiz doğrultusunda bozulmasına rağmen, önümüzdeki aylarda (Haziran ayına kadar) yıllık bazda aşağı yönlü seyrin başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarında büyük bir artış

yaşanmaması durumunda devam etmesini bekliyoruz. Haziran ayından sonra ise TCMB'nin de belirttiği gibi enflasyonda kademeli bir yükseliş yaşanabilir. Özellikle baz etkisi ve talepteki beklenen düzelmenin bu yükselişte etkili olması mümkün olacaktır.

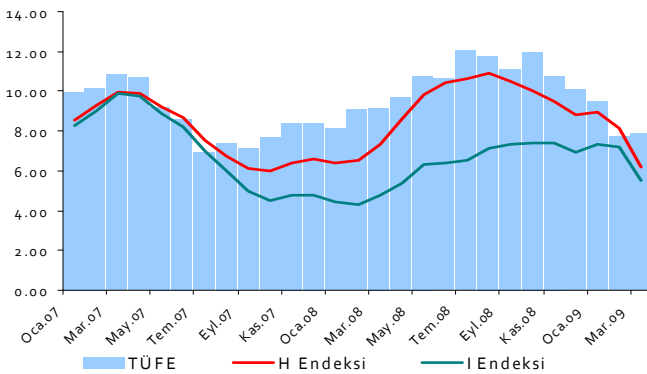
2009 yılı Mart ayında Üretici Fiyat Endeksi'nde ise bir önceki aya göre %0.29 (beklentimiz:%1.35), bir önceki yılın aynı ayına göre %3.46 artış gerçekleşmiştir. ÜFE'de yaşanan artışın beklentilerimiz altında kalmasında kur ve petrol fiyatlarında yaşanan artışların ÜFE üzerinde sınırlı bir etki yaratması rol oynamıştır. TL'deki zayıflamaya rağmen üretici fiyatlarındaki artışın oldukça sınırlı kalması da enflasyon kur geçişkenliğinin zayıflığına işaret etmektedir. %0.29 oranındaki ÜFE artışının detaylarına baktığımızda ise, imalat sanayi fiyatları Mart ayında %0.20 oranında yükselmiştir. Petrol ürünleri imalat sanayi fiyatları %1.90 oranında artmış, petrol ürünleri dışında kalan imalat sanayi fiyatlarında ise belirgin bir değişim gözlenmemiştir.

Ana harcama Grupları Mart.09 (2003=100)	Harcama ağırlıkları	TÜFE'ye aylık katkısı
Gıda ve alkolsüz içecekler	28.03	1.10
Alkollü içecekler ve tütün	4.58	0.32
Ulaştırma	12.64	-0.25
Ev Eşyası	7.53	-0.11

Kaynak:Ekonomik Araştırmalar

Mart ayı TÜFE enflasyonunda yaşanan artışta beklentilerimiz doğrultusunda başta gıda fiyatlarındaki %3.91'lik (katkısı:%1.10) yükseliş rol oynarken, gıda fiyatlarını %6.90 (katkısı:%0.32) artış ile alkollü içecekler izlemiştir. Otomobil ve beyaz eşya gibi sektörlerde yaşanan ÖTV indirimlerinin ise Mart ayının sonlarına doğru gerçekleşmiş olması nedeniyle Mart ayı enflasyonu üzerinde sınırlı bir etki yaratmıştır. Beklentimiz Mart ayında aylık bazda ÖTV indirimlerinin enflasyona -0.30 puanlık sınırlı bir katkısı olacağını yönündeyken, söz konusu gruplardaki düşüş -0.35 puan olarak

gerçekleşmiştir. Ayrıca bir önceki ay ÜFE'de yaşanan artışların bu ayki TÜFE üzerinde etkili olduğu ve kurda yaşanan artışların enflasyon üzerindeki geçişkenliğinin bir miktar yükseldiği görülmektedir.



Özel kapsamlı tüketici vergileri incelendiğinde, enflasyondaki düşüşte ÖTV indirimlerinin önemli yer tuttuğuna işaret ederken ileriki dönemlerde bu düşüş bir miktar yukarı yönlü toparlanmaya dönüşebilir. Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, işlenmemiş gıda ürünleri ve altın hariç TÜFE olan H Endeksi yıllık artış oranı bir önceki aya göre 2 puan düşerek %6.18'e gerilemiştir. Bu endeksten gıda ürünleri çıkarılarak elde edilen I Endeksi ise, bir önceki aya kıyasla 1.65 puan gerileyerek %5.55'e gerilemiştir.

Piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşen Mart ayı enflasyonunun piyasalar tarafından olumsuz bir şekilde algılanmamasının sebepleri arasında, Merkez Bankası'nın son

olarak açıkladığı toplantı tutanaklarında ve Şubat ayı fiyat gelişmeleri raporunda Mart ayında enflasyonun geçici bir şekilde artış göstereceği yönündeki açıklamalarının yer aldığı düşünülüyor.

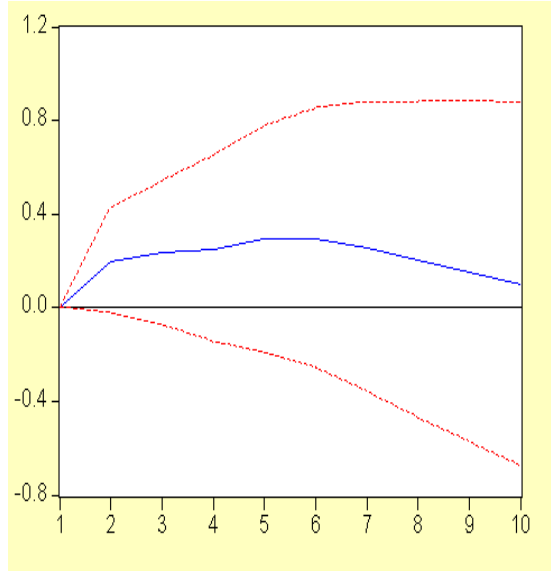
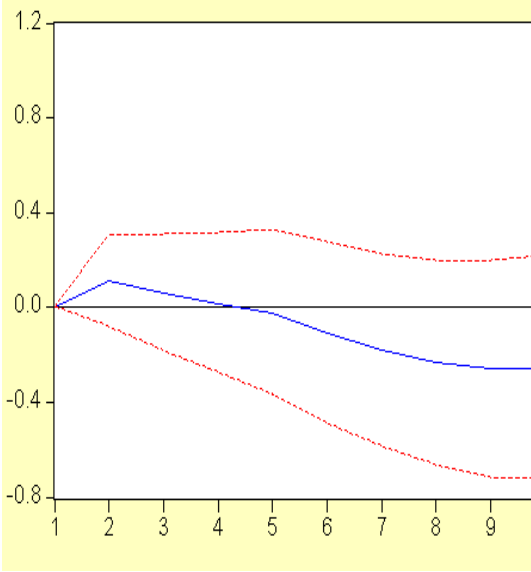
Öte yandan ana harcama gruplarının TÜFE'ye katkıları incelendiğinde gıda dışında kalan diğer harcama gruplarındaki değişimlerin birbirlerini dengelemesinden dolayı Mart ayında görülen artışın gıdadan kaynaklandığı görülmektedir. Bu durum işlenmemiş gıda

