

Yeni bir teknoloji balonu mu?

2007 yılının sonunda ABD’de başlayan ve hızla küresel bazda yayılan finansal krizin ardından varlık piyasalarına yönelik balon oluşumu tartışmaları yeniden hızlanmıştır. Özellikle, son yaşanan krizde konut piyasasında oluşan balonun başlıca etken olduğu yönündeki tartışmalarda ciddi bir fikir birliğine ulaşılmaması diğer varlık piyasalarına da daha fazla odaklanılmasına neden olmaktadır. Son dönemde Çin ekonomisinde bir varlık balonu oluşup oluşmadığına dair tartışmalar hız kazanırken, geçmiş deneyimlerin ışığında teknoloji sektörünün gelişimi ve söz konusu gelişmelerin hisse senedi piyasalarına yansımaları endişeleri arttırmaktadır. 90’lı yılların son döneminde teknoloji şirketlerinin hisselerinde hızlı ve sert yükselişlerin görülmesi ve ardından ani bir düşüş trendinin başlayarak tüm hisse senedi piyasalarında bir düzeltmenin görülmesi (dot-com) benzer bir sürecin günümüzde yaşanıp yaşanmadığı konusundaki soru işaretlerini doğurmuştur.

Uluslararası Ekonomide Geçtiğimiz Haftanın Önemli Gelişmeleri**ABD**

- ABD Merkez Bankası (FED) Başkanı Ben Bernanke, global emtia fiyatlarında artışın ABD için daha geniş bir enflasyon problemine dönüşmeyeceğine inandığını bildirdi.
- ABD’de Mart’ta ISM imalat dışı sektörler endeksi 57.3’e geriledi.
- ABD’de Mart ayında perakende satışlar bir önceki aya göre %0.6 azaldı.
- ABD’de işsizlik başvuruları 10 bin azalarak 385 bin olan beklentilerin altında 382 bine geriledi.
- Kongre Bütçe Ofisi’nin verilerine göre ABD’de federal hükümet 1 Ekim 2010’da başlayan mali yılın ilk yarısında 830 milyar dolar açık verdi.

AVRUPA

- Avrupa Merkez Bankası (ECB) beklendiği gibi gösterge faizi 25 baz puan artırarak %1.25’e çıkardı. Banka 2008’den bu yana ilk defa faiz artırımını yaptı.
- Euro Bölgesi’nde gayrisafi yurtiçi hasıla (GSYH) büyümesi 2010’un dördüncü çeyreği için %0.3 olarak teyit edildi. Euro Bölgesi’nde GSYH geçen yılın aynı dönemine göre ise %2 ile beklentilere paralel büyüdü.
- Euro Bölgesi’nde Şubat’ta üretici fiyatları aylık bazda %0.9 olan beklentilerin altında %0.8, yıllık bazda %6.6 yükseldi.
- Euro Bölgesi’nde özel sektör aktivitesi Mart’ta daha yavaş bir büyüme kaydetti. Kompozit PMI 58.2’den 57.6’ya indi.
- İngiltere Merkez Bankası (BOE) faiz oranında değişikliğe gitmedi. Banka faiz oranını %0.5 olarak bıraktı.
- İngiltere’de sanayi üretimi Şubat’ta %0.4 artış beklentisine karşılık %1.2 azaldı. Veri, Ağustos 2009’dan bu yana en düşük değeri aldı.
- Moody’s, Portekiz’in kredi notunu A3’ten BAA1’e indirdiğini bildirdi. Ekonominin görünümünü negatif olarak teyit etti.

DIĞER ÜLKELER

- Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü (FAO), dünya gıda fiyatlarının 8 aydır ilk kez düşüş gösterdiğini bildirdi. Böylece Dünya Gıda Fiyat Endeksi Mart ayında Şubat ayındaki rekor seviyeden %2.9 düştü.
- BOJ’un geçen haftaki toplantısında faiz oranını %0.100 seviyesinde bırakırken, depremi vurduğu bankalara yardım için 1 trilyon yen tutarında bir kredi programı başlattı. Depremi yol açtığı zararların telafisi için ortaya koyacağı ilk ek bütçenin büyüklüğünün 4 trilyon Yen civarında olacağını kaydediliyor.
- Çin Merkez Bankası, bu yıl ikinci kez faiz artırımına gitti. Fiyat baskılarını soğutmaya çalışan Banka, 1 yıl vadeli mevduat faizini 25 baz puan artırarak %3.25 ve 1 yıl vadeli kredi faizini 25 baz puan artırarak %6.31’e çıkardı. Yapılan açıklamaya göre faiz artırımını 6 Nisan’da yürürlüğe girecek.
- Brezilya, geçen hafta iki buçuk yılın zirvesini gören realin güçlenmesini önlemek için yabancı krediler için uygulanan vergiyi uzattı. Böylece artık bankalar ve şirketler yurt dışı kaynaklı kredi kullandıklarında % 6 vergi ödeyecekler.

Yeni bir teknoloji balonu mu?

2007 yılının sonunda ABD’de aşlayan ve hızla küresel bazda yayılan finansal krizin ardından varlık piyasalarına yönelik balon oluşumu tartışmaları yeniden hızlanmıştır. Özellikle, son yaşanan krizde konut piyasasında oluşan balonun başlıca etken olduğu yönündeki tartışmalarda ciddi bir fikir birliğine ulaşılması diğer varlık piyasalarına da daha fazla odaklanılmasına neden olmaktadır. Son dönemde Çin ekonomisinde bir varlık balonu oluşup oluşmadığına dair tartışmalar hız kazanırken, geçmiş deneyimlerin ışığında teknoloji sektörünün gelişimi ve söz konusu gelişmelerin hisse senedi piyasalarına yansımaları endişeleri arttırmaktadır. 90’lı yılların son döneminde teknoloji şirketlerinin hisselerinde hızlı ve sert yükselişlerin görülmesi ve ardından ani bir düşüş trendinin başlayarak tüm hisse senedi piyasalarında bir düzeltmenin görülmesi (dot-com) benzer bir sürecin günümüzde yaşanıp yaşanmadığı konusundaki soru işaretlerini doğurmuştur.

1999 deneyimi ve düşündürdükleri

1995 ve 2000 yılları arasında ABD teknoloji piyasasındaki varlıkların değerlerinin hızla artması ve ardından sert düşüşlerin görüldüğü süreç dot-com krizi olarak adlandırılmaktadır. Kriz, öncesi düşük seyreden faiz oranları varlık fiyatlarındaki yükselişleri destekleyen en önemli nedenlerden biri olarak dikkat çekmektedir. Yatırımcılar hisse senetlerinin daha da değerleneceği beklentisi altında yatırım yapmaya devam etmişlerdir. Bu nedenle birçok şirket değerinin üzerinde işlem görmeye başlamıştır. 10 Mart 2000’de Nasdaq teknoloji endeksi 5048,62’den 5132,52’ye yükselerek krizin zirvesine ve bir önceki yılın aynı dönemine göre 2 katına ulaşmıştır. ABD’de yaşanan söz konusu kriz başta Avrupa ve Japonya olmak üzere diğer bölgelerde de hissedilmiş ve uluslar arası ve kimlik kazanmıştır.

