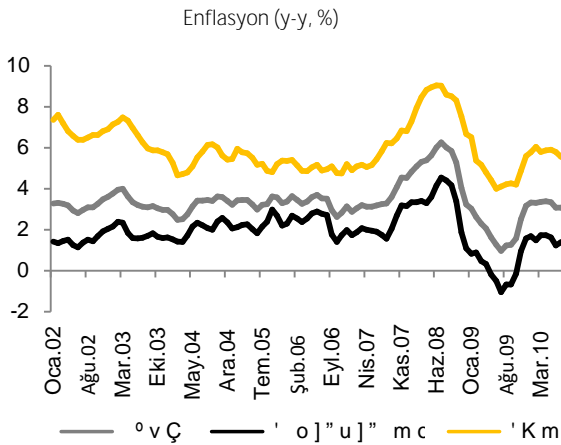


' o]”u Iş }o v mol o CE CEş v v(o •Ç}v •Ifo CE

Z %}CEµµİ •}v ,v u P o]”u Iş }o v °ol o CEceleñerek (bu hareketlerin CEdeñeri CE] °İ CE]v µCEµou Iş fCEX ' o]”u Iş }o v °ol o CE I]CE I v(o •Ç}v }CE vo }CE vo CEfvfv Z o I]CE pİ CE]v •}v • Å”oI }ou • f]Iİ ş Iu Iş]CEX µ u o CE %} Pf (]Ç şo CEfv]İo v v ÇµI CEf Ç,vo° Z CE I şo CE CE Å •}v Ç ” v v °”oI °İ CE]v I] CE]•I o CE]v o v u Iş]CEX

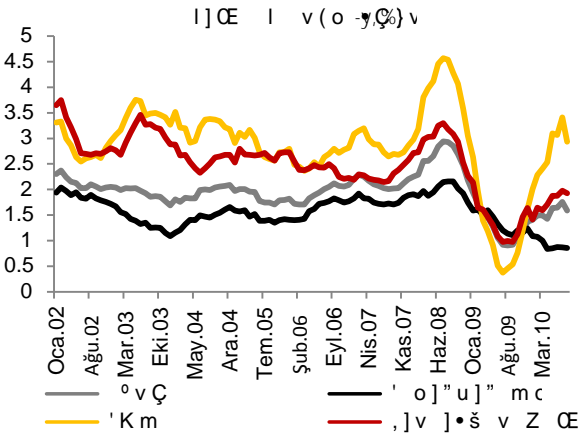
Son dönemde yaşanan enflasyon hareketlerine bakıldığında, dünya genelinde küresel krizle birlikte enflasyon oranlarının hızla düştüğü, krizin bittiği 2009 yılının Haziran ayından sonra ise tekrar yükselişe geçtiği görülmektedir (Bkz. Grafik1). Yaşanan yükselişe rağmen hem gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) hem de gelişmiş ülkelerde (GÜ) enflasyon oranlarının henüz kriz öncesi seviyelerin altında olduğu dikkat çekmektedir. Dışsal etkilere daha açık olan ve geçici nitelikler taşıyan, enerji, temel gıda maddeleri fiyatları ve dolaylı vergiler gibi kalemlerin enflasyon hesaplaması içerisinde çıkarılarak hesaplanan çekirdek enflasyona bakıldığında ise krizin başlangıç tarihi olan 2007 yılının Aralık ayından itibaren enflasyondaki hareket benzer şekilde çekirdek enflasyonun da tüm dünyada düştüğü görülmektedir. Özellikle GOÜ’lerde çekirdek enflasyon oranlarında yaşanan sert düşüşler dikkat çekerken, son dönemde çekirdek enflasyon göstergelerinde krizin sona ermesi ve çıktı açıklarının daralmasıyla yükselişlerin başladığı görülmektedir. İzlenen bu gelişimde Hindistan’da gerçekleşen yüksek enflasyon oranı önemli ölçüde rol oynarken, Hindistan hariç GOÜ’lerin çekirdek enflasyonuna bakıldığında son dönemde izlenen yükselişin daha sınırlı olduğu ve kriz öncesi seviyelerin oldukça altında hareket ettiği görülmektedir (Bkz. Grafik2).

Grafik-1



Kaynak: IMF

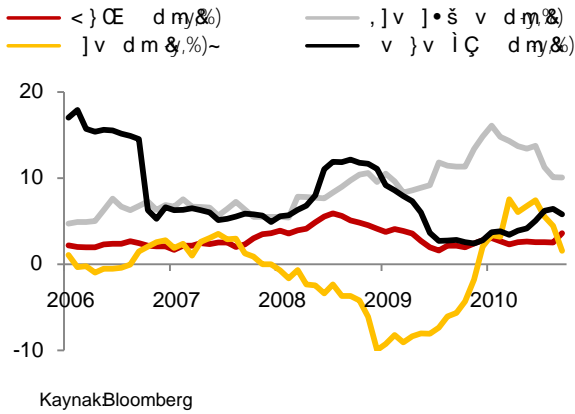
Grafik-2



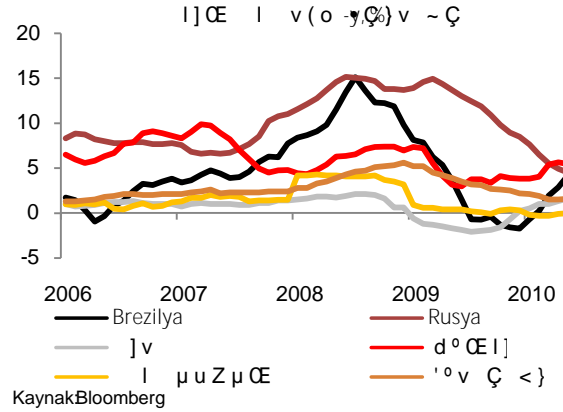
Kaynak: IMF

GOÜ’lerdeki enflasyon hareketleri ülke bazlı incelendiğinde ise çekirdek ve manşet enflasyon hareketlerinde yaşanan ayrışmalar dikkat çekmektedir. GOÜ’lerin küresel kriz ve sonrası dönemde fiyat hareketleri incelendiğinde, BRIC ülkeleri içinde kriz döneminde enflasyonu eksi değerlere düşen tek ülkenin Çin olduğu görülmektedir (Bkz Grafik3). Özellikle Çin’in enflasyonunda görülen düşüş diğer Asya ülkeleriyle karşılaştırıldığında dikkat çekerken, Hindistan’da enflasyon seviyelerinin yüksek seyrini koruduğu görülmektedir. Hindistan’da görülen yüksek enflasyon seviyelerine paralel olarak Hindistan Merkez Bankası geçtiğimiz hafta yaptığı toplantıda politika faiz oranlarını 25’er baz puan artırmıştır. Diğer yandan, Asya ülkeleri, Brezilya ve Çin gibi ülkelerde çekirdek enflasyonun diğer gelişmekte olan ülkelerin çekirdek enflasyonlarına göre farklı bir seyir izlediği de dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik-4). İktisadi faaliyetin görece olarak daha canlı olan bu ülkelerde çekirdek enflasyon oranlarının yüksek seviyelerini koruduğu görülürken, Türkiye’de güçlü büyüme rakamlarına rağmen çekirdek enflasyonun aşağı yönlü hareket ediyor olması dikkat çekmektedir.