fiyatlarında daha önce Merkez Bankası tarafından da belirtildiği gibi geçici artış yaşandığına işaret etmektedir. Ayrıca, mobilya ve bilişim sektöründe Mart ayının sonlarında yürürlüğe giren ÖTV indiriminin Nisan ayında etkisinin görülmesi de ileriki aylarda enflasyona düşüş yönünde destek verebilecektir. Ayrıca, elektrik tarifelerindeki Nisan ayı başında yapılan indirim ve baz etkisiyle enerji grubu yıllık enflasyonundaki gerilemenin önümüzdeki dönemde de sürmesi beklenmektedir.

### Enflasyonun kurdaki bir şoka karşı tepki fonksiyonunun grafiği:

**KRİZ ÖNCESİ:**

**KRİZ SONRASI:**



Kur-enflasyon geçişkenliğinin son dönemde azaldığı sık sık gündeme gelmektedir. Son açıklanan Mart ayı enflasyon rakamlarında ise kurdaki yükselişe paralel şekilde TÜFE’de bir yükseliş yaşanmıştır. Bu durum piyasalarda kur-enflasyon geçişkenliğinin zayıfladığı yönünde söylemlerle çelişmektedir. Fakat, ÜFE’nin Mart ayında %0.29 artması kurdaki yükselişlerin ÜFE’yi etkilemediğini göstermektedir. Söz konusu kur - enflasyon geçişkenliğini incelemek için hazırladığımız VAR modelde kurdaki bir şoka karşı enflasyonun tepki grafiğine baktığımızda, söz konusu geçişkenliğin kriz sonrasında bozulduğu görülmektedir. Buna sebep olarak ise, artan stokların yanısıra emtia fiyatlarındaki düşüşün döviz kurunda görülen artıştan daha sert bir şekilde azalması gösterilebilir.

Fiyat artışının geçici olduğu yönündeki görüşlerin yanısıra, bu yükselişin bir sonraki aylarda devam edeceğine ilişkin düşüncelerin de giderek artması dikkat çekmektedir. Özellikle, bu ayki enflasyonun ÖTV indirimleri olmaması durumunda %1.50'lere kadar yükselebileceği düşünüldüğünde ve bu indirimlerin 3 ay gibi geçici bir süre için geçerli olması gelecek aylarda enflasyonun yükselişine devam edebileceğine işaret etmektedir. Bunun yanında otomotiv sektörü başta olmak üzere mobilya ve beyaz eşya sektörleri için geçerli olan ÖTV indirimlerinin stokların hızlı bir şekilde tüketilmesiyle şirketlerin yeniden üretime başlaması ve fiyatlarında bunu yansıtacakları düşüncesi enflasyonu yukarı çekebilecek etmenler arasında sıralanmaktadır. İthalatın önemli bir yer tuttuğu söz konusu sektörlerde (özellikle otomotiv sektöründe), stoklarda kalan mallar için kullandıkları döviz kuru ile şimdi yapılacak ithalat için kullanılacak döviz kuru arasındaki farkın fazla olması da bu ÖTV artışının etkisinin beklenenden de az süreceğini göstermektedir. Ayrıca, azalan döviz kuru geçişkenliğinin son dönemde artacağını göstermektedir.

#### EKONOMİK ARAŞTIRMALAR MÜDÜRLÜĞÜ

Zeynep Burcu ÇEVİK [zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr](mailto:zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr) (0312) 455 84 93  
Seda MEYVECİ [sedameyveci@vakifbank.com.tr](mailto:sedameyveci@vakifbank.com.tr) (0312) 455 84 85



## YURTIÇİ PİYASALAR

Dolar/TL kuru 1.64 seviyesini kırdıktan sonra aşağı yönlü hareketini hızlandırdı...



Geçtiğimiz haftaya ABD’de şirketler kesiminin kurtarılamayacağına yönelik kaygılar, dikkatlerin yeniden finansal sektöre odaklanmasına neden olurken Dolar/TL kuru boşlukla açıldığı ilk işlem gününde haftanın en yüksek seviyesi olan 1.7132 seviyesini gördü. Bilindiği gibi, finansal ve güncel verilere hemen yanıt veren Dolar/TL kuru, hafta ortalarında, olumsuz gelen 4. Çeyrek büyüme verisine karşın, 31 Mart’ın ilk çeyreğin son günü ve bilanço dönemi olması nedeniyle gelen alımlarla beklediğimiz gibi geri çekildi. Ardından Avrupa Merkez Bankası’nın (ECB) faiz oranlarını beklenenden daha az indirmesinin ardından Dolar’a karşı güçlenen Euro, TL’nin de Dolar’a karşı güçlenmesini sağladı. Ayrıca, Hazine’nin döviz cinsinden borcu geri ödemesine karşın, yeni kağıt ihraç etmeyecek olması da piyasadaki döviz likiditesini artırarak Dolar’ın değer kaybını destekledi. Yurtdışında G-20 zirvesiyle azalan risk algılamalarının oluşturduğu küresel piyasalardaki iyimser havaya paralel olarak Dolar/TL kuru 1.64 seviyesinin altına indi. Bu seviyenin kararlı bir şekilde kırılmasıyla aşağı yönlü hareketleri hız kazanan Dolar/TL kuru, yurtiçinde Nisan ayı içinde IMF ile yeniden görüşmelere başlanacağı haberi ile 1.60 seviyesinin altına indi. Hafta içinde en düşük 1.5680 seviyesini test eden Dolar/TL bu seviyelerde tutunamayarak haftayı 1.5798 seviyesinden tamamladı. Böylece, geçtiğimiz hafta TL, Dolar karşısında %5.7 değer kazandı.