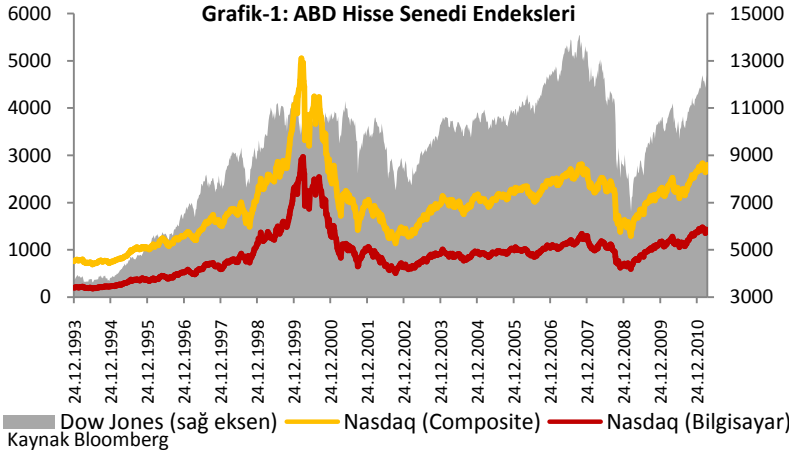
Teknoloji şirketleri büyük kayıplar yaşamaya mal olsa bile müşteri tabanını genişletmek için ellerinden geleni yapmışlardır. Örneğin Google firması kar etmemeyi göze alarak AR-GE çalışmalarını hızlandırmak için altyapı oluşturma amaçlı harcamalar yapmıştır. 2001-2002 yıllarında 3G çalışmaları için Almanya, İngiltere ve İtalya gibi ülkelerdeki operatör firmaları da benzer harcamalar yapmış ve büyük meblağlarda borçlanmışlardır.

ABD Merkez Bankası (FED), yaşanan sıkıntıların önüne geçebilmek için 1999-2000 yılları arasında 6 kere faiz artırımına gitmiştir. Alınan önlemler piyasanın ısınmasını engelleyememiş, yapılan açıklamalar, bazı bankaların yatırımcıları yanlış yönlendirmesi ve internet teknolojilerine yatırım yapan risk sermayesi şirketlerinin yatırımlarının geri dönüşünü sağlayamamalarından dolayı bu sektörden çekilmeleri sonucu hızla değer kaybetmeleri ile son bulmuştur. Son yıllarda Web 2.0 teknolojilerinin ortaya çıkması ile internet şirketleri tekrar hızlı bir büyüme trendi yakalamıştır. 2007-2009 döneminde küresel krizin de etkisiyle yaşanan şirket birleşmeleri ve devirlere bağlı olarak sektördeki şirket bazlı yüksek büyüme hızları 2. bir teknoloji balonunun ortaya çıkması ihtimalini gündeme getirmiştir.

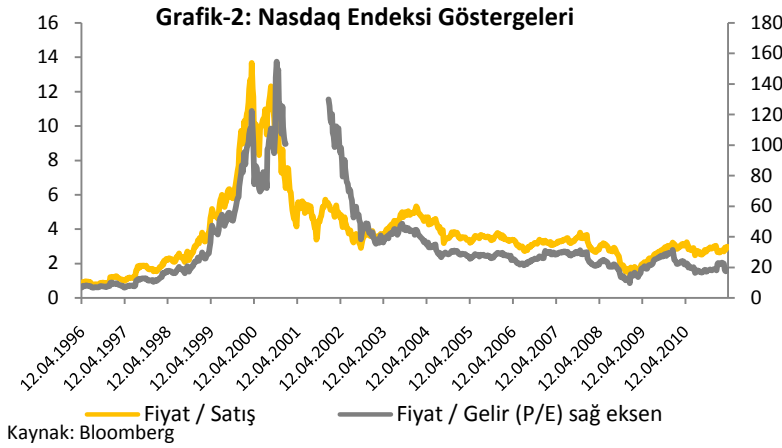
99 yılında yaşanan dot-com krizi ile şu günlerde tartışılan olası durumun karşılaştırılması

dot-com Krizi	2011’de yaşanan gelişmeler
24 tane internet şirketinin piyasa değeri 71 milyar dolar	5 tane internet şirketinin değeri 71 milyar dolar
308 teknoloji firmasının halka arzı	20 teknoloji firmasının halka arzı
Risk sermayesi yatırımları tutarı:200 milyar \$	Risk sermayesi yatırımları tutarı:90 milyar \$
50 milyon internet kullanıcısı	2 milyar internet kullanıcısı

Teknoloji Hisseleri ve Göstergeler



Teknoloji hisselerinde son dönemde görülen hareketlerin herhangi bir balona işaret edip etmediği tartışmalara yönelik önemli bir başlangıç noktası olarak dikkat çekmektedir. Grafik-1’de de görüldüğü gibi Nasdaq ve Nasdaq teknoloji endekslerinde Dow Jones endeksine paralel bir seyrin hakim olduğu görülmektedir. Ancak 1998-1999 döneminde teknoloji hisselerindeki artışın Dow Jones endeksinde daha sert olduğu görülmektedir. Bu durum söz konusu dönemdeki varlık balonu düşüncesini desteklerken, son dönemde önemli bir ayrışma dikkat çekmemektedir. Buna ek olarak, genel Nasdaq endeksinin teknoloji endeksinden daha büyük bir artışa işaret etmesi teknoloji balonu oluştuğu görüşünü desteklememektedir.

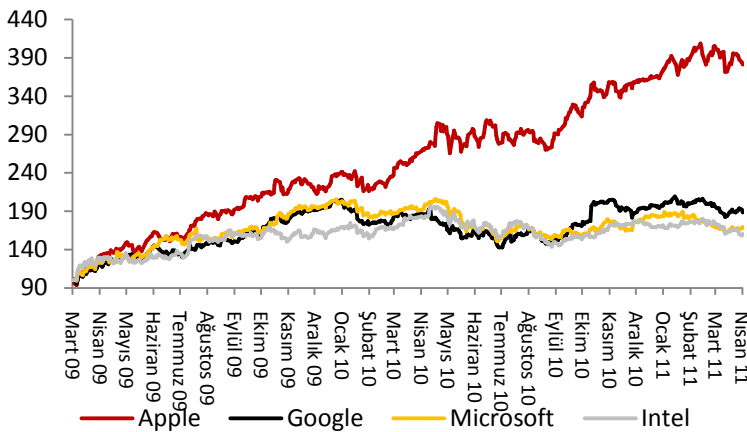


ABD’de sanayi ve bunun alt sektörü konumundaki teknoloji şirketlerinin hisse senedi endekslerinin incelenmesinin yanında, bu endekslere ilişkin finansal göstergelerin de incelenmesi varlık piyasalarının nabzının ölçülmesi açısından yararlı görülmektedir. Bu bağlamda, fiyat / satış ve fiyat / gelir göstergeleri söz konusu piyasalarda bir balon oluşup oluşmadığına ilişkin önemli ipuçları vermektedir. Özellikle geçmiş deneyimlerindeki seyir göz önüne alındığında söz konusu göstergelerin de bir varlık balonu oluşmadığına işaret ettiği görülmektedir.

ABD teknoloji sektörüne şirket bazında bakış

Teknoloji sektöründe bir varlık balonu oluşup oluşmadığı yönünde yaptığımız analizlerde ele aldığımız genel endeks ve göstergelerin sektörde anormal bir gelişmenin olduğuna işaret etmediğinin anlaşılmasının ardından tartışmaların şirket bazlı gelişmelere bağlı olabileceği beklentilerimiz yükselmiştir.

Grafik-3: Önemli Teknoloji Şirketlerinin Piyasa Değerleri (milyar\$)



Bu kapsamda, dünya teknoloji sektöründe büyük paya sahip olan dört teknoloji şirketinin grafiği incelendiğinde, özellikle son on yıldır söz konusu şirketlerin borsa değerlerinde yukarı yönlü trend dikkat çekerken, ürün çeşitliliği ve kalitesiyle ön plana çıkan Apple’ın hisse senedi değerindeki sert ve hızlı artışlar gözlenmiş, teknoloji piyasasında payı yüksek olan diğer şirketlerin piyasa değerindeki artışların daha ılımlı olduğu göze çarpmıştır. Şirketlerin, Nasdaq bilgisayar endeksindeki yukarı yönlü harekete paralel bir görünüm sergilediği söylenebilirken,

söz konusu sektör endeksinin Nasdaq endeksinden düşük seviyelerde seyrediyor olması ve seçilen en önemli dört şirketten sadece Apple'ın trendinin sert bir artışa işaret etmesi, şirket değerlerinde yaşanan bu artışların, daha çok şirket bazlı olabileceği ihtimalini güçlendirmektedir. Sektörde yer alan rastgele seçilmiş yirmi şirketin 1999'dan bu yana piyasa değerlerindeki hareketler incelendiğinde ise, 1999 sonunda başlayan ve 2000 yılında etkisini sert şekilde gösteren dot-com krizinin yaşandığı dönemlerde birçok şirketin piyasa değerinin, şu anki seviyesinden daha yüksek olması dikkat çekmiştir. Seçilen yirmi şirketten sadece 18'inin bile toplam piyasa değerinin, 20 şirketin piyasa değerleri toplamından yüksek olduğu ve yaşanan artışın şirket bazlı olduğu görülmüştür.