Grafik-3



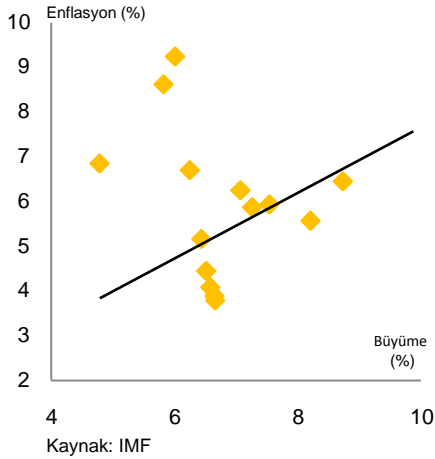
Grafik-4



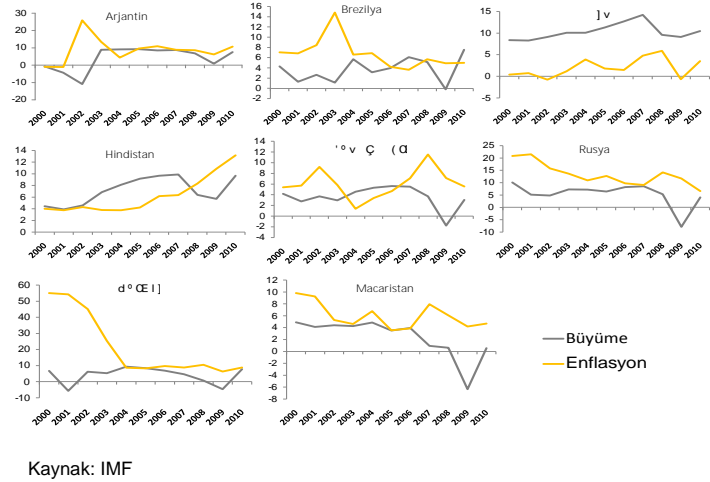
Yukarıda değindiğimiz gibi GOÜ'lerde krizle birlikte enflasyon oranlarında izlenen düşüş ardından son dönemde yaşanan yukarı yönlü hareket dikkat çekerken raporumuzun bundan sonraki bölümünde enflasyon oranlarında yaşanan hareketlerinin nedeni vekriz öncesi seviyelere göre düşük olan enflasyon ortamının sürdürülebilirliği üç ayrı başlık altında incelenecektir.

1) <°CE • o |CE]İ }Çµν İ o v š o]v š}%o CEo v u Ç "o u • f

Grafik-6



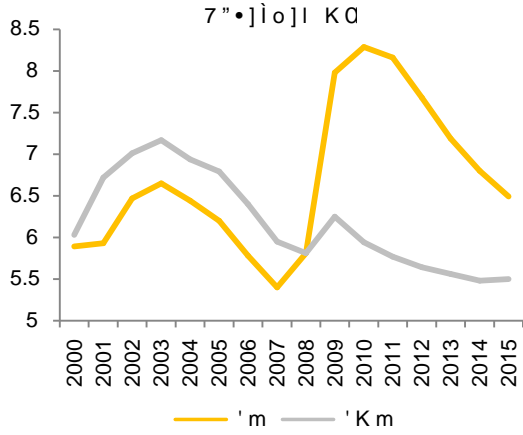
Grafik-7



Kriz süresince GOÜ'lerde enflasyon oranlarında yaşanan aşağı yönlü hareketin nedenlerine bakıldığında öncelikle global piyasalarda yaşanan krizle birlikte azalantalebin etkili olduğu görülmektedir. GOÜ'lerde büyüme oranı ve enflasyon rakamlarını gösteren saçılım grafiğine bakıldığında (Bkz. Grafik 6), büyüme ve enflasyon arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. Büyüme ve enflasyon ilişkisini ülkeler çerçevesinde gösteren Grafik-7'ye bakıldığında, ekonomilerde yaşanan daralmayla birlikte azalantalep nedeniyle Hindistan hariç diğer tüm GOÜ'lerde enflasyon oranlarının aşağı yönlü hareket ettiği görülmektedir. Hindistan'da ise enflasyon oranında yukarı yönlü bir seyir izlenmektedir. Diğer yandan, küresel krizin sona ermesiyle yaşanan toparlanmaya paralel olarak son dönemde de GOÜ enflasyon oranlarında yukarı yönlü bir seyir izlenmeye başladığı görülmektedir. Dolayısıyla global piyasalarda olduğu gibi GOÜ'lerde de enflasyonda yaşanan düşüşün başlıca nedeninin küresel kriz olduğu söylenebilir.

2) 7" P %8]Ç • o Œfv ş}‰ Œo v u vfv Å u š u •]

Grafik-11

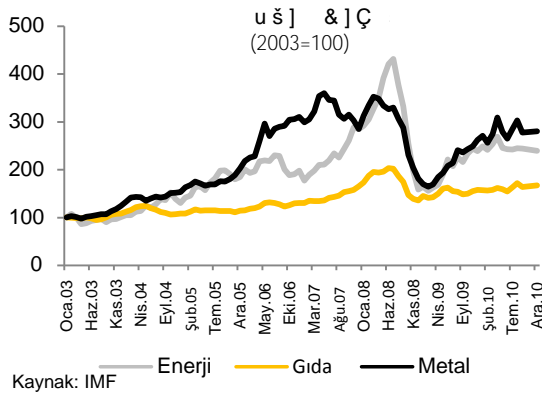


Kaynak: IMF

bulunacağı öngörülmektedir. Makro iktisadi alanda teorik ve deneysel olarak desteklenen işsizlik oranı ve enflasyon arasındaki kısa dönemli negatif ilişki enflasyonist baskılara neden olarak gelişmekte olan ülkelerdeki düşük enflasyon etkisinin sürdürülebilirliğini azaltan bir etken olarak dikkat çekmektedir.

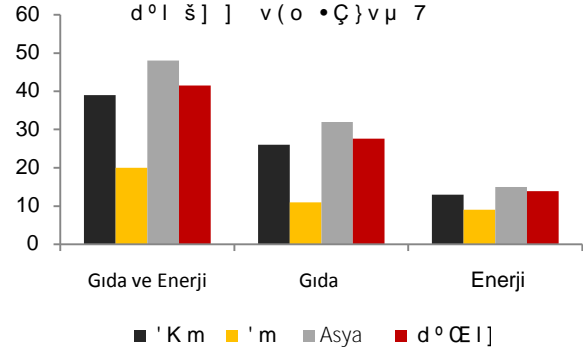
3) u ş] (]Ç š o Œfv l] Ç ° l • o]" o Œ

Grafik-8



Kaynak: IMF

Grafik-9

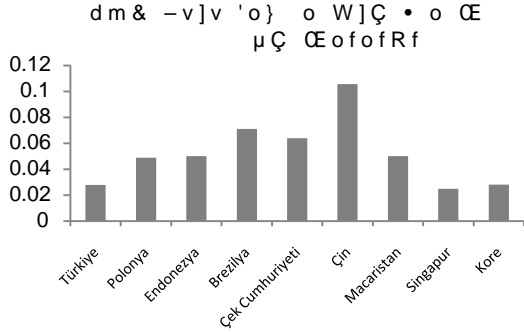


Kaynak: Bloomberg of A Merrill Lynch TÜİK

Kriz sürecinde enflasyon oranlarında yaşanan düşüşte büyüme yönlü enflasyonist baskıların zayıflaması yanında Grafik 8'de görüldüğü gibi emtia fiyatlarında yaşanan sert gerileme de etkili olmuştur. Grafik-1 ve Grafik-2'de enflasyon ve çekirdek enflasyondaki hareketler ile Grafik-3'de emtia fiyatlarındaki hareketin oldukça paralel seyrettiği görülmektedir. GOÜ'lerde gıda ve enerji fiyatlarının TÜFE içindeki payının %40 seviyesine yakın olduğu değerlendirildiğinde (Bkz. Grafik-9), GOÜ'lerde enflasyon oranlarında izlenen düşük seviyelerin sürdürülebilirliğini değerlendirmek için global piyasalarda emtia fiyatlarının seyrinin tahmini önemli görünmektedir. Dolayısıyla, GOÜ'lerde enflasyonist baskılar altında enerji ve gıda fiyatlarının önemli olduğu bir ortamda, yaşanan enflasyon oranlarındaki düşük seviyelerin sürdürülebilmesi için gıda ve enerji kaynaklı enflasyonist baskıların zayıf olması gerekmektedir. Enerji fiyatlarındaki özellikle petrol fiyatlarındaki seyre bakıldığında, 2008 yılının ilk yarısında petrol fiyatlarının en yüksek seviyesi olan 145 dolar/varil'e yükselmesinin ardından son dönemde 84 dolar/varil seviyelerinde hareket etmesi, enerji fiyatlarında beklenmedik bir gelişme olmadıkça enflasyonist baskının güçlü olmayacağını göstermektedir. Diğer yandan gıda kaynaklı tabloda ise enflasyonist risklerin daha güçlü olduğu düşünülmektedir. Son dönemde global piyasalarda gıda fiyatlarında izlenen sert yükselişler GOÜ'lerde enflasyon içinde payı oldukça yüksek olan gıda grubu üzerindeki riskleri artırarak enflasyonist baskıların yükselmesine neden olmuştur. Son dönemde FED'in niceliksel genişlemeye gideceği beklentileri de emtia fiyatları üzerinde yukarı yönlü

baskı yaratırken, bu durum enflasyonun ABD’den diğer GOÜ’lere fiyat geçişkenliği ile geçebileceğine işaret etmektedir.