Bu hafta IMF ile görüşmelere yeniden başlanacağı haberinin piyasalardaki olumlu etkisini sürdürmekle birlikte, G – 20 zirvesinin ardından artan IMF kaynakları piyasada daha yüksek miktarda anlaşmanın gerçekleştirilebileceği yönünde beklentiler oluştu. Bununla birlikte, her ülkenin IMF’de sahip olduğu kota kısıtı nedeniyle anlaşma sağlanabilecek miktarda abartılı artış olması beklenmiyor. Küresel piyasalardaki risk algılamaları paralelinde şekillenecek Dolar/TL kuru hareketinin aşağı yönlü hareketlerde 1.56 seviyesinin kararlı bir şekilde kırılıp kırılmaması önem taşımaktadır. Bu seviyelerin altında kararlı kapanışların görülmesi durumunda ise haftalık bazda 1.4970 seviyelerine doğru bir geri çekilme yaşanabilecektir. Bununla birlikte, kurda yukarı yönlü hareketlerde 1.6830 seviyesinin direnç oluşturduğu düşünülmektedir.

### **İMKB`de geçtiğimiz hafta alıcılı bir seyir yaşandı...**

G-20 zirvesinde alınan kararlar global piyasalarda ralli hareketleri yaşanmasına neden olurken, IMF ile yürütülen stand-by çalışmalarının yakın zamanda tamamlanacağına ilişkin beklentilerin olumlu etkileri ile geçtiğimiz hafta İMKB-100 endeksinde alıcılı bir seyir yaşandı. Haftaya 25,067 seviyesinden başlayan endeksin özellikle hafta ortalarından sonra gelen alımlarla boşlukla yükseldiği görüldü. 27,150 direncini kırarak en yüksek 27,180 seviyesine yükselen endeks gelen kar realizasyonlarıyla bu seviye üzerinde tutunamayarak haftayı %3.63 artışla 26,631 seviyesinden sonlandırdı.

Önümüzdeki hafta veri açısından piyasaları daha sakin bir gündem beklerken, yurtdışı piyasalardan gelecek olan şirket rakamları tüm global piyasaları olduğu gibi İMKB-100 endeksinde de etkisi altına alabilir. Geçtiğimiz hafta kırdığı 27,150 seviyesinin üzerinde gelen kar satışlarıyla tutunamayan endeksin bu hafta ilk aşamada bu seviyeyi test etmesi mümkün olabilir. Bu seviyenin üzerinde kararlı bir hareket yaşaması durumunda ise sırasıyla 28,750 ve 29,400 seviyeleri hedeflenebilir. 27,150 seviyesinin satış hareketine neden olması durumunda ise, endekste ikili tepe hareketinin yaşanması beklenebilir. Bu durumda gelebilecek kar satışlarında 26,400 - 26,000 desteklerine geri çekilme beklenebilir. Bu seviyelerinde altında bir hareket yaşanması durumunda ise 25,000 seviyesi güçlü bir destek görünümündedir.

### **Küresel piyasalarda artan risk iştahı ve IMF ile anlaşma beklentisi ortalama bileşik getiride sert düşüğe neden oldu...**

Geçtiğimiz haftaya risk alma iştahındaki azalışın ve Macaristan'ın kredi notunun düşürülmesinin etkisiyle %14.37 seviyesinden başlayan 3 Kasım 2010 vadeli gösterge tahvilin ortalama bileşik getirisi, hafta boyunca açıldığı seviyelerin altında günü tamamlayarak haftayı %13.56 seviyesinden tamamladı. İşlem hacminin önceki haftaya göre daha yüksek seyrettiği geçtiğimiz haftada, Londra'da gerçekleşen G-20 liderler zirvesinde özellikle gelişmekte olan ülkelerin desteklenmesine yönelik kararların alınması ve Başbakan Erdoğan'ın IMF ile görüşmelere devam edeceklerini bildirmesi de tahvil – bono piyasasındaki alımları destekledi. Hafta sonuna doğru, ABD borsalarının finans sektöründeki volatilitiyi kısa vadede azaltması beklenen muhasebe kurallarındaki değişikliğin ardından ard arda üçüncü günde de yükselmesi ve küresel piyasalardaki risk iştahını artırması, yurtiçinde beklentilerden yüksek açıklanan TÜFE rakamına karşın, ortalama bileşik getirinin düşmesini sağladı.

Hazine, Nisan ayı iç borçlanma stratejisini açıkladı. Programa göre Hazine, Nisan ayında %82 iç borç çevirme rasyosu planlamaktadır. 7,8 milyar TL'lik piyasa itfasının bulunduğu Nisan ayında Hazine'nin, piyasadaki arz miktarını çok yükseltmeden ihalelere gelen talebi değerlendirerek Mayıs ayı yüklü itfasını da göz önünde bulundurarak rasyosunu %90 seviyesine çekmeyi deneyebilecektir. Hazine bu haftanın ilk işlem gününde 8 Nisan valörle düzenlediği 14.08.2013 vadeli TÜFE'ye endeksli kıymetin yeniden ihracında beklentilerin yaklaşık 3 katı satış gerçekleştirdi. İhalede net satış 3,315.1 olurken rekabetçi olmayan tekliften (ROT) yapılan 953.5 milyon liralık satışla birlikte toplam net satış 4,268.6 milyon lira oldu. Satış tutarı beklentilerin üç katına yaklaştı. ROT'ta kamulara 150 milyon TL, piyasa yapıcı (PY) bankalara 843.5 milyon lira net satış yapıldı. Bu kıymette yaklaşık 1 milyar TL'lik bir ihraç olması bekleniyordu. Hazine açısından başarılı ihalenin ardından, bu durumun yarın ihalesi yapılacak kağıtlar (2 Şubat 2011 itfali TL cinsi iskontolu tahvil ihalesi ve 2 Nisan 2014 itfa tarihli TL cinsi değişken kuponlu tahvil ihalesi) üzerinde ve piyasada baskı yaratması bekleniyor.

