

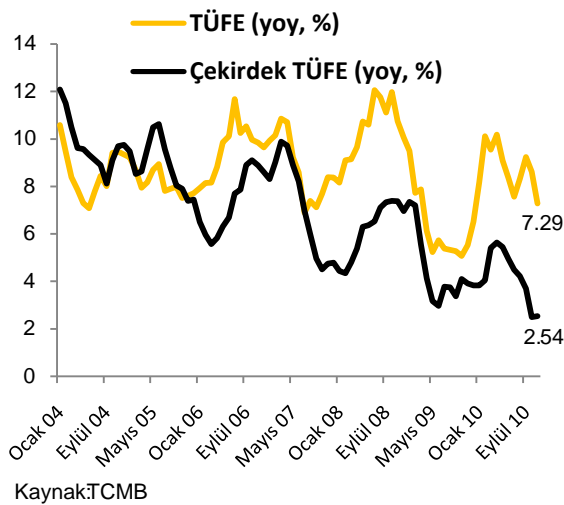
Geçtiğimiz hafta yayınlanan raporumuzda son dönemde gelmekte olan ülkelerde (GOÜ) çekirdek enflasyon oranlarında yaşanan ayrıma incelenmiştir. Bu haftaki raporumuzda ise Türkiye’de çekirdek enflasyon oranında yaşanan düştürülebilir olup olmadığı değerlendirilecek, çekirdek TÜFE ve manet arasındaki ilişkiyle emtia, enerji fiyatlarının ve kurdaki hareketlerin etkileri üzerinde durulacaktır. Bu kapsamda ithalat geçişkenliği üzerinden diğer GOÜ’lerden ayrılan Türkiye için Merkez Bankası politikaları açısından önemli bir yer tutan çekirdek enflasyon oranının sürdürülebilirliği incelenecektir.

Türkiye’de son aylarda TÜFE’deki artışlara karşın, çekirdek fiyat göstergelerinde düşüşlerin devam ettiği görülmektedir. Açıklanan Ekim ayı enflasyon verileri incelendiğinde, çekirdek enflasyon olarak bilinen enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç “I-Endeksi”nin tüm zamanların en düşük seviyesine gerilediği dikkat çekmektedir. Çekirdek enflasyondaki bu düşüşün diğer GOÜ’lerin çekirdek enflasyonlarından neden ayrıştığını geçtiğimiz hafta yayınlanan raporumuzda incelemiştik. Çekirdek enflasyon oranlarındaki bu düşüşün sürdürülebilir olup olmadığı ise diğer önemli bir konu olarak öne çıkmaktadır. Diğer GOÜ’lere bakıldığında, Merkez Bankaları’nın ABD’nin niceliksel genişleme programına karşılık olarak para politikalarında sıkılaştırmaya yöneldikleri görülmektedir. Direk faiz oranları üzerinden yapılan müdahalelerin yanı sıra zorunlu karşılık oranları, likidite penceresi borçlanma oranları gibi alternatif para politikası değişkenleri kullanılarak yapılan sıkılaştırmalarla birlikte bu ülkelerin çekirdek enflasyonlarında Türkiye’nin çekirdek enflasyonundakine benzer düşüşler görülmemektedir. Örneğin, Çin, Macaristan, Brezilya gibi GOÜ’lerin son dönemlerde sürpriz bir şekilde faiz oranlarını artırdıkları görülürken, Türkiye’de enflasyonun hala düşük seviyelerde seyretmesi sonucu TCMB’nin faiz oranı yükseltmeye yönelmediği görülmektedir.

Türkiye’de diğer ülkelere göre daha düşük seviyelerde seyreden çekirdek enflasyon oranlarının bu düşük seviyesini sürdürüp sürdürmeyeceğini açıklamak amacıyla öncelikle çekirdek enflasyon ile TÜFE arasındaki nedensellik ilişkisi, daha sonra ise diğer GOÜ’lerden farklı olarak TÜFE’deki ithalat geçişkenliğinin yüksekliği göz önünde bulundurularak emtia ve enerji fiyatlarındaki hareketler incelenecektir.

1) D v'it enflasyonmu v I]œ I v(o •Ç}vµ v v• oo]I Ç}oµÇo şI]o u •]

Grafik-1



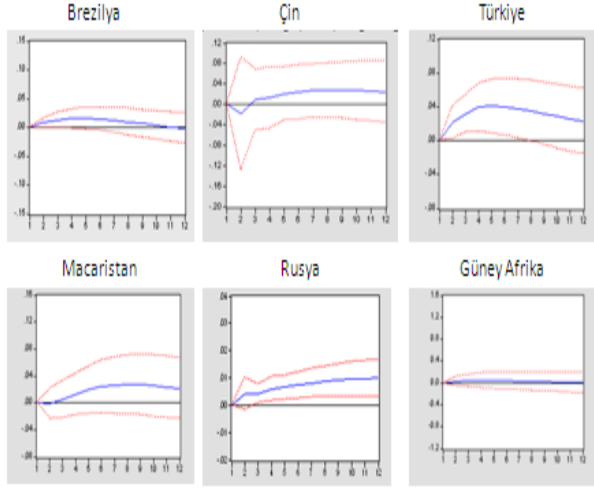
Açıklanan son enflasyon verileri ışığında, manşet enflasyon ile çekirdek enflasyon arasındaki ilişkinin yönü ve büyüklüğü incelenerek çekirdek enflasyondaki düşüşün sürdürülebilirliği üzerindeki risklerin araştırılması önem kazanmıştır. Nedenselliğin yönünü belirlemek amacıyla ekonometrik olarak kullandığımız **Granger Nedensellik Testi** sonuçları çekirdek TÜFE’nin manşet TÜFE’yi etkilemediği, tam tersine nedenselliğin yönünün manşet TÜFE’den çekirdek TÜFE’ye doğru olduğunu göstermektedir. Bu durumda manşet TÜFE’deki yükselişlerin çekirdek TÜFE’ye ne kadar yansıdığını hesaplamak için geçmiş dönemlerdeki seri incelendiğinde, TÜFE’nin yükselişe geçtiği dönemlerde yeniden tepe noktasını görmesi ile çekirdek TÜFE endeksinin yeniden tepe noktasına yükselmesi arasında %0.79 korelasyon hesaplanmıştır.

Sonuç olarak, son dönemde çekirdek enflasyon seviyelerindeki düşüşün sürdürülebilmesi için TÜFE’deki hareketlerin takip edilmesi gerekirken kurlarda izlenen hareketin devam etmemesi de önemlidir. İthal fiyatların TÜFE’ye

olan geçişkenliğinin yüksek olması değerlendirildiğinde, önümüzdeki dönemde çekirdek enflasyonda yaşanacak olası yükselişler Türkiye’de diğer GOÜ’lerden yüksek olabilir.