Bu kapsamda, söz konusu dönemde 'teknoloji balonu' olarak adlandırılan yüksek değer artışlarının şu anki artışların oldukça üzerinde olması, tartışılan teknoloji krizinin şirket bazlı olmasını destekler niteliktedir. Şu an kriz dönemindeki değerinden yüksek piyasa değerine sahip olan teknoloji şirketlerinin, son dönemlerde ürün farklılaştırılması vb. yöntemlerle talebini artıran Thomson Reuters ve Apple olması dikkat çekerken, Apple'ın piyasa değerinin, 1999 yılındaki piyasa değerinden yaklaşık 30 kat daha fazla olması göze çarpmıştır. Özellikle 2005 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık %300 değer kazanan şirketin değer artışı her geçen yıl artmış ve bugün 312 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır.

2000 yılında yaşanan ve 'dot-com krizi' olarak bilinen teknoloji krizinin ardından, son zamanlarda sektörde meydana gelen gelişmeler ve internet şirketlerinin piyasa değerlerindeki hızlı tırmanış, yeni bir teknoloji balonunun daha mı yaşanacağı sorusunu akıllara getirmektedir. Şirketlerin piyasa değerlerinde yaşanan söz konusu artış, bu yükselişlerin gerçekten bir teknoloji balonu mu, yoksa şirket bazlı yükselişlerden mi kaynaklandığı hususunda iki farklı görüşün tartışılmasına neden olmuştur. Sonuç olarak bu çalışmada yaptığımız analizler gerek endekslerin gerekse endeks bazlı göstergelerin sektörde önemli bir varlık balonu oluşmadığına işaret etmesinin yanında, şirketler özelinde bir bakış açısı da görüşümüzü desteklemektedir.

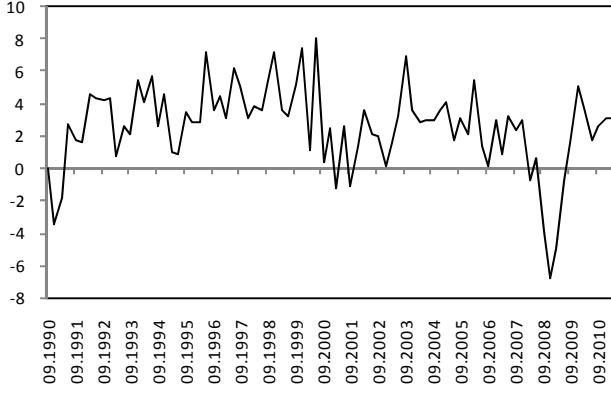
Açıklanacak Veriler (11 - 18 Nisan 2011)

		Ekonomi Gündemi	Önceki	Beklenti
11.04.2011	İtalya	Sanayi Üretimi (Şubat)	%0.6	%3.5
12.04.2011	ABD	Dış Ticaret Dengesi (Şubat)	- 46.3 mlyr \$	-44.0 mlyr \$
		Bütçe Dengesi (Mart)	222.50 mlyr \$	189.00 mlyr \$
	İngiltere	TÜFE (Mart)	%4.4	%4.4
	Almanya	TÜFE (Mart)	%2.2	%2.2
		ZEW Endeksi (Nisan)	14.1	12.0
	Fransa	Cari Denge (Şubat)	-5.1 mlyr \$	--
13.04.2011	ABD	Haftalık Mortgage Verileri	475.7	--
		Perakende Satışlar (Mart)	%1.0	%0.5
	Euro Bölgesi	Sanayi Üretimi (Şubat)	%6.6	%7.8
	İngiltere	İşsizlik Oranı (Şubat)	%8.0	%8.0
	Fransa	TÜFE (Mart)	%1.8	%2.0
14.04.2011	ABD	Haftalık İşsizlik Başvuruları	382 bin	--
		ÜFE (Mart)	%1.6	%1.1
15.04.2011		Bütçe Dengesi (Mart)		--
	ABD	TÜFE (Mart)	%2.1	%2.6
		NY FED İmalat Endeksi (Nisan)	17.50	16.65
		Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri (Şubat)	32.1 mlyr \$	--
		Kapasite Kullanım Oranı (Mart)	%77.0	%77.4
		Sanayi Üretimi (Mart)	%0.0	%0.6
	Euro Bölgesi	TÜFE (Mart)	%2.6	%2.6
	İtalya	TÜFE (Mart)	%2.5	%2.5

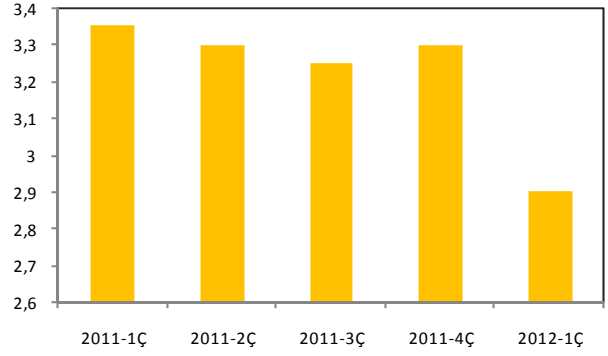
ABD EKONOMİK GÖSTERGELERİ

EKONOMİK AKTİVİTE GÖSTERGELERİ

ABD Büyüme

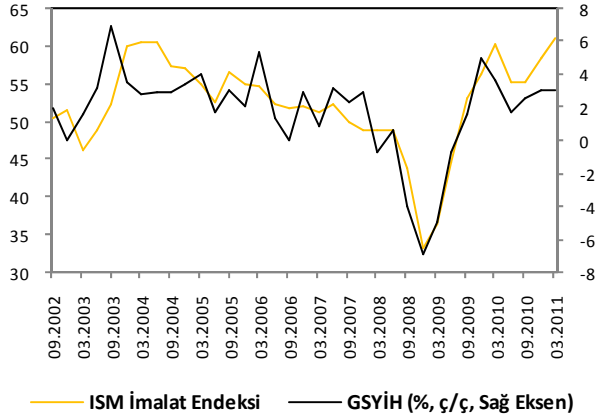


ABD Büyüme Beklentisi



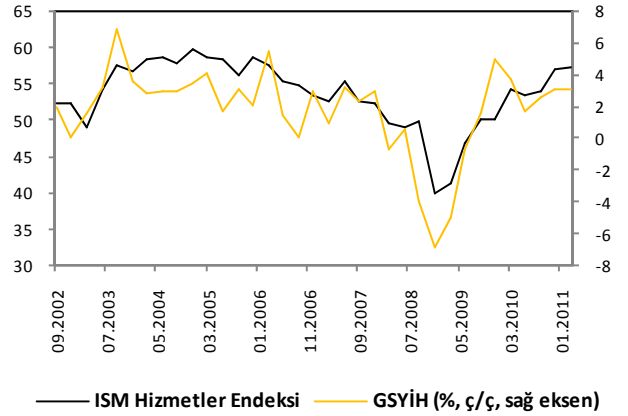
ABD Büyüme Beklentisi (% ç/ç)