Grafik-10



Kaynak: Bloomberg, Reuters, Vakıfbank

fiyatlarındaki hareketlerin enflasyonist baskıları tetikleyeceği düşünüldüğünden önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarının kriz öncesine göre yaşanan düşük enflasyonun sürdürülebilirliği açısından yakından takip edilmesi gerekmektedir.

Yaptığımız incelemelerde, küresel kriz boyunca azalan talebin toparlanmaya başlaması, işgücü piyasalarındaki toparlanmanın devam etmesi, emtia fiyatlarındaki yükselişler ve GOÜ’lerin gıda fiyatlarına duyarlı olması GOÜ’lerdeki düşük enflasyon ortamının sürdürülmesinin oldukça zor olduğunu göstermektedir.

Yukarıda Grafik-4’te belirttiğimiz gibi Türkiye’de diğer gelişmekte olan ülke çekirdek enflasyonlarında izlenen yukarı yönlü seyre rağmen çekirdek enflasyon göstergelerinde yaşanan düşüş dikkat çekerken, gerek TL’nin değerlendirilmesi gerek dış ticaret kompozisyonu değerlendirildiğinde çekirdek enflasyon oranlarında yaşanan bu ayrışma kısmen açıklanabilmektedir. Önümüzdeki hafta yayınlayacağımız raporumuzda diğer GOÜ’lerin ve Türkiye’nin çekirdek enflasyon oranları arasındaki farklar ve nedenleri incelenecektir.

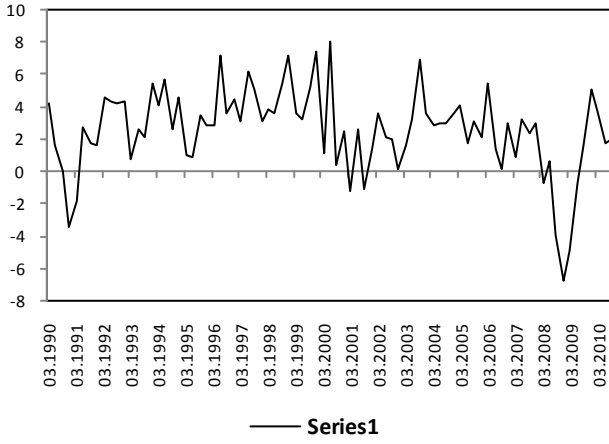
¹ Söz konusu ekonometrik model çerçevesinde öncelikli olarak ülkelerin global piyasalardaki gıda fiyatlarına verdiği tepki hesaplanmış ardından gıda grubunun tüketici enflasyonu içindeki payı kurulan basit ekonometrik model çerçevesinde hesaplanarak, TÜFE’nin global gıda fiyatlarına duyarlılığı bulunmuştur.

f l o v l s Ö E J ð Ö • f ü ö î î î •				
l } v } u] ' o v u]			P v l]	Beklenti
08.11.2010	Almanya	Dış Ticaret Dengesi (Eylül)	11.7 mlyr €	11.9 mlyr €
		Sanayi Üretimi (Eylül, aylık)	%1.7	%0.5
09.11.2010	Almanya	TÜFE (Ekim, aylık)	-%0.2	%0.1
	Fransa	Dış Ticaret Dengesi (Eylül)	-4.93 mlyr	-4.3 mlyr
	İngiltere	Sanayi Üretimi (Eylül, aylık)	%0.3	%0.4
	Japonya	Cari İşlemler Dengesi (Eylül)	-%5.8	%6.9
		Öncül Göstergeler Endeksi (Eylül)	-0.9	--
10.11.2010	ABD	Dış Ticaret Dengesi (Eylül)	-46.35 mlyr	-45.6 mlyr
		Bütçe Dengesi (Ekim)	-34.49 mlyr	-154.25 mlyr
		Haftalık Mortgage Verileri	787.3	--
		Haftalık İşsizlik Başvuruları	457 bin	450 bin
	Almanya	ÜFE (Ekim, aylık)	%1.0	--
	Fransa	TÜFE (Ekim, aylık)	%0.0	%0.1
		Sanayi Üretimi (Eylül, aylık)	%0.0	%0.4
	İtalya	Sanayi Üretimi (Eylül, aylık)	%1.6	-%0.3
11.11.2010	ABD	Tatil	--	--
	Japonya	Güven Endeksi (Ekim)	41.2	--
		Makine Siparişleri (Eylül, aylık)	%10.1	-%9.8
12.11.2010	ABD	Michigan Ün. Tük. Güven Endeksi (Kasım)	67.7	69.0
	Euro Bölgesi	Büyüme 3.çeyrek	%1.0	%0.4
		Sanayi Üretimi (Eylül, aylık)	%1.0	%0.3
	Almanya	Büyüme 3.çeyrek	%2.2	%0.7
	Fransa	Büyüme 3.çeyrek	%0.7	%0.5
	İtalya	Büyüme 3.çeyrek	%0.5	%0.3

