

İÇİNDEKİLER

❖ Yurt İçi Ekonomi Raporu

Dış Ticaret Açığı İç Talebe Bağlı Olarak Artmaktadır...

Düşük faiz oranları ve sermaye girişlerinin etkisiyle yurt içi tüketim ve yatırım eğilimindeki artış, dış ticaret açığımızın Ekim ayında biraz daha genişlemesine neden olmuştur. İç talebin güçlü seyrine karşın zayıf dış talep koşulları altında ve Ekim ayı dış ticaret verileri ışığında 2010 yılı dış ticaret ve cari işlemler açığı tahminlerimizi yukarı yönde revize ediyoruz.

Türkiye ekonomisi iç talep desteğiyle büyümeye devam ediyor...

2010 yılı üçüncü çeyreğinde Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) bir önceki yılın aynı dönemine göre %9.2 olan beklentilerimizin ve %6.7 olan piyasa beklentisinin altında %5.5 oranında artış göstermiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH ise bir önceki döneme göre %1.1 artmıştır. Böylece, yılın birinci çeyreğinde %0.4, ikinci çeyreğinde ise %3.5 oranında artan mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH üçüncü çeyrekte ılımlı bir büyüme performansı sergilemiştir.

❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

Türkiye’de Çekirdek TÜFE’deki Düşüş Sürdürülebilir mi?

Raporumuzda Türkiye’de çekirdek enflasyon oranında yaşanan düşüşün sürdürülebilir olup olmadığı değerlendirilecek, çekirdek TÜFE ve manşet arasındaki ilişki ile emtia ve enerji fiyatlarının etkileri üzerinde durulacaktır. Bu kapsamda ithalat geçişkenliği üzerinden diğer GOÜ’lerden ayrılan Türkiye için Merkez Bankası politikaları açısından önemli bir yer tutan çekirdek enflasyon oranının sürdürülebilirliği incelenecektir.

Finansal İstikrarın Önemi- İrlanda Örneği

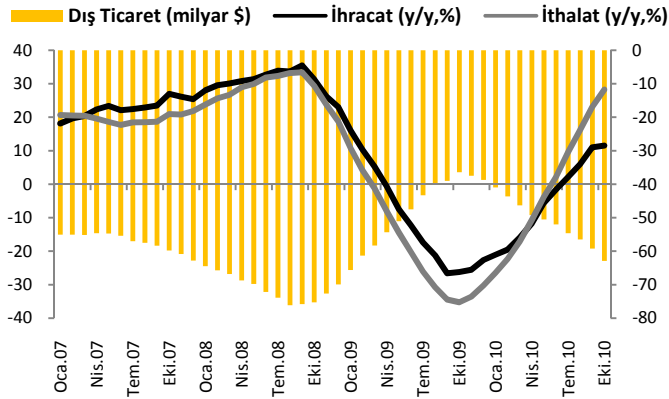
ABD kaynaklı 2008 konut krizinin etkileri Batı Avrupa’da ilk başta finansal kriz şeklinde görülmüştür. İngiltere’de yaşanan kriz konut finansman şirketleri ile bankaları sıkıntıya sokarken, diğer Avrupa ülkeleri ise toksik Amerikan ipotek kredilerinden zarar görmüştür. Ukrayna bankacılık sektörü bilançolarının bozulmasıyla krize girerken, Yunanistan ve İspanya gibi ülkelerde borç sorunları ortaya çıkmıştır. Son günlerde ise Avrupa borç krizi ile ilgili olarak İrlanda ile ilgili haberler piyasalarda takip edilmektedir. 1995-2007 yılları arasında ekonomisinde yaşanan hızlı büyüme nedeniyle “Kelt Kaplanı” olarak adlandırılan İrlanda, 2008 yılında global piyasalarda başlayan krizle birlikte sert bir şekilde küçülmüş, 2010 yılı ortalamasında işsizlik oranı %13.6 seviyelerine yükselmiştir. Bu süreçte kamu açıkları ciddi boyutlara ulaşan ülkeye AB ülkeleri ve IMF tarafından hazırlanan kredi paketi kapsamında toplam 85 milyar Euro yardım aktarılmış ve Kasım ayı sonunda kamu maliyesi sorunlarına çözüm getirmek üzere bir önlem paketi açıklanmıştır. Raporumuzda kriz öncesinde güçlü büyümesiyle dikkat çeken İrlanda’nın neden krizden bu kadar derin bir şekilde etkilendiği incelenerek finansal istikrarın önemi üzerinde durulacaktır. Ayrıca yaşanan kriz sonucunda alınan önlemlerin ne çerçevede olduğu ve bu önlemlerin ülkeyi krizden kurtarmaya yetip yetmeyeceği tartışılarak, İrlanda dışındaki diğer ülkelere yönelik risklere de değinilecektir.

Dış Ticaret Açığı İç Talebe Bağlı Olarak Artmaktadır...

Düşük faiz oranları ve sermaye girişlerinin etkisiyle yurt içi tüketim ve yatırım eğilimindeki artış, dış ticaret açığımızın Ekim ayında biraz daha genişlemesine neden olmuştur. İç talebin güçlü seyrine karşın zayıf dış talep koşulları altında ve Ekim ayı dış ticaret verileri ışığında 2010 yılı dış ticaret ve cari işlemler açığı tahminlerimizi yukarı yönde revize ediyoruz.

Dış Ticaret Açığı Ekim ayında 6.3 milyar dolar olarak açıklandı...

Grafik - 1



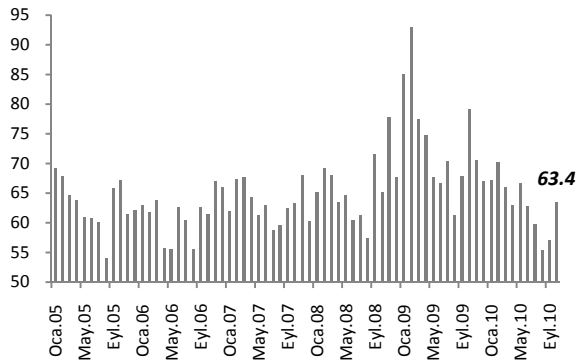
Kaynak: TCMB

*Veriler 12 aylık kümülatif toplam olarak alınmıştır.

Dış ticaret açığı Ekim ayında geçen yılın aynı ayına göre %139 artışla 6.33 milyar dolar ile 5.75 milyar dolar olan beklentimizin ve 5.96 milyar dolar olan piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşmiştir. Ekim ayı dış ticaret açığının beklentilerimizin üzerinde kalmasında, ithalat rakamlarının beklentilerin üzerinde artış göstermesi etkili olmuştur. Öte yandan, Ekim ayında ihracat 2009 yılının aynı ayına göre %8.8 artarak beklentilerimize paralel 10.89 milyar dolar, ithalat ise beklentilerimizin üzerinde %35.5 artarak 17.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece 2009 yılı Ekim ayında %79 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2010 Ekim

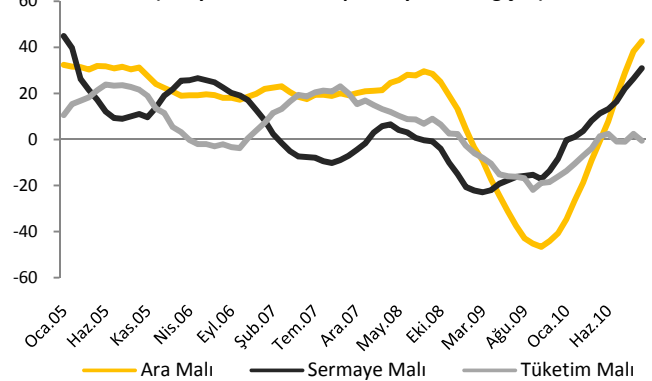
ayında %63.4'e gerilemiştir (Bkz. Grafik-2). İthalatta yaşanan artışın iç talebe yönelik olumlu bir tablo çizmesiyle birlikte, ihracatın beklentilerden zayıf bir görünüm çizmesi, son dönemde değerlendirilen kur ile beraber dış talebe ilişkin belirsizliklerin devam ettiği bir ortamda olumsuz bir görünüm sergilemektedir. Özetle, dış talebin iç talebe nazaran daha düşük seviyelerde kalması dış ticaret açığındaki genişlemenin hızlanarak artmakta olduğuna işaret etmektedir.