ISM İmalat ve Büyüme



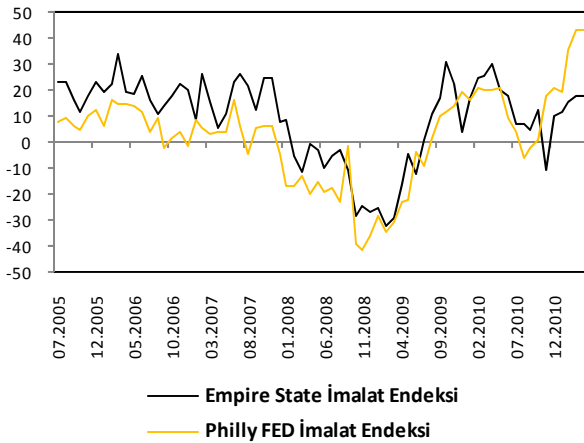
— ISM İmalat Endeksi — GSYİH (% ç/ç, Sağ Eksen)

ISM Hizmetler ve Büyüme



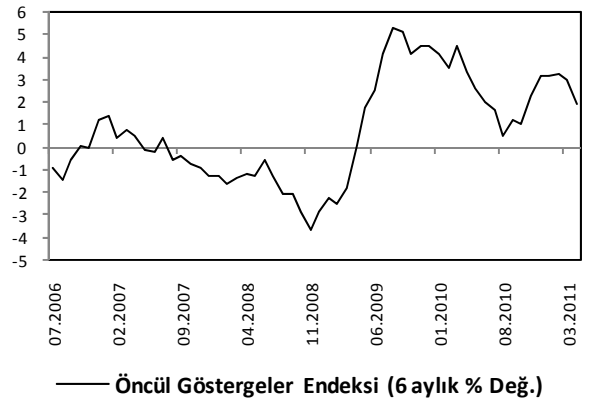
— ISM Hizmetler Endeksi — GSYİH (% ç/ç, sağ eksen)

Bölgesel Aktivite Endeksleri



— Empire State İmalat Endeksi
— Philly FED İmalat Endeksi

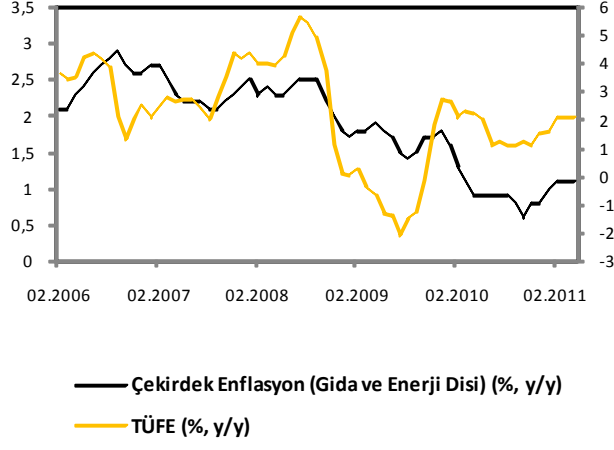
Öncül Göstergeler Endeksi



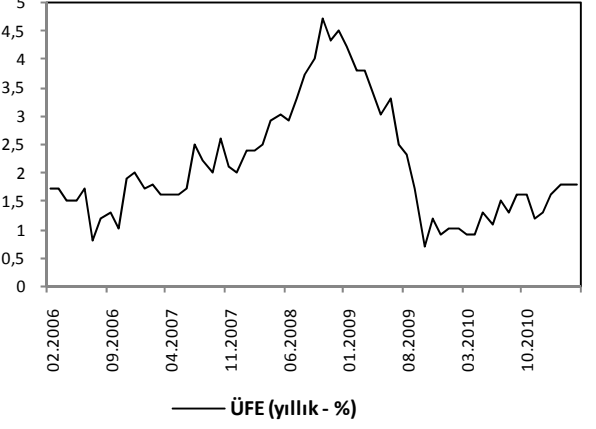
— Öncül Göstergeler Endeksi (6 aylık % Değ.)

ENFLASYON GÖSTERGELERİ

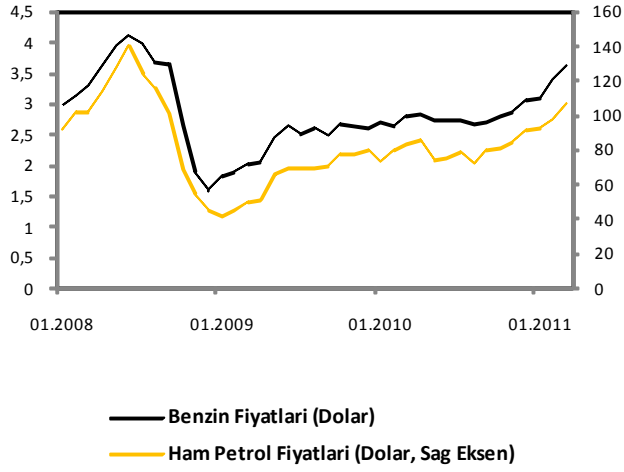
TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