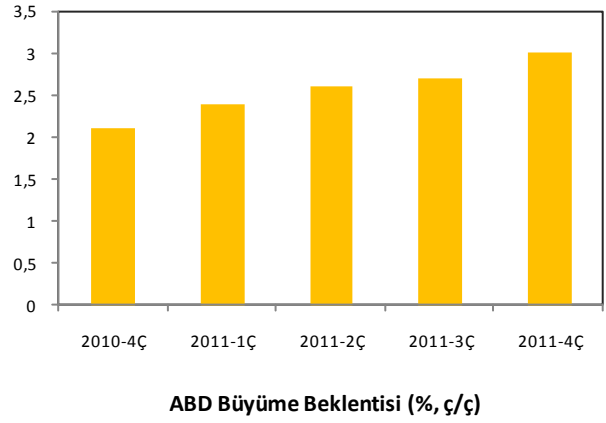
ABD EKONOMİK SERİLERİ

<KEKD7< <d7s7d 'P^d Z' > Z7

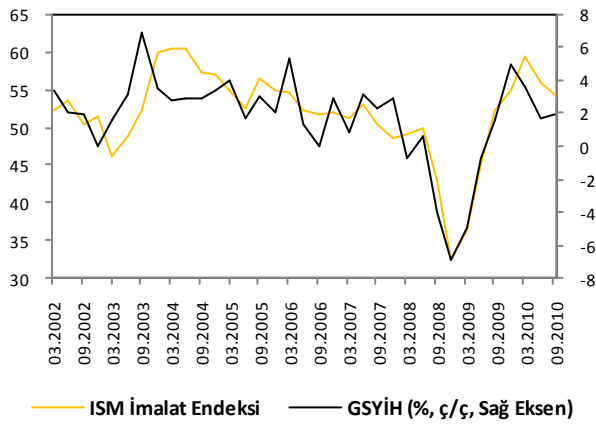
ABD Büyüme



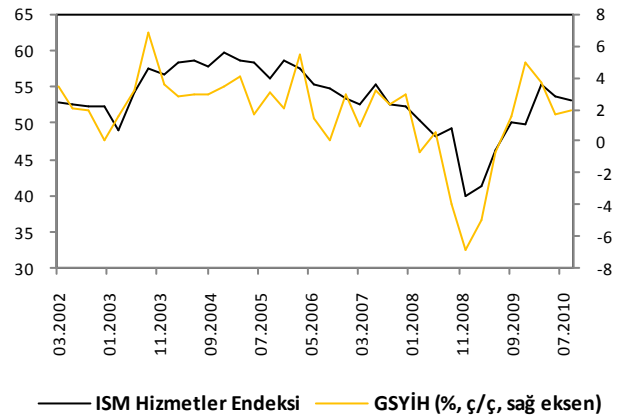
ABD Büyüme Beklentisi



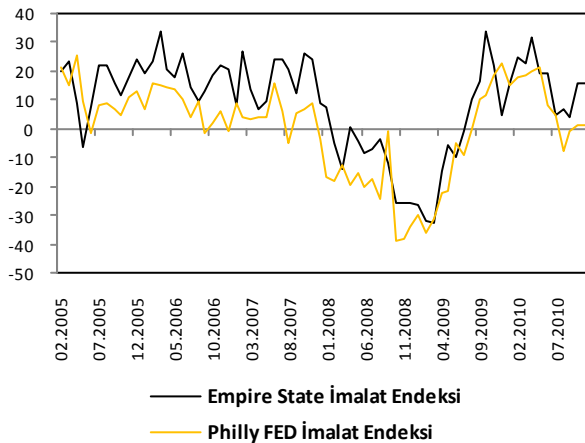
ISM İmalat ve Büyüme



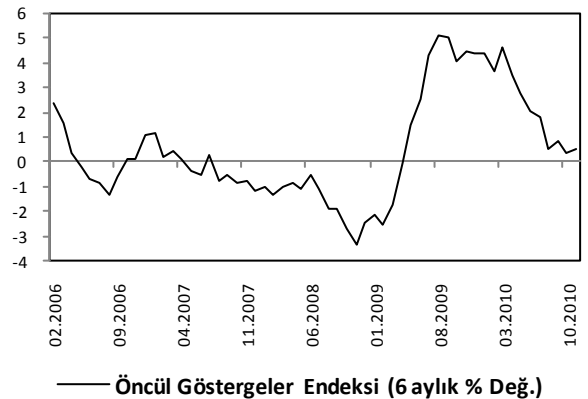
ISM Hizmetler ve Büyüme



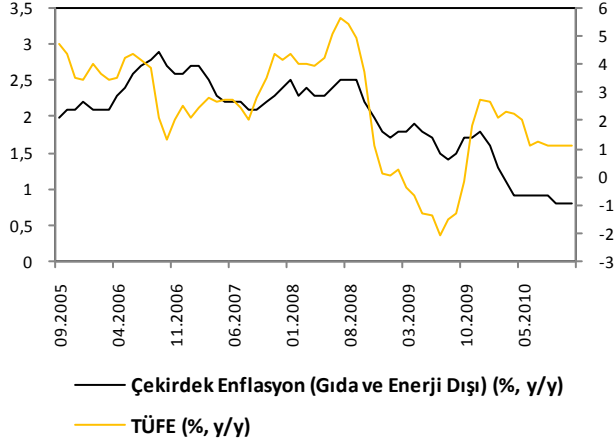
Bölgesel Aktivite Endeksleri



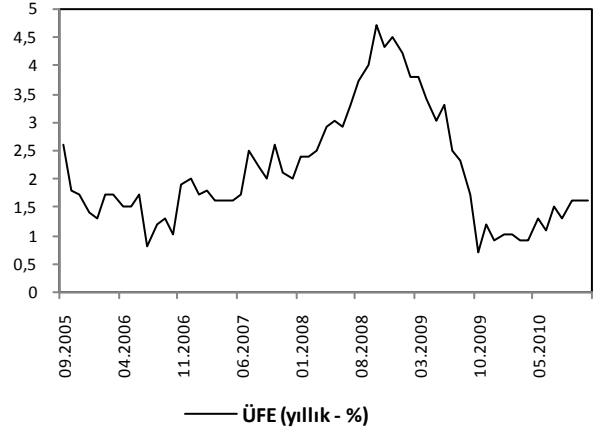
Öncül Göstergeler Endeksi



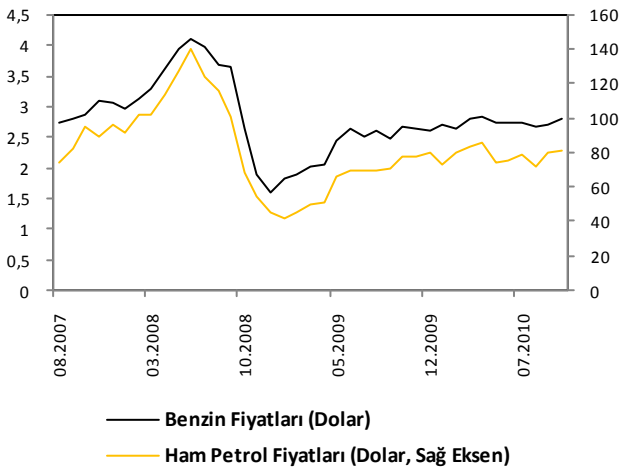
TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