Bu hafta ABD'de veri açısından çok yoğun bir hafta olmamakla birlikte, ABD'de bilanço mevsiminin başlangıcında şirket verilerinin açıklanacak olması finansal piyasalardaki risk alma iştahını etkileyebilecektir. Bununla birlikte, yine ABD ve Euro Bölgesi'nde reel ekonomiye yönelik açıklanacak verilerin olumsuz gerçekleşmemesi durumunda geçtiğimiz hafta gerçekleştirilen G – 20 zirvesinin olumlu etkilerinin bu haftaya da taşınması beklenebilir. Bu etkilerin ise, yurtiçinde IMF ile anlaşma koşullarının belirlenmesi yolunda atılacak adımlarla güçlenebileceği düşünülüyor. Kurun aşağı yönlü hareketinin ve TCMB'nin 50 baz puanlık indiriminin piyasada fiyatlanması yurtdışındaki olumlu havayla birlikte ortalama bileşik getirinin aşağı yönlü hareketini destekleyebilecektir.

### **Geçen haftayı gösterge eurobono %5 yükselişle tamamladı...**

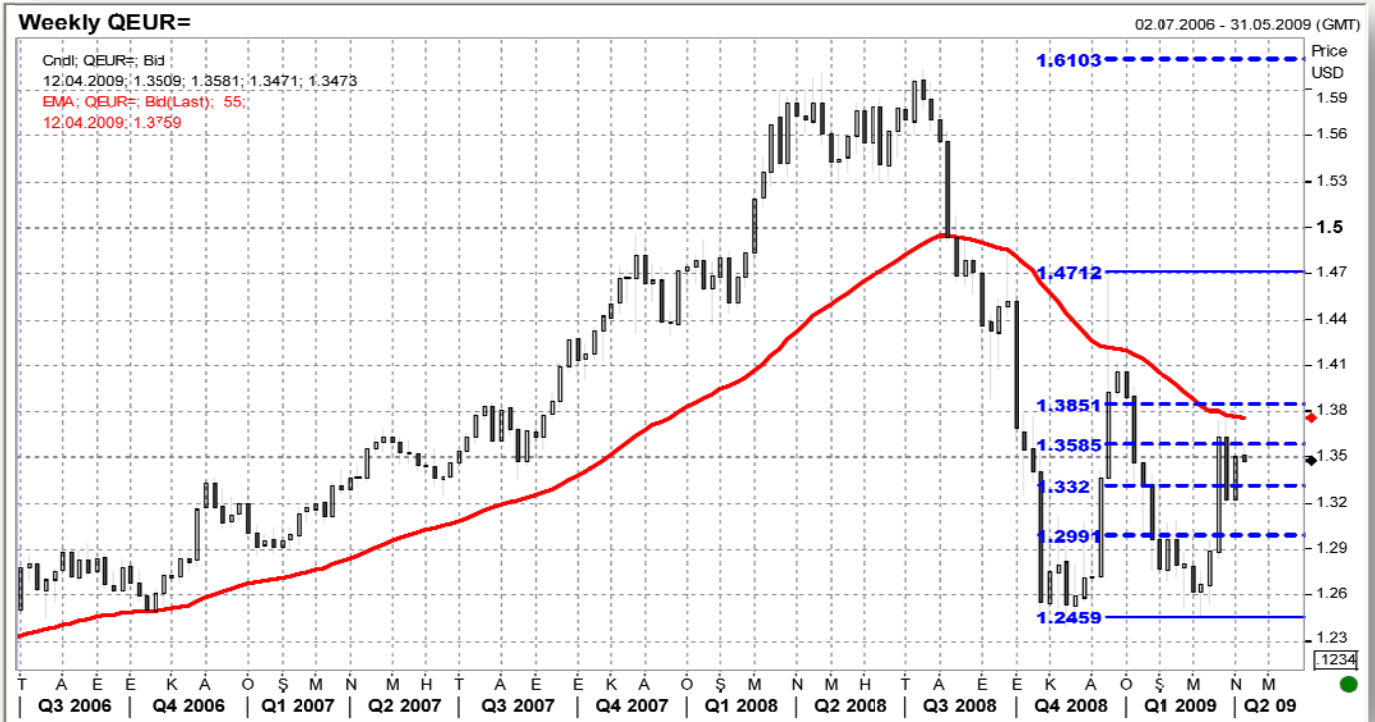
Geçen hafta boyunca global piyasalarda oluşan olumlu hava sonucu ABD ve Asya endekslerinde görülen yükselişler gelişmekte olan ülke eurobono piyasalarında da yukarı yönlü hareketlere neden olurken, hafta içi G-20 zirvesinden çıkan kredi piyasalarının canlanması, ekonomik büyümenin tekrar sağlanması ve istihdam piyasasına destek verilmesi amacıyla yapılacak yardımların 1.1 trilyon dolar arttırılacağı kararı bu yukarı yönlü hareketin temel nedeni oldu. Ayrıca geçen hafta ABD'de açıklanan verilerin artık ekonomideki yavaşlamanın gücünü kaybettiği yönünde algılanması da yatırımcıların risk iştahını arttıran nedenlerden başında geldi. Böylece geçen haftanın ilk işlem gününe 132.938 seviyelerinden başlayan 2030 vadeli gösterge eurobono hafta içinde gelen

alımlarla en yüksek 139.688 seviyelerini test ederek haftayı %5 değer artışıyla gördüğü en yüksek seviyelerden sonlandırdı. Global piyasalardaki iyimser havaya ek olarak hükümetin IMF ile yaptığı görüşmelerin olumlu geçtiği ve Nisan ayında IMF ile karşılıklı görüşmelerin yeniden başlayacağı haberleri de Türk eurobono piyasalarındaki yükselişte etkili oldu.