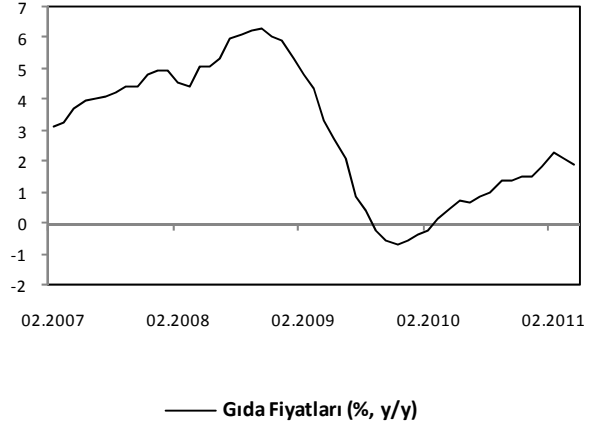
ÜFE



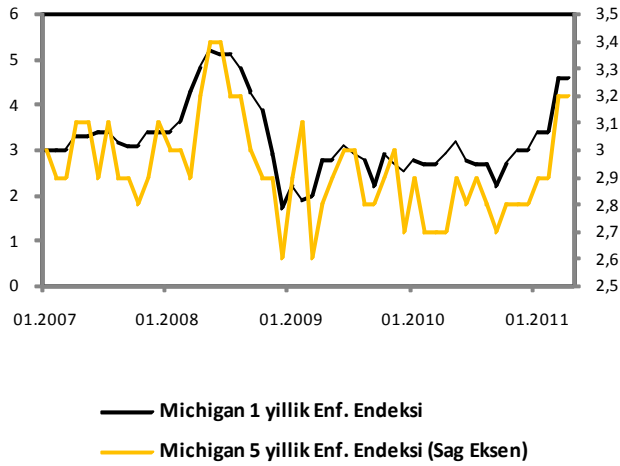
Petrol ve Petrol Ürünleri Enflasyonu



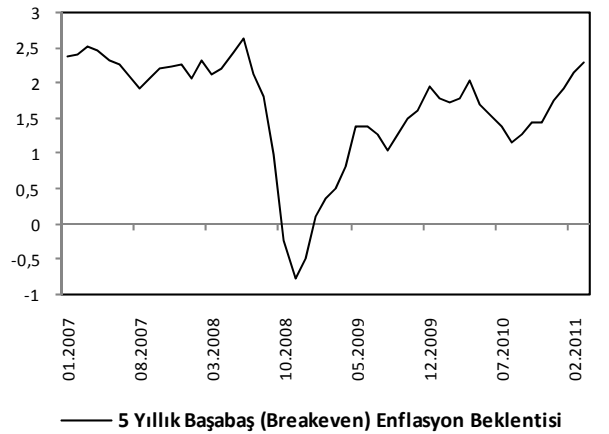
Gıda Enflasyonu



Michigan Enflasyon Beklentisi

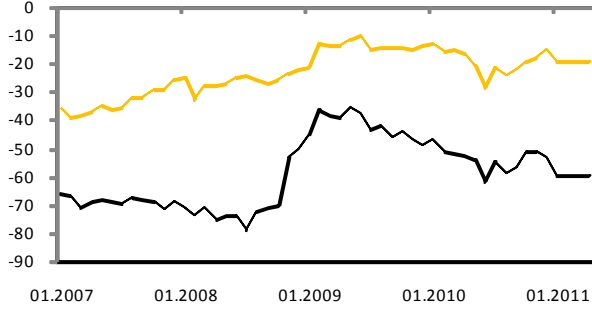


Piyasa Enflasyon Beklentisi



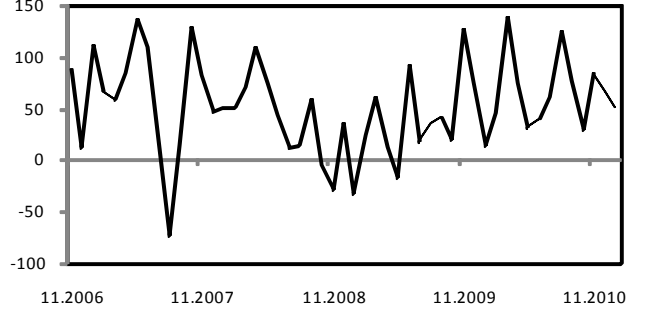
DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

ABD Dis Ticaret Dengesi



— Dis Ticaret Dengesi — Dis Ticaret Dengesi (Petrol Hariç)

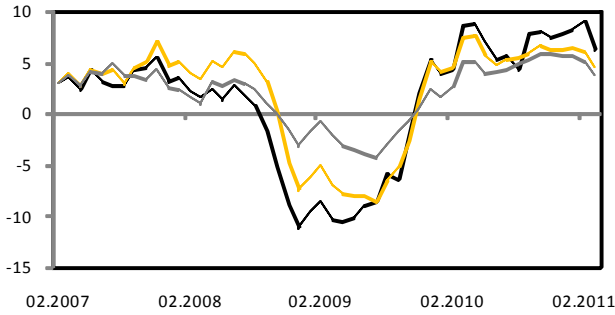
ABD Menkul Kıymetlerine Net Yabancı Yatırımı



— ABD Net Menkul Kıymet Yatırımı (Milyar \$)

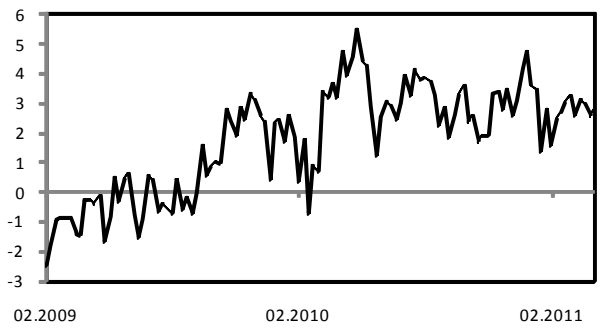
TÜKETİM GÖSTERGELERİ

Perakende Satışlar



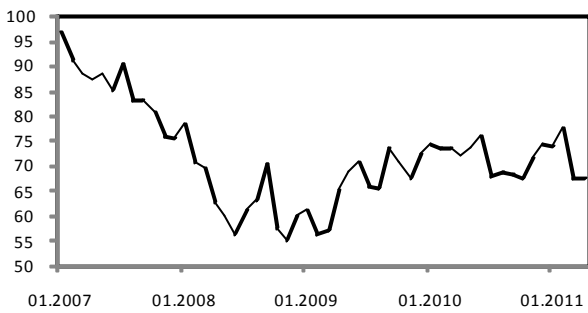
— Perakende Satışlar (% , y/y)
— Perakende Satışlar (Oto Hariç, % , y/y)
— Perakende Satışlar (Gaz Hariç, % , y/y)

Haftalık Perakende Satış Verileri



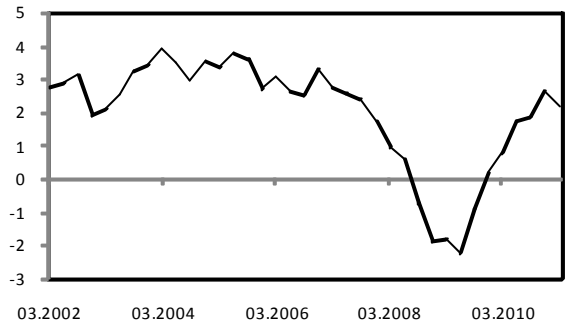
— ICSC Magaza Zinciri Satışları (% , y/y)

Michigan Tüketici Güven Endeksi



— Michigan Üniv. Tüketici Güven Endeksi

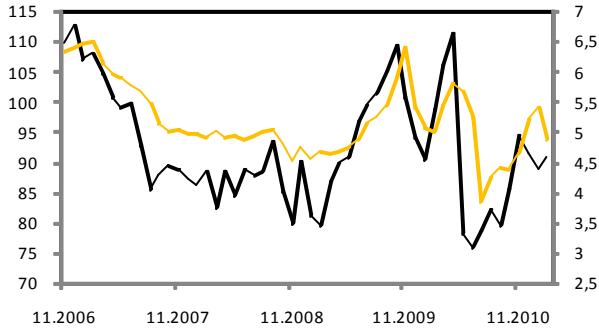
Tüketim Harcamaları



— Reel Tüketim Harcamaları (% , y/y)

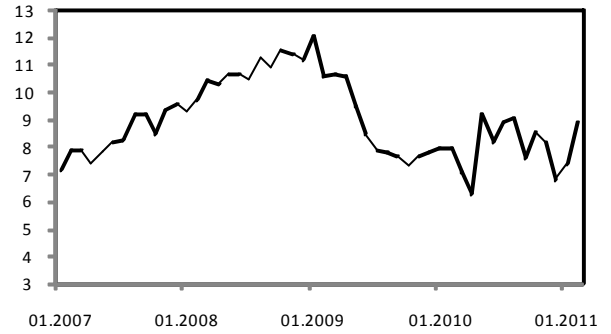
KONUT PİYASASI GÖSTERGELERİ

Konut Satislari



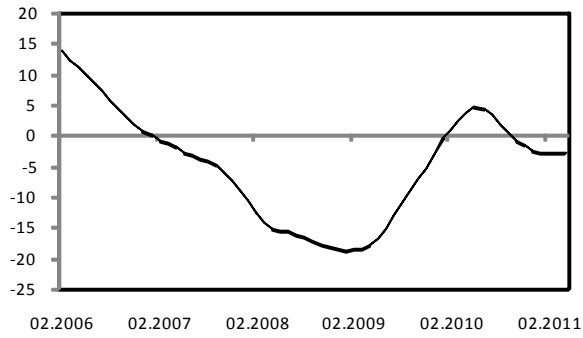
— Bekleyen Konut Satislari Endeksi
— İkinci El Konut Satislari (Milyon, Sağ Eksen)

Yeni Konut Arzi



— Yeni Konut Arzi (milyon adet)

