

İÇİNDEKİLER

Haziran ayında enflasyon beklentilerin altında geldi.

Son açıklanan Haziran ayı enflasyon verisi beklentilerin altında gelerek olumlu bir tablo çizmiştir. Bu raporumuzda gelecek dönemde enflasyon açısından önemli olabilecek gelişmeler ele alınmıştır. Bu bağlamda ilk olarak gıda fiyatlarının gelecek ay başlayacak olan Ramazan ayı çerçevesinde olası etkileri ele alınmıştır. Ardından enflasyon üzerindeki maliyet baskıları açısından önemli olan ÜFE incelenmiştir. Raporun son bölümünde ise petrol fiyatları, kamu dengeleri ve döviz kuru enflasyon bağlamında ele alınmıştır.

Mayıs ayında cari işlemler hesabı 5.8 milyar dolar açık verdi.

Mayıs ayında cari işlemler açığı 5.8 milyar dolar ile beklentilerin altında gelmiş ve yıllık bazda ise 67.2 milyar dolar seviyesine kadar gerilemiştir. Enerji hariç cari işlemler açığında ise mevsimsel etkilerden arındırılmış verilerde bir miktar artış dikkat çekmektedir. Finansman tarafında ise bir önceki aya göre döviz girişinde bir yükseliş yaşanmıştır. Bankalar ve özel sektörün yurtdışından sağladıkları krediler döviz girişindeki artışa kaynaklık etmiştir. Bu raporumuzda, ilk olarak cari işlemler açığının genel seyri ele alınmış ve hizmetler dengesindeki gelişme incelenmiştir. Daha sonraki bölümde ise finansman gelişmeleri bankaların borçlanmaları çerçevesinde ele alınmıştır. Son olarak rezerv varlıklardaki gelişmeler ele alınmıştır.

TCMB Temmuz ayı toplantısında faizleri sabit bıraktı.

TCMB Temmuz ayı toplantısında faiz oranlarında bir değişikliğe gitmemiştir. Ancak TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tutulabilecek kısmında 5 puanlık bir artırıma giderek 2.8 milyar TL likidite sağlamayı hedeflemiştir. Ayrıca 2012 yılının III. Enflasyon Raporu'nda yılsonu enflasyon beklentisini düşüreceğinin sinyalini vermiştir. Bu raporumuzda, TCMB'nin son kararlarının arkasında yatan nedenler detaylı bir şekilde incelendikten sonra TCMB'nin para politikasına ilişkin değerlendirmeler yapılacaktır.

ABD'de yeni bir parasal genişleme olur mu?

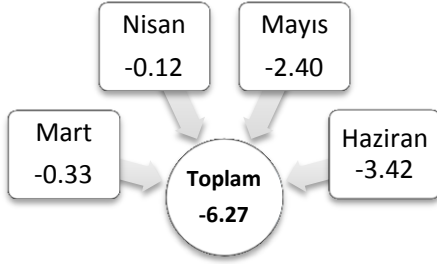
2007 yılında başlayan ve etkileri 2008 yılında artarak devam eden küresel finansal krizin ardından birçok politika önlemi uygulamaya konulmuş ve 2009 yılından itibaren ekonomilerde kısmi de olsa büyüme ortamı yeniden sağlanmıştır. Ancak elde edilen büyümelerin kalıcı olup olamayacağına dair endişeler ise uzun süre devam etmiştir. Son dönemde Avrupa'da sorunlu ülkeler kaynaklı riskler büyük boyutlara ulaşmış ve küresel ekonomi üzerinde giderek artan bir risk unsuru haline gelmiştir. ABD tarafında ise büyüme rakamları yeniden zayıflamaya başlamış ve istihdam piyasalarında kalıcı bir düzelme elde edilememiştir. Gelişmiş ülkelerdeki yavaşlamanın telafi edilebilmesi için önemli bir rol biçilen Çin ekonomisi de yavaşlama yönünde daha net sinyaller vermeye başlamıştır. Böyle bir küresel makroekonomik ortamda özellikle ABD ve Avrupa merkez bankalarının yeni parasal genişleme paketleri uygulayıp uygulamayacakları gündemin merkezini oluşturmaktadır. Bu çerçevede, ABD Merkez Bankası'nın (FED) üçüncü niceliksel genişleme (QE3) paketine ilişkin gereklilikler beklentiler ve olası etkiler mevcut makroekonomik ortam bazında ele alınacaktır.

Haziran ayında enflasyon beklentilerin altında geldi.

Son açıklanan Haziran ayı enflasyon verisi beklentilerin altında gelerek olumlu bir tablo çizmiştir. Bu raporumuzda gelecek dönemde enflasyon açısından önemli olabilecek gelişmeler ele alınmıştır. Bu bağlamda ilk olarak gıda fiyatlarının gelecek ay başlayacak olan Ramazan ayı çerçevesinde olası etkileri ele alınmıştır. Ardından enflasyon üzerindeki maliyet baskıları açısından önemli olan ÜFE incelenmiştir. Raporun son bölümünde ise petrol fiyatları, kamu dengeleri ve döviz kuru enflasyon bağlamında ele alınmıştır.

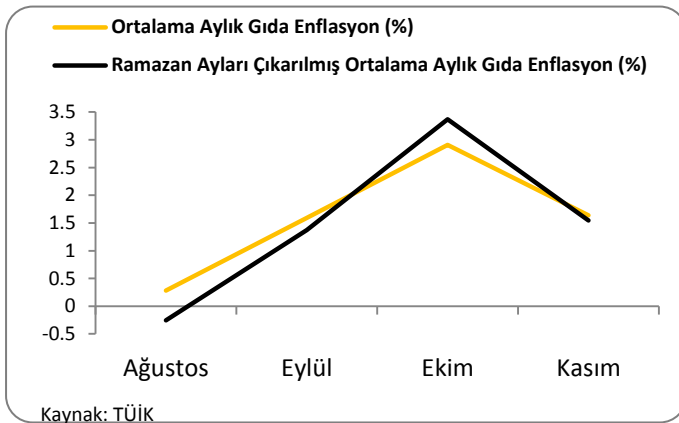
Gıda fiyatlarında yukarı yönlü baskılar artabilir.

Haziran ayında gıda fiyatları aylık bazda %3.4 oranında gerileyerek manşet enflasyonun gerilemesinde temel rol oynamıştır. Gıda fiyatlarının bu seyrinde taze meyve, sebze fiyatlarında yaşanan gerileme belirleyici olmuştur. Gıda fiyatlarında ilk çeyreğin sonundan itibaren yaşanan olumlu seyrin devam edip etmeyeceği yönündeki soru işaretleri Temmuz ayı enflasyon rakamlarını daha önemli hale getirmiştir. Gıda fiyatlarının genel trendine bakıldığında yaza girilmesi ile gıda fiyatlarında başlayan düşüşün Temmuz ayında da devam ettiği görülmüştür. Ancak üç nedenden dolayı gıda fiyatlarının hareketinin daha önceki Temmuz aylarının seyrinden bir miktar farklı olabileceğini düşünüyoruz.



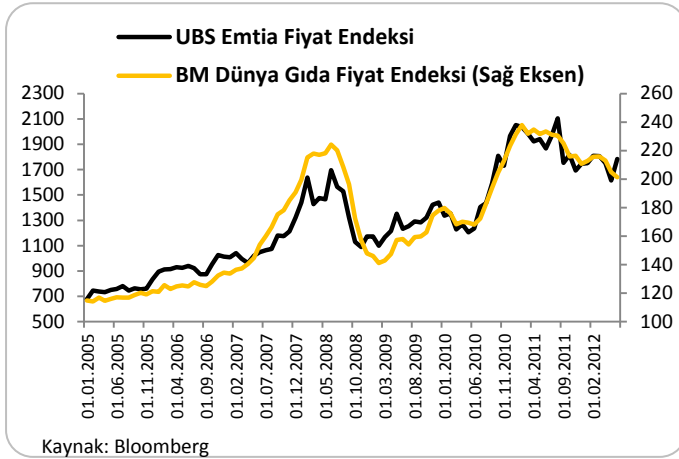
Gıda fiyatları 2003 bazlı seride ilk kez 4 ay artarda aylık düşüş yaşamıştır ve böylece son 4 ayda aylık düşüşlerin toplamı 6.3 puana ulaşmıştır. Eski seriler incelendiğinde de gıda fiyatlarının daha önce 4 ay üst üste aylık düşüş yaşamadığı dikkat çekmektedir. Gıda fiyatlarında son dönemde yaşanan bu trend dışı seyrin, yaşanan sert hareketin ardından gıda fiyatlarında düşüşün sonuna geldiği ihtimalini artırmış görünmektedir. Ayıca bu sert hareketlerin ardından Temmuz ayında gıda fiyatlarında bir düzeltmenin yaşanması da mümkün olabilecektir. Diğer yandan TÜİK'in 2012 yılının başından itibaren gıda fiyatlarını ayda dört kez

toplamaya başlamasının da bu farklılık da rol oynayabileceğini düşünüyoruz.



Temmuz ayında Ramazan ayının başlamasının gıda fiyatlarında yukarı yönlü baskı oluşturması mümkün görünmektedir. Ramazan ayının gıda fiyatlarına etkisini belirlemek amacıyla, 2003 bazlı seriye göre Ramazan ayına denk gelen 4 ay (Ağustos, Eylül, Ekim, Kasım) bulunmuştur. Bu aylara ilişkin aylık gıda enflasyonu ile Ramazan ayları dışlanarak aylık gıda enflasyonu ortalaması hesaplanmış ve sapmalar incelenmiştir. Analizimize göre Ramazan'ın Ağustos ayına denk geldiği dönemlerde Ağustos ayında aylık gıda