Veri açısından nispeten sakin bir gündemi bulunan yurt dışında ABD'de haftalık işsizlik başvuruları ve bütçe sonuçları takip edilecekken, Euro bölgesi'nde dördüncü çeyrek büyüme ve BoJ Toplantısı ve faiz kararı öne çıkacak veriler arasında bulunuyor. Ayrıca yatırımcıların risk algılamasını belirleyecek olan 2009 yılı birinci çeyrek şirket bilanço sonuçlarının da piyasalar tarafından yakından takip edilmesi bekleniyor. Haftanın ilk işlem gününe alıcılı bir başlangıç yapan gösterge eurobonoda bu yukarı yönlü hareketin devam etmesi durumunda 140.750, 141.600 ve 143.800 direnç seviyelerinin test edilmesi beklenirken, bu seviyelerin kararlı bir şekilde kırılması durumunda 145.000 seviyelerinin test edilmesi mümkün görünmektedir. Gösterge eurobonoda aşağı yönlü bir hareket oluşması durumunda ise 139.830, 138.200 ve 137.800 destek seviyelerinin test edilmesi beklenirken, bu seviyelerin kırılması durumunda ise gösterge eurobonoda 135.630 seviyelerine doğru bir geri çekilme beklenebilir.

## YURTDIŞI PİYASALAR

EUR/USD paritesi, geçen hafta 1.31-1.35 bandında seyretti...



Haftaya 1.3220 seviyelerinden başlayan EUR/USD paritesi, hafta ortasından itibaren yukarı yönlü hareket etti. Haftanın ilk gününde İspanya'nın, ilk defa bir banka kurtarmak zorunda kalması, İngiltere ve Almanya'nın bankalarına yardım tedbirleri açıklaması Euro'da değer kayıpları yaratırken, piyasalarda risk algılamalarının artması sonucu yatırımcıların Dolar talebinin artması doların değer kazanmasına neden oldu ve hafta boyunca en düşük 1.3111 seviyesini gördü. Hafta ortasında ABD'nin en önemli otomobil üreticilerinden General Motors ve Chrysler ile ilgili belirsizliğin azalması ve ABD borsalarındaki yükselişin etkisiyle EUR/USD paritesinde yükseliş görülmeye başlamasına rağmen, ABD'de istihdama ilişkin verilerin beklentilerden kötü gelmesi söz konusu yükselişi sınırladı. Ayrıca, Avrupa Merkez Bankası'nın Perşembe günü yaptığı toplantıda faizleri beklentilerin altında 25 baz puan indirmesi EUR/USD paritesinin yeniden yükselerek 1.3532 seviyesine kadar çıkmasına neden oldu. Hafta sonuna doğru USD'ye bir miktar tepki alımı gelmesiyle, parite haftalık bazda %1.57 değer kazanarak haftayı 1.3507 seviyesinden kapattı.

Bugün güne yükselişe başlayan EUR/USD paritesinde, sabah saatlerinde Euro Bölgesi perakende satışların beklentiler doğrultusunda gelmesi bu yükselişe destek verirken bu hafta ABD'de açıklanacak verilerin sınırlı olması sebebiyle paritenin daha çok şirketlerle ilgili haberlere göre yön bulması bekleniyor. Bunun yanında Euro Bölgesi'ne ilişkin yarın açıklanacak büyüme verisinin yakından takip edilmesi bekleniyor. Ayrıca, Perşembe günü ABD piyasalarının tatil olması sebebiyle EUR/USD paritesinde nispeten daha düşük işlem hacmi görülmesi öngörülüyor. Yukarı yönlü hareketlerde 1.3585 seviyesi ilk direnç seviyesi olacakken bu seviyenin üzerindeki hareketler için 55 haftalık üssel hareketli ortalama seviyesi olan 1.3760 seviyesi önemli direnç olacaktır. Bu seviyenin üzerinde bir gün sonu kapanış görülmesi durumunda parite 1.3850 ve 1.42 seviyelerine kadar yükselebilir. Buna karşın Euro Bölgesi'ne ilişkin endişelerin daha da artmasıyla düşmeye başlayabilecek parite için 1.3320 seviyeleri destek olacaktır. Bu seviyenin altında bir kapanış EUR/USD'nin tekrar 1.3110, 1.2750 ve 1.2455 seviyelerini test etmesine neden olabilir.

#### USD/JPY paritesi geçen haftayı 100.00 seviyesinin üzerinde tamamladı...

Geçen hafta boyunca hem ABD verilerinin beklentilerden çok fazla sapma göstermemesi ve açıklanan verilerin ABD ekonomisinin içinde bulunduğu derin resesyona hafiflemeye başlayacağına işaret etmesi hem de G20 zirvesinde dünya liderlerinin IMF ve global ticaretin desteklenmesi için yaklaşık 1 trilyon dolarlık yeni kaynak sözü vermeleri sonucu oluşan olumlu hava yatırımcıların riskli alanlara yönelmeyi tercih etmelerinde etkili olurken, USD/JPY'nin de yukarı yönlü hareketlerine destek verdi. Ayrıca Japonya'da açıklanan verilerin Japon ekonomisine yönelik endişeleri arttırmaya devam etmesi de Yen'in değer kaybında etkili olan bir diğer faktör oldu. Böylece geçen haftanın ilk işlem gününe 98.02 seviyelerinden başlayan USD/JPY paritesi, hafta içi en yüksek 100.37 seviyelerini test ederek haftayı %2.4 oranında değer artışıyla 100.23 seviyelerinden tamamladı.

Sakin bir veri gündemine sahip olan bu hafta ABD'de açıklanacak veriler oldukça az görünürken, paritenin hareketinde FED'in toplantı tutanakları ile BoJ Toplantısı ve faiz kararının yanısıra finans şirketleri ile ilgili haberler belirleyici olabilir. Haftanın ilk işlem gününe alıcılı bir şekilde başlayan USD/JPY paritesinin bu yukarı yönlü hareketine devam etmesi durumunda 101.30, 101.80 ve 102.60 seviyelerini test etmesi beklenebilir. Bu seviyelerin kırılması durumunda ise paritede 103.50 ve 104.40 seviyeleri sonraki direnç seviyeleri olarak dikkati çekmektedir. Paritenin aşağı yönlü hareketi durumunda ise 100.60 99.80 ve 99.50 destek seviyelerinin test edilmesi mümkün görünmektedir. Bu seviyelerin altında ise 98.70 ve 97.60 sonraki destek seviyeleri olarak görünmektedir.