Konut Fiyatları



— Case Shiller Konut Fiyat Endeksi

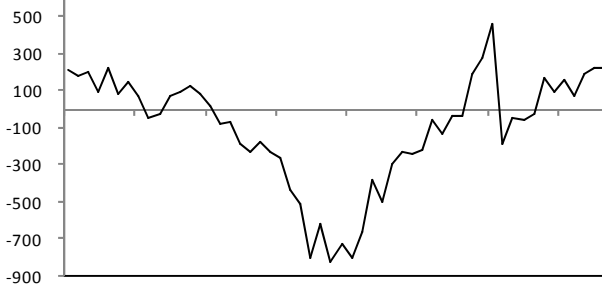
İpotekli Konut Kredisi Faizleri



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

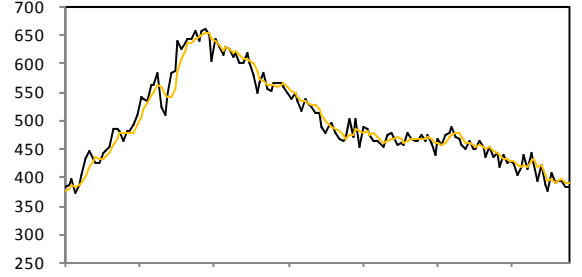
İŞGÜCÜ PİYASASI GÖSTERGELERİ

Tarım Dışı İstihdam



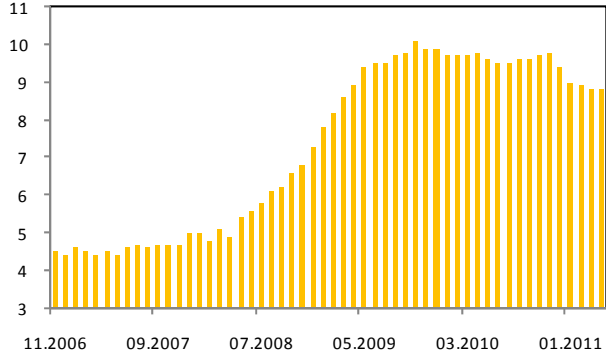
— Tarım Dışı İstihdam Aylık Değişim (Bin Kişi)

İşsizlik Başvuruları



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

İşsizlik Oranı



■ İşsizlik Oranı (%)

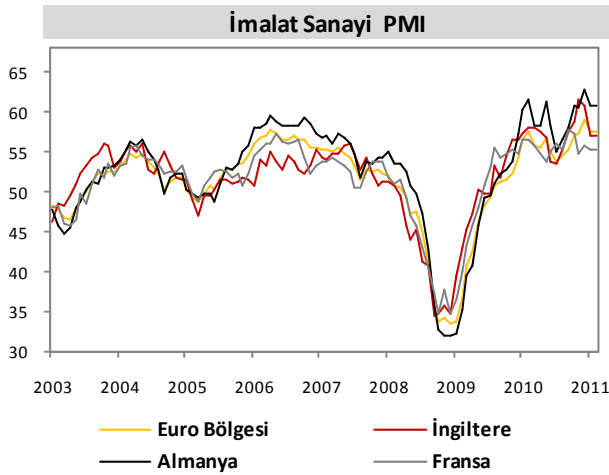
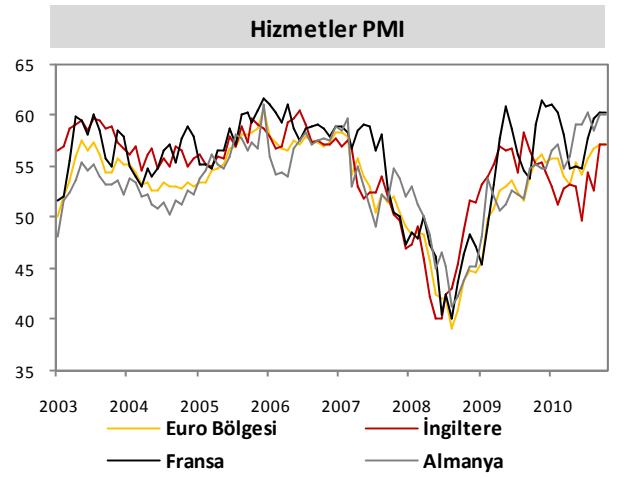
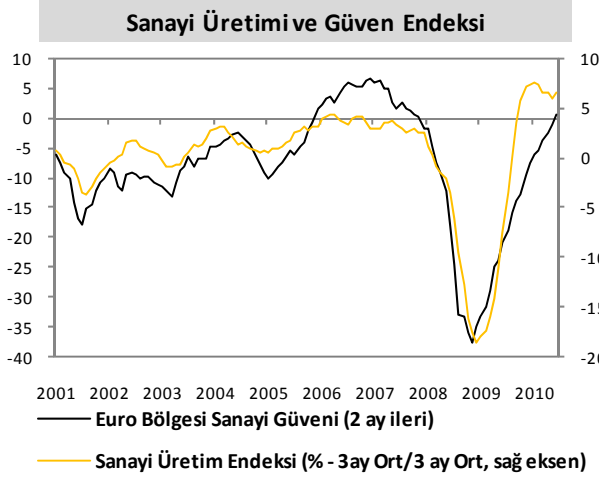
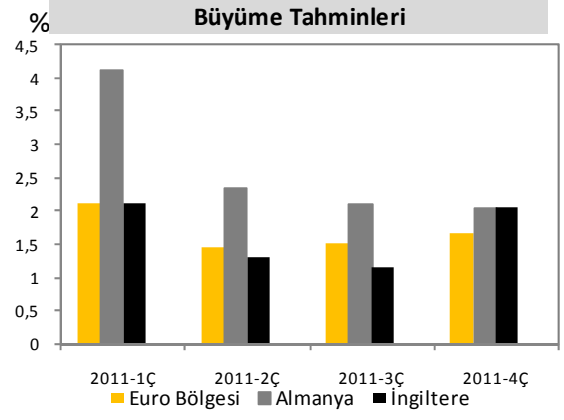
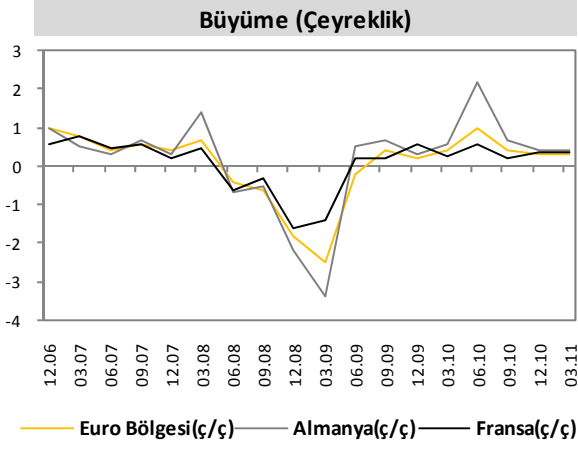
Ortalama Saatlik Ücret



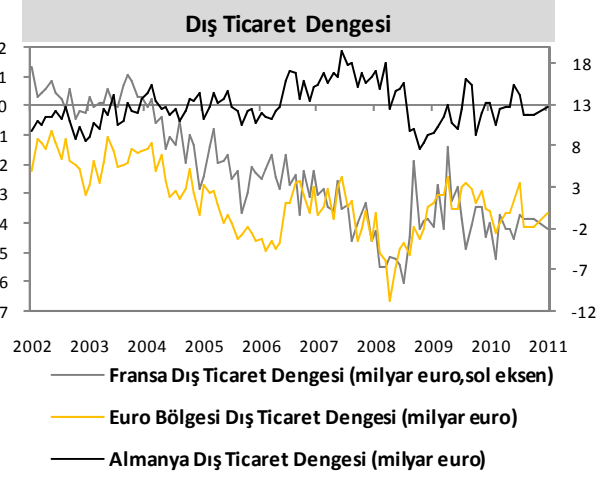
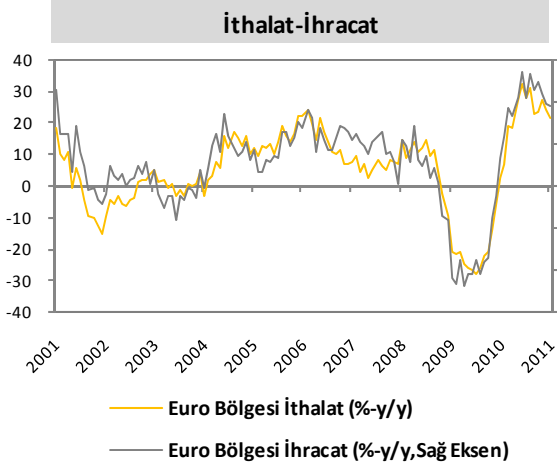
— Ortalama Saatlik Ücret (% y/y)