2) d°œI]Ç []şZ o š (]Ç š o œfvfv dıñv& ŒÇİ• }o}œuP•f]”I vo]R]

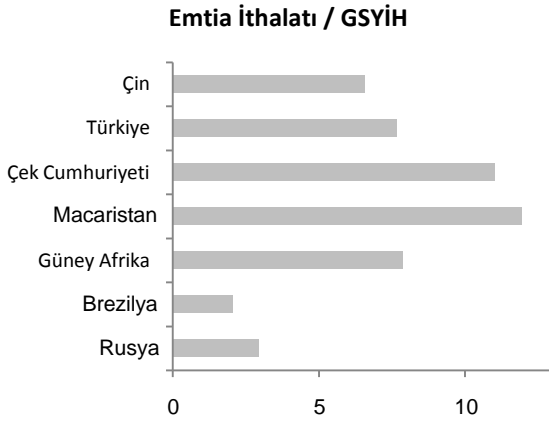
Grafik-2 Manşet Enflasyonun İthalat Fiyatlarına Verdiği Tepki



Kaynak: BIS, TCMB, Dünya Bankası, Vakıfbank

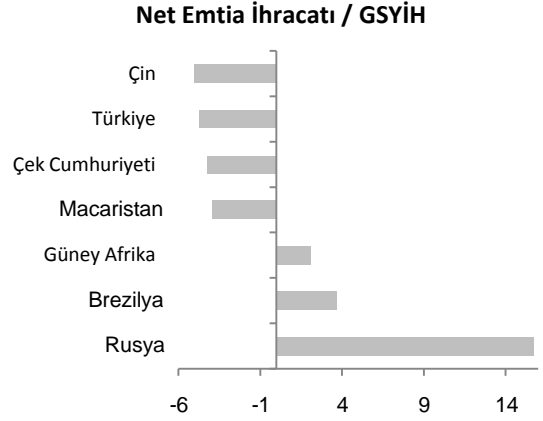
Türkiye’de çekirdek TÜFE’nin reel kurdaki 1 standart sapmalı şoka verdiği tepki yanında diğer GOÜ’ler ile Türkiye’de manşet ve çekirdek enflasyonların ithalat fiyatlarındaki şoka verdiği tepkiyi incelemek için kurulan VAR model sonucunda izlenen tepki analizleri Grafik-2’de görülmektedir. Grafik-2 detaylı bir şekilde incelendiğinde, manşet enflasyonun ithalat fiyatlarındaki şoka verdiği tepkinin tüm GOÜ’ler için pozitif olduğu söylenebileceken, ithalat fiyatlarındaki geçişkenliğin Türkiye’de daha yüksek olduğu görülmektedir. Özellikle Çin ve Güney Afrika’da ithalat fiyatlarının manşet enflasyon üzerindeki geçişkenliğinin düşük olduğu izlenmektedir.

Grafik-3



Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü, Vakıfbank

Not: Emtiaların ürünleri, petrol, petrol ürünleri ve madenler dahil edilmiştir.



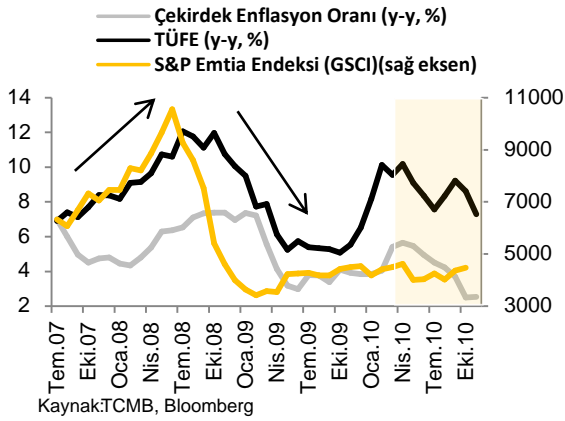
Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü, Vakıfbank

Not: Emtiaların ürünleri, petrol, petrol ürünleri ve madenler dahil edilmiştir.

Diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında Türkiye’nin emtia ithalatının GSYİH’ya oranı Macaristan, Çek Cumhuriyeti ve Çin’den sonra en yüksek olan ülkedir (Bkz. Grafik 3) Net emtia ihracatında ise Çin’den sonra en düşük net emtia ihracatı/GSYİH oranına sahip ülke konumundadır. Bir başka deyişle, diğer GOÜ’lere göre Türkiye emtia ithalat bağımlılığı yüksek bir ülkedir. Dolayısıyla Türkiye’nin manşet enflasyonunun yükselmesinde ithal edilen emtiaların fiyatlarının yükselmesi de etkili olmuştur. Gıda ve enerji fiyatları dışarıda bırakılarak hesaplanan çekirdek enflasyon ise bu nedenle düşük kalmıştır.

3) İÇİŞİLERİ VE EKONOMİK İZLENLERİ (1990-2010) • ŞİŞİLERİ VE EKONOMİK İZLENLERİ (1990-2010)

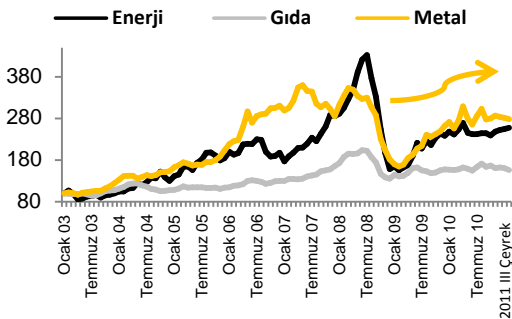
Grafik-4



Son yıllarda emtia fiyatlarına bağlı olarak değişen TÜFE'nin seyrine bakıldığında, özellikle 2010 yılının Nisan ayından sonra TÜFE, emtia fiyatları ve çekirdek enflasyon oranlarının hareketlerinde ayrışma yaşandığı göze çarpmaktadır. Grafik-4'e bakıldığında, 2007'nin ikinci yarısında global bir emtia endeksi olan S&P emtia endeksi (GSCI) ile TÜFE hareketleri arasında pozitif bir ilişki hesaplanırken, 2008 yılının Temmuz ayından sonra emtia fiyatlarındaki düşüşün birkaç ay gecikmeyle TÜFE'ye yansıtıldığı görülmektedir. 2010 yılının Nisan ayından sonra ise global emtia fiyatlarındaki yatay seyre karşın, TÜFE'de hareketliliğin devam ettiği görülmektedir. Bu durum, TÜFE'nin son aylarda emtia fiyatlarındaki hareketten

daha az etkilendiğini yansıtırken, söz konusu etkinin zayıflamasında reel bazda değerlendirilen TL'nin etkili olduğu söylenebilir. Nitekim 2004 yılı başında 30 dolar olan petrolün varil fiyatı 2008 yılının Haziran ayında 150 dolara kadar yükselmiştir. Bu dönemde aynı şekilde birçok emtianın fiyatında yükselişler görülmesine karşın, daha önce Türkiye'de enflasyonun aynı dönemde düştüğü görülmüştü. Bu durumun en önemli nedenlerinden biri o dönemde Türk lirasının dolar karşısında değer kazanması olmuştur. Dolayısıyla emtia fiyatlarındaki hareketlenmenin gerek TÜFE'nin gerek çekirdek enflasyon oranlarının üzerindeki etkisi önümüzdeki dönemde kurdaki hareketlere bağlı olarak değişecektir.

Grafik-5



Grafik-5'e bakıldığında, IMF'in hesaplamalarına göre önümüzdeki dönemde enerji ve emtia fiyatlarında artış, gıda fiyatlarında ise yatay bir hareket beklenmektedir. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın toplantı özetinde belirttiği gibi dış talebin zayıf seyri nedeniyle toplam talep koşulları henüz enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmaya da, Türkiye'nin iç dinamiklerinden ve dış ticaret kompozisyonundan kaynaklanan nedenler ile uzun vadede enflasyon üzerinde yukarı yönlü risklerin var olduğu görülmektedir. Emtia ve enerji fiyatlarının beklentiler dâhilinde önümüzdeki aylarda yükselmesi ithalat

geçişkenliği oldukça yüksek olan Türkiye'de kurlardaki hareketliliğin enflasyon üzerindeki etkisinin önemini arttıracaktır. Bu duruma nedensellik prensibi çerçevesinde çekirdek TÜFE'de yukarı yönlü hareket oluşturacağı için çekirdek enflasyon oranlarındaki bu düşük seyrin sürdürülemediğini göstermektedir.