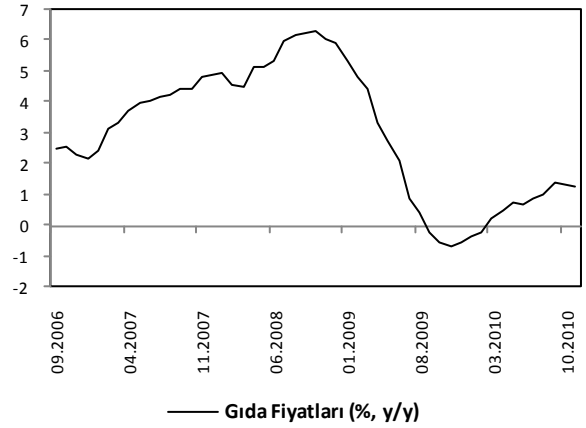
ÜFE



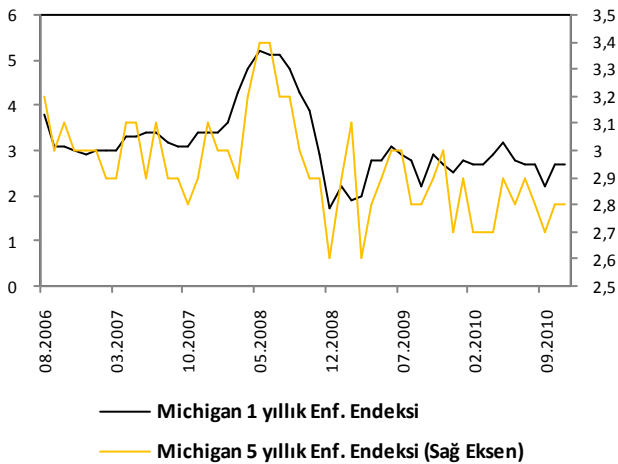
Petrol ve Petrol Ürünleri Enflasyonu



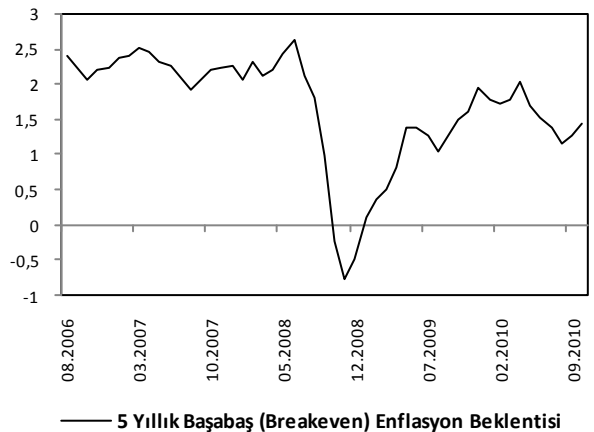
Gıda Enflasyonu



Michigan Enflasyon Beklentisi

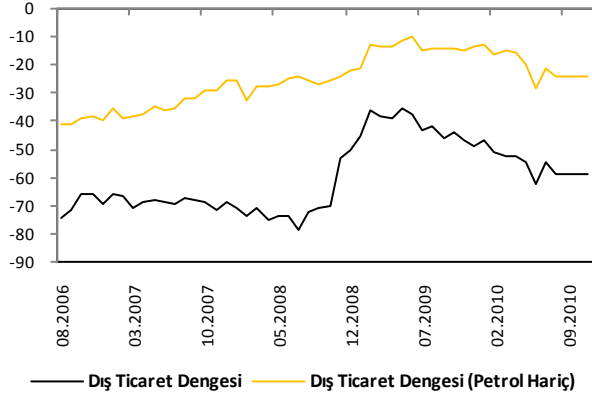


Piyasa Enflasyon Beklentisi

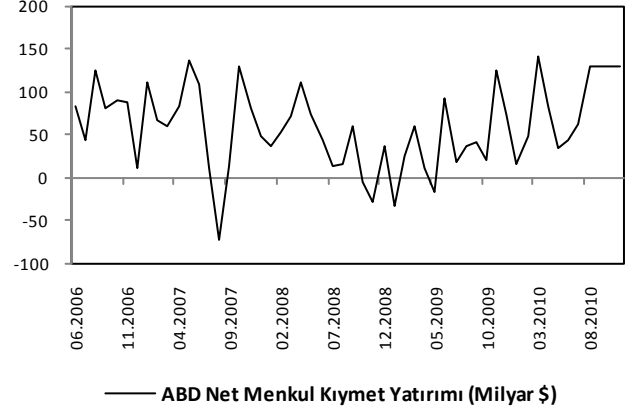


DIŞ TİCARET 'P' > Z

ABD Dış Ticaret Dengesi

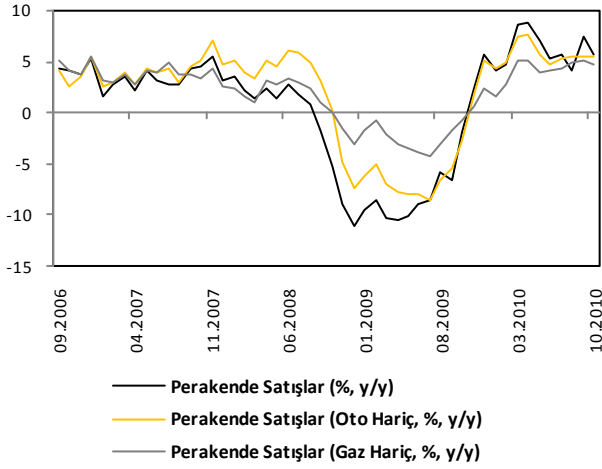


ABD Menkul Kıymetlerine Net Yabancı Yatırımı

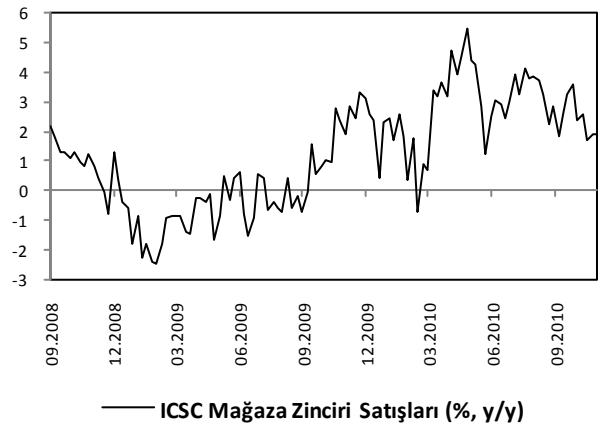


DIŞ TİCARET 'P' > Z

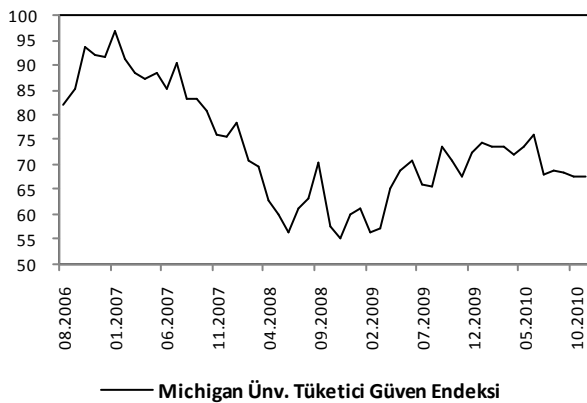
Perakende Satışlar



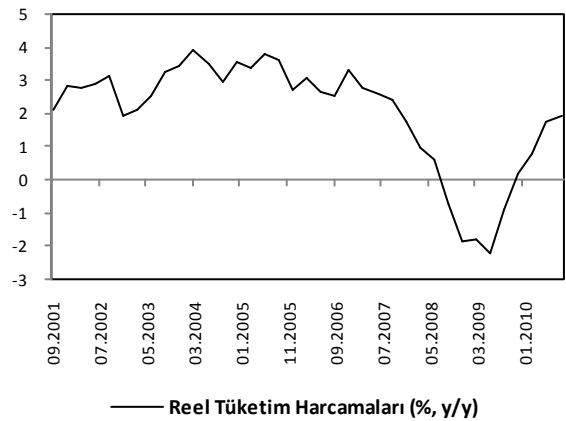
Haftalık Perakende Satış Verileri



Michigan Tüketici Güven Endeksi



Tüketim Harcamaları



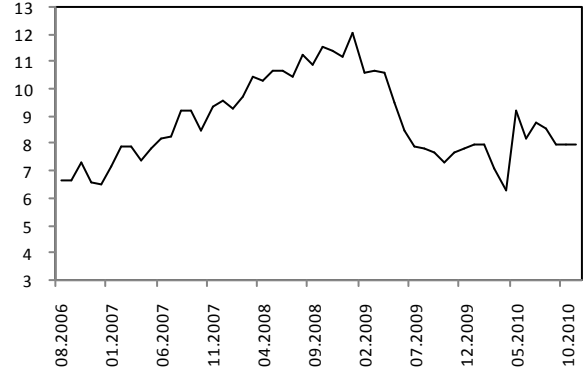
< K E h d A S T ' P S T E R G E L E R 7

Konut Satışları



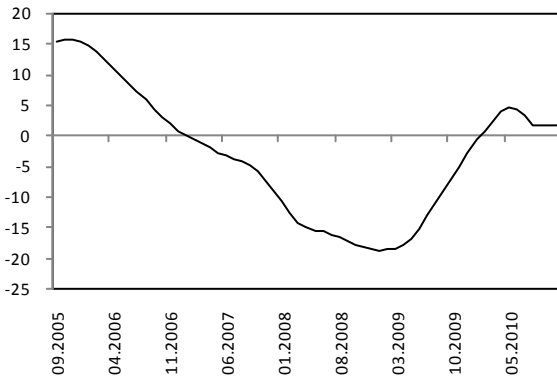
— Bekleyen Konut Satışları Endeksi
— İkinci El Konut Satışları (Milyon, Sağ Eksen)

Yeni Konut Arzı



— Yeni Konut Arzı (milyon adet)