EURO BÖLGESİ

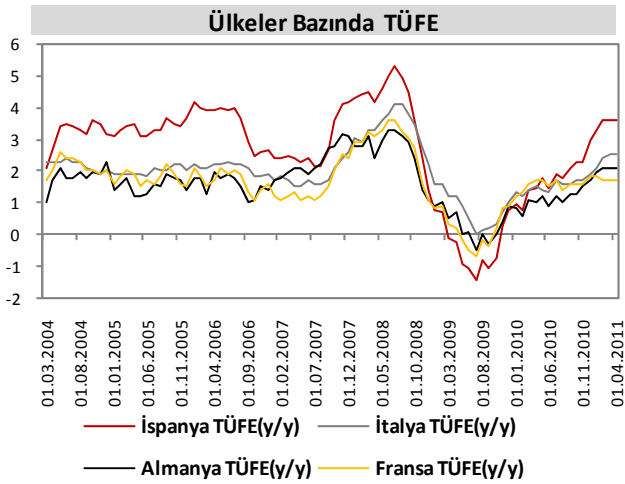
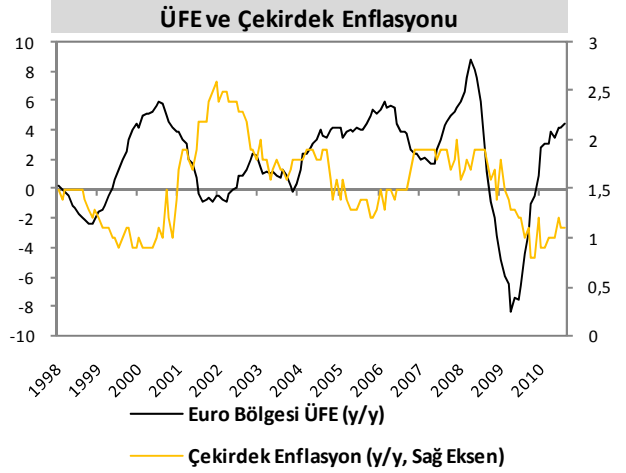
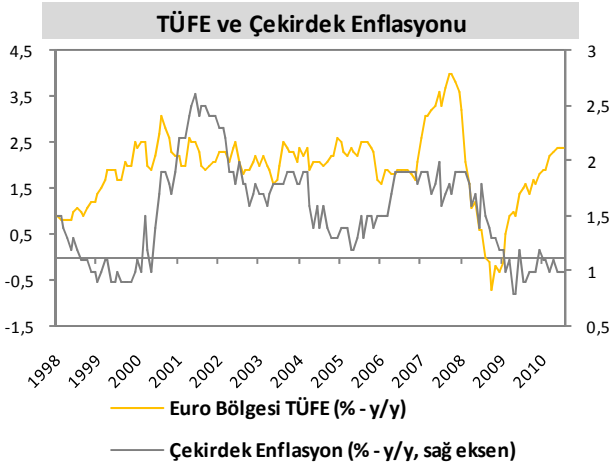
AKTİVİTE GÖSTERGELERİ



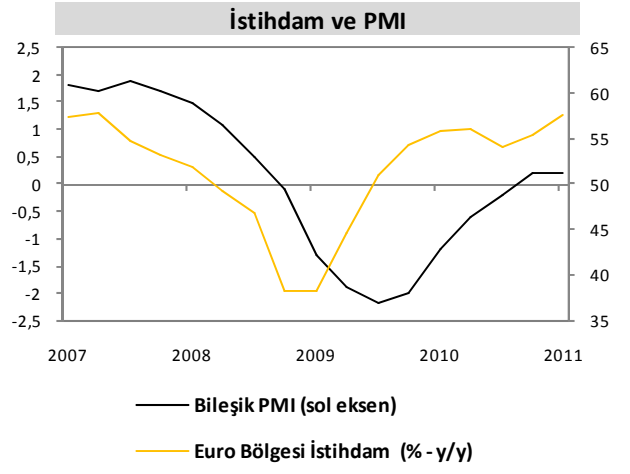
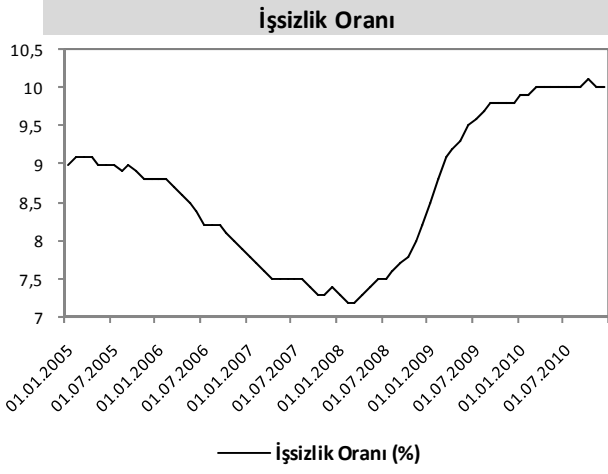
DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ



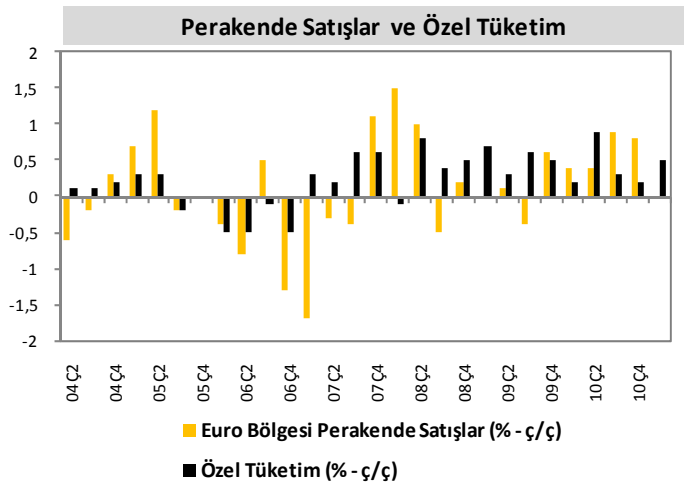
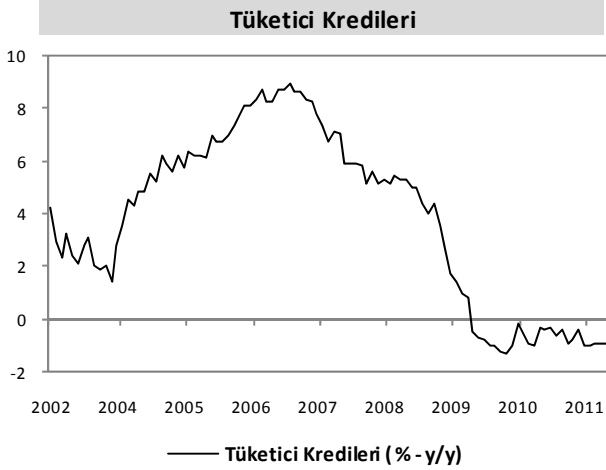
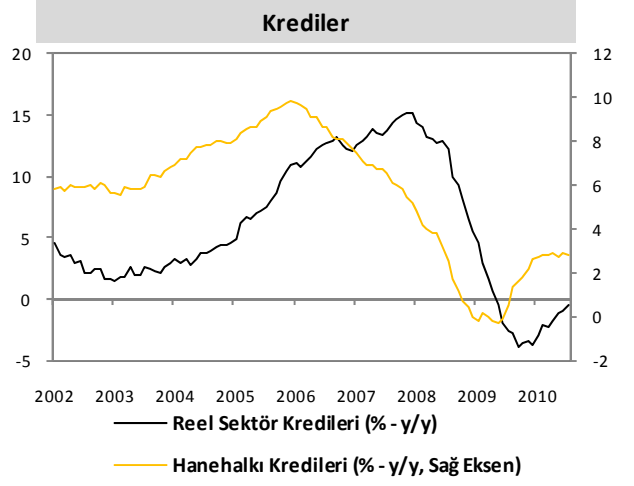
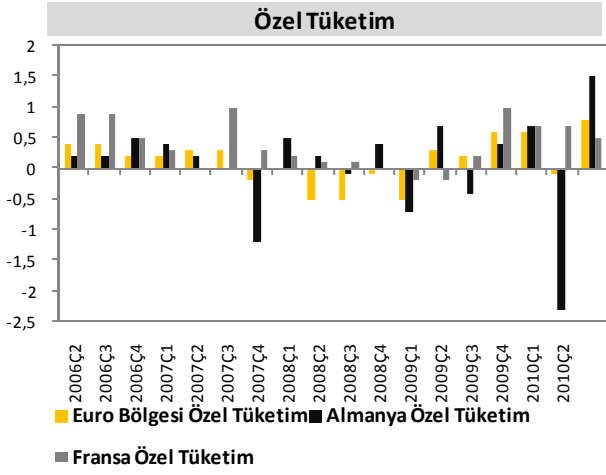
ENFLASYON GÖSTERGELERİ