Son dönemde küresel kriz boyunca azalan talebin güçlenmeye başlaması, işgücü piyasalarındaki toparlanmanın devam etmesi ve emtia fiyatlarındaki yükselişler nedeniyle GOÜ'lerde çekirdek enflasyon oranında yaşanan yükselişlerin sertleştiği dikkat çekmektedir. Bu ortamda, reel bazda değerlendirilen TL ve ithalatçı bir ülke olarak dikkat çeken Türkiye'de diğer GOÜ'lerde yaşanan yükselişe rağmen çekirdek enflasyonda düşüş yaşandığı görülmektedir. Son zamanlarda izlenen bu düşüşün sürdürülmesi için emtia fiyatlarındaki hareketlilik ile reel bazda TL'de yaşanacak hareketlerin son derece önemlidir. Özellikle manşet enflasyonun ithalat fiyatlarındaki şoka verdiği tepkinin Türkiye'de daha yüksek olduğu değerlendirildiğinde, önümüzdeki dönemde ithal fiyatlarının artması durumunda çekirdek enflasyondaki yükselişlerin diğer GOÜ'lerden daha sert olması dahi beklenebilir. 2010 yılı genelinde sert düşüşlere sahne olan çekirdek enflasyonda özellikle yılın ilk çeyreği ardından etkili olacak olan olumsuz baz bu yükselişleri destekleyilecektir.

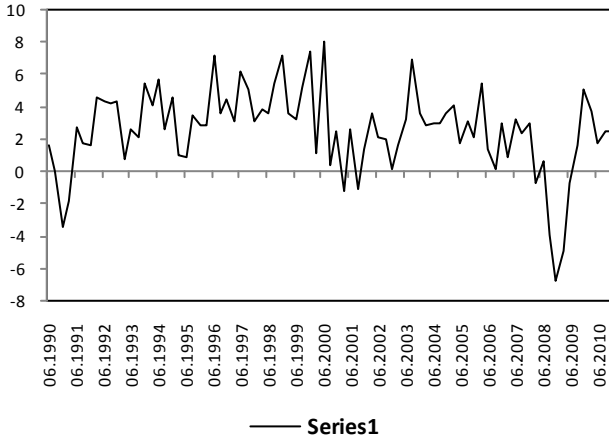
Açıklanacak Veriler (06-13 Aralık 2010)

Ekonomi Gündemi			Önceki	Beklenti
07.12.2010	Almanya	Sanayi Siparişleri (Ekim, aylık)	-%4.0	%2.0
	İngiltere	Sanayi Üretimi (Ekim, aylık)	%0.4	%0.3
	Japonya	Cari İşlemler Dengesi (Ekim)	%24.3	--
08.12.2010	ABD	Haftalık Mortgage Verileri	608.8	--
	Almanya	Sanayi Üretimi (Ekim, aylık)	-%0.8	%1.0
		Dış Ticaret Dengesi (Ekim)	15.6 mlyr €	14.2 mlyr €
	Fransa	Dış Ticaret Dengesi (Ekim)	-4.683 mlyr	--
	Japonya	Makine Siparişleri (Ekim, aylık)	-%10.3	-%1.0
		Öncül Göstergeler Endeksi (Ekim)	-0.6	--
09.12.2010	ABD	Haftalık İşsizlik Başvuruları	436 bin	428 bin
	Almanya	TÜFE (Kasım, aylık)	%0.1	%0.1
	İngiltere	BOE toplantısı ve faiz kararı (Aralık)	%0.5	%0.5
	Japonya	Büyüme (Revize,3. çeyrek)	%0.9	%1.0
10.12.2010	ABD	Dış Ticaret Dengesi (Ekim)	-44 mlyr	-43.9 mlyr
		Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi (Aralık)	71.6	72.5
		Bütçe Dengesi (Kasım)	-140.4 mlyr	-130 mlyr
	Almanya	ÜFE (Kasım, aylık)	-%0.3	--
	Fransa	Sanayi Üretimi (Ekim, aylık)	%0.1	%0.3
	İtalya	Büyüme 3.çeyrek	%0.2	%0.2
		Sanayi Üretimi (Ekim, yıllık)	%4.1	%4.5
	Japonya	Güven Endeksi (Kasım)	40.9	--

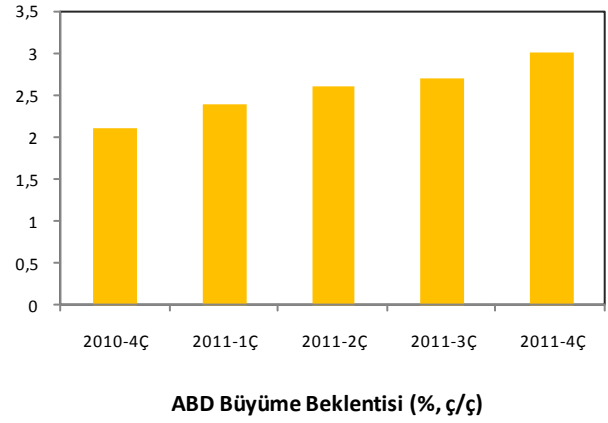
ABD EKONOMİK GÖSTERGELERİ

EKONOMİK AKTİVİTE GÖSTERGELERİ

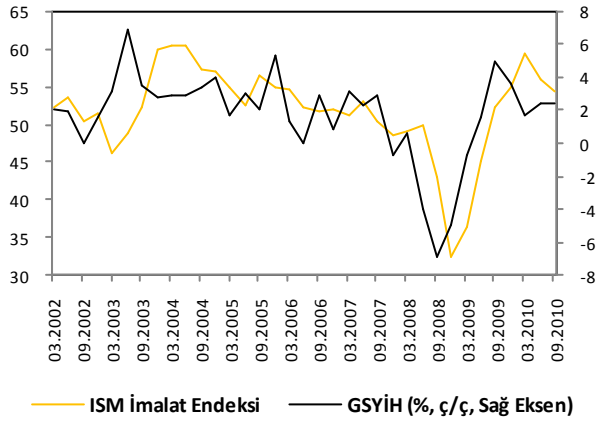
ABD Büyüme



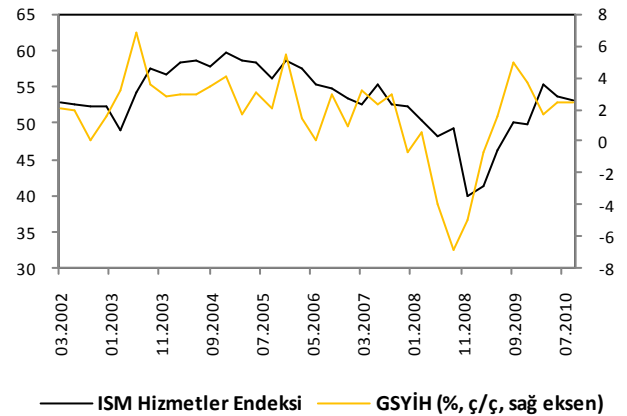
ABD Büyüme Beklentisi



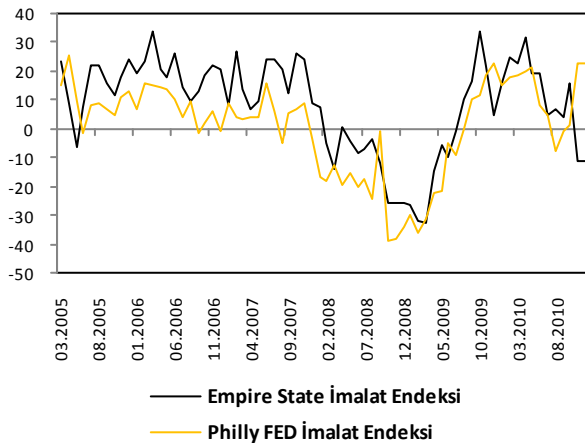
ISM İmalat ve Büyüme



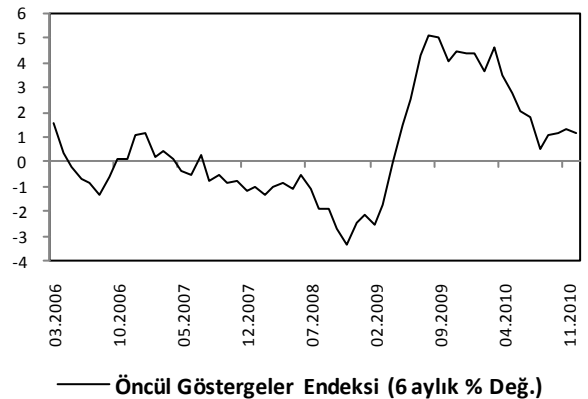
ISM Hizmetler ve Büyüme



Bölgesel Aktivite Endeksleri

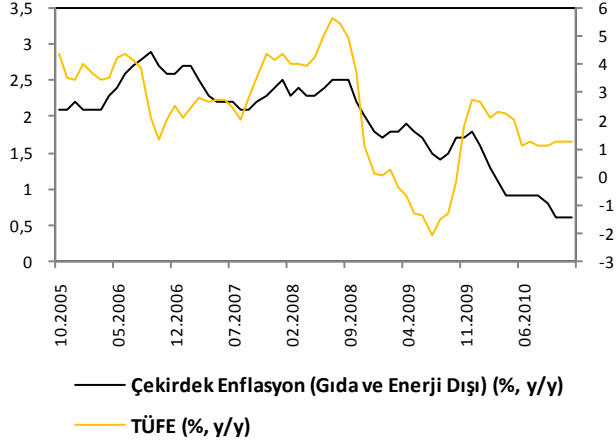


Öncül Göstergeler Endeksi

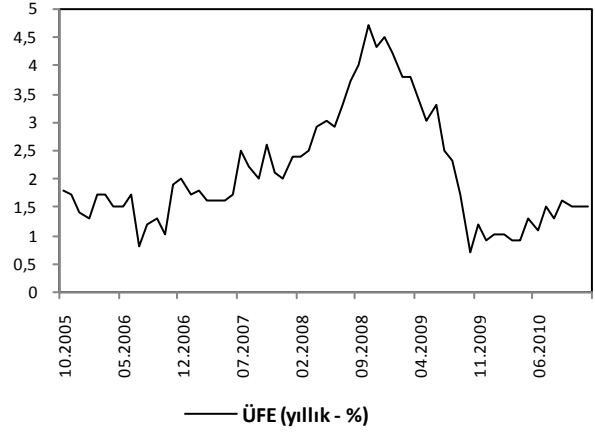


ENFLASYON GÖSTERGELERİ

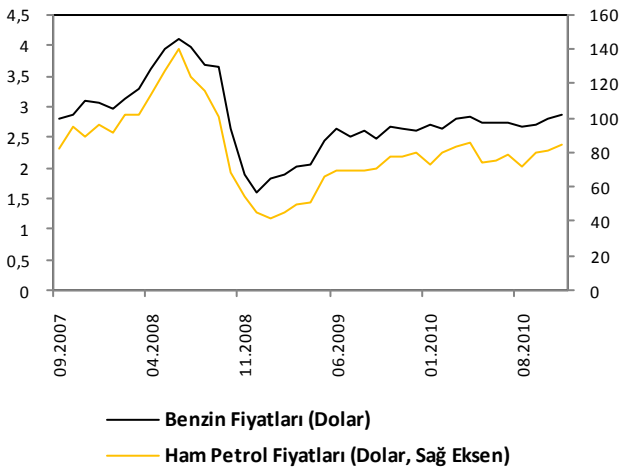
TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



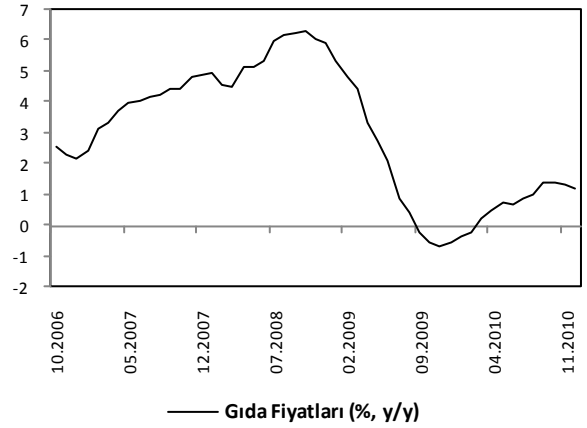
ÜFE



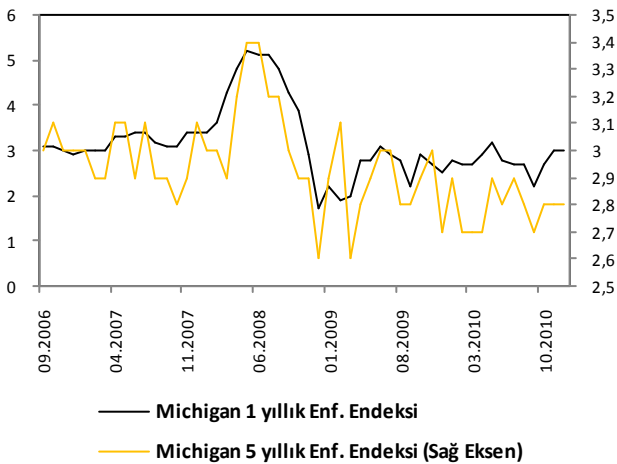
Petrol ve Petrol Ürünleri Enflasyonu



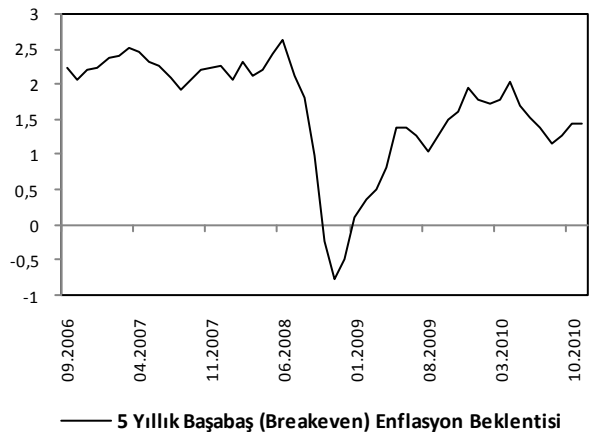
Gıda Enflasyonu



Michigan Enflasyon Beklentisi

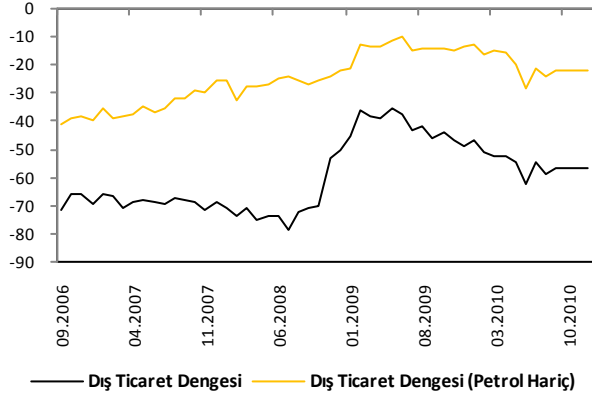


Piyasa Enflasyon Beklentisi

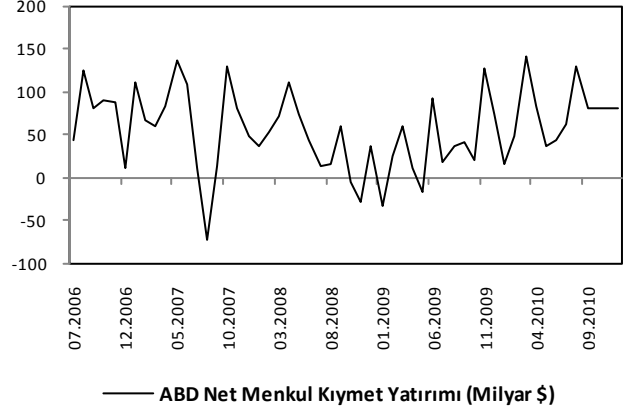


DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

ABD Dış Ticaret Dengesi

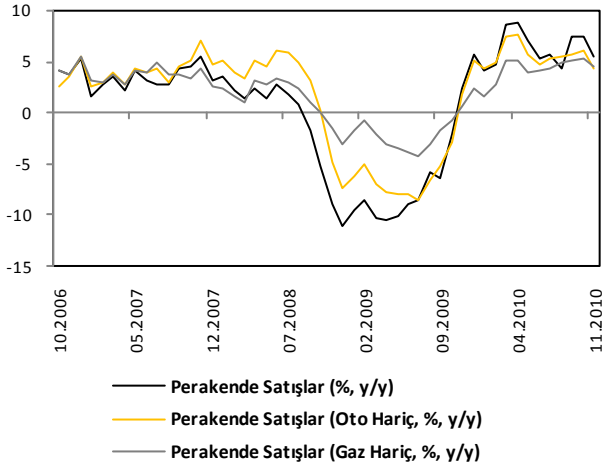


ABD Menkul Kıymetlerine Net Yabancı Yatırımı

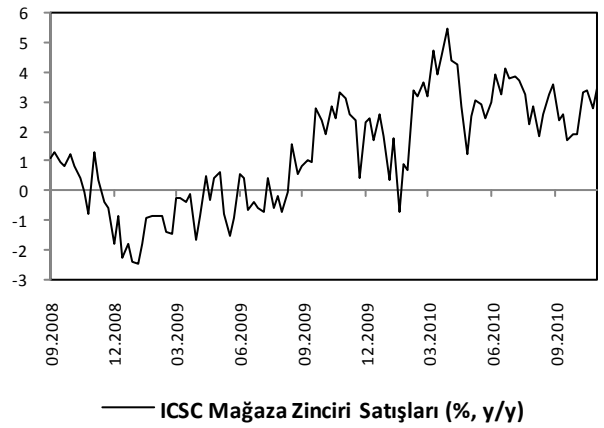


TÜKETİM GÖSTERGELERİ

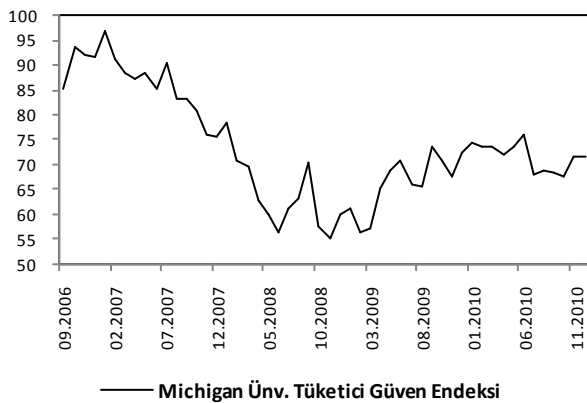
Perakende SatıŐlar



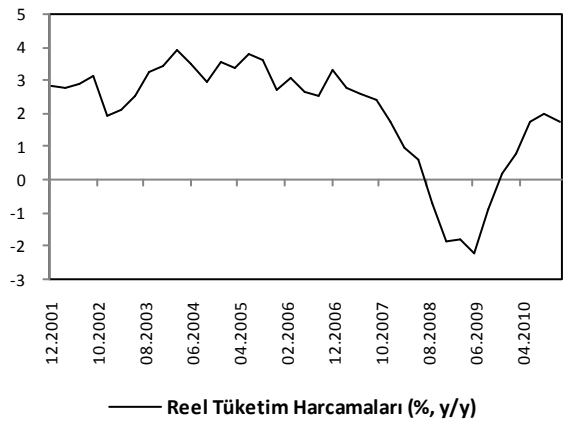
Haftalık Perakende SatıŐ Verileri



Michigan Tüketici Güven Endeksi



Tüketim Harcamaları



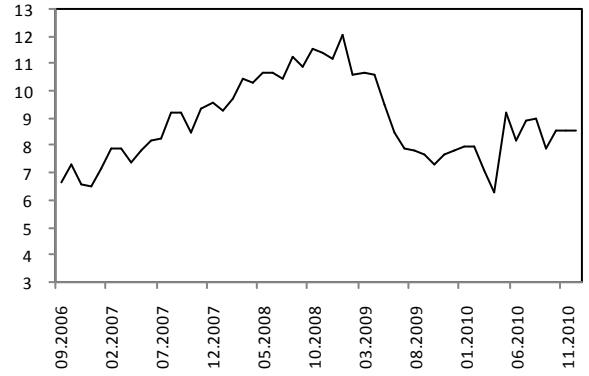
KONUT PİYASASI GÖSTERGELERİ

Konut Satışları



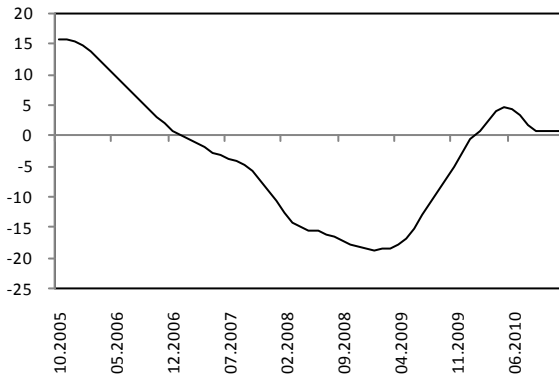
— Bekleyen Konut Satışları Endeksi
— İkinci El Konut Satışları (Milyon, Sağ Eksen)

Yeni Konut Arzı



— Yeni Konut Arzı (milyon adet)

Konut Fiyatları



— Case Shiller Konut Fiyat Endeksi

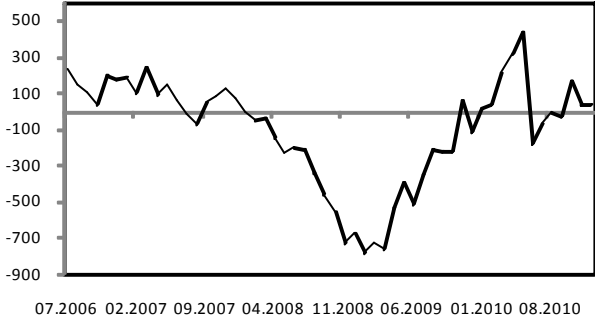
İpotekli Konut Kredisi Faizleri



— Mortgage Faiz (Sabit Faizli)
— Mortgage Faiz (Değişken Faizli, Sağ Eksen)

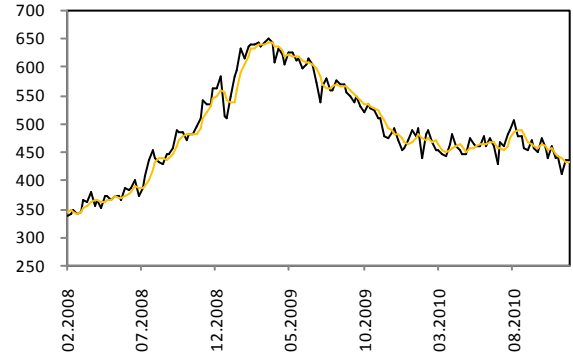
İŞGÜCÜ PİYASASI GÖSTERGELERİ

Tarım Disi İstihdam



— Tarım Disi İstihdam Aylık Değişim (Bin Kisi)

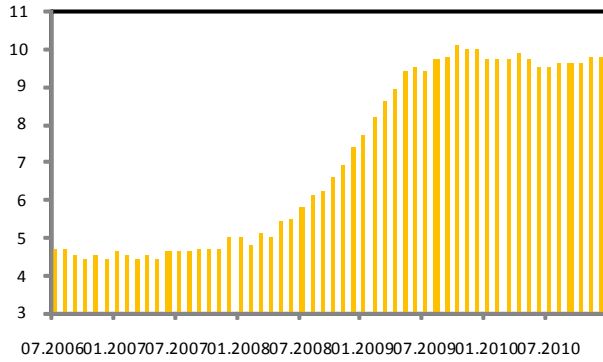
İşsizlik Başvuruları



— Haftalık İşsizlik Başvuruları (Bin)

— Haftalık İşsizlik Başvuruları (4 Haf. H.O.)

İssizlik Orani



■ İssizlik Orani (%)

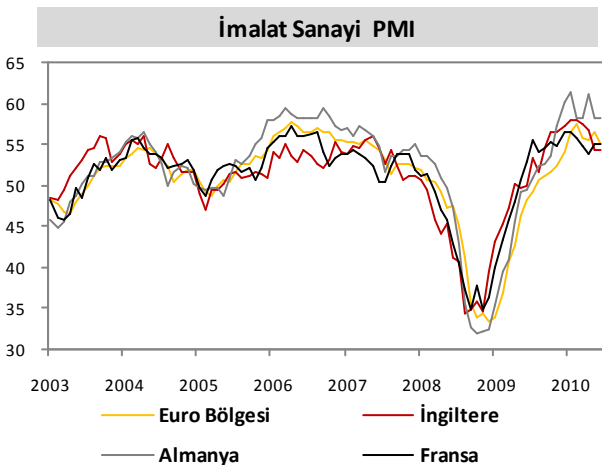
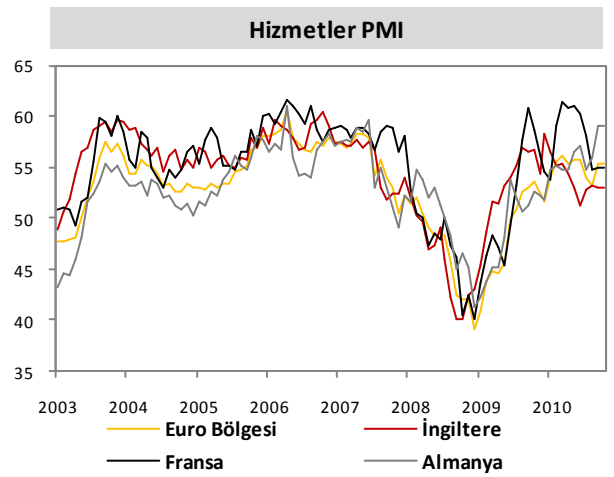
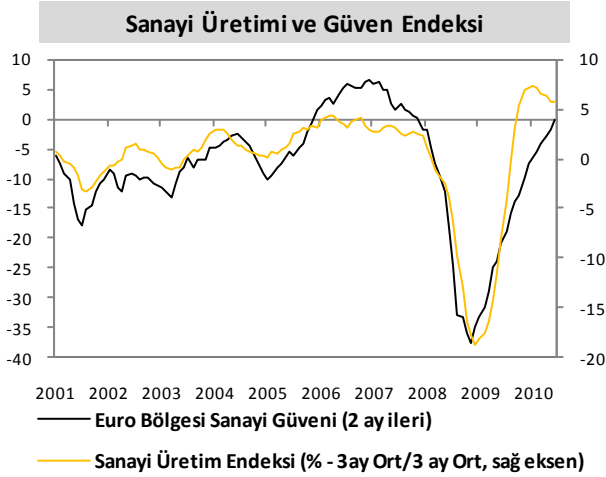
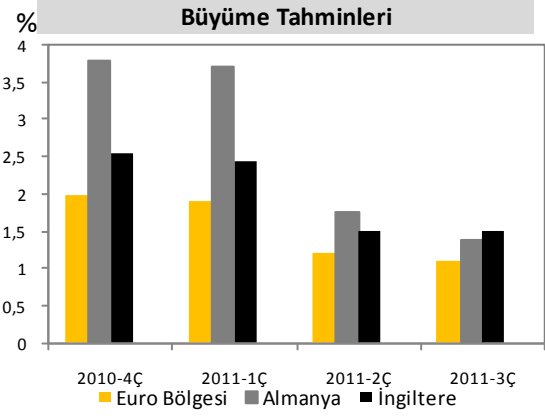
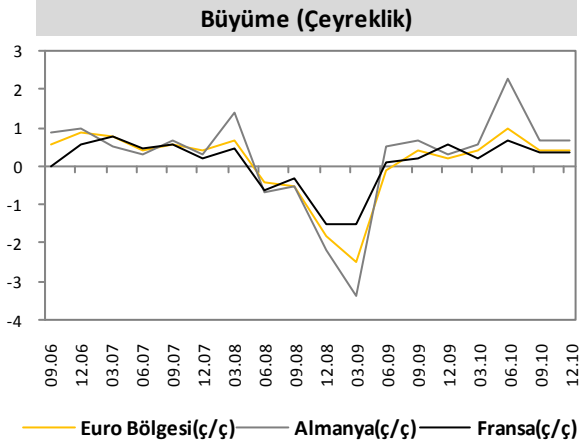
Ortalama Saatlik Ücret



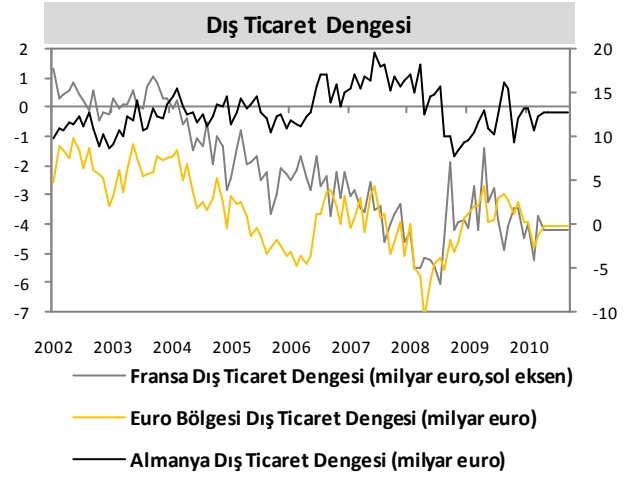
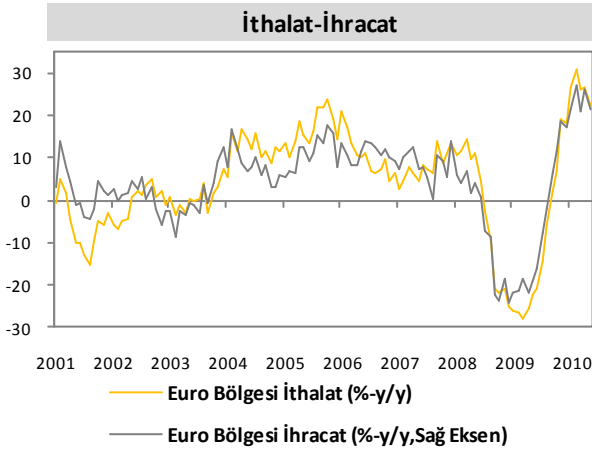
— Ortalama Saatlik Ücret (% y/y)

EURO BÖLGESİ

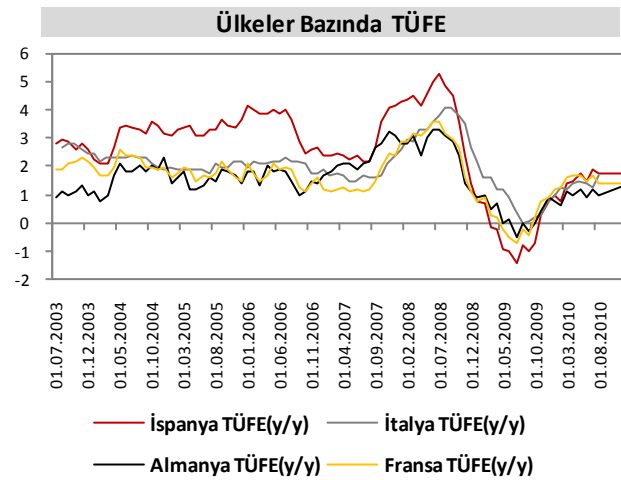
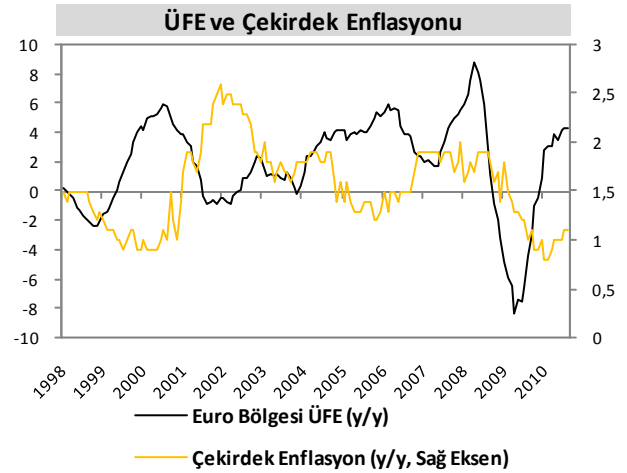
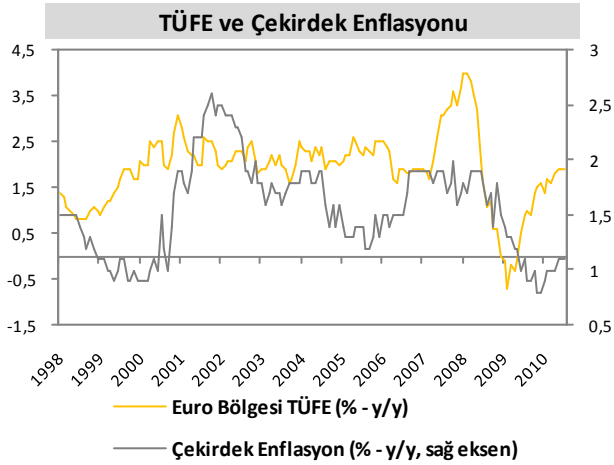
AKTİVİTE GÖSTERGELERİ



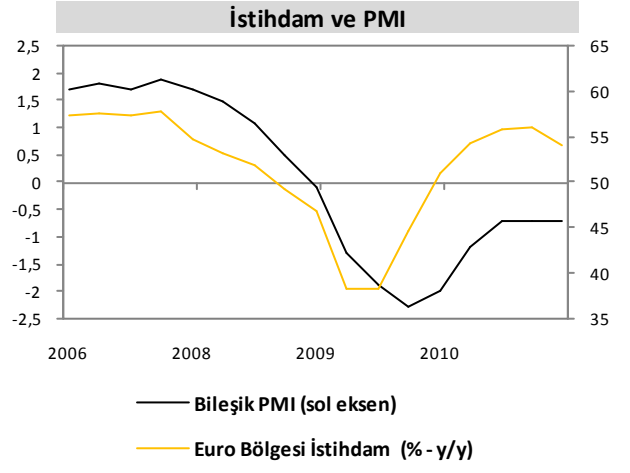
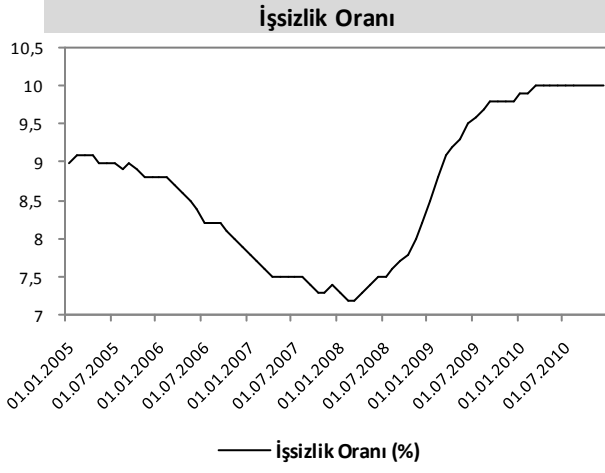
DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ



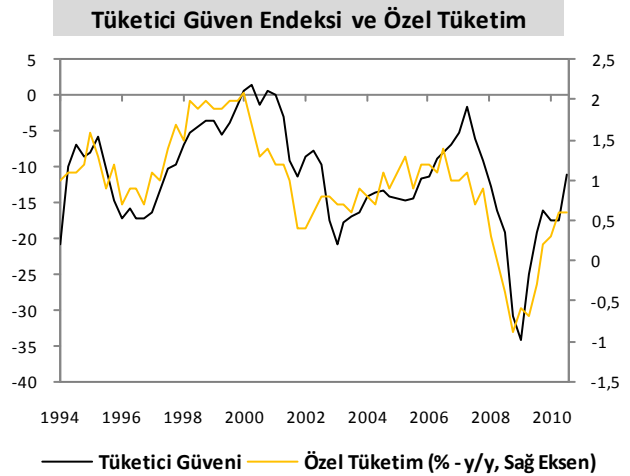
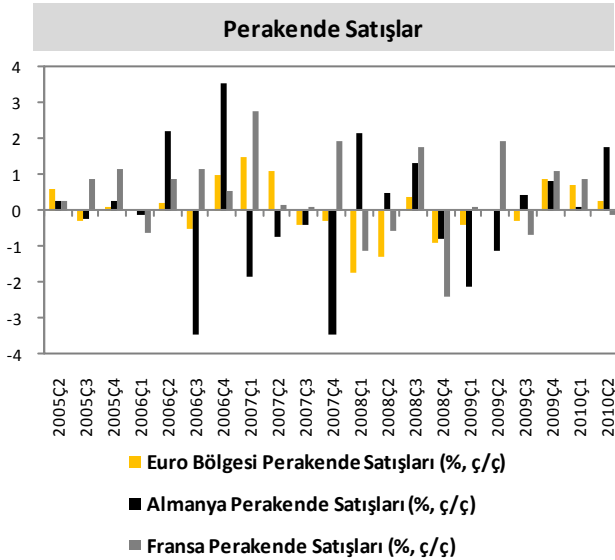
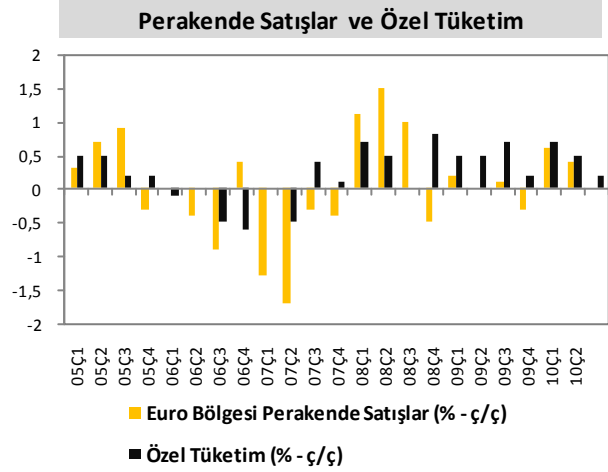
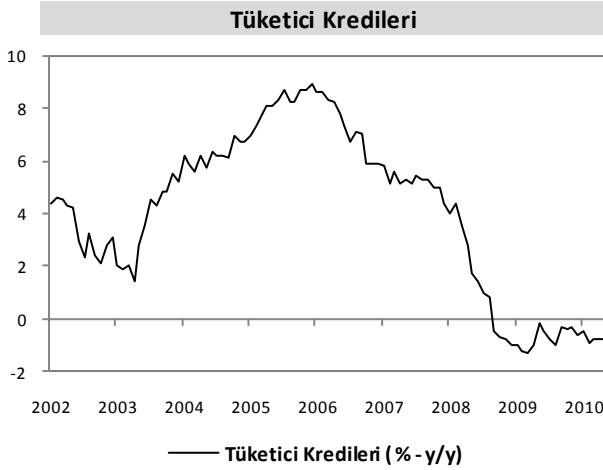
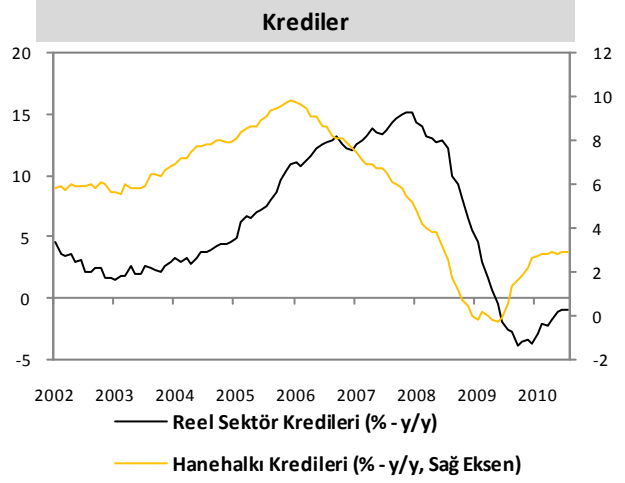
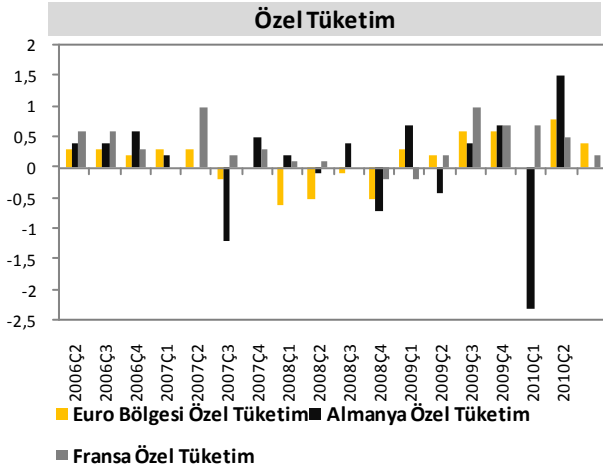
ENFLASYON GÖSTERGELERİ



İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

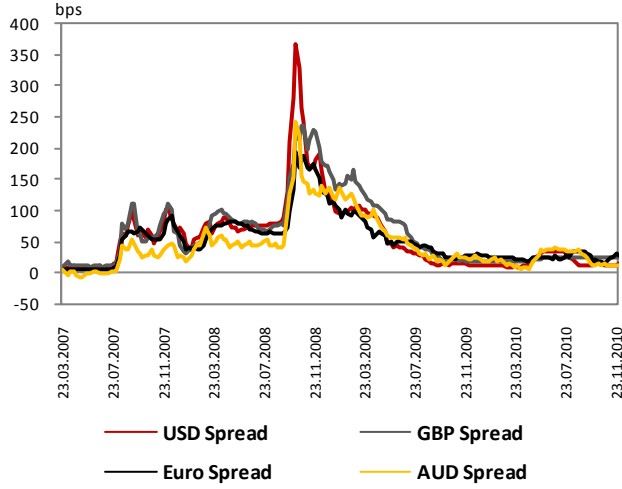


TÜKETİM GÖSTERGELERİ

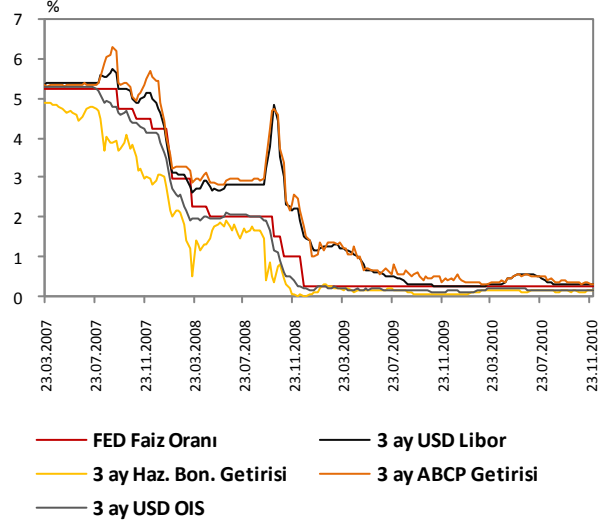


LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

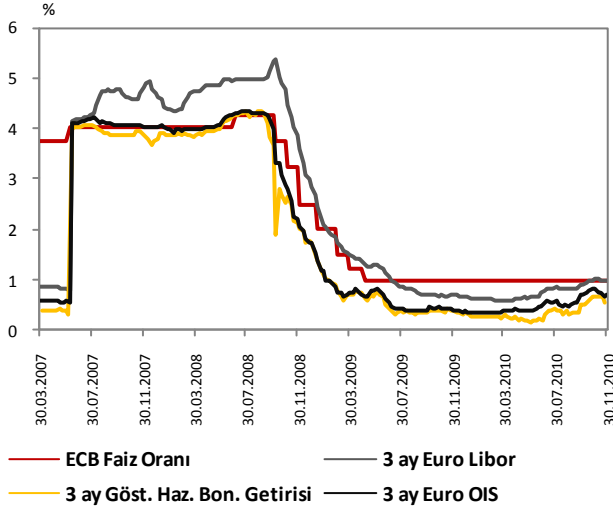
LIBOR ve OIS Spreadleri



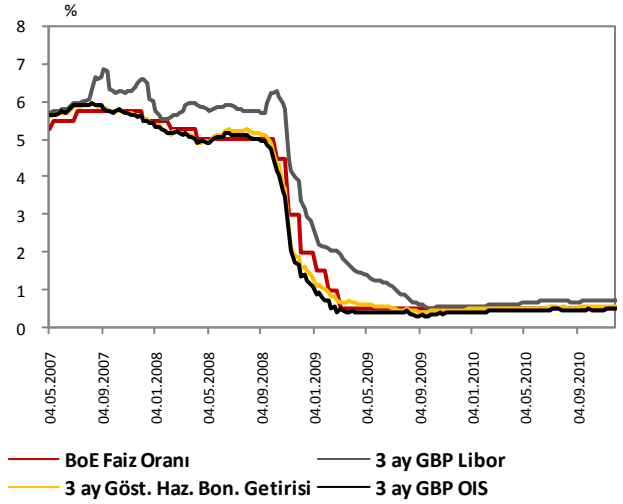
ABD Kısa Vadeli Faiz Oranları



Euro Bölgesi Kısa Vadeli Faiz Oranları



İngiltere Kısa Vadeli Faiz Oranları



Serkan Özcan	Baş Ekonomist	serkan.ozcan@vakifbank.com.tr	0312-455 70 87
Cem Erođlu	Kıdemli Ekonomist	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0312-455 84 80
Nazan Kılıç	Ekonomist	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0312-455 84 89
Bilge Özalp Türkarşlan	Ekonomist	bilge.ozalpturkarşlan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 88
Zeynep Burcu Çevik	Ekonomist	zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Seda Meyveci	Ekonomist	seda.meyveci@vakifbank.com.tr	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0312-455 84 87
Selin Düz	Araştırmacı	selin.duz@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Naime Dođan	Araştırmacı	naime.dogan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 86
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0312-455 84 82
Elif Artman	Araştırmacı	elif.artman@vakifbank.com.tr	0312-455 84 90
Senem Güder	Araştırmacı	Senem.guder@vakifbank.com.tr	0312-455 84 76
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 83

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.