Konut Fiyatları



— Case Shiller Konut Fiyat Endeksi

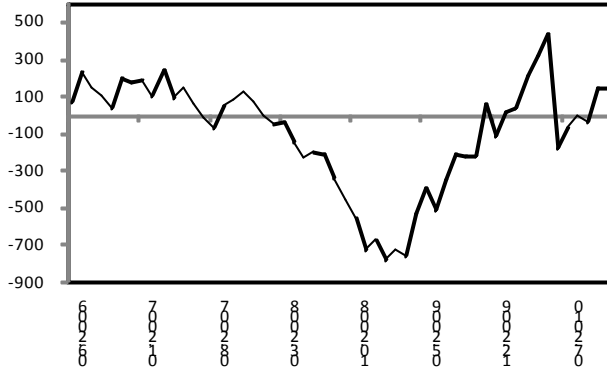
İpotekli Konut Kredisi Faizleri



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

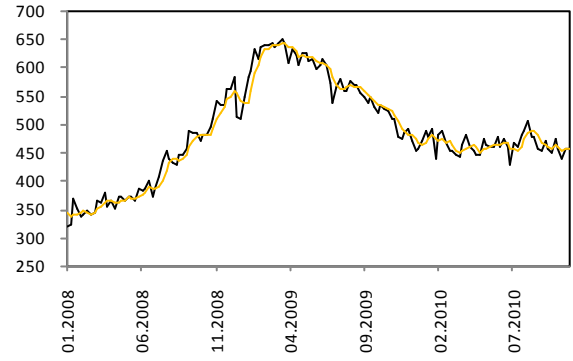
73m mYASASI ' PSTERGELER 7

Tarım Disi Istihdam



— Tarım Disi Istihdam Aylık Degisim (Bin Kisi)

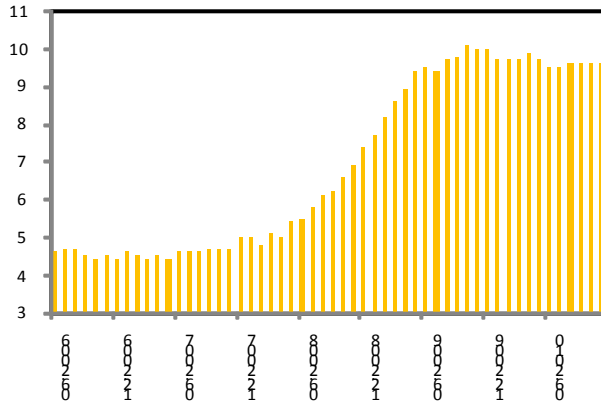
İşsizlik Başvuruları



— Haftalık İşsizlik Başvuruları (Bin)

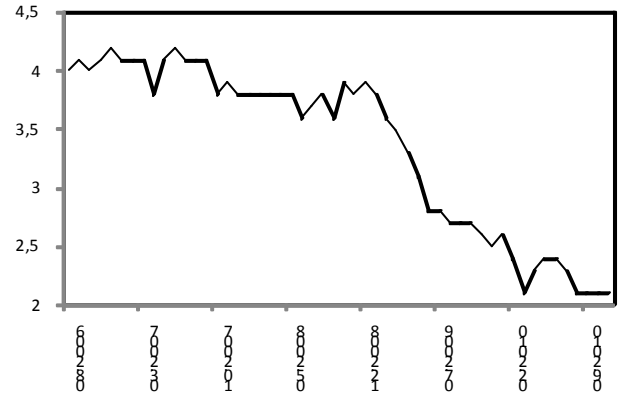
— Haftalık İşsizlik Başvuruları (4 Haf. H.O.)

İssizlik Orani



■ İssizlik Orani (%)

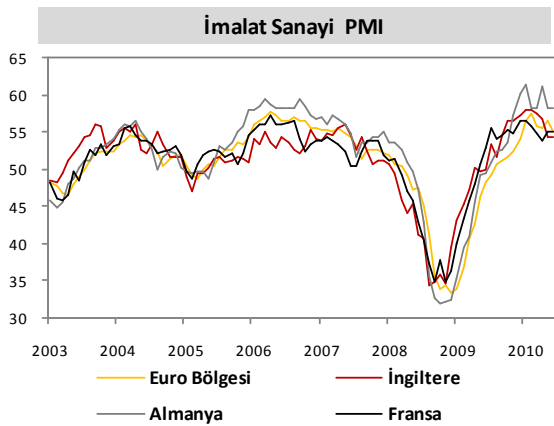
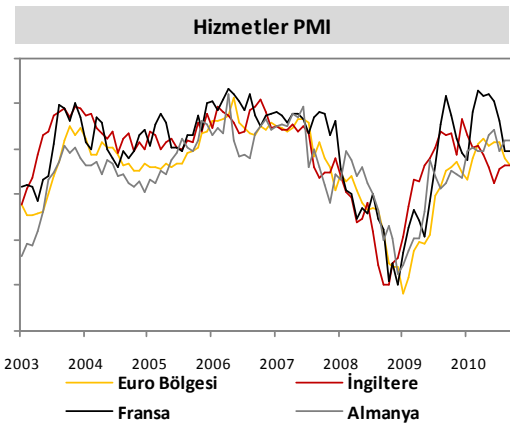
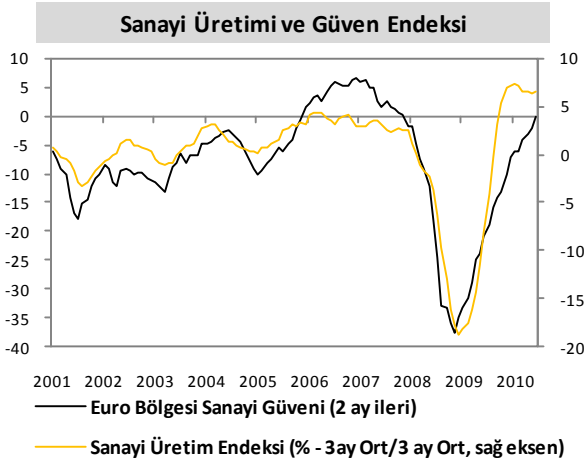
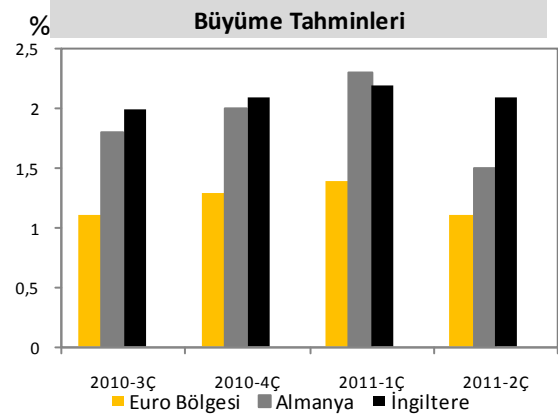
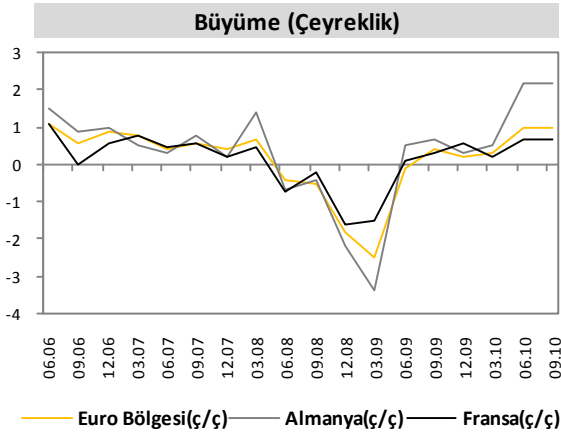
Ortalama Saatlik Ücret