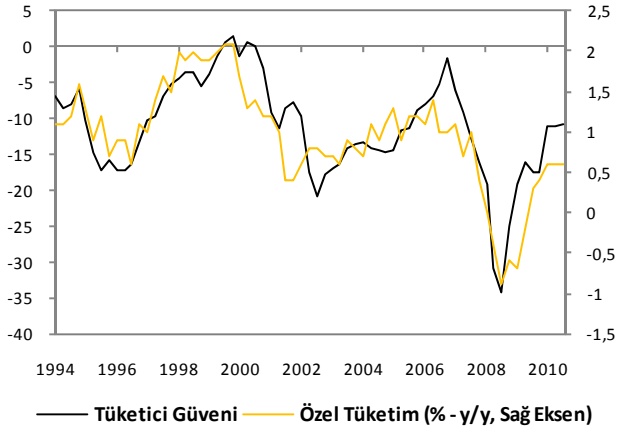
İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ



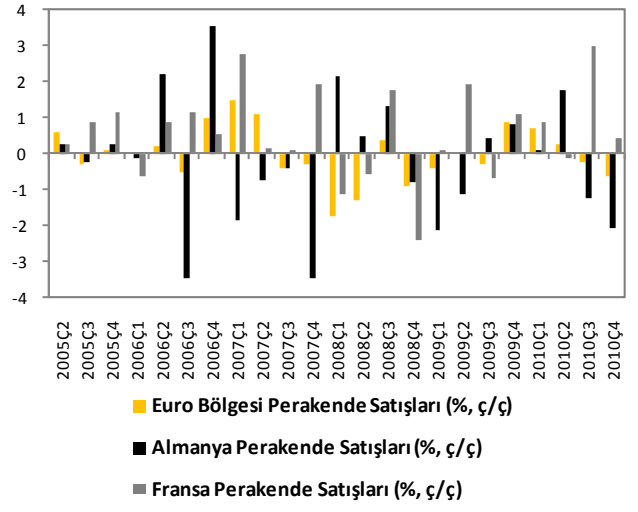
TÜKETİM GÖSTERGELERİ



Tüketici Güven Endeksi ve Özel Tüketim

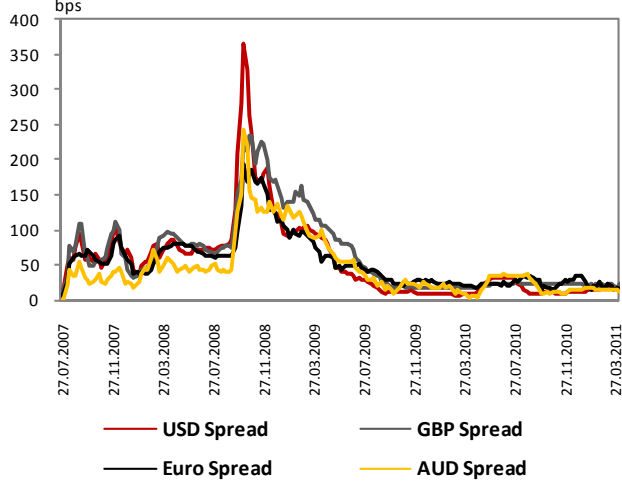


Perakende Satışlar

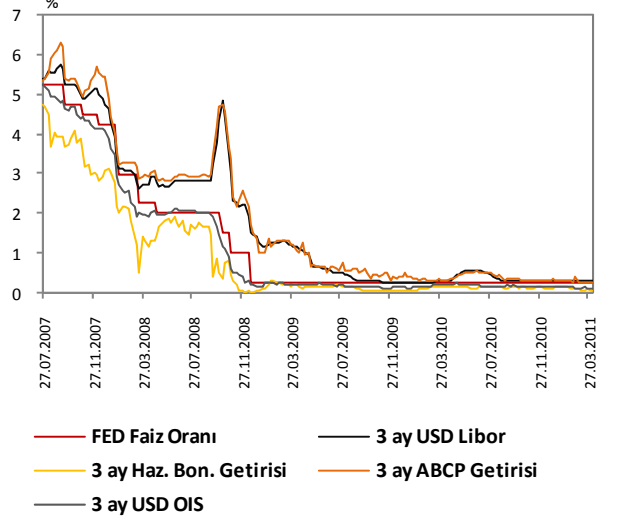


LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

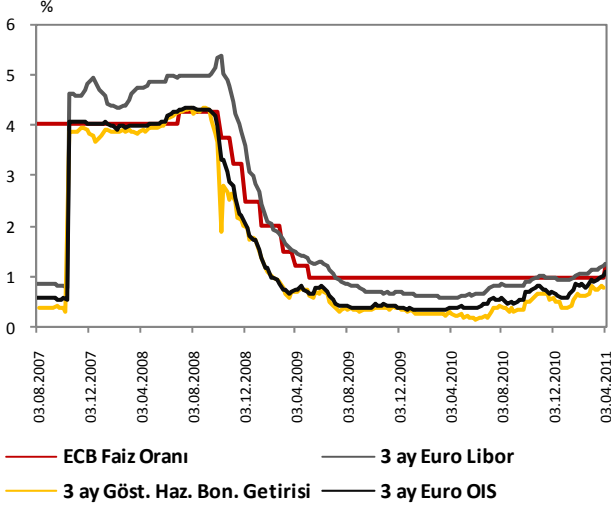
LIBOR ve OIS Spreadleri



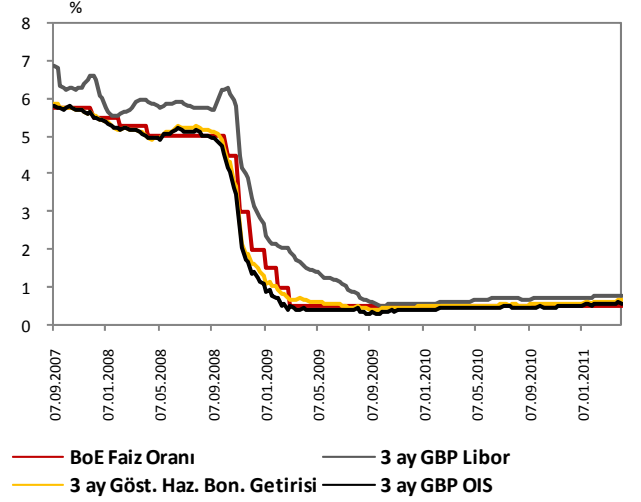
ABD Kısa Vadeli Faiz Oranları



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
Ümit Ünsal	Ekonomist	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0312-455 84 18
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
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, hişbir 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.