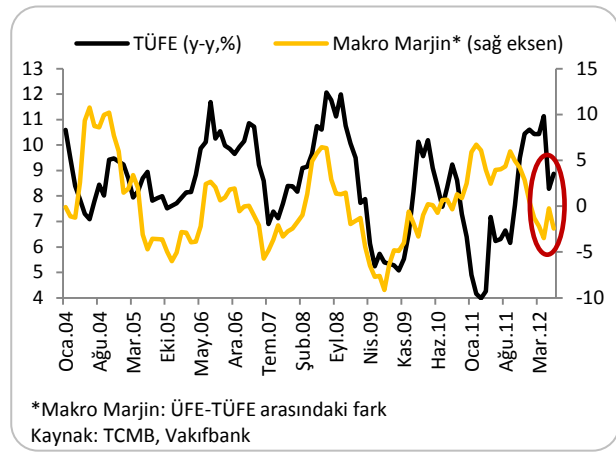
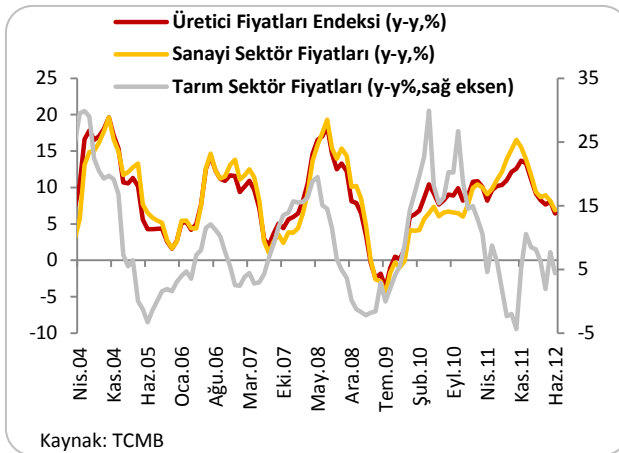
enflasyonu normal genel trendine göre ortalama 0.54 puanlık yukarı yönlü bir sapma göstermiştir. Eylül ayında ise ortalama sapmanın 0.22 ile bir miktar azaldığı görülmüştür. Ekim ayında Ramazan ayı ile birlikte fiyatlar düşüşe işaret ederek tutarlı bir sonuç vermemiştir. Ancak Ekim ayı hâlihazırda gıda fiyatlarının arttığı bir ay olduğu için söz konusu Ramazan etkisinin oldukça sınırlı olması da makul görünmektedir. Kasım ayı için ise bulunan 0.1 puanlık yukarı yönlü sapma söz konusu sınırlı etkiyi yansıtmıştır. Sonuç olarak analizimiz yaz aylarında gıda fiyatları üzerindeki Ramazan etkisinin daha belirgin olduğuna işaret etmiştir. Bu sonuçlar dikkate alındığında, Temmuz ayında gıda fiyatlarının genel trendinin üzerinde bir performans sergilemesi mümkün olabilir.



2012 yılının başından beri küresel gıda fiyatları da yurt içi gıda fiyatlarını destekleyen bir tablo çizmiştir. Açıklanan son BM Gıda fiyatları endeksi Haziran ayı rakamları da gıda fiyatlarında düşüşün devam ettiğine işaret etmiştir. Ancak beklentiler Temmuz ayında bu seyrin terse döneceği yönündedir. Özellikle kuru hava koşullarının gıda fiyatlarındaki yukarı yönlü baskıları artırabileceği konuşulmaktadır. Diğer yandan gıda fiyatları açısından gösterge olan UBS emtia fiyat endeksi Haziran ayında sert şekilde yükselişe geçerek önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarında yukarı yönlü

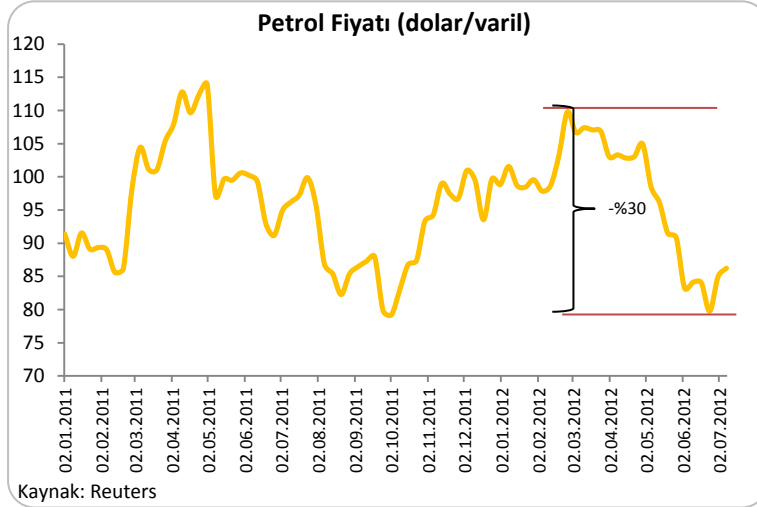
hareketler yaşanabileceğine işaret etmiştir. Küresel gıda fiyatlarındaki bu hareketler önümüzdeki dönemde ithalat fiyatları aracılığı ile yurt içi gıda fiyatlarını da etkileyebilecektir.

Üretici fiyatlarındaki son sekiz aydır devam eden gerileme belirginleşiyor.



Haziran ayında TÜFE’de görülen -%0.90’lık düşüşe karşın, ÜFE aylık bazda %1.49’luk sert bir gerileme kaydetmiştir. Böylece 2011 yılının Kasım ayında %13.7 seviyesine kadar yükselen ÜFE’nin yıllık artış hızı %6.4’e gerilemiştir. TÜFE üzerinde maliyet kaynaklı oluşabilecek baskıların izlenmesinde önem taşıyan ÜFE’de son sekiz aydır devam eden yıllık bazdaki gerilemenin belirginleştiği ve Kasım 2010’dan bu yana görülen en düşük seviyeye indiği görülmüştür. Tarım fiyatlarının Mayıs ayındaki yükselişin aksine Haziran ayında düzeltme ile yerini düşüşe bıraktığı görülürken, tarım fiyatlarındaki bu düşüşün önümüzdeki dönemlerde gıda fiyatları açısından belirsizliği arttırmaktadır. ÜFE’deki gerilemeye en yüksek katkıyı yapan sanayi sektöründe ise yıllık fiyat artışı %6.87 seviyesine kadar gerilemiştir. Makro marjindeki hareketlerin TÜFE açısından öncül olabileceği göz önüne alınarak geçmiş dönemlerde makro marjinin hareketleri incelendiğinde, Mayıs ayında TÜFE’de yıllık bazda görülen sert gerilemenin de etkisiyle birbirine yaklaşan makro marjin ve TÜFE’nin Haziran ayında yeniden terse döndüğü görülmektedir. Makro marjinde bir dönem önce görülen yükselmenin TÜFE üzerinde de önümüzdeki dönemlerde yıllık bazda hafif yukarı yönlü bir harekete işaret ettiği söylenebilmektedir. Sonuç olarak, ÜFE göstergeleri genel enflasyon eğilimlerine paralel bir hareket sergilemekte ve önümüzdeki dönemde TÜFE üzerinde ciddi bir maliyet baskısına işaret etmemektedir.

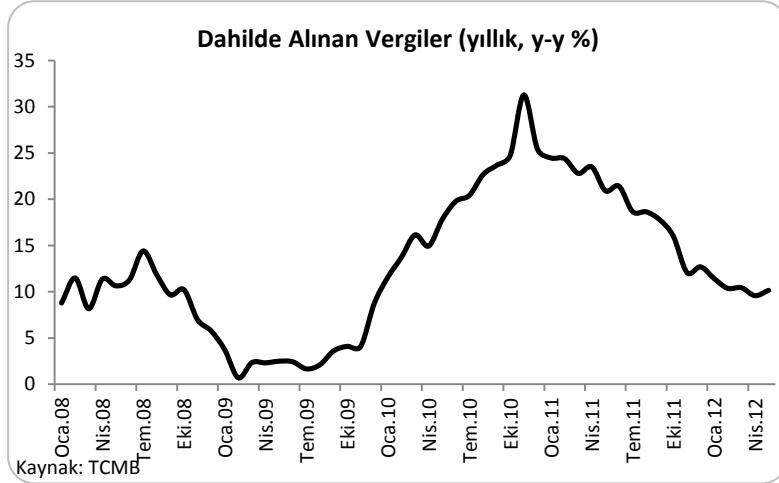
Petrol fiyatlarındaki yükselişin devamı enflasyon üzerinde baskı yaratabilir.



Yılın ilk çeyreğinde yüksek seyreden petrol fiyatları küresel büyümeye ilişkin endişelerin artması ile Mayıs ayından itibaren yönünü aşağı çevirmiştir. Şubat ayında 110 dolar seviyesine kadar çıkan petrolün varil fiyatı Haziran ayı sonunda %30'luk gerileme ile 77 dolar seviyesine inmiştir. Petrol fiyatlarındaki söz konusu düşüşün petrolün Türkiye ekonomisi açısından önemli bir ithal kalemi olması dolayısı ile gerek dış ticaret dengesi gerekse enflasyon üzerinde olumlu etkileri olmuştur.

Sonuç olarak, petrol fiyatlarındaki düşüş enflasyonda yılbaşından itibaren görülen düşüşte iç talepteki daralma ve TL'deki değer kazancına ek olarak kritik rol oynamıştır. Son günlerde gerek gelişmiş ülke merkez bankalarının yeni parasal genişleme önlemleri alacakları yönündeki beklentiler ve yeniden baş gösteren jeopolitik riskler petrol fiyatlarında yukarı yönlü hareketlerin oluşmasına neden olmuştur. Petrol fiyatlarındaki söz konusu artışın yurtiçi fiyatlara da bir yükseliş olarak yansımaları mümkün görünmektedir. Öte yandan, Geçtiğimiz hafta yapılan akaryakıt zammı da petrol fiyatlarındaki artışın yarattığı baskıyı yansıtmaktadır. Bu kapsamda, gelişmiş ülke merkez bankalarının yeni parasal genişlemeye gitmeleri petrol fiyatlarında görülen artışın önümüzdeki aylarda da devam etmesine neden olması ile enflasyonda yılsonuna beklenen düşüşün daha sınırlı olması mümkün olabilecektir.

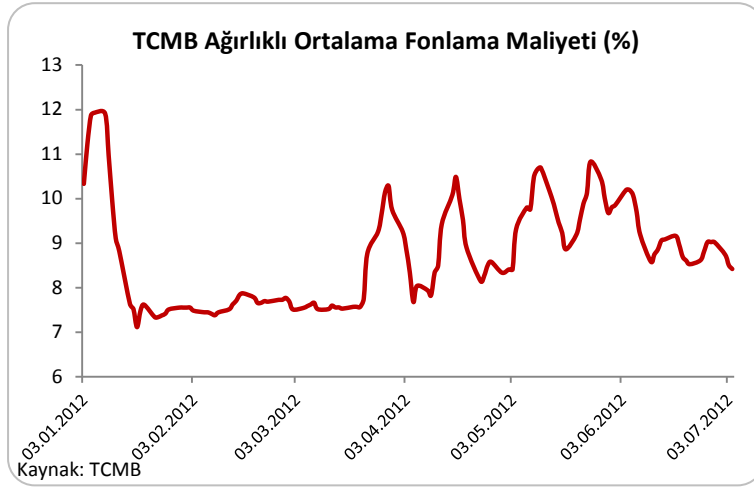
Kamu dengesinde olası bozulma yeni vergi düzenlemelerini beraberinde getirebilir.



Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri kamu dengeleri kaynaklı sorunlar yaşarken buna bağlı olarak büyük borç sıkıntıları ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Böyle bir küresel makroekonomik görünümde Türkiye ekonomisinin yıllardır uyguladığı sıkı maliye politikalarının sağladığı güçlü bütçe ve borç dinamikleri kazanımları kriz dönemlerinde ekonomiye önemli destek olmaktadır. Mali dengelerin öneminin daha fazla arttığı bir dönemde politika yapıcıların bu

alandan elde edilen kazanımdan vazgeçmeyecekleri belirgin olarak karşımızda durmaktadır. Bu bağlamda gerek vergi gelirlerinin artış hızındaki yavaşlama gerekse bütçe harcamalarında önümüzdeki aylarda ortaya çıkabilecek baskılar (memur maaş zammı) yılın son çeyreğine doğru yeni vergi düzenlemelerini gerekli kılabilir. Bu durum baz etkisi nedeniyle yıllık enflasyonda son çeyrekte beklediğimiz düşüşün daha sınırlı olmasına neden olabilecektir.

Döviz kurunun seyri enflasyon üzerinde önemli olacak.



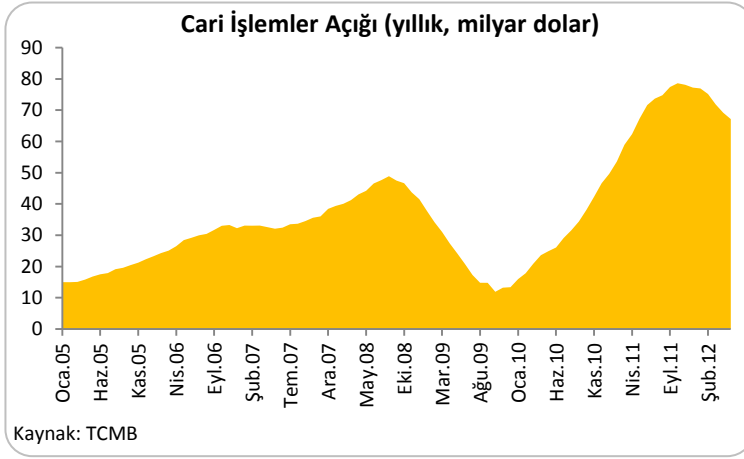
Son dönemde enflasyonda görülen olumlu seyrde TL’de görülen değer kazancının da etkili olduğu görülmektedir. Ocak ayında 1.90 seviyesine kadar yükselen USD/TL kuru 1.80 seviyelerine kadar gerilemiştir. Reel bazda ise TL’de Ocak-Mayıs döneminde %4’ün üzerinde bir yükseliş görülmüştür. Son günlerde azalan enflasyonist baskılar, Merkez Bankası’nın politika faiz oranı olmasa bile faiz koridorunun üst sınırı olan borç verme faiz oranında bir indirmeye gitmesi olasılığını artırmış

görülmektedir. Hali hazırda düşüş trendinde olan piyasa faizlerinin söz konusu hareketini devam ettirmesi TL’deki değerlenmenin ivme kaybetmesine hatta son bulmasına neden olabilecektir. Bu durum kurun enflasyondaki düşüşe sağladığı katkının ortadan kalkmasına neden olabilecektir.

Haziran ayı enflasyon rakamları beklentilerin altında kalarak olumlu bir enflasyon görünümüne işaret etmiştir. Söz konusu düşüşte son dönemde mevsimsel trendinden daha olumlu hareket eden gıda fiyatları ile enerji fiyatlarının hareketi temel belirleyici olmuştur. Beklentilerin altında kalan son enflasyon verisi ile, TCMB büyümeye ilişkin endişelerin artabileceği bir ortamda elini rahatlatan bir yapıya kavuşmuştur. Söz konusu gelişmeler yılsonu enflasyonuna ilişkin aşağı yönlü revizyonların artmasına neden olmuştur. Ancak bu haftaki raporumuzda ele aldığımız bir takım gelişmelerin göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyoruz. İlk olarak, son dönemde TÜFE’deki düşüşte önemli role sahip olan gıda fiyatlarının, Temmuz ayında başlayacak Ramazan ayı ile enflasyondaki düşürücü etkisinin sona ermesi mümkün görünmektedir. Orta vadede ise yılın son çeyreğinde 2011 yılından gelen güçlü baz etkisi nedeniyle gerçekleşmesini beklediğimiz yıllık enflasyondaki gerilemenin boyutu önem kazanmaktadır. Son günlerde artan petrol fiyatlarının bu eğilimini sürdürmesi enflasyon üzerinde bir baskı yaratabilecektir. Ayrıca, kamu dengelerinde gelirlerdeki düşüş ve harcamalardaki artış ile yaşanabilecek olası bozulma da ek zam veya vergi düzenlemeleri son çeyrekteki enflasyon düşüşünü sınırlayabilecek bir diğer etken olabilecektir. Ayrıca son yapılan elektrik zamlarının yeterli olmayabileceği ve yeni fiyat artışlarının söz konusu olabileceği dile getirilmektedir. Son olarak, beklentilerin altında gelen son enflasyon verileri TCMB’nin faiz koridorunun üst sınırı olan borç verme faiz oranını indirebileceği beklentilerini arttırmıştır. Bu durumun gerçekleşmesi Türkiye’nin faiz farkını azaltarak TL’deki değerlenmenin enflasyona yaptığı olumlu katkıyı bir miktar sınırlandırabilecektir. Sonuç olarak Haziran ayı enflasyon verileri yılsonu enflasyon beklentimizin aşağı yönde sapma olasılığını arttırmıştır. Ancak yukarıda saydığımız etkilerin ışığında %7.2 olan 2012 yılı TÜFE beklentimizi revize etmek için bir süre daha beklememizin yararlı olacağını düşünüyoruz.

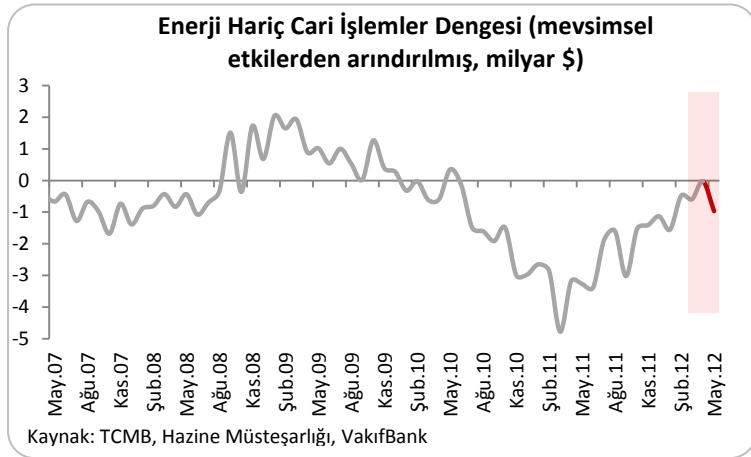
Mayıs ayında cari işlemler hesabı 5.8 milyar dolar açık verdi.

Mayıs ayında cari işlemler açığı 5.8 milyar dolar ile beklentilerin altında gelmiş ve yıllık bazda ise 67.2 milyar dolar seviyesine kadar gerilemiştir. Enerji hariç cari işlemler açığında ise mevsimsel etkilerden arındırılmış verilerde bir miktar artış dikkat çekmektedir. Finansman tarafında ise bir önceki aya göre döviz girişinde bir yükseliş yaşanmıştır. Bankalar ve özel sektörün yurtdışından sağladıkları krediler döviz girişindeki artışa kaynaklık etmiştir. Bu raporumuzda, ilk olarak cari işlemler açığının genel seyri ele alınmış ve hizmetler dengesindeki gelişme incelenmiştir. Daha sonraki bölümde ise finansman gelişmeleri bankaların borçlanmaları çerçevesinde ele alınmıştır. Son olarak rezerv varlıklardaki gelişmeler ele alınmıştır.



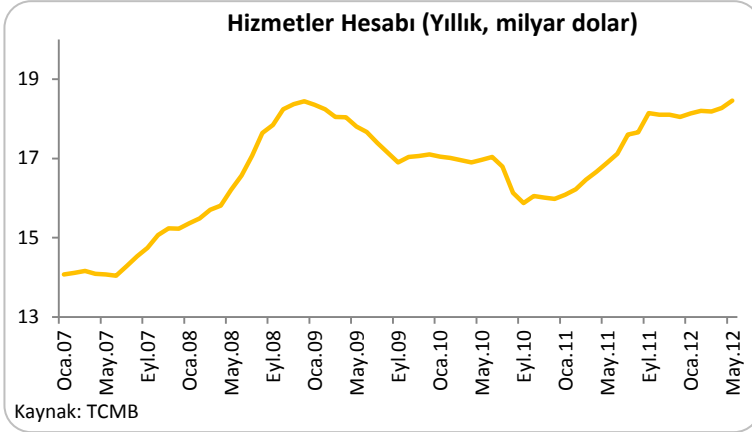
Merkez Bankası tarafından açıklanan verilere göre 2012 yılı Mayıs ayında cari işlemler açığı, bir önceki yılın aynı ayına göre %25.9 gerileyerek 5.8 milyar dolar ile beklentilerin (piyasa beklentisi: 6.2 milyar dolar; VakıfBank beklentisi: 6.4 milyar dolar) altında gerçekleşmiştir. 2011 yılının Ocak-Mayıs döneminde 37 milyar dolar olan cari işlemler açığı 2012 yılının aynı döneminde 27.1 seviyesine

gerilemiştir. Böylece Nisan ayında 2011 yılı Mayıs ayından sonra ilk defa 70 milyar dolar seviyesinin altına gerileyen yıllık cari işlemler açığı Mayıs ayında 67.2 milyar dolar seviyesine kadar düşmüştür.



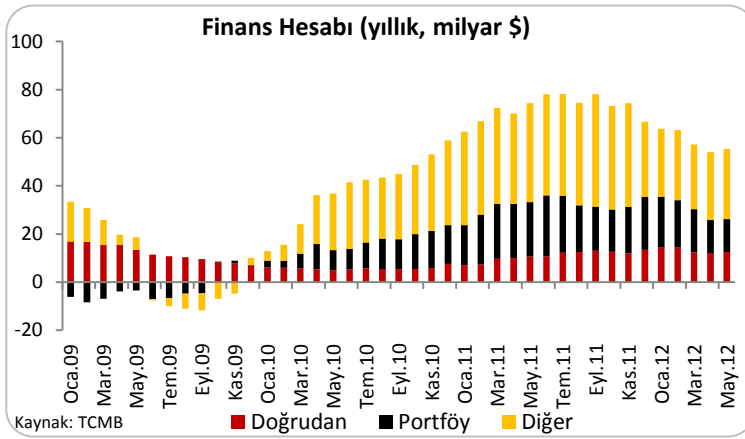
Mayıs ayında enerji hariç cari işlemler açığına bakıldığında, 12 aylık toplamda enerji hariç cari işlemler açığındaki toparlanmanın devam ettiği görülmektedir. Ancak, mevsimsellikten arındırılmış verilere bakıldığında genel olarak 2011 yılının Eylül ayından beri devam eden iyileşmenin Mayıs ayında son bulduğu ve aylık bazda mevsimsel etkilerden arındırılmış enerji hariç cari işlemler açığının yükseldiği

görülmektedir. Yıllık enerji hariç cari işlemler açığındaki toparlanmanın devam ediyor oluşu olumlu bulunurken, mevsimsel etkilerden arındırılmış enerji hariç cari işlemler açığında görülen yükselişin kalıcı olup olmayacağı, önümüzdeki aylarda önemli olacaktır. Önümüzdeki dönemde iç talepteki gelişmeler ve TL'nin değeri enerji hariç cari işlemler seyri açısından kritik role sahip olacaktır.



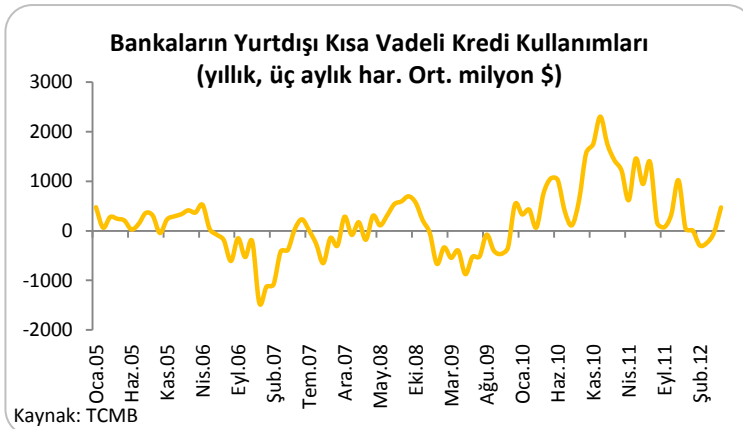
Son dönemde hizmetler hesabındaki gelişmeler de cari işlemler açığının beklentilerin altında kalmasında önemli rol oynamaktadır. 2011 yılı Eylül ayından itibaren yatay bir seyir izleyen yıllık hizmetler hesabı fazlası Mayıs ayında önemli ölçüde artış göstermiştir. Mayıs ayındaki 1.6 milyar dolarlık net gelir ile son bir yıldaki toplam hizmetler hesabı fazlası 18.5 milyar dolara ulaşmıştır.

Hizmetler hesabındaki artışta inşaat hizmetlerindeki gelir artışı ve turizm sektöründeki yavaşlamanın ivme kaybetmesi etkili olmuştur. Turizm Bakanlığı tarafından açıklanan veriler de Mayıs ayında bir önceki yıla göre giriş yapan ziyaretçi sayısındaki düşüşün %1.5 seviyesine düştüğünü yansıtmaktadır.



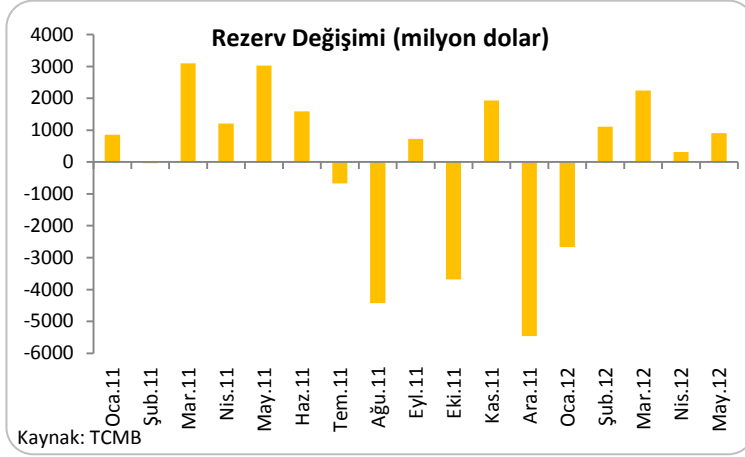
Cari işlemler açığının finansman tarafına bakıldığında, toplam döviz girişinin bir önceki aya göre önemli ölçüde arttığı görülmektedir. Nisan ayında 6 milyar dolarlık bir finansman girişi yaşanırken, Mayıs ayında söz konusu rakam 7.2 milyar dolara yükselmiştir. Yıllık bazda değerlendirdiğimizde ise döviz girişi 55.3 milyar dolara ulaşmıştır. Mayıs ayında doğrudan yatırımlarda aylık

bazda artış olduğu, portföy yatırımlarında ise azalış yaşandığı görülmektedir. Mayıs ayında doğrudan yatırımlar yoluyla 1.3 milyar dolarlık giriş olmasına karşın, yıllık bazda ise önemli bir değişim gözlenmemiştir. Portföy yatırımları kanalıyla net döviz girişi ise Mayıs ayında 376 milyon dolara gerilemiştir. Mayıs ayında hisse senedi piyasasında 435 milyon dolarlık satış olduğu görülürken, tahvil ve bono gibi kamu borç senetlerinde ise 774 milyon dolarlık bir alım olduğu dikkat çekmektedir. Ayrıca Mayıs ayında diğer yatırımlar da bir önceki aya göre yükselerek 6.4 milyar dolar olmuştur.



Mayıs ayında reel sektör ve bankaların yurtdışından kullandıkları kredilerdeki artış en önemli gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır. Bankacılık sektörü yurtdışı piyasalardan Mayıs ayında 1.6 milyar dolarlık kısa vadeli kredi kullanımı gerçekleştirmiştir. Yandaki grafikte de görüldüğü gibi üç aylık hareketli ortalamalar itibariyle de bankacılık

sektörünün kısa vadeli dış kredi kullanımları artmaya devam etmiştir. Son açıklanan bankacılık verileri kredilerdeki artışın mevduatlardaki yükselişin üzerinde seyrettiğini göstermektedir. Bankaların kredi artışının mevduat artışından yüksek olmasından dolayı oluşan farkı yurtiçi ve yurtdışında gerçekleştirdikleri borçlanmalarla kompanse ettikleri görülmektedir.



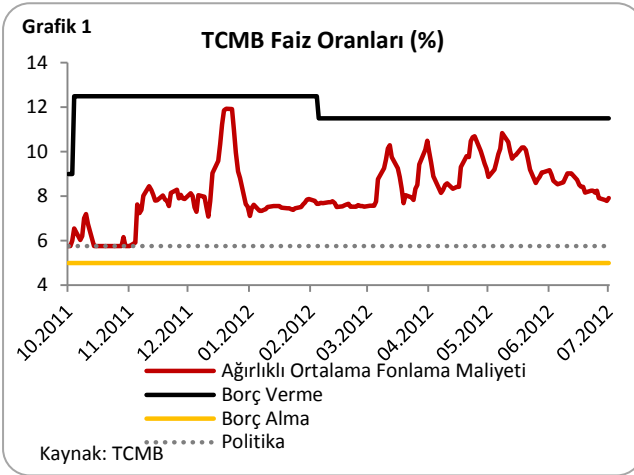
Son dönemde finansman girişinin dış kaynak ihtiyacının üzerinde gerçekleşmesi sonucunda rezerv varlıklarda artış görülmektedir. 2011 yılı aralık ayı ve 2012 yılı Ocak ayında rezerv varlıklarda 8.1 milyar dolarlık düşüş görülürken, son dört aydır rezervlerin yeniden artmaya başladığı görülmektedir. Küresel piyasalarda Yunanistan ve İspanya'daki sorunlara karşı atılan

adımlar risk iştahını arttırırken, gelişmekte olan ülkelere fon akımının bir miktar toparlanmasına yol açmıştır. Söz konusu süreçte nispeten güçlü makroekonomik verilere sahip Türkiye ekonomisinin gelişmekte olan ülkeler içerisinde de pozitif ayrıştığı görülmektedir.

Sonuç olarak, Mayıs ayı verileri cari işlemler açığındaki düşüş trendinin devam ettiğini göstermektedir. TL'nin değer kaybı, petrol fiyatlarındaki düşüş ve iç talepteki yavaşlama dış ticaret kanalı ile cari işlemler açığının düşüşüne katkı sağlarken, hizmetler hesabındaki fazlanın yükselişi cari işlemler açığının beklentilerin altında kalmasında önemli rol oynamıştır. Mayıs ayı verileri ile birlikte cari işlemler açığının GSYİH'ya oranının %9'un altına inmesi bir diğer önemli gösterge olarak karşımıza çıkmaktadır. Enerji hariç cari işlemler açığı rakamlarına baktığımızda ise ham verilerde gerilemenin devam ettiğini görmemize karşın, mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler Mayıs ayında hafif bir bozulmaya işaret etmektedir. Finansman tarafında ise, özellikle bankacılık sektörünün yurtdışı piyasalardan sağladığı krediler finansman girişindeki artışa kaynaklık etmiştir. Bu durum, mevduatlardaki artışın kredilerin altında kaldığı bir ortamda bankaların fon ihtiyaçlarını borçlanarak karşıladıklarını göstermektedir. Cari işlemler açığının düşüşü ekonomimizin en kırılgan noktası olarak gösterilen bir göstergede düzelmeye işaret etmesi bakımından olumlu karşılanmaktadır. Ancak önümüzdeki dönemde TL'deki değerlenmenin etkilerinin görülebilecek olması ve petrol fiyatlarında olası yükselişler cari işlemler açığındaki yavaşlamanın bir miktar hız kesmesine neden olabilecektir. Ancak hali hazırda 2012 yılı için 65 milyar dolar seviyesinde bulunan cari işlemler açığı tahminimizde aşağı yönlü riskler bulunmaktadır.

TCMB Temmuz ayı toplantısında faizleri sabit bıraktı.

TCMB Temmuz ayı toplantısında faiz oranlarında bir değişikliğe gitmemiştir. Ancak TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tutulabilecek kısmında 5 puanlık bir artırıma giderek 2.8 milyar TL likidite sağlamayı hedeflemiştir. Ayrıca 2012 yılının III. Enflasyon Raporu'nda yılsonu enflasyon beklentisini düşüreceğinin sinyalini vermiştir. Bu raporumuzda, TCMB'nin son kararlarının arkasında yatan nedenler detaylı bir şekilde incelendikten sonra TCMB'nin para politikasına ilişkin değerlendirmeler yapılacaktır.



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Temmuz ayı toplantısında faizlerde herhangi bir değişikliğe gitmeyerek politika faiz oranını beklentilere paralel olarak, %5.75 seviyesinde sabit bırakmıştır. TCMB ayrıca borç alma faiz oranını %5 seviyesinde sabit tutarken, 50 baz puan indirmesini beklediğimiz borç verme faiz oranını %11.5 olarak bırakmıştır. TCMB Temmuz ayı toplantısının ardından önümüzdeki hafta yayımlanacak olan "Enflasyon Raporu'nda" yılsonu enflasyon beklentisini aşağı yönde revize edebileceği vurgusunu yinelemiştir. Ancak karar metninde bir önceki aydan farklı olarak, gıda ve

enerji fiyatlarındaki gelişmelerin enflasyon üzerindeki olumlu katkısına ilişkin vurgusunu kaldırmış, ayrıca ek sıkılaştırmaya gidilebileceğine ilişkin söylemine de yer vermemiştir.

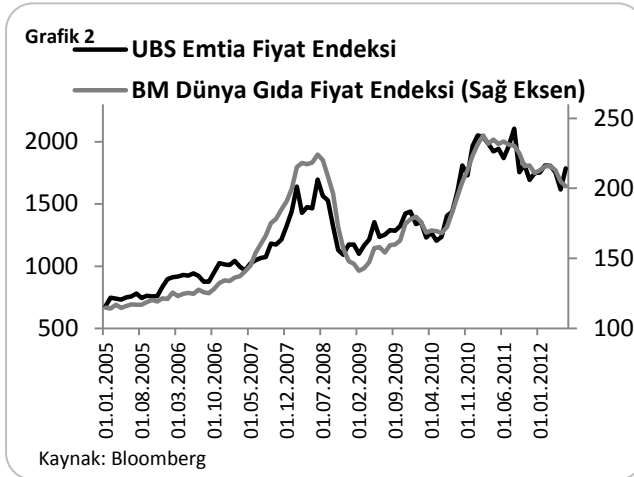
TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tutulabilecek kısmına ilişkin kararlar

Karar Tarihi	Karar	Döviz Rezervi Artışı	Uygulanacak Katsayı
05 Ekim 2011	%10'dan %20'ye	3.6 milyar dolar	1.0
27 Ekim 2011	%20'den %40'a	4.7 milyar dolar	1.0
29 Mayıs 2012	%40'tan %45'e	2.1 milyar dolar	1.4
21 Haziran 2012	%45'ten %50'ye	2.7 milyar dolar	1.7
19 Temmuz 2012	%50'den %55'e	2.9 milyar dolar	1.9

TCMB, Temmuz ayı toplantısında, TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tutulabilecek kısmında bir artırıma giderek, söz konusu oranı %50'den %55'e yükseltmiştir. Üst üste üçüncü toplantısında söz konusu oranda artırıma giden TCMB, ilave %5'lik dilim için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılık için katsayıyı

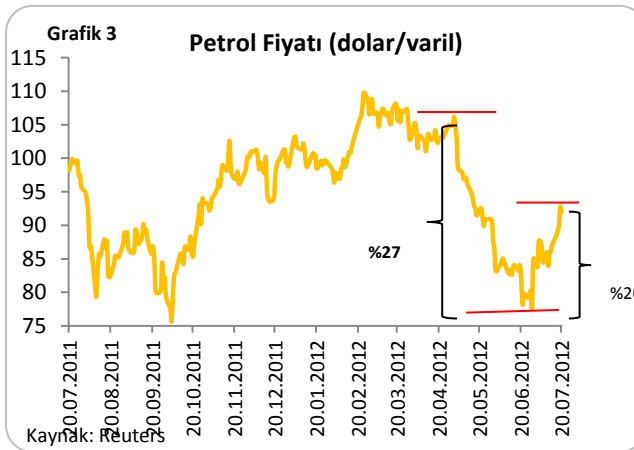
da 1.9 olarak belirlemiştir. Bu çerçevede, imkanın bankalarca tam olarak kullanılması durumunda TCMB rezervlerinin 2.9 milyar dolar artması, piyasaya ise 2.8 milyar TL likidite sağlanması beklenmektedir. TCMB, gerçekleştirdiği son üç PPK toplantısında TL zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tutulabilecek kısmını kademeli olarak artırırken, uygulanacak katsayıyı da aynı şekilde yükseltmiştir. Katsayının yükseltilmesi, TCMB'nin piyasaya sağladığı TL likiditesinde temkinli davrandığını göstermektedir. Ayrıca, zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tutulabilecek üst sınırının yükseltilmesi kararı TCMB'nin döviz rezervlerine olumlu katkı sağlayacaktır. TCMB, Temmuz ayı toplantısında, zorunlu karşılıkların altın cinsinden tutulabilecek kısmına ilişkin ise herhangi bir değişikliğe gitmemiştir. TL yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların altın cinsinden tutulabilecek kısmının üst sınırı hâlihazırda %25 seviyesinde bulunmaktadır.

Gıda ve petrol fiyatları enflasyon üzerinde baskı yaratabilir.



Son dönemde olumlu bir performans sergileyerek manşet enflasyonun beklentilerden iyi gelmesinde temel rol oynayan gıda fiyatlarının önümüzdeki dönemde nasıl bir seyir izleyeceği enflasyon ve TCMB'nin para politikası açısından önem kazanmıştır. Gıda fiyatlarının daha önemli hale gelmesinde hem yurt içi hem de yurt dışı faktörlerin etkili olduğu görülmektedir. Küresel gıda fiyatları, özellikle 2012 yılının ilk çeyreğinde başladığı aşağı yönlü hareketini ikinci çeyreğin sonuna kadar devam ettirmiş ve enflasyon görünümünü destekleyen bir tablo çizmiştir. Ancak Haziran ayı ile birlikte gözlenmeye başlanan

kötü mevsimsel koşulların tarım üzerindeki olumsuz etkileri, gıda fiyatlarında yukarı yönlü baskıları artırarak küresel enflasyon görünümü açısından risk oluşturmuştur. Gıda fiyatları için gösterge veriler arasında yer alan BM gıda fiyatları endeksi Haziran ayında da gerilemeye devam etmesine karşın UBS emtia fiyatları endeksi Haziran ayında sert bir sıçrama yaşayarak gıda fiyatlarındaki dönüşün habercisi olmuştur. Önümüzdeki dönemde de endekste bu hareketin devam etmesi beklenmektedir. Diğer yandan BM gıda fiyatları endeksinin ilişkin beklentiler de Temmuz ayında sert bir yükseliş yaşanacağına işaret etmektedir. Yurt içinde ise küresel gıda fiyatlarında yaşanan son gelişmelerin yansımalarının yanı sıra Ramazan etkisi ile gıda fiyatlarının genel trendinin üzerinde bir performans sergilemesi mümkün görünmektedir. Özellikle et fiyatlarında gözlenen artışların bu beklentilerimizi desteklediği görülmektedir. TCMB'nin kontrol edemediği kalemler arasında yer alan gıda fiyatlarında yaşanan bu gelişmelerin manşet enflasyon görünümü açısından takip edilmesi gerekmektedir.

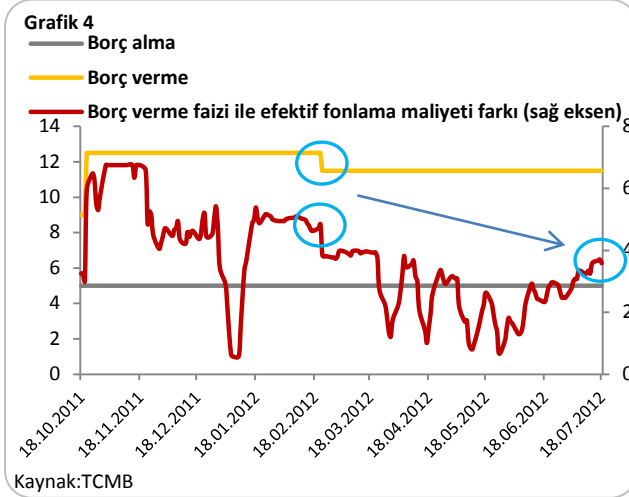


2012 yılının ikinci çeyreğinde uluslararası piyasalarda petrol fiyatlarının düşüşü yurtiçinde enflasyonda görülen olumlu seyrinde önemli role sahip olmuştur. Mayıs ayının başında 106 dolar seviyesine kadar yükselen ham petrol varil fiyatı, Haziran ayı sonu itibariyle 77 dolara kadar gevşemiştir. Özellikle küresel büyümeye ilişkin artan endişeler petrol fiyatlarında Mayıs ayının başından Haziran ayının sonuna kadar %27'lik bir düşüşe neden olmuştur. Son dönemde ise Hürmüz Boğazı ve Suriye'deki gelişmelerin yarattığı arz yönlü endişeler petrol fiyatlarında yeniden bir yükselişin görülmesine neden

olmuştur. Geçtiğimiz hafta 93 dolar seviyesine kadar yükselen petrol fiyatları son 20 günlük dönemde %20 oranında yükselmiştir. Son dönemde USD/TL'de görülen düşümlere karşın petrol fiyatlarının daha sert bir yükseliş gösterdiği değerlendirildiğinde, petrol fiyatlarının bu yükselişinin süreklilik kazanması yurtiçi enflasyonu üzerinde baskıların artmasına neden olabilecektir.

Yukarıda da değindiğimiz gibi gerek gıda fiyatlarında hem hava koşullarının uluslararası fiyatları artırması ile hem de Ramazan ayının etkisi ile görülebilecek yükseliş, gerekse petrol fiyatlarının arz yönlü kaygılarla artışı önümüzdeki aylarda enflasyon üzerinde yükseliş yönlü baskıların artmasına neden olabilecektir. Buna ek olarak, TL sepet bazında (0.5\$+0.5€) Temmuz ayı başından itibaren %2.2 değer kazanırken USD/TL kuru aynı seviyede bulunmaktadır. Dolayısıyla, USD/TL'deki gelişmeler döviz kurundan enflasyona katkının daha sınırlı olabileceğini

göstermektedir. TCMB'nin yılsonu enflasyon tahminini düşürebileceğini vurguladığı bir dönemde söz konusu fiyat gelişmelerinin süreklilik kazanıp kazanmayacağını ortaya çıkması para politikası duruşu açısından da önem kazanmaktadır. Yukarıda değindiğimiz enflasyonist gelişmeler dikkate alındığında, TCMB'nin önümüzdeki hafta yapacağı enflasyon tahminindeki aşağı yönlü revizyonda sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Ayrıca bu enflasyonist gelişmelere bağlı olarak enflasyonun %6'nın altına hareket etmesi ihtimalini düşük görüyoruz.



TCMB son yaptığı PPK toplantısında 50 baz puanlık indirim beklentimizin aksine borç verme faiz oranını sabit bırakmıştır. Son dönemde küresel piyasalarda nispeten yükselen risk iştahı, yurtiçinde düşen enflasyon beklentileri piyasa faizlerinin gerilemesine neden olmuştur. Bu süreçte TCMB'nin efektif fonlama maliyeti de aşağı yönlü bir trend izlemiştir. Faizdeki düşüş ile efektif fonlama maliyeti ile faiz koridorunun üst sınırı olan borç verme faiz oranı arasındaki fark da yükselmeye başlamıştır. Ancak söz konusu farkın tarihsel gelişimine baktığımızda, yandaki grafikte de görüldüğü gibi borç verme faiz oranının en son indirildiği dönemdeki seviyesinin altında olduğu

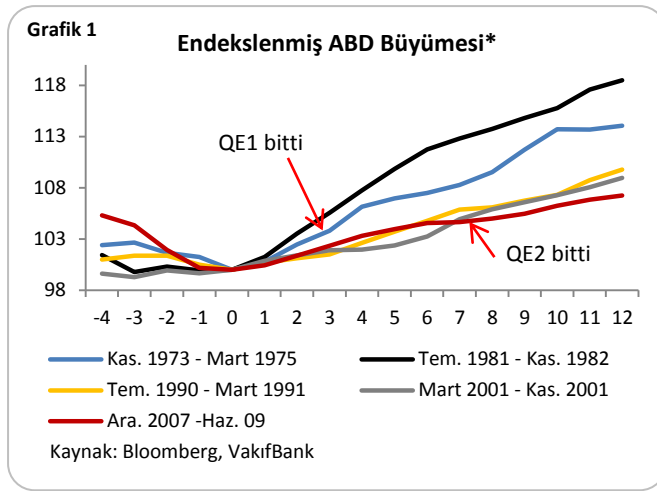
görülmektedir. Sonuç olarak, efektif fonlama maliyetinin bir miktar daha düşmesi durumunda borç verme faiz oranında beklediğimiz indirim söz konusu olabilecektir.

Merkez Bankası'nın, Temmuz ayı toplantısında 50 baz puanlık indirim beklentimize karşın, faiz koridorunun üst sınırında bir değişikliğe gitmemesinin birkaç nedeni olabilir. İlk olarak, son dönemde gerek Hürmüz Boğazı gerekse Suriye'de yaşanan gelişmelerin yarattığı arz yönlü endişelerin petrol fiyatlarında yukarı yönlü baskıları artırması ve kötü hava koşullarının küresel gıda fiyatlarındaki görünümü bozması enflasyona ilişkin risk algılamalarını artırmaktadır. Buna ek olarak, yurtdışı ekonomik aktivitede yaşanan yavaşlamanın vergi gelirlerinde ortaya çıkardığı kaybın yılın son çeyreğinde alkollü içecekler ve tütün grubunda yeni fiyat ayarlamaları ile telafi edilme olasılığı enflasyon beklentilerini artırabilecek olmasından dolayı önemli görünmektedir. Son olarak sepet bazında TL'nin değer kazanmasına karşın enflasyona geçişkenlik için önemli olan USD/TL kurunun sepete oranla daha az bir değerlenmeye işaret etmesi döviz kuru düşüşünün enflasyona yansımalarının da daha sınırlı olmasına neden olabilecektir. Enflasyona ilişkin söz konusu belirsizliklerin, TCMB'nin faiz koridorunun üst limitini indirme konusunda bir süre daha beklemeyi tercih etmesindeki başlıca neden olduğunu düşünüyoruz. Mayıs ayı sonunda %10.83 seviyesinde olan efektif fonlama maliyetinin %8'in altına düşmüş olmasına karşın, faiz koridorunun üst sınırı ile arasındaki farkın borç verme faizinin %12.50'den %11.50'e çekildiği bir önceki indirimin yapıldığı dönemdeki farkın altında olması TCMB'nin söz konusu indirim kararı için bir süre daha beklediğini göstermektedir. Diğer yandan, efektif fonlama maliyetinin hali hazırda düşük seviyede bulunduğu bir dönemde, piyasalara mesaj verme anlamı olabilecek indirimi gerçekleştirmemiş olması TCMB'nin temkinli duruşuna da işaret etmektedir. Küresel risk iştahını yansıtan VIX endeksinin dip seviyelerine yaklaştığı bir ortamda Avrupa'daki krizin sürdüğü ve ABD'de büyüme endişelerinin devam ettiği dikkate alındığında önümüzdeki dönemde VIX endeksinde yeniden bir yükseliş görülebilir. Geçmiş dönemlere baktığımızda risk algılamalarında bozulmaya işaret eden VIX endeksinin yükseldiği dönemlerde TCMB'nin istisnai gün ilan ederek efektif fonlama maliyetini artırdığı görülmüştür. VIX endeksinde yeniden yukarı yönlü hareketlerin görülmesi diğer bir ifade ile yurtdışı likidite koşulları açısından en önemli konulardan olan yurtdışı piyasalardaki bir bozulma TCMB'nin efektif faiz oranında da bir artışa neden olabilecektir. Sonuç olarak, TCMB gerek enflasyona ilişkin belirsizlikler gerekse TL'nin değeri karşında takındığı temkinli duruş ile birlikte herhangi bir faiz indirimine gitmemiştir. Yurt dışında keskin bir bozulma olmadığı takdirde TCMB'nin enflasyonun yıllık bazda belirgin bir düşüş yaşamasını beklediğimiz Ekim ayından önce faiz koridorunun üst limitinde bir indirime gitmeme ihtimali artmış görünmektedir.

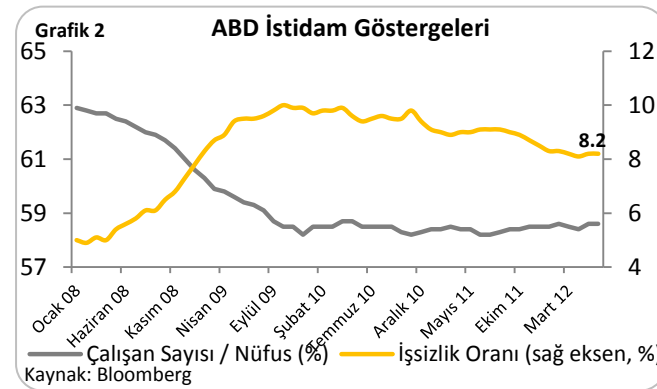
ABD’de yeni bir parasal genişleme olur mu?

2007 yılında başlayan ve etkileri 2008 yılında artarak devam eden küresel finansal krizin ardından birçok politika önlemi uygulamaya konulmuş ve 2009 yılından itibaren ekonomilerde kısmi de olsa büyüme ortamı yeniden sağlanmıştır. Ancak elde edilen büyümelerin kalıcı olup olamayacağına dair endişeler ise uzun süre devam etmiştir. Son dönemde Avrupa’da sorunlu ülkeler kaynaklı riskler büyük boyutlara ulaşmış ve küresel ekonomi üzerinde giderek artan bir risk unsuru haline gelmiştir. ABD tarafında ise büyüme rakamları yeniden zayıflamaya başlamış ve istihdam piyasalarında kalıcı bir düzelmeye elde edilememiştir. Gelişmiş ülkelerdeki yavaşlamanın telafi edilebilmesi için önemli bir rol biçilen Çin ekonomisi de yavaşlama yönünde daha net sinyaller vermeye başlamıştır. Böyle bir küresel makroekonomik ortamda özellikle ABD ve Avrupa merkez bankalarının yeni parasal genişleme paketleri uygulayıp uygulamayacakları gündemin merkezini oluşturmaktadır. Bu çerçevede, ABD Merkez Bankası’nın (FED) üçüncü niceliksel genişleme (QE3) paketine ilişkin gereklilikler beklentiler ve olası etkiler mevcut makroekonomik ortam bazında ele alınacaktır.

1. ABD Ekonomisi



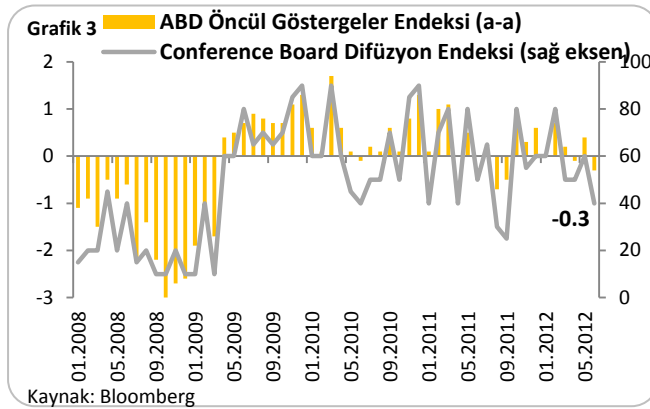
ABD’de 2012 yılının birinci çeyreğinde büyüme oranında belirgin bir yavaşlama görülmüş, reel GSYH, bir önceki çeyreğe göre %2 büyümüştür. Büyümede görülen yavaşlama ikinci çeyrekte de devam etmiş ve ikinci çeyrekte ABD ekonomisi %1.5 oranında büyümüştür. Büyüme için öncül kabul edilen ISM imalat endeksi de Haziran ayında, 2009 yılının Temmuz ayından beri görülen en düşük seviye olan 49.7’ye gerilemiş ve böylece kritik olan 50 seviyesinin altına inmiştir. Endeksin 50 seviyesinin altına inmesi, ekonomide daralma işareti olarak görülmektedir. Ancak endeks 40 seviyesinin altına inmedikçe, bu daralma algısı resesyona dönmeyeceğinden nispeten olumlu kabul edilmektedir. ABD’de büyüme verilerinin incelenmesi için resesyonların bitiş tarihleri sıfır alınarak bir endeks oluşturulmuş, bitiş tarihinden 4 çeyrek öncesi ve 12 çeyrek sonrasındaki ABD büyüme performansı incelenmiştir (Bkz. Grafik 1). Buna göre 2008 yılında yaşanan son krizden sonraki yedi çeyrekte ekonomideki toparlanmanın önceki krizlere benzer olduğu fakat görece 1973 ve 1981 krizlerinden düşük kaldığı görülmektedir. Ancak ikinci tur niceliksel gevşemenin (QE2) sona erdiği krizden sonraki sekizinci çeyrekte itibaren ise toparlanmanın diğer kriz dönemlerinin altında seyrettiği dikkat çekmektedir. Bu durum ekonomide yaşanan toparlanmada FED’in uyguladığı QE politikalarının da etkisi olduğunu göstermektedir.



ABD Merkez Bankası’nın para politikasını tasarlarken takip ettiği göstergelerden birisi olan istihdam piyasalarının seyrinin parasal genişleme tartışmalarının yoğunlaştığı süreçte dikkatle izlenmesi gerekmektedir. Krizin ardından %10 seviyesine kadar yükselen ABD’de işsizlik oranı, 2012 yılı Haziran ayı itibarıyla %8.2 seviyesine kadar gerilemiştir. İşsizlik oranında bir gerileme yaşanmasına karşın, söz konusu düşüş ekonominin yeni iş olanakları yaratma kapasitesinin kriz öncesi seviyesine ulaştığını

yansıtmamaktadır. Özellikle ABD’de çalışan sayısının toplam nüfus içindeki payının kriz ile birlikte düştüğü seviyelerde istikrar kazanması işsizlik oranındaki düşüşün ekonomik aktivitedeki toparlanmadan

kaynaklanmadığını, kişilerin işgücü piyasasından çekildiğini göstermektedir. ABD’de bir takım demografik özellikler de işgücü piyasaları açısından önemli sonuçlar doğurmaktadır. ABD’de II. Dünya savaşının ardından 1946-1964 yılları arasında yaşanan ve “baby boomers” olarak ifade edilen dönemde doğan neslin emeklilik yaşına gelmiş olmaları ve ayrıca söz konusu yaş grubunun iş olanağı bulamamaları dolayısıyla işgücü piyasalarından çekilmelerine neden olmaktadır. Son olarak, eğitim düzeyi düşük kişilerin de üniversite eğitimlerine dönerek iş aramaktan vazgeçmeleri işsizlik oranındaki düşüşte etkili olmuştur. Ayrıca, tarım dışı istihdamdaki artışın beklentilerin altında kalıyor oluşu istihdam piyasalarındaki zayıf görüntüyü desteklemektedir. FED tarafından da yoğun olarak vurgulandığı gibi istihdam piyasalarında kalıcı bir toparlanmanın elde edilememiş olması yeni parasal genişleme beklentilerini destekleyen bir gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak yeni bir parasal genişleme paketinin işgücü piyasalarındaki yapısal dönüşümü sağlayıp sağlayamayacağı konusunda soru işaretleri bulunmaktadır.

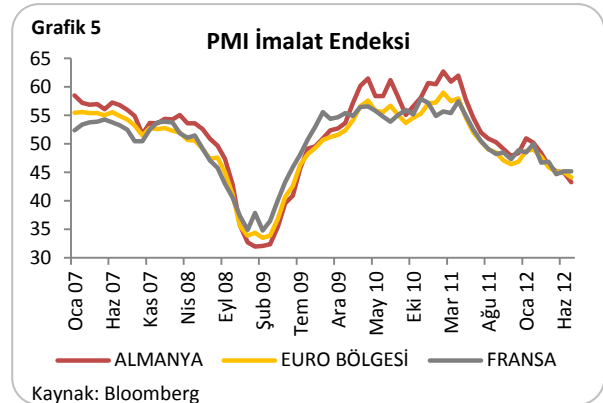
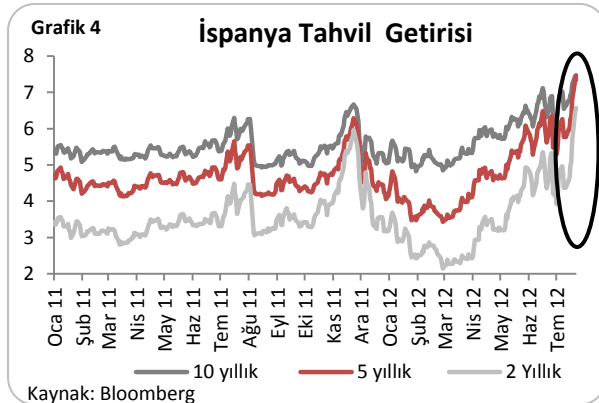


ABD’de on öncül göstergeleri içeren Conference Board öncül göstergeler endeksi Haziran ayında %0.3 düşmüştür. Haziran ayındaki düşüşle birlikte endeks son üç ayda ikinci kez düşüş göstermiştir. Öncül göstergeler endeksindeki bu düşüş, genel olarak endeksin alt kalemlerinden biri olan ISM yeni siparişler endeksindeki, inşaat izinlerindeki ve tüketici güvenindeki düşüşten kaynaklanmıştır. Difüzyon endeksi ise öncül göstergelere pozitif katkı yapan kalemlerin endeks içindeki payını göstermektedir. Endeksin

Haziran ayında 40’a gerilediği yani endekse pozitif katkı yapan kalemlerin azaldığı görülmektedir. Bu durum genel olarak ekonomide bir yavaşlamaya işaret etmektedir.

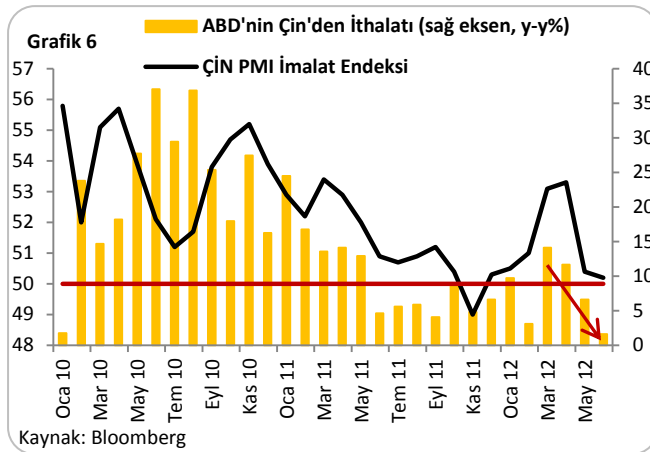
Konut piyasasındaki gelişmeler de ABD’de ekonomik aktivitedeki toparlanmayı göstermesi açısından yakından takip edilmektedir. ABD konut piyasasına bakıldığında, son dönemde bekleyen konut satışları, yeni konut satışları gibi verilerde beklentilerin üzerinde artışlar yaşanırken, inşaat izinleri ve konut fiyatları gibi verilerde ise beklentilerin üzerinde düşüşler yaşandığı görülmektedir. ABD’nin bütçe dengesine bakıldığında ise ABD Bütçe Ofisi tarafından bütçe açığının 2011 yılındaki 1.3 trilyon dolardan 2012 yılında 1.08 trilyon dolara indirilmesi planlanmaktadır. Bütçe açığı rakamlarında bir düşüş beklenmesine karşın, açığın hala kaygı verici boyutlarda bulunması ve kamu borç yükünün yüksek olması maliye politikasının büyümeyi destekleyici yönde kullanılması olanağını ortadan kaldırmaktadır. Bu çerçevede, politika yapıcılarının ekonomik aktiviteyi desteklemek için para politikasını kullanma zorunluluğu yükselmektedir. ABD’de açıklanan verilerin ekonomik aktiviteye ilişkin yavaşlama işaretleri vermesi, ekonominin desteklenmesi için yeni bir niceliksel gevşeme programı uygulanacağı beklentilerini artırmaktadır.

2. Avrupa



Yunanistan ile başlayan ve hala tam çözümlenemeyen kamu borç krizine son zamanlarda İspanya ekonomisindeki kırılmalıkların da eklenmesi, Euro Bölgesi'ndeki sorunların giderek daha büyük risk unsuru haline gelmesine yol açmaktadır. İspanya'da geçtiğimiz hafta yapılan banka kurtarma anlaşmasının piyasalarda yarattığı kısa süreli olumlu havanın ardından İspanyol 2, 5 ve 10 yıllık tahvil faizleri rekor seviyelere çıkmış ve İspanya'nın Avrupa Merkez Bankası'ndan (ECB) yardım isteyebileceği haberleri ülke ekonomisine dair güvenin tamamen azalmasına neden olmuştur. Tüm bunların yanı sıra, bölgedeki bankaların zayıf görünümü, imalat verilerinin kritik seviyenin oldukça altında seyretmesi ve borç düzeylerinin oldukça yüksek olması, dolayısıyla mali hedeflerinin garanti altında olmaması da piyasalarda Euro Bölgesi ekonomisine ilişkin güvensizliğin derinleşmesine neden olmuştur. ABD'nin en büyük ticari ve finansal partnerlerinden birisi olan olan Euro Bölgesi'ndeki söz konusu sıkıntıların çözümlenememiş olması ABD ekonomisi açısından da önem taşımaktadır. Euro Bölgesi'nde yaşanan makroekonomik sorunlara yönelik kalıcı bir çözüm bulunamamış olması sorunların önümüzdeki dönemde daha da derinleşmesi ihtimalini arttırmaktadır. Parasal birlikten çıkışlar olabileceği yönündeki tartışmalar devam ederken, mali, siyasi ve bankalar arası birliğin tam olarak kurulamamış olması sorunlara etkin ve hızlı çözüm bulunmasını da güçleştirmektedir. Euro Bölgesi'nde mevcut sıkıntıların ABD ekonomisine yansımaları henüz net bir şekilde görülmemesine karşın risk unsurlarının daha da derinleşmesi gerek ABD ekonomisi gerekse küresel görünüm için endişeleri arttıracaktır. Sonuç olarak, Euro Bölgesi'nin yaşadığı sıkıntılar ABD ekonomisindeki yeni bir parasal genişleme beklentilerini destekler bir nitelik taşımaktadır.

3. Çin



Çin'de son açıklanan olumsuz PMI verileri büyümenin yavaşlayabileceği endişelerine yol açarken, Çin'de ekonomik yavaşlamayı tetikleyen bir diğer unsur son yıllarda konut sektöründe oluşan fiyat balonu olarak karşımıza çıkmaktadır. Çin'de konut fiyatlarının hızla arttığı görülürken, Çin ekonomisinde konut fiyatlarında ortaya çıkabilecek fiyat düşüşleri ekonomik aktivite üzerindeki risklerin artmasına neden olabilecektir. Öte yandan, Çin'de endüstriyel üretimdeki gerilemeye paralel olarak ülke ihracatında da gerileme görülmüştür. Ayrıca, ABD'nin en büyük dış ticaret partneri olan Çin'in

ABD'ye olan ihracatının giderek azaldığı da dikkat çekmektedir. Dünyanın en büyük ikinci ekonomisi Çin'den gelen olumsuz imalat verileri ülke ekonomisi açısından endişelere yol açarken, Çin Merkez Bankası uyguladığı para politikası çerçevesinde Kasım 2011'den bu yana üç kez bankalara uyguladığı zorunlu karşılık oranlarında indirmeye giderek faizindeki yükselişleri sınırlamaya çalışmıştır. Çin Merkez Bankası ayrıca son zamanlarda ülkede açıklanan olumsuz verilere rağmen, ilki 8 Haziran'da olmak üzere bir ay içinde iki kez faiz indirimine giderek ekonomik aktivitedeki yavaşlamayı sınırlamayı amaçlamıştır. Çin ekonomisi için %7.4'e kadar gerileyen büyümenin %7'nin altına düşmesi ihtimali endişeleri artırırken, bu durumla karşılaşılabileceğini destekleyen verilerin gelmeye devam etmesi gelişmiş ülke merkez bankalarını yeni parasal genişleme uygulamalarının zorunlu olduğu düşüncemizi desteklemektedir.

QE3 ve Beklentiler

Son dönemde zayıf bir ekonomik görünüme işaret eden veriler yeni niceliksel genişleme beklentilerinin artmasına neden oluyordu. Bernanke'nin geçtiğimiz hafta Temsilciler Meclisi'ndeki konuşması yeni niceliksel genişleme sinyalinin gelmesi bakımından merakla takip edildi. Bernanke'nin açıklamalarında özellikle istihdam piyasasına ilişkin vurgular dikkat çekti. İstihdam piyasasındaki zayıflıkların FED'i destekleyici olmaya yönlendireceğine işaret eden açıklamalar önemli görünmekle birlikte, piyasanın istediği ve beklediği netlikte

değildi. Büyümeye ilişkin olarak ise ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın devam ettiğinin altı çizildi. Sonuç olarak yeni parasal genişleme konusunda önemli mesajlar içermeyen açıklamaların ardından piyasalar bu yılki Jackson Hole yıllık toplantısına odaklandı.

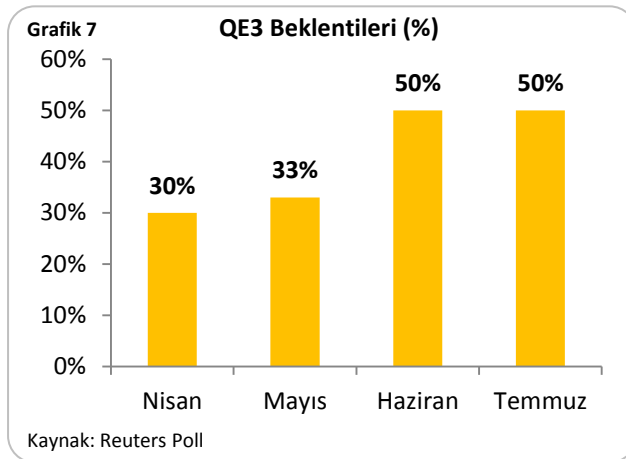
Jackson Hole neden önemli?

	QE1	QE2	QE3?
Açıklanma:	Jackson Hole 22 Ağustos 2008	Jackson Hole 27 Ağustos 2010	Jackson Hole
Başlama:	25 Kasım 2008	03 Kasım 2010	?
Bitiş:	31 Mart 2010	30 Haziran 2011	?

FED 2008 yılında krizin ABD ekonomisi üzerindeki etkilerini hafifletmek amacıyla hazırladığı birinci niceliksel genişleme programını (QE1) ilk olarak 2008 yılının Ağustos ayındaki Jackson Hole toplantılarında duyurmuştu. QE1 aynı yılın Kasım ayında da uygulanmaya başlanmıştı.

Benzer şekilde FED'in 2010 yılının Kasım ayında uygulamaya koyduğu ikinci niceliksel genişleme de 2010 yılının Ağustos ayında düzenlenen Jackson Hole toplantılarında açıklanmıştı. QE2 2011 yılının Haziran ayında sona erdiği için geçtiğimiz yıl da Ağustos ayındaki toplantı öncesi yeni niceliksel genişleme beklentileri artmış ancak toplantılardan böyle bir karar çıkmamıştı. Son dönemde zayıf bir görünüme işaret eden veriler ve Bernanke'nin parasal genişlemenin bir sınırının olduğu ancak FED'in henüz o sınırdan olmadığı yönündeki açıklamaları bu yılki Jackson Hole toplantılarını da odak noktası haline getirmektedir.

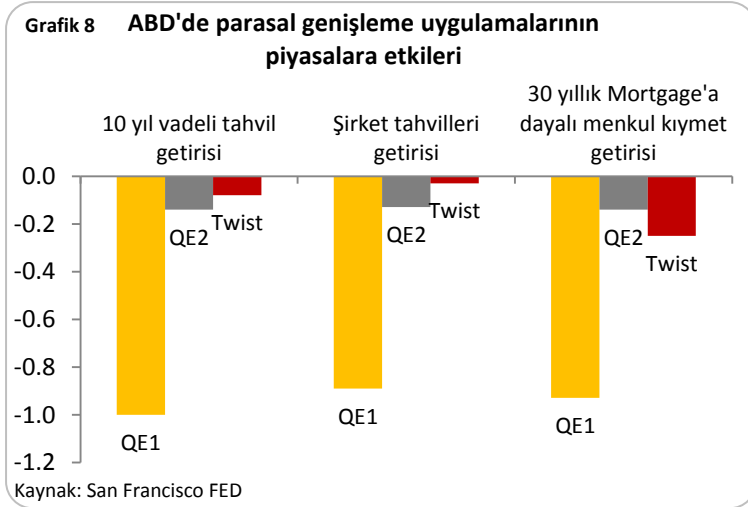
Jackson Hole toplantılarının yanı sıra ABD'deki seçimlerde QE3'ün zamanlaması açısından önemli görünmektedir. ABD'de 6 Kasım 2012 tarihinde yapılacak seçimler öncesi farklı yaklaşımlar da ön plana çıkmaktadır. İlk FED'in ekonomiyi desteklemek için bu yardımı seçim öncesi duyuracağı ve istihdam piyasasına ilişkin düzelme beklentilerini kuvvetlendireceği yönünde. Bir diğeri ise FED'in seçim öncesi böyle bir programın açıklanmasının etik olmayacağını düşünerek beklemede kalacağına işaret etmektedir. FED'in yeni bir niceliksel genişlemeye ihtiyaç duymasının daha önceki niceliksel genişleme programlarının ekonomiyi desteklemede yetersiz ve başarısız kaldığını gösterdiğini ve ayrıca mali dengesizliklere neden olarak yükü vatandaşın omuzlarına bindirdiğini düşünenler de seçim öncesi öne çıkmaktadır.



ABD piyasasında işlem yapan oyuncuların, FED'in yeni bir niceliksel genişlemeye gitmesi ihtimaline ilişkin beklentilerini gösteren anket sonuçları, Nisan ayından itibaren beklentilerin yükseldiğine işaret etmektedir. Özellikle Mayıs ayı itibarıyla ABD'de verilerin zayıf bir performans göstermesi ile Haziran ayındaki ankette, FED'in yeni niceliksel genişlemeye gitmesi olasılığının sert şekilde %50'ye yükseldiği görülmektedir. Söz konusu dönemde FED'in para politikası kararlarında odaklandığı ABD işgücü piyasasına ilişkin görünümün de yatay bir eğilim sergilemesi beklentilerdeki artışta etkili olmuştur. Haziran-Temmuz dönemlerinde ise

beklentilerin değişmediği dikkat çekmektedir. Beklentilerin aynı kalmasında, Bernanke'nin Temsilciler Meclisi'ndeki açıklamalarında QE3 konusunda net bir sinyal vermemesi belirleyici olmuştur. Sonuç olarak, Bernanke'nin geçtiğimiz haftaki konuşmasında QE3 ile ilgili net bir sinyal vermemesi, Jackson Hole toplantılarını daha önemli hale getirirken, QE3 beklentilerini de Eylül ayına atmıştır. Ayrıca piyasa oyuncuları bir önceki aya göre aynı olmasına rağmen üç ay öncesine göre QE3 ihtimalini daha yüksek görmektedir.

Parasal Genişleme Programlarının Etkileri



ABD'de yeni bir parasal genişleme paketinin gerekliliği tartışmalarının yanında söz konusu uygulamanın piyasa göstergeleri üzerine yansımaları da ele alınması gerekmektedir. San Francisco FED tarafından yapılan bir çalışma ekonomik aktivitedeki zayıflamaya karşı atılan parasal adımların etkisini giderek azalttığını göstermektedir. Yandaki grafikte de görüldüğü gibi ilk QE1 ve QE2 piyasalara etkiler açısından önemli farklılıklar bulunmaktadır. QE1'in sonucunda 10 yıllık hazine tahvili getirileri yaklaşık 1 puan gerilerken,

QE2'nin ardından söz konusu getirilerdeki düşüş ancak 0.2 puan olmuştur. Hazine tahvillerinin yanında şirket tahvilleri getirilerinde de benzer bir tablo karşımıza çıkmaktadır. Operation TWIST olarak adlandırılan ve uzun vadeli borçlanma maliyetlerinin düşük tutulabilmesi için kısa vadeli tahvillerin aynı miktarda uzun vadeliyle değiştirilmesini öngören programın etkisi ise 30 yıllık Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet getirileri hariç piyasalar üzerinde önceki uygulamalardan düşük oranda olmuştur. Sonuç olarak, mevcut süreçte yeni bir parasal genişleme paketinin gerekliliğinin yanında olası sonuçlarının da tartışılması yararlı olacaktır. Hali hazırda politika faizlerinin sıfıra yaklaşmış olması ve FED'in uyguladığı genişleyici para politikalarının tüm vadelere faizlerin aşağı yönde hareketine sebep olması ile getiri eğrisinin yataylaşması QE3'ün piyasalara yansımalarının sınırlı olmasına neden olabilecektir. Ayrıca yeni bir parasal genişlemenin piyasalarda her geçen gün fiyatlanıyor oluşu ve ekonomilerdeki yapısal sorunların daha fazla su yüzüne çıkabilecek olması söz konusu etkilerin sınırlı kalmasında diğer etkenler olabilecektir.

Sonuç olarak, mevcut ekonomik konjonktürde son açıklanan veriler ABD'de bir resesyona olmasa bile büyümede bir yavaşlamanın yaşanacağını göstermektedir. Özellikle söz konusu yavaşlamanın uzun sürmesi ihtimali bir diğer önemli risk unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Ekonomik aktiviteyi canlandırmak için maliye politikaları önemli bir araç olmasına karşın, gelişmiş ülkelerin yüksek bütçe açıkları ve ağır borç yükleri bu kanalın kullanılmasını imkânsız hale getirmektedir. Dolayısıyla, ekonomilerdeki yavaşlamanın önüne geçilebilmesi için önümüzdeki dönemde para politikası önlemlerinin alınması zorunlu hale gelmektedir. Politika faizlerinin çok düşük seviyede seyrettiği bir süreçte yeni bir parasal genişleme en yüksek ihtimal olarak görülmektedir. Bu bağlamda, önümüzdeki dönemde ABD'de yeni bir parasal genişleme paketinin uygulamaya konulacağını düşünüyoruz. Ancak söz konusu paket, finansal piyasalarda refah etkisi ile olumlu bir seyir yaratabilecek olmasına karşın etkilerinin önceki niceliksel genişlemelerdeki gelişmeler dikkate alındığında, sınırlı kalması ihtimali bulunmaktadır. ABD Merkez Bankası'nın 12-13 Eylül 2012 tarihindeki toplantısında yeni parasal genişlemeyi açıklaması beklenirken, FED'in söz konusu parasal genişlemeden daha etkin sonuç alınabilmesi için ECB ile koordineli hareket etmesi de mümkün görünmektedir.

Cem Erođlu	Kıdemli Ekonomist	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0212-398 18 98
Nazan Kılıç	Ekonomist	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0212-398 19 02
Ümit Ünsal	Ekonomist	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0212-398 18 99
Emine Özgü Özen	Ekonomist	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0212-398 18 90
Naime Doğan Eriř	Araştırmacı	naimedogan.eris@vakifbank.com.tr	0212-398 18 92
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0212-398 18 91

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.