Grafik-2 : İhracatın İthalatı Karşılama oranı(%)



Kaynak: TCMB

Grafik-3 : Net Dış Açık
(12 aylık kümülatif toplam - yıllık % değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK

Ekim ayında dış ticaret açığının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinde ithalatta yaşanan sert yükseliş etkili olurken, ithalatın alt kalemleri incelendiğinde bu artışta Ekim ayında ithalatımızda %68.9 paya sahip olan ve bir önceki ay zayıf bir görünüm sergileyen ara malı ithalatındaki artışın etkili olduğu görülmüştür. Bunun yanında, yatırım iştahının göstergesi olarak izlenen ve yılın ilk dokuz ayında ortalama %24.5 artan sermaye (yatırım) malları ithalatındaki aynı dönemde yıllık bazda yaşanan %59.6 oranındaki artış da dikkat çekicidir. Benzer

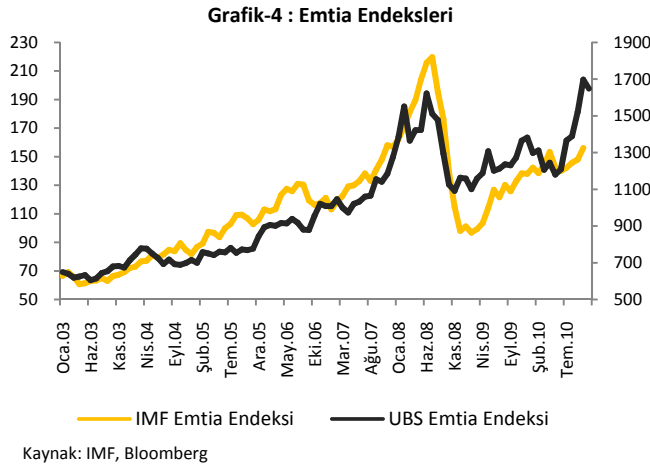
şekilde yılın ilk dokuz ayında ortalama %27.5 oranında artan tüketim mali ithalatı ise yıllık bazda %49.9 oranında artmıştır. İthalatta alt gruplar bazında yaşanan bu artışlara karşılık, aramalı, sermaye mali ve tüketim malları net dış ticaretlerinin 12 aylık ortalamalara göre yıllık değişimleri incelendiğinde (Bkz. Grafik-3) Türkiye'nin aramalı ve sermaye mallarında net dış açığının Ekim ayında daha da belirgin hale geldiği dikkat çekmektedir. Buna karşılık, tüketim mali ihracatının ithalattan daha hızlı artması sonucu kriz öncesinde tüketim mallarında net ithalatçı olan Türkiye'nin, artan iç talebe rağmen şu an için bu konumda olmadığı görülmektedir.

Dış ticaret açığı fasıllara göre incelendiğinde ise Ekim ayında ithalatta yıllık bazda yaşanan artışta en yüksek paya sahip olan fasıllar hava taşıtları ile motorlu kara taşıtları olurken, bunları kıymetli taşlar takip etmiştir. İhracattaki artışa en büyük katkıyı yapan fasıllar ise demir çelik, makine ve cihazlar ihracatı olurken, ihracatımızdaki payı yüksek olan mineral yakıtlar ve yağlar kaleminde gerçekleşen %18 oranındaki azalış, ihracat rakamlarının yıllık bazda artış hızında bir miktar yavaşlamaya neden olmuştur.

İhracatımızın ülkeler bazında dağılımına bakıldığında ise, 2009 yılı Ekim ayında %50.2 olan Avrupa Birliği'nin (AB) ihracattaki payı Ekim 2010'da bir miktar gerileyerek %47.6 olarak gerçekleşmiştir. Böylece, AB'ye yapılan ihracat, 2009 yılının aynı ayına göre %3 artarak 5.22 milyar dolar olarak gerçekleşirken, 1.21 milyar dolar ile Almanya en çok ihracat yaptığımız ülkeler arasında ilk sırayı almıştır. En çok ithalat yapılan ülke ise 1.92 milyar dolar ile Rusya olmuştur. AB ile yapılan ihracatın artış hızının durağanlaşması, Euro Bölgesi ekonomilerindeki talep belirsizliğinin devam ettiği bir ortamda ihracatımıza ilişkin risklerin önümüzdeki dönemde de devam edebileceğini yansıtmaktadır.

Türkiye'nin Ekim ayı dış ticaret verileri, iç talep artışına bağlı olarak ekonomik aktivitenin canlılığını koruması sonucu yatırım eğiliminin artmaya devam ettiğini göstermektedir. Dış ticaretin önümüzdeki aylarda izleyebileceği seyir hakkında yorum yapabilmek için, konunun global ekonomideki gelişmeler ışığında değerlendirilmesi faydalı olacaktır.

Türkiye'nin dış ticaret açığındaki artış global ekonomik koşullar karşısında nasıl yorumlanabilir?



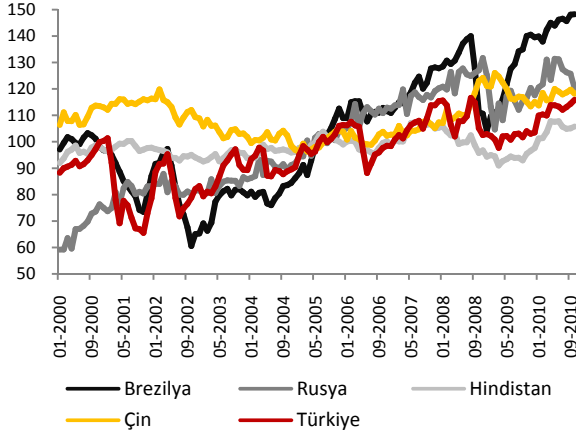
ABD ve diğer gelişmiş ekonomilerin nispeten yavaş büyüme tempolarına karşın gelişmekte olan ülkelerde artan ekonomik aktivite, emtia fiyatlarının Temmuz ve Ağustos aylarından itibaren artmaya başlamasına neden olmuştur. Türkiye'nin hammadde ithalatçısı olduğu dikkate alındığında, emtia fiyatlarındaki bu artışın dış ticaret açığının artmasında belirleyici olması kaçınılmazdır. Ekim ayı verileri iç talepteki canlılık ve üretim artışının devam ediyor olmasının bir sonucu olarak dış ticaret açığının arttığına işaret ederken, enerji hariç dış açığın, 2008 yılının son çeyreğinde emtia fiyatlarındaki

rekor artışlara bağlı olarak yükseldiği seviyelere henüz ulaşmadığı görülmektedir. Emtia fiyatlarındaki artışın devam etmesi beklense de, global ekonomiye dair mevcut belirsizlikler nedeniyle önümüzdeki dönemde 2008 yılındaki rekor seviyelere ulaşılması ihtimali mevcut koşullar altında şu an için düşüktür. Bu nedenle, global emtia fiyatlarındaki artışın Türkiye'nin dış ticaret açığının yakın dönemde kritik seviyelere yükselmesine neden olacak belirgin bir etkide bulunmayacağı söylenebilir.

Reel döviz kurunun yıl başına göre yaklaşık %12 oranında artması, dış ticaret açığının yükselmesinde etkili olan bir diğer faktördür. Gelişmekte olan ülkelere son dönemde artan sermaye akımlarıyla birlikte bu ülkelerin para birimleri değer kazanmaktadır (Bkz. Grafik-5). Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'in oluşturduğu BRIC ülkeleri ile

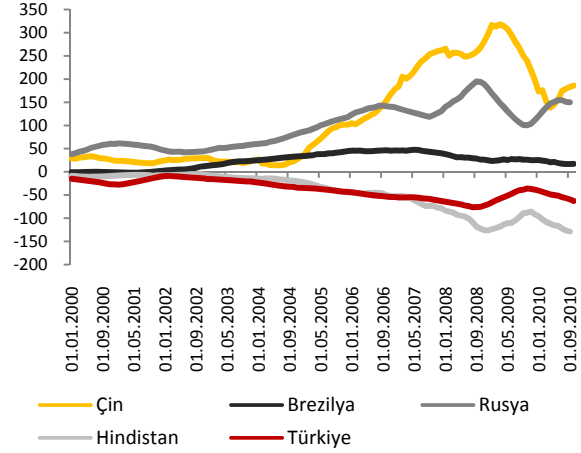
Türkiye'nin dış ticaret verileri karşılaştırıldığında, kontrollü döviz kuru politikası uygulayan Çin'in dış ticaret fazlasının reel kurdaki değerlenmeden henüz etkilenmediği dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik-6). Önemli bir enerji ihracatçısı olan Rusya'nın dış ticaret fazlasının ise global büyüme performansındaki nispi artıştan destek aldığı görülmektedir. Brezilya'nın dış ticaret fazlasının azalma ihtimali ve Türkiye ile Hindistan'ın dış ticaret açıklarının artma eğilimi de dikkat çekicidir. Reel döviz kuru ile dış ticaret dengesi arasındaki yüksek korelasyon göz önünde bulundurulduğunda, söz konusu gelişmekte olan ülkeler ile birlikte Türkiye'nin rekabet gücünün döviz kurundaki değer artışının devam etmesinden olumsuz etkilenmesi muhtemeldir.

Grafik-5 : Reel Efektif Döviz Kurları (aylık)



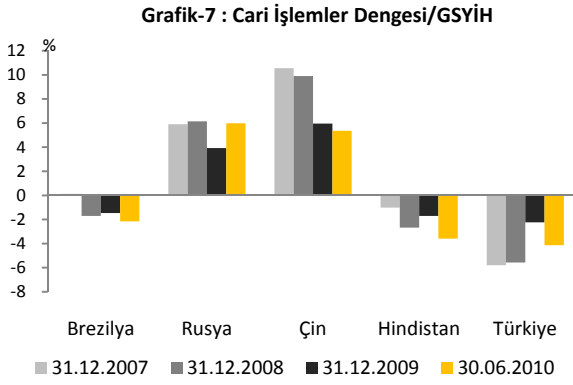
Kaynak: Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)

Grafik-6 : Dış Ticaret Dengesi (12 aylık, milyar \$)

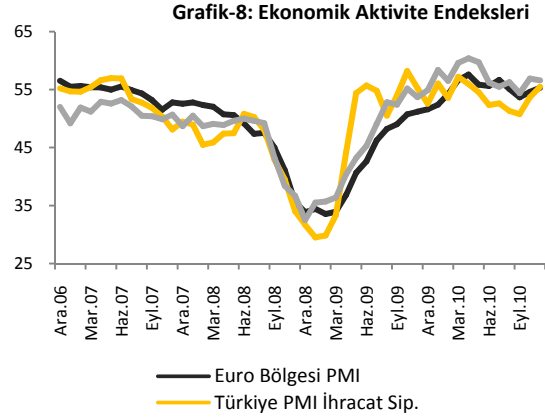


Kaynak: Bloomberg

Türkiye'nin dış ticaret açığının artmasına paralel olarak cari işlemler açığı da artarken, söz konusu açığın finansmanında yurtdışından fon girişlerinin payı giderek daha önemli hale gelmektedir. Son haftalarda İrlanda, Portekiz ve İspanya'nın mali açıklarının yarattığı tedirginlikler nedeniyle global risk algılaması artarken, Türkiye'ye fon girişleri bir miktar azalmıştır. Ancak, küresel ekonomide ve finans sisteminde çok daha ciddi bir karışıklık oluşmadığı sürece diğer gelişmekte olan ülkeler ile birlikte Türkiye'ye de fon girişlerinin devam etmesine engel bir durum görünmemektedir. Son dönemde Türkiye'nin kamu maliyesi disiplini ve makroekonomik görünümü görece güçlü bir tablo ortaya koyarken, Fitch tarafından kredi görünümünün "durağan"dan "pozitif"e dönüştürülmesi, not artırımı beklentilerini gündeme getirmiştir. Dolayısıyla, yeni bir küresel veya yerel kırılganlık oluşmadığı sürece Türkiye için genel beklenti sermaye girişlerinin tersine dönmeyeceği yönündedir. Bu doğrultuda, faiz oranlarının rekor düşük seviyelerde olması ve buna rağmen artan sermaye girişlerinin, iç talep kanalıyla ithalatı artırıcı etkisinin devam edeceğini düşünmekteyiz. Buna bağlı olarak, Türkiye'nin dış ticaret ve cari işlemler açığının artmaya devam ederek 2011 yılında kriz öncesi seviyelerini yakalaması mümkün görünmektedir.



Kaynak: Bloomberg

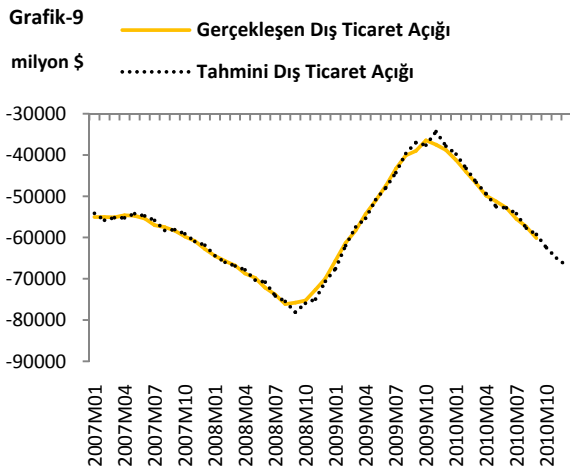


Kaynak: Reuters

Bu durumda cari işlemler açığının sürdürülebilirliği sorunu kriz öncesinde olduğu gibi yeniden gündeme gelebilecektir. BRIC ülkeleri ve Türkiye'nin cari işlemler dengesi rakamları karşılaştırıldığında Brezilya ve Hindistan'da cari işlemler açığının 2010'un ilk yarısı itibariyle 2008 yılındaki seviyelerini aştığı, Türkiye'de ise bu seviyelere yaklaşmakta olduğu görülmektedir (Bkz. Grafik-7).

Türkiye'nin en büyük ticaret ortağı olan Euro Bölgesi ülkelerinin kamu maliyesi sorunları büyüme performansını gölgelerken, küresel ticaretteki yüksek payı nedeniyle büyüme performansı dünya ekonomisi için önem taşıyan ABD'de yavaşlama eğilimindeki büyüme temposu ilave parasal önlemlerle desteklenmeye çalışılmaktadır. Bu durum Türkiye için dış talep koşullarının pek iyimser olmadığını göstermektedir. Türkiye Satın Alma Yöneticileri Endeksi'nin (PMI) alt kalemlerinden olan yeni ihracat siparişleri endeksi Kasım ayında iyimser bir görünüm sunsa da, Euro Bölgesi ve ABD'nin ekonomik aktivite göstergelerinin çok güçlü olmaması (Bkz. Grafik-8), TL'deki değerlendirme ile birlikte değerlendirildiğinde ihracata yönelik risklere işaret etmektedir.

2010 yıl sonu dış ticaret ve cari işlemler açığı tahminimiz yukarı yönde revize ediyoruz...



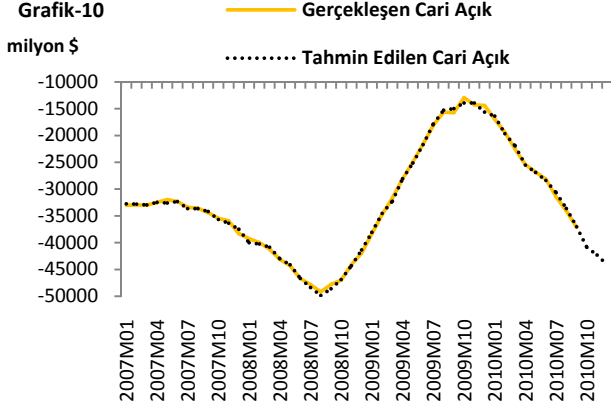
Kaynak: TCMB, VakıfBank

Yılın ilk 10 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre sert şekilde %83 oranında artan dış ticaret açığının, iç talebin dış talebe göre daha olumlu bir görünüm sergilemesi ile 2010 yıl sonuna kadar genişlemesi beklenirken, 2010 yıl sonunda 62 milyar dolar açık şeklinde olan beklentimiz üzerinde yukarı yönlü riskler oluşmuştur. İthalatımızın büyük oranda petrole dayalı olduğu değerlendirildiğinde petrol fiyatlarının Eylül ayından sonra yukarı yönlü bir hareketinin belirginlik kazanmış görünmesi dış ticaret açığının genişleyeceği yönündeki beklentimizi desteklemektedir. **Bu gelişmeler ışığında oluşturduğumuz ekonometrik modelimiz çerçevesinde 2010 yıl sonu dış ticaret açığı beklentimizi 66.8 milyar dolara revize ediyoruz. Buna bağlı olarak, 2010 yılında dış ticaret açığının GSYİH'ya oranının -%9.1 olacağını öngörmekteyiz.** Küresel ekonomideki aşağı yönlü

kırılganlıkların devam etmesi dış talepteki toparlanmayı yavaşlatırken gelişmiş ülkelerin genişletici para politikalarına devam ettikleri görülmektedir. Söz konusu gelişmeler gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını hızlandırmakta ve beraberinde iç talepteki canlanmayı desteklemektedir. Bu durum iç talep ile dış talep

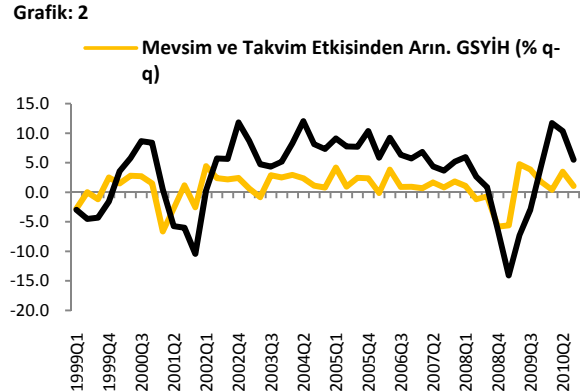
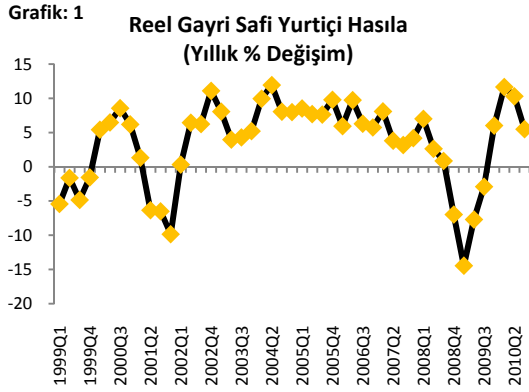
arasındaki ayrışmayı belirginleştirirken, cari dengedeki bozulmanın da devam etmesine neden olmaktadır. Söz

konusu gelişmeler değerlendirildiğinde cari işlemler dengesi için 2010 yıl sonunda 38.5 milyar dolar açık şeklinde olan beklentimiz üzerinde riskler artmış görünmektedir. Bu nedenle cari işlemler hesabında önemli bir paya sahip olan dış ticaret açığı tahminlerimiz ışığında oluşturduğumuz ekonometrik modelimize göre gerçekleşen cari işlemler açığı ile tahmin edilen cari işlemler açığı arasındaki uyum dikkat çekmektedir. **2010 yılında dış ticaret açığının 66.8 milyar dolar olacağı beklentisi altında cari işlemler dengesinin 44.2 milyar dolar açık vermesini ve böylece cari işlemler açığının GSYİH içindeki payının -%6.0 olmasını bekliyoruz.**



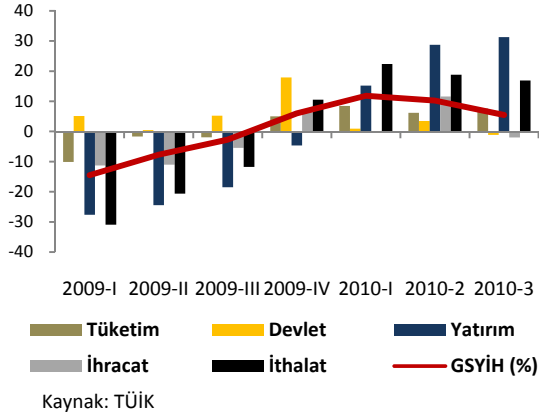
Türkiye ekonomisi iç talep desteğiyle büyümeye devam ediyor...

2010 yılı üçüncü çeyreğinde Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) bir önceki yılın aynı dönemine göre %9.2 olan beklentilerimizin ve %6.7 olan piyasa beklentisinin altında %5.5 oranında artış göstermiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH ise bir önceki döneme göre %1.1 artmıştır. Böylece, yılın birinci çeyreğinde %0.4, ikinci çeyreğinde ise %3.5 oranında artan mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH üçüncü çeyrekte ılımlı bir büyüme performansı sergilemiştir.



GSYİH harcama gruplarının III. çeyrek büyüme performansları içinde en çok dikkat çeken, ihracatın ikinci çeyrekteki %11.6 oranındaki büyümenin ardından %2 daralmasıdır. 2009'un III. çeyreğinde %11.7 daralan ithalat ise 2010'un aynı döneminde %16.9 büyümüştür. III. çeyrekte tüketim harcamalarının %7.6, yatırım harcamalarının ise %31.3'lük güçlü büyüme performansları devam eden kredi genişlemesi ile artan reel kesim ve tüketici güveninin iç talep üzerindeki desteğinin devam ettiğini göstermektedir.

Grafik: 3 Harcama Bileşenleri Büyüme Hızları (%)

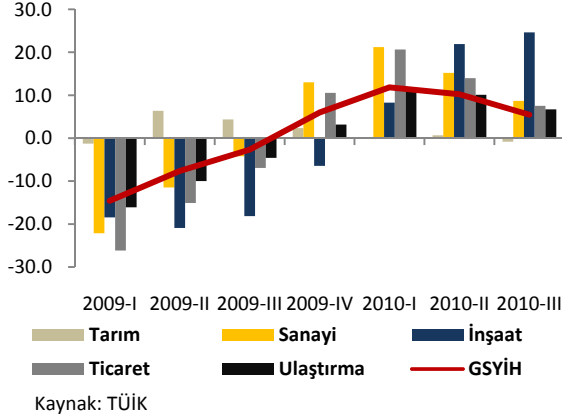


	Harcama Gruplarının GSYİH'ya katkıları (puan)				
	2009 III. ç.	2009 IV. ç.	2010 I. ç.	2010 II. ç.	2010 III. ç.
Yurtiçi Özel Tüketim Harc.	-1.3	3.5	6.4	4.5	5.1
Devletin Tüketim Harc.	0.5	2.3	0.1	0.4	-0.1
Yatırım Harc.	-3.9	-1.1	3.2	5.9	5.5
Stok Değişimleri	0.3	2.2	7.8	1.4	-0.4
Net İhracat	1.7	-0.9	-5.7	-2	-4.6

Kaynak: TÜİK

Harcama grupları itibariyle III. çeyrekte GSYİH'ya en yüksek katkısı yapan grup yatırım harcamaları olsa da, bu grubun katkısının 0.4 puan azalmış olması dikkat çekicidir. III. çeyrekte GSYİH içindeki payı %67 olan tüketim harcamalarının GSYİH'ya katkısı ise 0.6 puan artarak 5.1'e yükselmiştir. 2010'un ikinci çeyreğinde %3.5 büyüyen devletin nihai tüketim harcamaları ise üçüncü çeyrekte %1.1 daralarak, büyümeye 0.1 puan negatif katkıda bulunmuştur. Dış talebin zayıf seyrinin sürmesine bağlı olarak net ihracatın negatif katkısı 4.6 puan olmuştur. Birinci çeyrekte büyümeye 7.8 puan'lık katkısı ile dikkat çeken stokların, ikinci çeyrekte sert şekilde azalan katkısı III. çeyrekte negatif'e dönmüştür. Dolayısıyla, tüketim ve yatırım harcamaları dışında diğer harcama bileşenlerinden gelen negatif katkılar, III. çeyrekte yakalanan %5.5'lik büyüme performansında iç talebin belirleyici olduğunu göstermektedir.

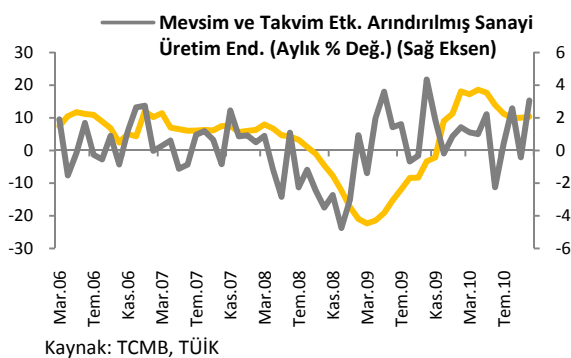
Grafik: 4 Sektörel Büyüme Hızları (%)



Büyüme verilerinin detayları incelendiğinde, sektörel bazda hemen hemen tüm sektörlerde artış yaşanırken, tarım ve ormancılıkta yaşanan %0.8'lik düşüş dikkat çekmiştir. Yılın ilk çeyreğinde %21.9, ikinci çeyreğinde ise %15.4 oranında artış gösteren sanayi sektörü artış hızı üçüncü çeyrekte sert bir şekilde yavaşlayarak %8.7 oranında gerçekleşmiştir. 2009 yılında sert bir şekilde daralan inşaat sektörü ise bu yılın ikinci çeyreğinde olumlu baz etkisiyle %21.9 oranında büyümesinin ardından, üçüncü çeyrekte büyüme hızının bir miktar daha artmasıyla %24.6 oranında büyümüştür. TÜİK tarafından açıklanan 2010 yılı üçüncü çeyrek inşaat işgücü girdi

endekslerinde yer alan, inşaat sektörü istihdam endeksinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yaşanan %4.8 oranındaki artış inşaat sektöründe yaşanan büyümeye paralel bir görünüm çizmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde yükseliş yönünde katkı sağladığı dikkat çeken diğer sektörler ise, %11.4 oranında büyüyen elektrik üretimi ile %3 büyüyen balıkçılık sektörleridir.

Grafik: 5 Sanayi Üretimi (y-y,%) (3 Aylık Hareketli Ort.)



%9.2 oranındaki III. çeyrek GSYİH büyüme beklentimizin gerçekleşen büyüme rakamından sapmasında, sanayi üretim endeksinin III. çeyrekte azalarak da olsa güçlü performansını devam ettirmesi ve bununla birlikte geçtiğimiz yıl ekonominin söz konusu çeyrekte %2.65 oranı ile daralmasını devam ettirmesinin getirdiği yüksek baz etkisi etkili olmuştur. Sanayi üretiminin yıllık değişiminin 3 aylık hareketli ortalaması izlendiğinde III.

çeyreğin son ayına denk gelen Eylül ayında bu oranın çift haneli seyrini devam ettirdiği izlenmiştir. Nitekim mevsimsel etkilerden arındırılmış endekste izlenen olumlu performans da büyüme beklentimizi desteklemiş, II. çeyrekte mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeks ortalama %0.3 büyürken, III. çeyrekte ise söz konusu endeks ortalama %0.9 büyümüştür.

2010 yılının son çeyreğine ilişkin olarak ilk öncül veriler açıklanmaya başlamıştır. Ekim ayı sanayi üretimi endeksi aylık olarak %13.4, yıllık bazda ise %9.8 artışa işaret ederken, bu durum 2010 yıl sonunda %8.0 oranında büyüyeceğimiz yönündeki beklentimizi desteklemektedir. Diğer yandan kredi büyümesinin de Ekim ayında yıllık bazda %27.9 oranında artan bir hızda yükseldiği ve özellikle TL cinsinden kredilerin %30 ile daha da sert büyüdüğü değerlendirildiğinde, baz etkisinin terse dönmesine rağmen güçlü büyüme performansının devam edeceği yönünde işaretler artmış görünmektedir. Bununla birlikte, III. çeyrekte kamu harcamalarının büyümeye katkısı negatif gerçekleşirken, bütçenin yıl sonu hedeflerini tutturacağı kesinleşmesi ile birlikte son çeyrekte kamu harcamalarının da büyümeye olumlu katkı yapması beklenebilir.

III. çeyrek büyüme verilerinin yüksek bir yıllık büyüme performansına işaret etmesi, TCMB'nin son yayınlanan Finansal İstikrar Raporu'nda da belirttiği gibi zorunlu karşılık oranları ve likidite yönetimi gibi politika araçlarını kullanarak, ekonomide oluşan kredi genişlemesini sınırlama çabasının süreceğine işaret etmektedir. Öte yandan, TCMB yine Finansal İstikrar Raporu'nda, yabancı sermaye girişinin son dönemde artmasıyla cari işlemler açığında oluşan hızlı artışın önüne geçebilmek amacıyla faiz indirimine gidebileceğinin sinyalini vermiştir. Son olarak, TCMB Başkan Yardımcısı Erdem Başçı'nın TCMB'nin ölçülü faiz indirimlerini içeren senaryosunun daha güncel hale geldiği şeklindeki açıklaması da piyasalarda TCMB'nin faiz indirimine gidebileceği yönünde oluşan beklentiyi desteklemiştir. Piyasalarda, TCMB'nin 2011 yılının ilk çeyreğinde faiz indirimine gidip gitmeme ihtimali halen tartışılıyor olsa da, TCMB'nin ekonomide belirgin bir yavaşlama oluşmadan, enflasyon beklentilerindeki düşüşe bağlı olarak parasal genişlemeye gitmesi halinde oluşabilecek olumsuz etkileri dikkate alarak, sıkı para politikası duruşunu 2011 yılının ikinci yarısına kadar değiştirmeyeceğini düşünüyoruz. 2010 yılı III. çeyrek GSYİH verileri de bu beklentimizi desteklemektedir.

Türkiye’de Çekirdek TÜFE’deki Düşüş Sürdürülebilir mi?

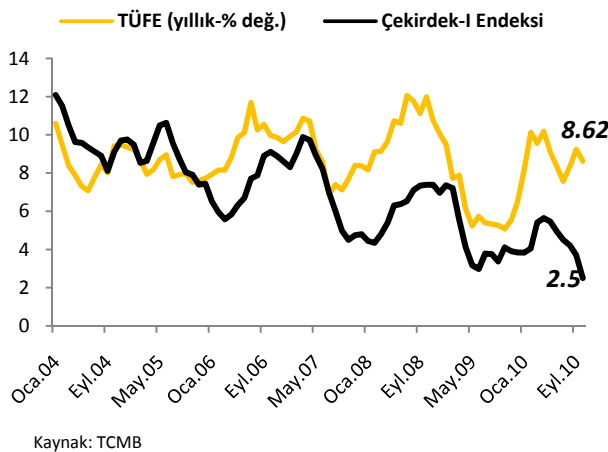
Önceki raporumuzda son dönemde gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) çekirdek enflasyon oranlarında yaşanan ayrışma incelenmişti. Bu haftaki raporumuzda ise Türkiye’de çekirdek enflasyon oranında yaşanan düşüşün sürdürülebilir olup olmadığı değerlendirilecek, çekirdek TÜFE ve manşet arasındaki ilişki ile emtia ve enerji fiyatlarının etkileri üzerinde durulacaktır. Bu kapsamda ithalat geçişkenliği üzerinden diğer GOÜ’lerden ayrılan Türkiye için Merkez Bankası politikaları açısından önemli bir yer tutan çekirdek enflasyon oranının sürdürülebilirliği incelenecektir.

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

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

1) Manşet enflasyonun çekirdek enflasyonu nedensellik yoluyla etkilemesi

Grafik-1



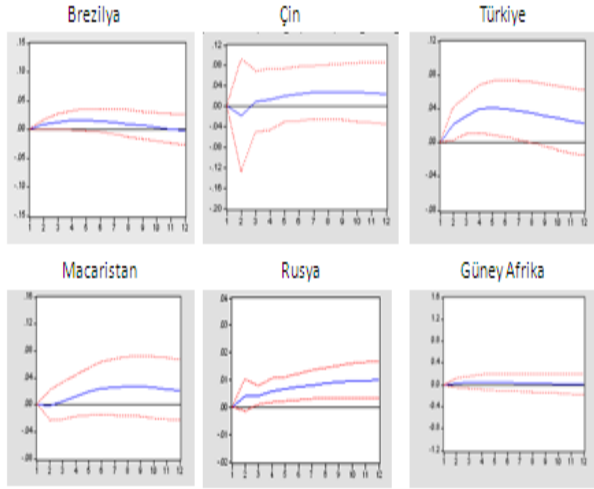
Açıklanan son enflasyon verileri ışığında, manşet enflasyon ile çekirdek enflasyon arasındaki ilişkinin yönü ve büyüklüğü incelenerek çekirdek enflasyondaki düşüşün sürdürülebilirliği üzerindeki risklerin araştırılması önem kazanmıştır. Nedenselliğin yönünü belirlemek amacıyla ekonometrik olarak kullandığımız **Granger Nedensellik Testi** sonuçları çekirdek TÜFE’nin manşet TÜFE’yi etkilemediği, tam tersine nedenselliğin yönünün manşet TÜFE’den çekirdek TÜFE’ye doğru olduğunu göstermektedir. Bu durumda manşet TÜFE’deki yükselişlerin çekirdek TÜFE’ye ne kadar yansıdığını hesaplamak için geçmiş dönemlerdeki

seri incelendiğinde, TÜFE’nin yükselişe geçtiği dönemlerde yeniden tepe noktasını görmesi ile çekirdek TÜFE endeksinin yeniden tepe noktasına yükselmesi arasında %0.79 korelasyon hesaplanmıştır.

Sonuç olarak, son dönemde çekirdek enflasyon seviyelerindeki düşüşün sürdürülebilmesi için TÜFE'deki hareketlerin takip edilmesi gerekirken, kurlarda izlenen hareketin devam edip etmemesi de önemlidir. İthal fiyatların TÜFE'ye olan geçişkenliğinin yüksek olması değerlendirildiğinde, önümüzdeki dönemde çekirdek enflasyonda yaşanacak olası yükselişler Türkiye'de diğer GOÜ'lerden yüksek olabilir.

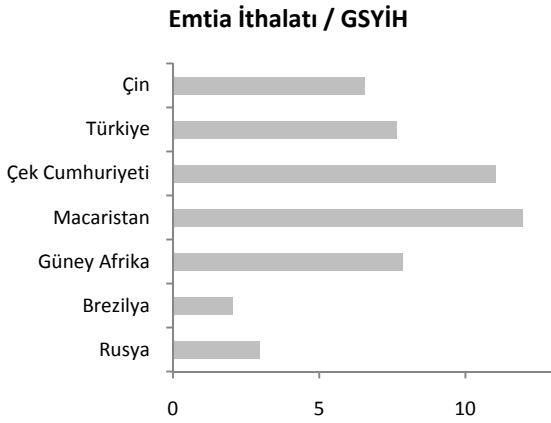
2) Türkiye'de ithalat fiyatlarının TÜFE'ye olan geçişkenliğinin yüksek olması

Grafik-2 Manşet Enflasyonun İthalat Fiyatlarına Verdiği Tepki



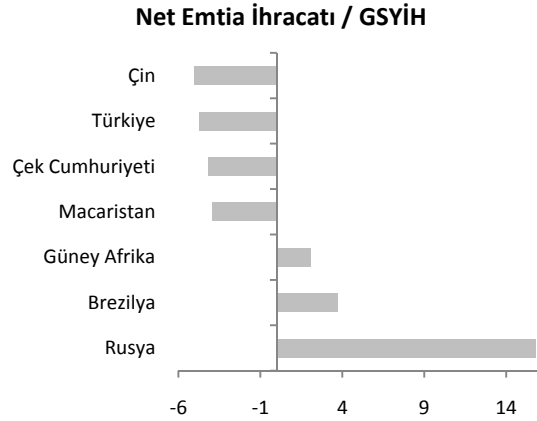
Türkiye'de çekirdek TÜFE'nin reel kurdaki 1 standart sapmalılık şoka verdiği tepki yanında diğer GOÜ'ler ile Türkiye'de manşet ve çekirdek enflasyonların ithalat fiyatlarındaki şoka verdiği tepkiyi incelemek için kurulan VAR model sonucunda izlenen etki-tepki analizleri Grafik-2'de görülmektedir. Grafik-2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

Grafik-3



Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü, Vakıfbank

Not: Emtialara tarım ürünleri, petrol, petrol ürünleri ve madenler dahil edilmiştir.



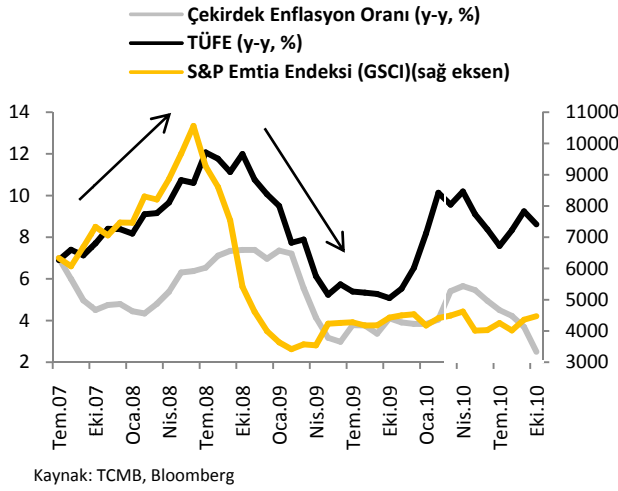
Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü, Vakıfbank

Not: Emtialara tarım ürünleri, petrol, petrol ürünleri ve madenler dahil edilmiştir.

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

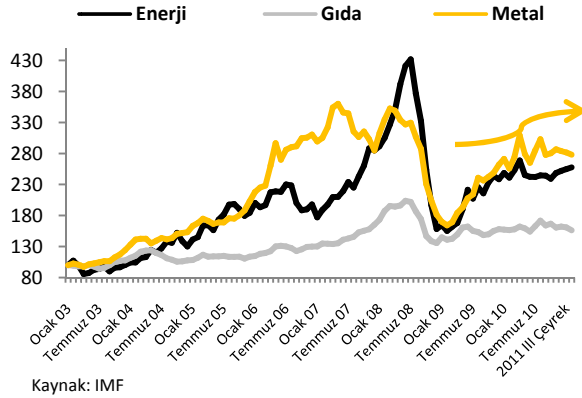
3) Çekirdek TÜFE'deki düşüşün emtia ve enerji fiyatlarıyla desteklenmeyen bir düşüş olması

Grafik-4



Son yıllarda emtia fiyatlarına bağlı olarak değişen TÜFE'nin seyrine bakıldığında, özellikle 2010 yılının Nisan ayından sonra TÜFE, emtia fiyatları ve çekirdek enflasyon oranlarının hareketlerinde ayrışma yaşandığı göze çarpmaktadır. Grafik-4'e bakıldığında, 2007'nin ikinci yarısında global bir emtia endeksi olan S&P emtia endeksi (GSCI) ile TÜFE hareketleri arasında pozitif bir ilişki hesaplanırken, 2008 yılının Temmuz ayından sonra emtia fiyatlarındaki düşüşün birkaç ay gecikmeyle TÜFE'ye yansıdığı görülmektedir. 2010 yılının Nisan ayından sonra ise global emtia fiyatlarındaki yatay seyre karşın, TÜFE'de hareketliliğin devam ettiği görülmektedir. Bu durum, TÜFE'nin son aylarda emtia fiyatlarındaki hareketten daha az etkilendiğini ve daha önceki dönemlerde görüldüğü gibi eş yönlü hareketliliğe dönmesi durumunda birkaç ay içerisinde TÜFE'nin ve çekirdek TÜFE'nin yukarı yönlü hareket edeceğine işaret etmektedir. Emtia fiyatlarındaki hareketlenme gerek TÜFE'nin gerek çekirdek enflasyon oranlarının düşüş seyrinin sürekli olmayacağını bir göstergesi olabilir.

Grafik-5



Grafik-5'e bakıldığında, IMF'in hesaplamalarına göre önümüzdeki dönemde enerji ve emtia fiyatlarında artış beklenmektedir. Sonuç olarak, Merkez Bankası'nın toplantı özetinde belirtildiği gibi dış talebin zayıf seyri nedeniyle toplam talep koşulları henüz enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmasa da, Türkiye'nin iç dinamiklerinden ve dış ticaret kompozisyonundan kaynaklanan nedenler ile uzun vadede enflasyon üzerinde yukarı yönlü risklerin güçlü olduğu görülmektedir. Emtia ve enerji fiyatlarının beklentiler dâhilinde önümüzdeki aylarda yükselmesi ithalat geçişkenliği oldukça yüksek olan Türkiye'de TÜFE'nin yukarı yönlü hareket edebileceğine işaret etmektedir. Bu durum ise nedensellik prensibi çerçevesinde çekirdek TÜFE'de yukarı yönlü hareket oluşturacağı için çekirdek enflasyon oranlarındaki bu düşük seyrin sürdürülemeyeceğini göstermektedir.

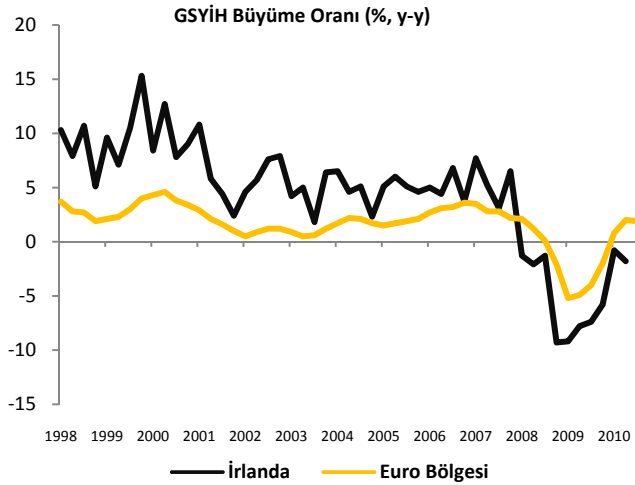
Son dönemde küresel kriz boyunca azalan talebin güçlenmeye başlaması, işgücü piyasalarındaki toparlanmanın devam etmesi ve emtia fiyatlarındaki yükselişler nedeniyle GOÜ'lerde çekirdek enflasyon oranında yaşanan yükselişlerin sertleştiği dikkat çekmektedir. Bu ortamda, reel bazda değerlendirilen TL ve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

olan çekirdek enflasyonda yılın ilk çeyreği ardından etkili olacak olan olumsuz baz bu yükselişleri destekleyebilecektir.

Finansal İstikrarın Önemi- İrlanda Örneği

ABD kaynaklı 2008 konut krizinin etkileri Batı Avrupa'da ilk başta finansal kriz şeklinde görülmüştür. İngiltere'de yaşanan krizin konut finansman şirketleri ile bankaları sıkıntıya sokarken, diğer Avrupa ülkeleri ise toksik Amerikan ipotek kredilerinden zarar görmüştür. Ukrayna bankacılık sektörü bilançolarının bozulmasıyla krize girerken, Yunanistan ve İspanya gibi ülkelerde borç sorunları ortaya çıkmıştır. Son günlerde ise Avrupa borç krizi ile ilgili olarak İrlanda ile ilgili haberler piyasalarda takip edilmektedir. 1995-2007 yılları arasında ekonomisinde yaşanan hızlı büyüme nedeniyle "Kelt Kaplanı" olarak adlandırılan İrlanda, 2008 yılında global piyasalarda başlayan krizle birlikte sert bir şekilde küçülmüş, 2010 yılı ortalamasında işsizlik oranı %13.6 seviyelerine yükselmiştir. Bu süreçte kamu açıkları ciddi boyutlara ulaşan ülkeye AB ülkeleri ve IMF tarafından hazırlanan kredi paketi kapsamında toplam 85 milyar Euro yardım aktarılmış ve Kasım ayı sonunda kamu maliyesi sorunlarına çözüm getirmek üzere bir önlem paketi açıklanmıştır. Bu haftaki raporumuzda kriz öncesinde güçlü büyümesiyle dikkat çeken İrlanda'nın neden krizden bu kadar derin bir şekilde etkilendiği incelenerek finansal istikrarın önemi üzerinde durulacaktır. Ayrıca yaşanan kriz sonucunda alınan önlemlerin ne çerçevede olduğu ve bu önlemlerin ülkeyi krizden kurtarmaya yetip yetmeyeceği tartışılarak, İrlanda dışındaki diğer ülkelere yönelik risklere de değinilecektir.

Grafik-1



Kaynak: Bloomberg

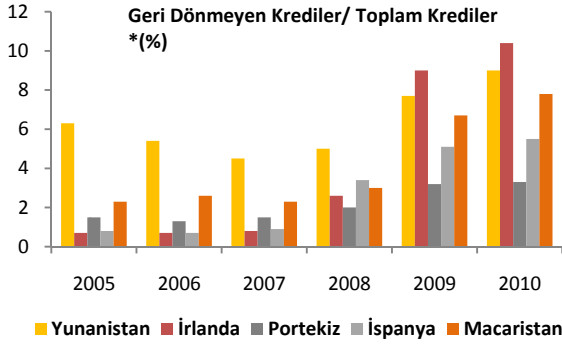
İrlanda ekonomisi 1995–2007 yılları arasında yaşadığı hızlı büyüme temposuyla Avrupa'nın fakir bir ülkesi iken, kısa bir sürede en zengin ülkeleri arasına girmeyi başarmıştır. İrlanda'da yaşanan güçlü büyüme performansında düşük kurumlar vergisi (1990 yılına kadar %10-12.5 oranları arasında değişiyordu), düşük ECB faiz oranları ile Avrupa Birliği'ne dahil olan Almanya ve Fransa gibi ülkelere gelen transfer ödemeleri, sübvansiyonlar ve yabancı yatırımlar etkili olmuştur. Özellikle 1990 yıllarında Avrupa Birliği'ne üye olan bir ülke olarak nispeten düşük işgücü maliyetleri ve vergi oranları ile büyük bilişim şirketlerinin merkezi haline gelen İrlanda bu şirketlerin sağladığı finansal, teknik ve sosyal

yardımlardan bu dönemde oldukça yararlanmış ve söz konusu süreçte izlenen güçlü büyüme performansını yakalayabilmiştir. Küresel piyasalarda 2007 yılının ikinci yarısında başlayan finansal krizle birlikte Avrupa Birliği'nde ilk resesyona giren ülke olarak dikkat çeken İrlanda'da sert daralmalar izlenirken, işsizlik oranlarında rekor seviyeler görülmüş, bütçe açıklarındaki hızlı genişleme ile ülkeye AB ülkeleri ve IMF tarafından yapılacak olan yardımlar açıklanmıştır. Hızlı büyümesi ile dikkat çeken İrlanda'da son dönemde ise izlenen bu olumsuz gelişmeler tüm global piyasalarda takip edilirken, ülkede hem ekonomik alanda hem de bankacılık sektöründe yaşanan krizin nedenlerini araştırmanın önemli olduğu ortaya çıkmıştır. Bu kapsamda raporumuzun bundan sonraki bölümünde İrlanda'da yaşanan krizin nedenleri detaylı bir şekilde incelenerek, finansal istikrarın büyümenin sürdürülebilmesi üzerindeki etkilerine değinilecektir.

İrlanda'da yaşanan krizin nedenleri:

1) Bankacılık sektöründeki istikrarsızlıklar

Grafik-2



Kaynak: IMF
*Haziran 2010 itibariyle

“Kelt Kapları” olarak anılan ve Avrupa ülkeleri arasında hızlı büyümesi ile sivrilen İrlanda ekonomisinin son aylarda bankacılık sektöründe oluşan problemlerin arkasında birçok neden bulunmaktadır. Bunlardan ilki, özellikle Almanya, İngiltere ve Fransa gibi diğer Avrupa Birliği ülkelerinden alınan sendikasyon veya banka kredilerinin hesapsız olarak genişlemesi olarak nitelendirilebilir. Yurtdışı kaynaklardan alınan bu kredilerin gelişmekte olan yurtiçi gayrimenkul sektörü tarafından talep edilmesi ise istikrarsızlığı destekleyen bir diğer etken olarak dikkat çekmektedir. Banka bilançolarının problemlili ve geri dönmeyen kredilere bağlı olması ise 2008 konut krizi sonrasında banka bilançolarının büyük miktarda bozulmasına neden olmuştur (Bkz. Grafik 2). Banka bilançolarındaki bozulmalarla birlikte bankaların fonlama yani kaynak bulma sorunu baş göstermiştir. İrlanda Merkez Bankası'nın verilerine göre, İrlanda bankalarının Avrupa Merkez Bankası'na Eylül'de 119 milyar euro olan toplam ödenmemiş kredi borçlarının 29 Ekim itibariyle 130 milyar euroya çıktığı görülmektedir. İrlanda hükümetinin ise bankaları desteklediği ve bu yıl gayri safi yurtiçi hasılasının %32'sine çıkan bütçe açığını azaltma mücadelesi verdiği görülmektedir.

Tablo-1

2009 (milyar euro)

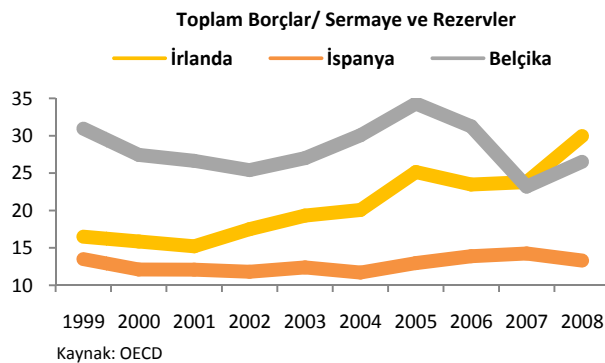
	GSYH	Aktifler	Krediler	Aktifler/GSYH (%)	Krediler/GSYH (%)
İrlanda	163.54	1306.69	590.86	799	361
Fransa	1907.15	7656.70	2127.80	401	112
Belçika	339.16	1217.80	450.60	359	133
Almanya	2397.10	7436.10	3161.18	310	132
İspanya	1051.15	3238.24	1837.04	308	175
Portekiz	167.63	491.72	294.19	293	175
Yunanistan	237.49	418.65	227.39	176	96

Kaynak: EBF (European Banking Federation)

Tablo 1'e bakıldığında, 2009 yılında İrlanda'da bankaların aktiflerinin ülkenin GSYH'sine oranının diğer ülkelere göre oldukça yüksek, %799 seviyesinde olduğu, krediler tarafında ise %361 oranı ile yine en yüksek orana sahip olduğu görülmektedir. Bu oranlar GSYH'si oldukça

küçük olan İrlanda için bankacılık sektörünün ve bu sektördeki bozulmaların ülke ekonomisi üzerindeki önemini göstermesi açısından önemli görünmektedir. İrlanda bankalarının bilanço büyüklüğünün GSYH'sinin yaklaşık olarak 8 katı olduğu dikkate alındığında, borç yükünü zor taşıyan yüksek kaldıraçlı bankaların borçlarını ödeyemez hale gelmesinin ülke ekonomisinde yaşanan sert daralmada etkili olduğu söylenebilir.

Grafik-3

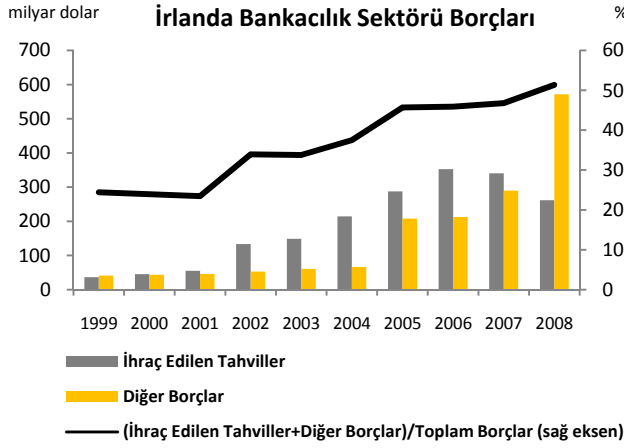


Kaynak: OECD

Kaldıraç oranını temsil edebilecek olan “toplam borçlar/ sermaye ve rezervler” oranları ülkeler bazında değerlendirildiğinde, İrlanda'nın kaldıraç oranının 2001 yılından itibaren yükseldiği ve diğer ülkelere göre daha ivmeli bir harekete sahip olduğu dikkat çekmektedir. 2005'ten itibaren düşüş trendine girse de, krizle birlikte yeniden yükselen Belçika'nın kaldıraç oranları ülke ekonomisine yönelik risklere işaret etmektedir. Nitekim, Belçika ve İspanya'nın da bankacılık sektöründe yüksek

kaldıraçlarla çalıştığı değerlendirildiğinde bu ülkelerin ileride Avrupa Birliği'nin sorunlu ülkeleri olarak öne çıkabilecekleri söylenebilir.

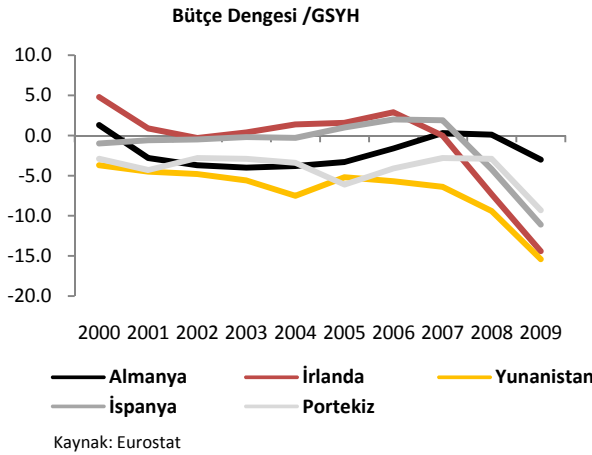
Grafik-4



Kaynak: OECD

2) Bütçe dengesinin bozulması

Grafik-5



Kaynak: Eurostat

İrlanda'nın bankacılık sektörü borçları incelendiğinde, 2000 yılından itibaren bankalara olan borçları da içeren diğer borçların ve ihraç edilen tahvillerin miktarındaki artış dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik 4). Özellikle yurtdışına olan borçları göstermesi açısından önemli görülen bu kalemlerin toplam borçlara oranının %20'lerden %50'lere yükseldiği görülmektedir. İrlanda'nın yurtdışı bankaları arasında en çok Alman, İngiliz ve Fransız bankalara borçlu olduğu göz önüne alındığında, İrlanda'yı kurtarma paketinin Avrupa Birliği'ne üye olan bu ülkeler açısından önemi anlaşılmaktadır.

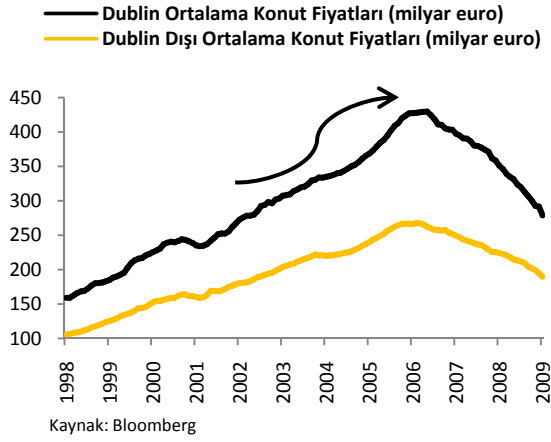
İrlanda'nın 2000 yılının başından itibaren, ekonomik büyümesini dış ticaret fazlası, iç talep canlılığı ve yabancı sermaye girişi (özellikle FDI) ile desteklediği görülmektedir. Ancak ekonomik büyümeyi sürdürmek amacıyla kamu harcamalarını artırdığı ve bununla beraber ülkede vergi oranlarının özellikle kurumlar vergisinin diğer ülkelere göre oldukça düşük olduğu görülmektedir. Bu durum bütçe dengesini bozan bir etken olarak görülmektedir. Diğer yandan, devlete maliyeti 35 milyar euroya kadar çıkması beklenen Anglo Irish Bank'ın kurtarılmasının da bütçe üzerinde olumsuz etkisinin olduğu dikkat çekmektedir. İrlanda'nın bütçe açığının büyük bir bölümü beş

bankaya verilen 45 milyar dolarlık destekten kaynaklanmaktadır. Bu bankalardan üçü kamulaştırılırken, Allied Irish Bank'ın haftalar içinde kamulaştırılmasına kesin gözüyle bakılmakla birlikte İrlanda'da sadece Bank of Ireland'ın, piyasadan para borçlanmaya devam edebildiği öngörülmektedir.

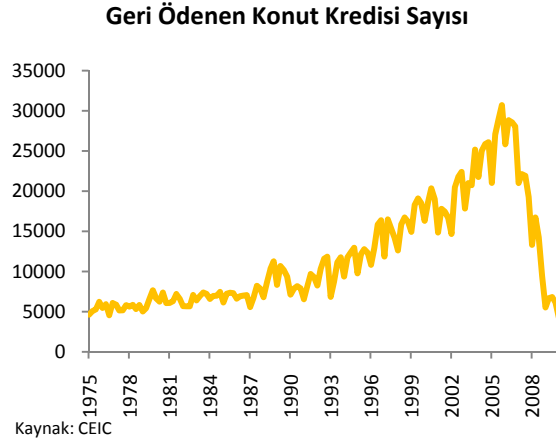
Global piyasalarda yaşanan finansal krizden önce fazlada olan İrlanda bütçe dengesinin 2008 yılında Maastricht kriterlerinin çok üstüne çıkarak GSYH'nin %11'ine kadar ulaştığı görülmektedir. Cari denge tarafına bakıldığında ise yapılan kamu harcamaları ve kapasite kullanım oranlarının artması ile birlikte işgücü piyasalarında maliyetin artması uluslararası rekabeti etkileyerek cari açık verilmesine neden olmuştur. Kamu net borcu/GSYH oranına bakıldığında ise 2006-2009 arasındaki 3 yılda %12'den %36'ya kadar yükseldiği görülmektedir. IMF tahminlerine bakıldığında, mevcut dengelerin devamı durumunda önümüzdeki birkaç senede kamu borcu/GSYH oranı %71'e çıkabilir.

3) Varlık balonunun oluşması

Grafik-6



Grafik-7



İrlanda'da varlık fiyatlarındaki özellikle konut piyasasındaki şişme trendi de olumsuz gidişatın göz ardı edilmesine ve krizde bankacılığın büyük açıklarla karşı karşıya kalmasına neden olmuştur. 1995-2007 yılları arasında ev fiyatları 4.5 katına yükselmiştir. İnşaat sektöründeki hızlı büyüme, bankacılık sektörünün de araştırmadan (asimetrik bilgi problemine neden olabilecek şekilde) kredi vermesine ve büyük riskler almasına neden olmuştur. Krizle birlikte ev fiyatlarında ve konut piyasasında yaşanan çöküş konut kredilerinin ödenmemesine neden olurken (Bkz. Grafik-7), bu durum bankaların büyük zararlara maruz kalmasına ve kamunun servet üzerinden aldığı vergilerin daralmasına neden olmuştur. 2009'da dünyada kriz etkileri yavaş yavaş aşılacak GSYH'lerin kısmen de olsa büyümeye geçtiği bir ortamda İrlanda'nın %7.6 küçülmesi krizin neden bu kadar sert hissedildiğini açıklamakta ve bankacılık sektöründeki stabilitenin sürdürülebilir ekonomik büyüme açısından önemini yansıtmaktadır.

İrlanda'daki bankacılık sektöründe yaşanan krize karşı alınan önlemler

İrlanda borç sorunlarının ortaya çıkması ve bütçe açığının oldukça yüksek olduğunun tartışılmaya başlanmasıyla beraber bu soruna çözüm bulmak için 4 yıllık bir mali plan ortaya koymuştur. İlk taslağı 5 Kasım'da İrlanda Maliye Bakanı tarafından kamuoyuna duyurulan plan, 25 Kasım'da ayrıntılarıyla açıklanmış ve 7 Aralık tarihinde İrlanda parlamentosunun onayına sunulmuştur. İrlanda mali planı 2014 yılı sonuna kadar yani 4 yıllık bir dönem içinde 15 milyar euroluk tasarrufla şu anda GSYH'nin %14.4'ü kadar olan bütçe açığını %3'e indirmeyi amaçlamaktadır. 15 milyar euroluk tasarrufun 10 milyar euroluk kısmı harcama kesintileri yoluyla sağlanacaktır. Harcama kesintileri asgari ücrette ve kamu çalışanlarının maaşlarında kesinti yapılmasını içermektedir. Tasarruf planının geriye kalan 5 milyar euroluk kısmı ise gelirlerde artış yaşanması yoluyla sağlanacaktır. Gelir artışı ise vergi oranlarındaki artış içermektedir.

Tablo-2

Bütçe Projeksiyonları	2010	2011	2012	2013	2014
GSYİH Büyüme Oranı (%)	0.3	1.7	3.2	3.0	2.8
Bütçe Açığı/GSYİH (%)	31.9	9.4	7.3	5.8	2.8
Borç Stoku/ GSYİH (%)	94.2	98.6	102.0	102.5	100

Kaynak: İrlanda Finans Kurumu

İrlanda'da düşük olduğu için tartışılan kurumlar vergisi oranı değiştirilmeyerek %12.5 oranında bırakılacak olup KDV oranları 2013 yılında %21'den %22'ye, 2014 yılında ise %23'e yükseltilecektir. Ayrıca 15 milyar euroluk tasarrufun 6

milyar euroluk önemli bir kısmı 2011 yılında yani planın uygulamaya konacağı ilk yıl içinde gerçekleştirilecektir. Plan dahilinde İrlanda hükümeti, 2012-2014 yılları arasında ortalama %2.75 büyüme ve 2013 yılında %102 ile 2014 yılında %100 borçluluk oranı gerçekleşeceğini tahmin etmektedir.

İrlanda, dış yardım alması gerektiğine dair gelen yorumlara karşın herhangi bir yardıma ihtiyacı olmadığı konusunda ısrar etse de Kasım ayı sonuna doğru dış yardım almayı kabul etmiştir. Hükümetin bütçe planı sıkı tasarruf önlemleri nedeniyle ülke içinde protestolarla karşılaşmasına rağmen, piyasalarda olumlu karşılanmış, bütçe paketinin detaylarının açıklanmasının ardından 29 Kasım tarihinde İrlanda için oluşturulan AB-IMF yardım paketi onaylanmıştır. AB-IMF tarafından açıklanan 85 milyar euroluk yardım paketinin 22.5 milyar euro IMF, 45 milyar euro Avrupa tarafından, 17.5 milyar euro ise İrlanda'nın kendi iç kaynaklarından karşılanacaktır. Paketin 10 milyar euro acil yeniden yapılandırma önlemleri için kullanılmak üzere 35 milyar euroluk kısmı bankacılık sistemi için, 50 milyar euroluk kısmı ise bütçe finansmanı için kullanılacaktır.

PIIGS kısaltmasında Yunanistan'dan sonra İrlanda da yardım paketinden yararlanma konusunda sırasını tamamlamıştır. Euroyu kullanmaya başladıklarından beri bağımsız ve ayakları üzerinde durabilen bir para politikası yaratamayan beş ülkenin baş harflerinden oluşan PIIGS (Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan, İspanya), 10 Mayıs 2010 tarihinde Avrupa Birliği liderlerinin anlaştıkları 750 milyar euroluk stabilizasyon paketinden paylarına düşeni sırasıyla almaya devam etse de İrlanda'nın bütçe açığı sorununun aslında bir büyüme sorunu olması kurtarma paketinin İrlanda ekonomisi için kalıcı bir çözüm olması olasılığını azaltmaktadır. Özellikle İrlanda'da yaşanan sorunların İspanya, Portekiz hatta son günlerde Belçika'nın da isminin geçtiği Avrupa ülkelerine yansması ihtimali Avrupa Birliği'ne yönelik risklere işaret etmektedir.

Sonuç olarak, raporumuzda İrlanda'da ortaya çıkan krizin bankacılık sektöründeki problemlerden kaynaklandığı ve Yunanistan'da gerçekleşen borç krizinden çok daha farklı bir yapıda olduğu öne çıkmaktadır. İrlanda örneği, finansal istikrarın ülke ekonomisi üzerinde ne kadar etkili olduğunu, ülkede yatırımlar ve büyüme oldukça yüksek seviyelerde olsa da varlık balonlarının oluşmasının ve bu durumun finansal istikrarsızlık ile desteklenmesinin ekonomi üzerinde çok olumsuz sonuçlara yol açabileceğini göstermek açısından önemli bir yere sahiptir.

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.