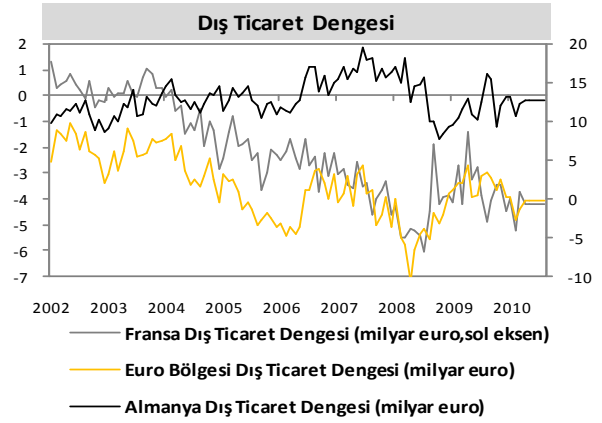
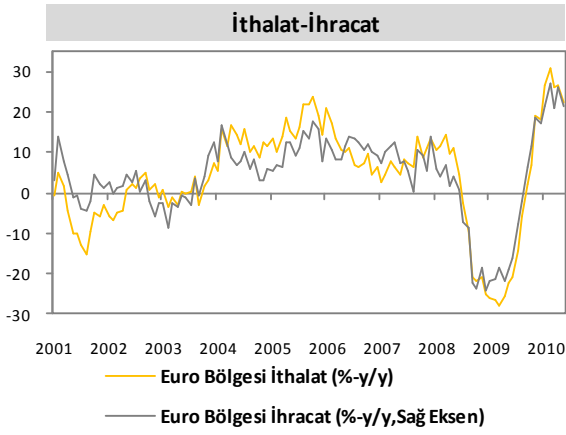
— Ortalama Saatlik Ücret (% , y/y)

hZK P>' ^7

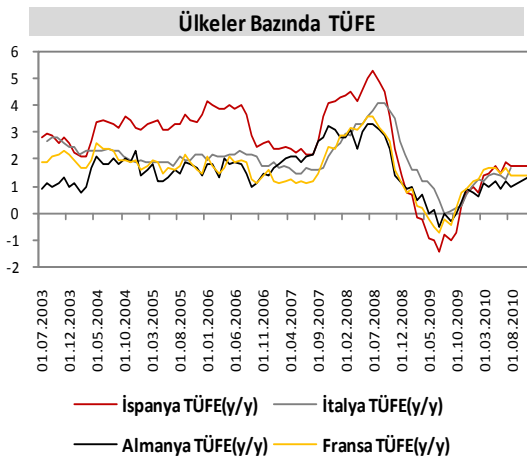
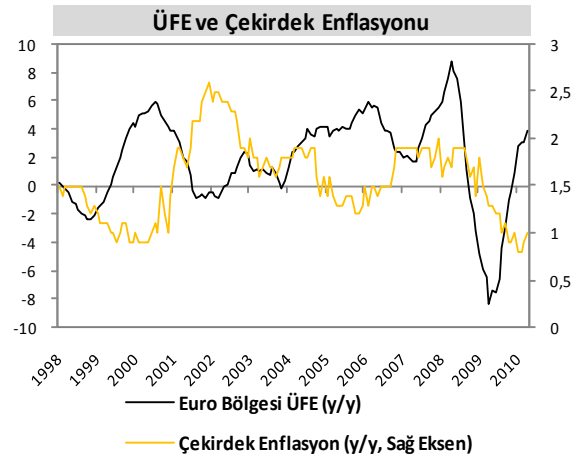
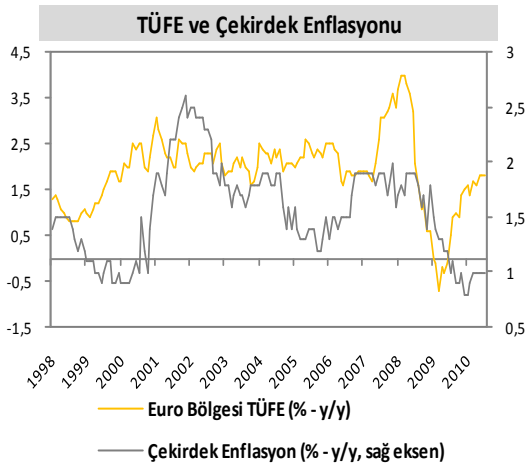
<d7s7dSTERÖLER 7



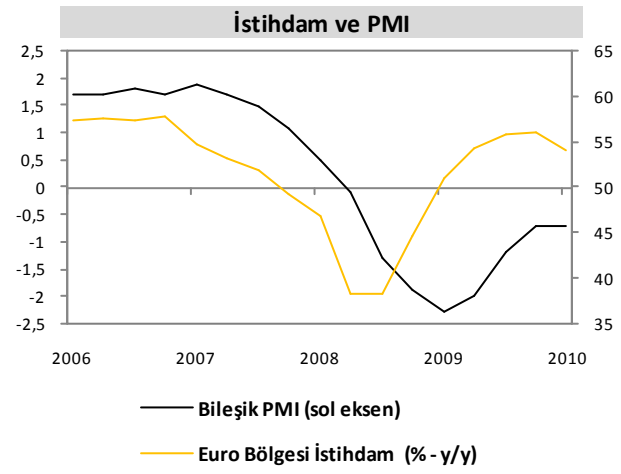
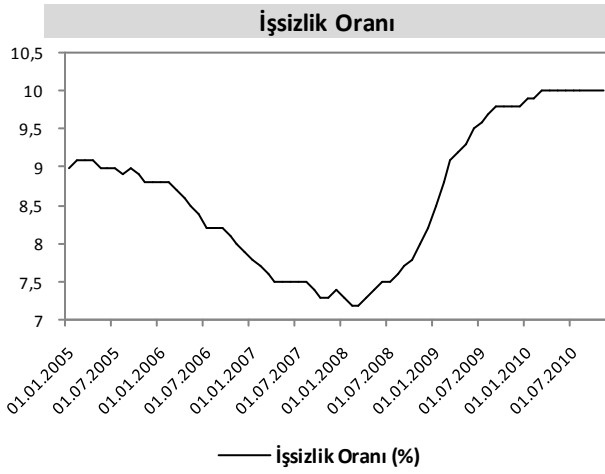
DIŞ TİCARET İZLEMLERİ 7



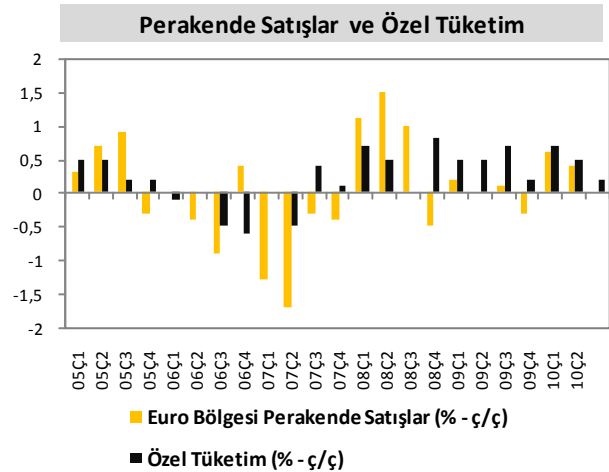
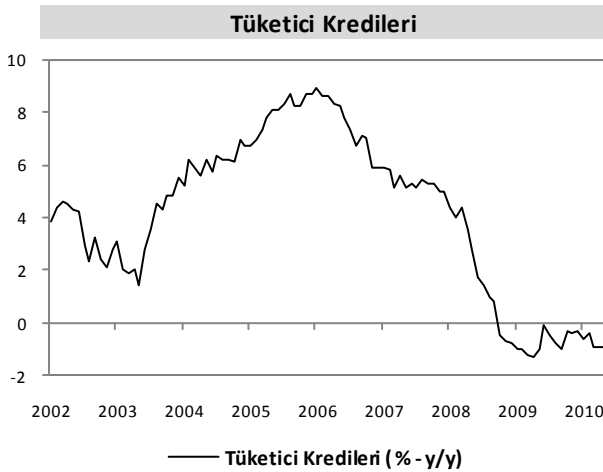
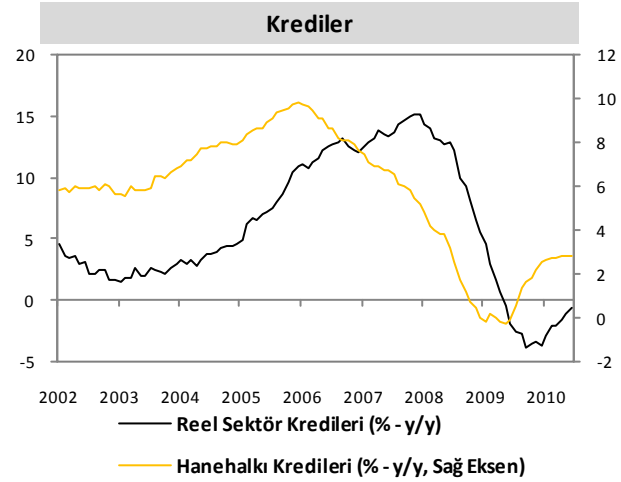
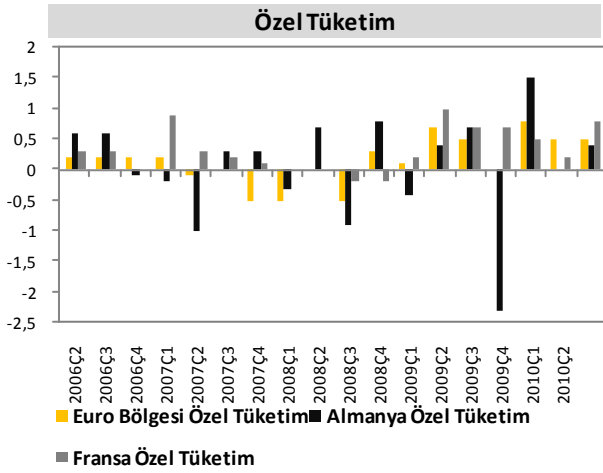
ENFLASYON GÖSTERGELERİ 7