#### Dow Jones endeksi 1933'ten beri en iyi dört haftalık yükseliş trendini yakaladı...



Uluslararası piyasalarda geçtiğimiz hafta oldukça hareketli geçti. G20 Zirvesi'nde alınan 1 trilyon dolarlık kaynak artırımı kararı ve ABD'de Finansal Muhasebe Standartları Kurulu'nun bankaların aktiflerini piyasa fiyatından değerlendirme konusundaki kuralları gevşetmesi (mark to market ile ilgili düzenlemeler) ile Wall Street'te yükselişler devam etti. ABD borsalarında yükseliş dördüncü

haftaya taşınırken, Dow Jones Endeksi %3.1 (kapanış: 8.017), Nasdaq Bileşik Endeksi %5 (kapanış: 1.621), S&P 500 Endeksi ise %3.3 (kapanış: 842) yükseliş ile haftayı tamamladı. Böylece dördüncü haftayı da artıda kapatmayı başaran endeks global piyasalarda yaşanan bahar havasını yansıtmaya devam ederken, kısa vadeli kar satışları ile karşılaşılrsa da piyasalarda genel görünüm yükseliş trendinin süreceği yönündedir. ABD'deki olumlu seyir tüm global piyasalara yansırken, en kötü günlerin sonuna gelindiği yönündeki beklentilerle, Avrupa ve Asya borsalarında da yükselişler izlendi.

Dow Jones endeksinin 2008 yılının Haziran ayında gördüğü en yüksek seviye olan 8,160 seviyesini tam 10 aydır kıramamış olması nedeniyle, endeksin bu haftaki hareketi çok önem taşıyor. Bu hafta ABD'de yoğun bir veri akışı bulunmamasına karşın, bilanço mevsiminin başlangıcında şirketler kesiminden gelecek açıklamaların gündemde daha çok yer alması bekleniyor. Her ne kadar, G-20 zirvesinin ardından oluşan olumlu havanın etkilerinin bu haftaya da yansması beklense de Dow Jones endeksinin 100 günlük hareketli ortalaması olan 8,160 seviyesinin üzerinde haftalık kapanış gösterip gösterememesi önem taşımaktadır. Yükseliş yönündeki hareketin devam edebilmesi için endeksin bu seviye üzerinde tutunması şartken, bu durumda 8,350 ve 8,600 seviyeleri direnç olarak dikkat çekmektedir. Bu seviyelerin de kırılması durumunda 9,100 güçlü bir direnç görünümündedir. Aşağı yönlü hareketlerde ise endeksin ilk aşamada 7,400 seviyesini test etmesi beklenebilir. Diğer yandan, bu seviyenin kırılması durumunda 7,200 ve 6,850 seviyeleri hedef seviyelerdir. Endeksin hafta içinde 6,500 önemli desteğinin üzerinde tutunamaması durumunda ise yaşanan olumlu seyrin sona erdiği söylenebilir.

#### **ABD 10 yıllık Hazine tahvil getirisi haftalık bazda %4.67 oranında arttı...**

ABD 10 yıllık Hazine tahvilinde geçtiğimiz hafta karışık seyir hakimdi. General Motors ve Chrysler'in destek planını Obama'nın kabul etmemesiyle birlikte, ABD'de işsizlik oranındaki yükseliş ve işsizlik maaşı almak için başvuruların sayısındaki artış gibi olumsuz faktörlerin etkisiyle ABD 10 yıllık Hazine tahvilinde alımlar görüldü ve ABD 10 yıllık Hazine tahvil getirisi %2.65 seviyesine kadar geriledi. Hafta ortasından itibaren G-20 liderler zirvesinden çıkan umut verici sonuçların yanında ABD'de "piyasa fiyatına göre muhasebeleştirme" kuralının gevşetilmesinin yarattığı olumlu havayla ABD 10 yıllık Hazine tahvili getirisi %2.8928 seviyesine kadar yükseldi ve haftayı bu seviyeden kapattı.

Bu sabah da Hazine tahvilinde bir miktar yükselişin etkili olmasında bu hafta 59 milyar dolara ulaşması beklenen ihalelerin etkili olduğu düşünülüyor. ABD Hazinesi'nin yarın 6 milyar dolarlık 10 yıllık Hazine tahvil ihracına ek olarak, 9 Nisan'da 18 milyar dolar tutarında 10 yıllık tahvil, 8 Nisan'da ise 35 milyar dolar tutarında 3 yıllık tahvil ihracı planladığı belirtiliyor. Piyasadaki tahvil arzını artıracak olan bu durumun ABD tahvillerine satış gelmesine neden olması beklenebilir. Bu hafta ABD tahvillerinin seyrinde etkili olabilecek önemli bir veri açıklanması beklenmezken, tahvillerin piyasanın genel seyrine bağlı hareket edeceği düşünülüyor. ABD Hazinesi'nin açması beklenen yeni ihalelerle ilgili duyurular ve açıklanmaya başlanacak 2009 birinci çeyrek bilanço sonuçları yakından takip edilecektir. Bunun yanında bu hafta içinde FED'in 17-18 Mart'ta yaptığı toplantı tutanaklarının tahvil piyasasında etkili olması beklenebilir. Yukarı yönlü hareketlerde %2.90, %3.00 ve %3.05 seviyeleri direnç olacaktır. Bu seviyelerin üzerinde bir gün sonu kapanış tahvilin getirisininin %3.28 seviyesine kadar yükselmesine neden olabilir. Aşağı yönlü hareketlerde ise %2.77, %2.65 ve %2.50 seviyeleri destek olarak görülmektedir.