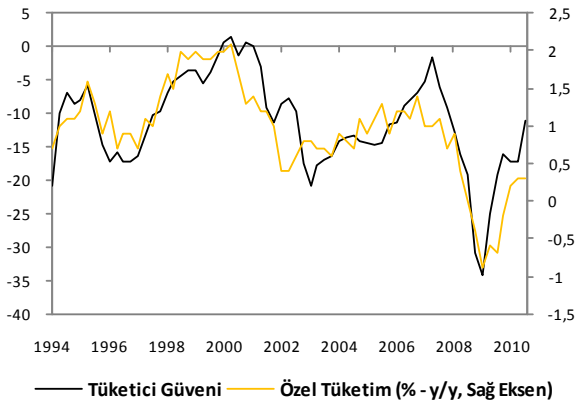
7 br6 m6 PSTERGELER 7



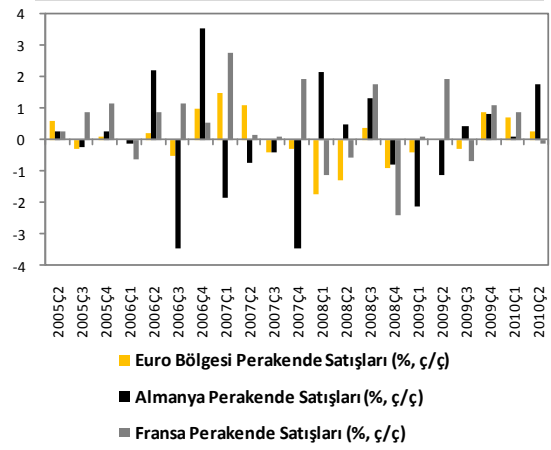
d m < d 7 DİTERBELER 7



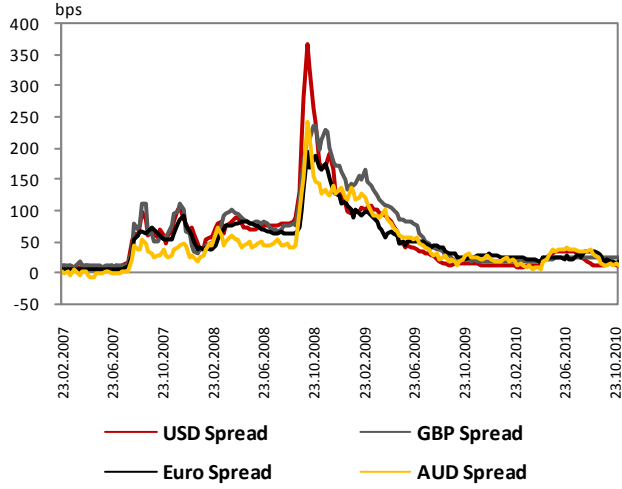
Tüketici Güven Endeksi ve Özel Tüketim



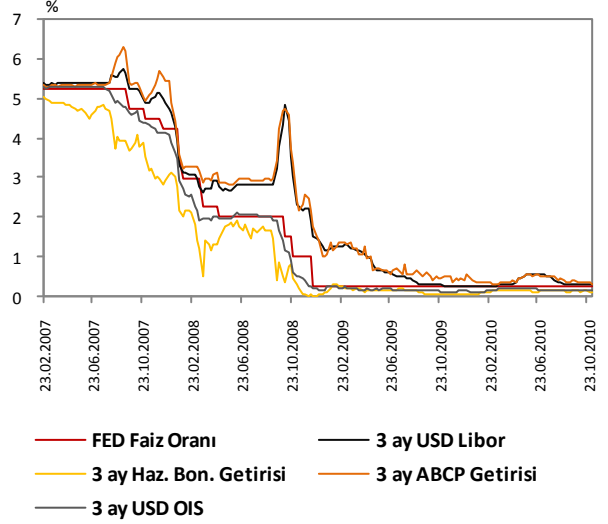
Perakende Satışlar



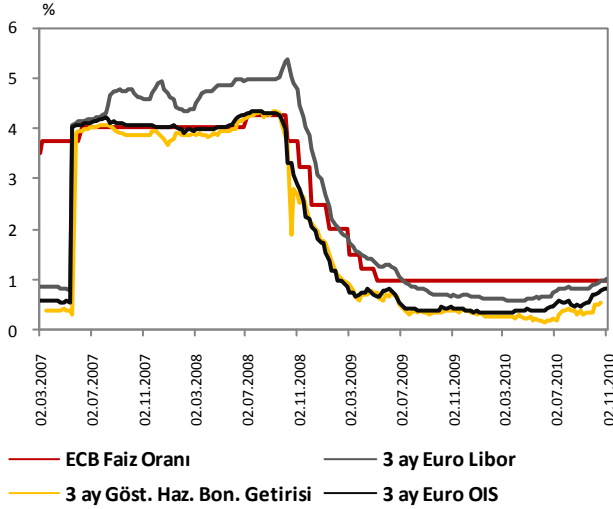
LIBOR ve OIS Spreadleri



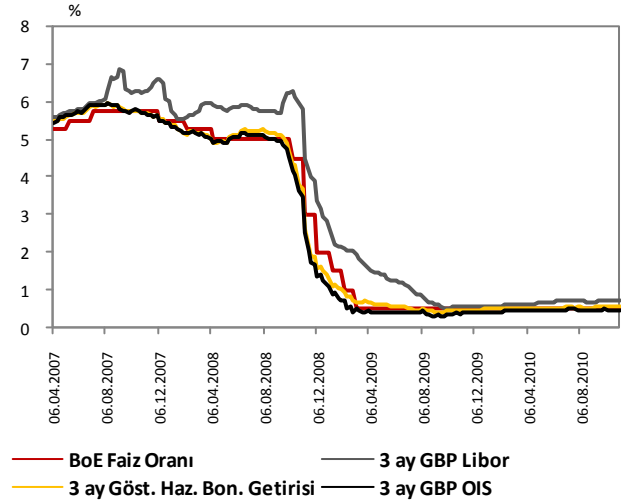
ABD Kısa Vadeli Faiz Oranları



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.