#### **Petrol dalgalı bir seyrin ardından haftayı hafif bir yükselişle tamamladı.**

Geçtiğimiz hafta petrol fiyatları haftanın ilk işlem günlerinde küresel piyasalara ilişkin artan risk algılamaları enerji talebinde azalışların olabileceği görüşlerini oluşturmasıyla sert bir şekilde geriledi. Hafta ortalarında ise ABD'de açıklanan verilerin reel ekonomiye ilişkin kaygıların sürmesine yol açması petrol fiyatlarının düşüşünü desteklerken, hafta ortasında yine ABD'de açıklanan stok verilerinin son 15 yılın en büyük artışını göstermesiyle petrol haftanın en düşük seviyesi olan 47.26 dolar/varil seviyesini test etti. Ancak, hafta sonlarına doğru Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) beklentilerden daha az faiz indirimi EUR/USD paritesinin yukarı yönlü hareket etmesine neden olarak petrol fiyatlarında toparlanma yaşanmasına neden oldu. Bununla birlikte, G-20 zirvesinden gelen açıklamaların küresel ekonominin toparlanmasını sağlayabileceğine yönelik olumlu beklentileri artırması petrolün gün içinde son 3 haftanın en yüksek günlük artışını yaparak %9 yükselerek 53.9 seviyesini görmesine neden oldu. Haftanın son işlem gününde ise petrol kar satışları ve ABD'de açıklanan Mart ayı işsizlik oranının son 25 yılın en yükseğine çıkmasının etkisiyle, haftayı hafif bir yükselişle 52.51 dolar/varil seviyesinden tamamladı.

Petrol fiyatları küresel piyasalardaki risk algılamalarından etkilenerek hareketini sürdürürken, bu hafta içinde ABD'de şirketler kesimine ilişkin bilançoların ne yönde açıklanacağı önem taşımaktadır. OPEC Başkanı Khelil ise, Aralık ayında aldıkları arz kesintisi

kararlarının küresel düzeyde stoklardaki artışı azaltabileceğini bildirdi. Bu gelişmelerle petrolün yukarı yönlü hareketlerinde 100 günlük hareketli ortalama olan 55.64 dolar/varil seviyesinin ciddi bir direnç oluşturabileceği düşünülmektedir. Petrolün ayrıca, 2008 yılının Aralık ayından bu yana 55 dolar/varil seviyesini kıramadığı görülüyor. Aşağı yönlü hareketlerde ise 50 dolar/varil seviyesinin destek oluşturabileceği düşünülürken, 50 dolar/varil seviyesinin kırılmasıyla 47 dolar/varil seviyeleri yeniden görülebilecektir.

#### **Altın azalan risk algılamalarıyla haftalık bazda da azalışını sürdürdü...**

Geçtiğimiz haftaya, 923.05 dolar/ons seviyesinden başlayan altın, S&P'nin otomotiv şirketleri için yüksek iflas riski bulunduğuna yönelik açıklamasının ardından gelen alımlarla 932.35 dolar/ons seviyesini test etti. EUR/USD paritesindeki aşağı yönlü harekete rağmen altında 930 dolar/ons seviyesine doğru yukarı yönlü hareket görülmesinde G-20 zirvesi öncesi altına gelen tepki alımları etkili oldu. G-20 zirvesinde alınan kararlar sonrası ekonomide oluşan olumlu hava ve ABD'de açıklanan verilerin artık ekonomideki yavaşlamanın azaldığı algılaması yaratması altında satışları beraberinde getirdi. G-20 toplantısında, IMF'nin 403.3 ton olan altın rezervlerini satması teklifinin gündeme taşınması ile 900 dolar/ons'a doğru sert bir düşüş yaşanan altın fiyatları hafta içi en düşük 878.80 dolar/ons seviyesini gördü. Aşağı yönlü baskılar nedeniyle haftayı 892 dolar/ons seviyesinden kapatan altın fiyatları, haftalık bazda %3.4 oranında değer kaybetti.

Önümüzdeki dönemde altın fiyatları açısından EUR/USD paritesi ile korelasyonun önemli bir unsur olmaya devam etmesi, bunun yanı sıra kar realizasyonlarına dayalı satışlar yaşanması beklenmektedir. Bu hafta FED Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanaklarının yakından takip edilmesi, enflasyon ve faiz beklentilerinin piyasanın yönünü belirlemesi olasıdır. Fiyatların 900 ons/dolar psikolojik seviyesinin altında kaldıkça satışların artması durumunda 865, 850 ve 833 dolar/ons seviyelerinin destek olması beklenebilir. Fiyatların 840-850 dolar/ons aralığına kadar geriledikten sonra yeniden yukarı yönlü harekete başlaması durumunda ise 890, 900 direnç seviyelerinin test edilmesi mümkün görünmektedir.

#### **HAFTANIN GÜNDEMİ (06 - 13 Nisan 2009)**

##### **Türkiye...**

Veri açısından nispeten sakin bir seyir izlemesi beklenen yurt içinde IMF ile ilgili gelişmelerin yakından takip edilmesi bekleniyor. Türkiye'nin IMF ile görüşmelere yeniden başlama kararının ardından sonra IMF heyetinin tekrar Türkiye'ye davet edilmesi ve anlaşmazlık konularının yeniden ele alınması gerekiyor. Bu nedenle IMF ile ilgili olumlu beklentilerin satın alındığı piyasalarda anlaşmaya kadar yapılacak görüşmelerin yakından izlenmesi bekleniyor. Ayrıca Hazine'nin bu hafta düzenleyeceği 3 ihale de piyasaların yakın takibinde bulunuyor. Hazine bu hafta Çarşamba günü 2.67 milyar TL'si piyasaya olmak üzere toplam 2.74 milyar TL itfasına karşılık üç ayrı ihale düzenlenecek. Buna göre Hazine, Pazartesi günü 14.08.2013 vadeli TÜFE'ye endeksli tahvilin yeniden ihracını gerçekleştirecek. Hazine ayrıca Salı günü 02.02.2011 vadeli yeni gösterge tahvilin ilk ihracı ile 02.04.2014 vadeli değişken kuponlu tahvilin ilk ihracını düzenleyecek. Bu gelişmelerin yanı sıra yurt içinde Çarşamba günü açıklanacak Şubat ayına ilişkin **sanayi üretim endeksi** ve Cuma günü açıklanacak olan Şubat ayı **cari işlemler dengesi** ve Mart ayı **kapasite kullanım oranı** açıklanacak veriler olarak dikkati çekiyor. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak sanayi üretim endeksinde %19.9 oranında bir gerileme beklerken, cari işlemler dengesinin 950 milyon dolar fazla vermesini, kapasite kullanım oranının ise 65.4'e yükselmesini bekliyoruz.

##### **ABD...**

ABD'de geçtiğimiz hafta tarım dışı istihdam Mart ayında 663 bin kişi ile 650 bin kişi olan beklentilere yakın bir rakam olarak açıklandı. İşsizlik oranı ise Mart ayında % 8.5 ile 1982'den bu yana en yüksek seviyeye çıktı. Söz konusu rakamların piyasalar üzerinde etkisi ise sınırlı gerçekleşirken, bu hafta veri açısından sakin bir gündem piyasaları bekliyor. Ayrıca ABD şirketlerinin 1. çeyrek bilançoları piyasaların yönünü belirleyebilir.

Haftanın ilk iki günü açıklanacak yeni bir rakam bulunmazken, Çarşamba günü haftalık mortgage rakamları piyasalarda izlenecektir. Perşembe günü ise **dış ticaret** (Şubat) takip edilecektir. Ocak ayında -36.03 milyon dolar olarak gerçekleşen dış ticaret açığının Şubat ayında -37.0 milyon dolara yükselmesi beklenmektedir.

Cuma günü ise ABD'de piyasalar tatilken, **bütçe dengesi** (Mart) açıklanıyor. Hazırlanan kurtarma planları nedeniyle bütçe açığının 48 milyar dolardan 140.000 milyon dolara yükselmesi beklenmektedir.

### Euro Bölgesi...

Euro Bölgesi'nde bu hafta açıklanacak en önemli veri 2008 dördüncü çeyrek büyüme rakamı olacak. Son kez revize edilecek olan büyümenin %1.3 daralmaya işaret etmesi bekleniyor.

### Japonya...

Küresel krizden en fazla etkilenen ülkelerin başında gelen Japonya'da hükümet ekonomiyi canlandırıcı önlemler almaya devam ederken **Japonya Merkez Bankası'nın** 7 Nisan Salı günü sona erecek olan iki günlük toplantısından faizlerin %0.1 seviyesinde bırakılması kararı çıkması bekleniyor. Bunun yanında, para politikasını desteklemek üzere devlet tahvili alımlarını artıran Banka'nın ekonomideki sorunlara karşı ne gibi yeni önlemler alacağı merak ediliyor.

### Haftalık Ekonomik Veri Takvimi

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
07.04.2009	Euro Bölgesi	Büyüme Oranı (4. Çeyrek, yıllık)	%0.6	-%1.3
	Japonya	BOJ Faiz Kararı	%0.1	%0.1
08.04.2009	Türkiye	Sanayi Üretim Endeksi (Şubat, aylık)	-%21.8	-%19.9
	ABD	Haftalık Mortgage Başvuruları	--	--
09.04.2009	ABD	Haftalık İşsizlik başvuruları	669,000	660,000
		Dış Ticaret Dengesi	-\$36.03 mlyr	-\$36.40 mlyr
10.04.2009	Türkiye	Cari İşlemler Dengesi (Şubat, aylık)	\$0.3 milyar	\$950 milyon
		Kapasite Kullanım Oranı (Mart)	%63.8	%65.4
	ABD	Tatil	--	--
		Bütçe Dengesi (Mart)	-\$48.21 mlyr	-\$140.0 mlyr

### Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü

<b>Cem Eroğlu</b>	<b>Müdür</b>	<a href="mailto:cem.eroглу@vakifbank.com.tr">cem.eroглу@vakifbank.com.tr</a>	<b>0312 -455 84 80</b>
<b>Nazan Kılıç</b>	<b>Müdür Yardımcısı</b>	<a href="mailto:nazan.kilic@vakifbank.com.tr">nazan.kilic@vakifbank.com.tr</a>	<b>0312 -455 84 89</b>
<b>Ümit Ünsal</b>	<b>Uzman</b>	<a href="mailto:umit.unsal@vakifbank.com.tr">umit.unsal@vakifbank.com.tr</a>	<b>0312 -455 84 86</b>
<b>Bilge Özalp Türkarıslan</b>	<b>Uzman</b>	<a href="mailto:bilge.ozalpturkarsan@vakifbank.com.tr">bilge.ozalpturkarsan@vakifbank.com.tr</a>	<b>0312 -455 84 88</b>
<b>Zeynep Burcu Çevik</b>	<b>Uzman Yardımcısı</b>	<a href="mailto:zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr">zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr</a>	<b>0312 -455 84 93</b>
<b>Seda Meyveci</b>	<b>Uzman Yardımcısı</b>	<a href="mailto:seda.meyveci@vakifbank.com.tr">seda.meyveci@vakifbank.com.tr</a>	<b>0312 -455 84 85</b>
<b>Tuncay Serdaroğlu</b>	<b>Uzman Yardımcısı</b>	<a href="mailto:tuncay.serdaroglu@vakifbank.com.tr">tuncay.serdaroglu@vakifbank.com.tr</a>	<b>0312 -455 84 84</b>
<b>Emine Özgü Özen</b>	<b>Uzman Yardımcısı</b>	<a href="mailto:emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr">emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr</a>	<b>0312 -455 84 87</b>
<b>Selin Düz</b>	<b>Uzman Yardımcısı</b>	<a href="mailto:selin.duz@vakifbank.com.tr">selin.duz@vakifbank.com.tr</a>	<b>0312 -455 84 90</b>
<b>Pelin Sencer Kaptan</b>	<b>Yetkili</b>	<a href="mailto:halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr">halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr</a>	<b>0312 -455 84 90</b>

\* Bu rapordaki bilgi ve veriler, Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan edinilmiştir. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında garanti vermemekte ve bu raporda sunulan bilgilerin kullanılmasından kaynaklanabilecek zararlar konusunda sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır.