

ABD

- ABD'de Nisan ayı sanayi üretimi Ocak ayından beri en yüksek artışını kaydederek beklentilerin üzerinde %0.8 arttı. Kapasite kullanım oranı ise beklentiler doğrultusunda %73.7 olarak açıklandı.
- ABD'de Nisan'da perakende satışlar beklentilerin üzerinde %0.4 artarak art arda yedinci defa yükselmiş oldu.
- ABD'de Mayıs'ta Michigan tüketici güveni endeksi 73.3'e yükseldi.
- ABD'de Mart ayında ihracat ve ithalat Ekim 2008'den bu yana kaydedilen en yüksek seviyeye gelirken, dış ticaret açığı 1 milyar dolar artışla 40.4 milyar dolar olarak gerçekleşti.
- ABD Nisan ayında 83 milyar dolar bütçe açığı verirken, gelirler 245.3 milyar dolar ile geçen yılın Nisan ayında kaydedilen rakamın %8 altında kaldı. Giderler ise 328 milyar dolar ile geçen yılın aynı ayına göre %14 arttı.
- ABD'de Nisan'da konut icraları rekor kırarken icra başvuruları son dört yılda ilk defa azaldı. Buna göre Nisan'da icralar yıllık %45, aylık %1 artarken, icra başvuruları yıllık %2 azaldı.
- ABD'de işsizlik başvuruları 4 bin kişi azalarak 444 bin oldu. Başvuruların dört haftalık ortalaması ise 9 bin azalarak 450 bin 500 oldu.
- ABD Senatosu, kredi derecelendirme kuruluşlarına daha sıkı regülasyonlar uygulanmasına yönelik düzenlemeyi kabul etti.

EURO BÖLGESİ

- ECB Başkanı Trichet, ECB'nin geçen hafta başladığı devlet tahvili alımlarının fiyat istikrarı için tehdit olmadığını vurguladı.
- Almanya'da 1. çeyrekte GSYİH yıllık %1.2 artması beklenirken %1.7 arttı. 4. çeyrek GSYİH ise yıllık %-2.4'ten %-2.2'ye revize edildi.
- Almanya'da Nisan ayında AB'ye uyumlu TÜFE yıllık %1 artarken, aylık %0.1 azaldı.
- Euro Bölgesi 2010'un ilk 3 ayında 2009'un son çeyreğine göre % 0.2 büyürken, bir yıl öncesine göre büyüme oranı %0.5 oldu.
- İspanya hükümeti kemer sıkma önlemleri çerçevesinde, memur maaşlarının bu yıl %5 azaltılarak 2011'de dondurulacağını, harcamaların ve emekli maaşlarının azaltılacağını ve 13 bin kamu işçisinin işten çıkarılacağını açıkladı.
- Portekiz bütçe açığını 2 milyar euro azaltmak için adım atarak yeni kemer sıkma önlemleri aldı. Yeni önlemlerin yarısı vergi artırımları, yarısı harcama kesintilerinden oluşacak.
- Yunanistan AB ve IMF'nin üzerinde anlaşma sağladığı yardım paketinin ilk dilimi olarak IMF'den 5.5 milyar euro'luk ödemeyi aldı.
- Moody's, Yunanistan'ın kredi notunun gelecek aylarda çöp (junk) seviyesine indirilebileceğini bildirdi. Yunanistan'ın notunun çöp seviyesine getirilmesi için Moody's'in en az dört indirim yapması gerekiyor.
- Yunanistan'da işsizlik, Şubat ayında Ocak 2004'ten beri en yüksek seviye olan %12.1'e ulaştı.

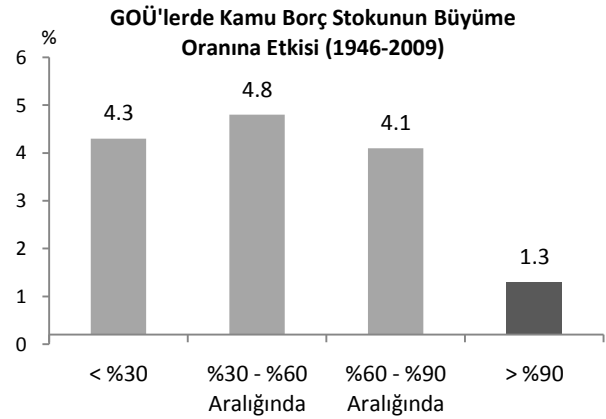
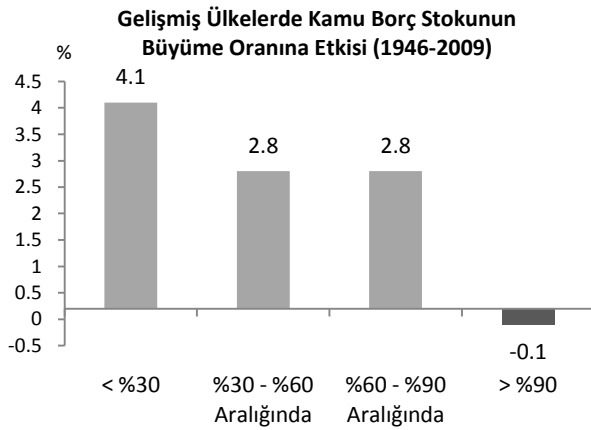
DIĞER ÜLKELER

- Çin'de tüketici fiyatları Nisan'da yıllık %2.8 artarak son 18 ayın en hızlı yükselişini kaydederken, banka kredileri tahminleri aştı ve konut fiyatları rekor seviyede yükseldi. Böylece, Çin'in üzerindeki faiz artırım ve yuanın değerlendirilmesine izin verme baskısı daha da artmış oldu.
- Çin'in dış ticaret fazlası Nisan ayında 1,68 milyar dolar ile geçen yılın aynı dönemine göre %87 azaldı. Sanayi üretimi ise Çin'de Nisan ayında yıllık %17.8 arttı.
- Çin'in cari işlemler fazlası ilk çeyrekte geçen yılın aynı dönemine göre %48 azalarak 40.9 milyar dolar oldu.

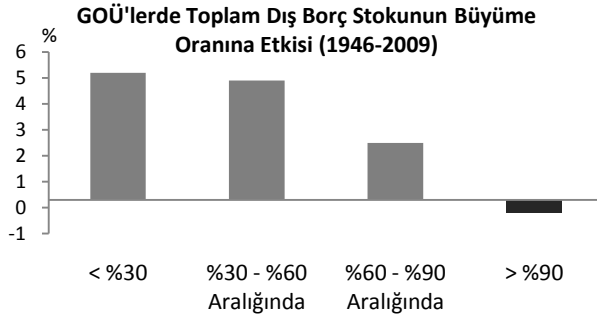
Artan Kamu Borçlarının Büyüme ve Faiz Oranları Üzerindeki Etkisi

2007 yılında başlayan küresel krizin en önemli sonucu dünya genelinde toplam talepte yaşanan daralmadır. 1929 Büyük Buhranı'ndan beri en derin resesyona yol açan krizin olumsuz sonuçlarının bir an önce ortadan kaldırılabilmesi ve çok daha ağır bir resesyona dönüşmemesi için, para ve maliye otoriteleri proaktif bir tavır sergileyerek, çok büyük ölçekli önlemler almaktan kaçınmamıştır. Bu önlemler reel ekonomilerdeki daralmayı sınırlarken, 2009 yılının ikinci yarısından itibaren ılımlı bir canlanmanın başlamasını sağlamıştır. Mevcut durumda dünya ekonomisinin karşı karşıya olduğu tablo, rekor düzeylerde genişlemiş merkez bankası bilançoları ile hızla artan bütçe açıkları ve borç stoklarından oluşmaktadır. Özellikle resesyona daha derinden etkilediği gelişmiş ülkelerde, orta ve uzun vadede sürdürülebilir olmaktan uzak düzeylere ulaşan borç stoku büyüklükleri, ekonomideki yavaşlamayı azaltmış olmalarına rağmen, artık global ekonomik ve finansal istikrarı tehdit eder hale gelmiştir. Bu çalışmada, artan kamu borçlarının büyüme performansı ve faiz oranları üzerindeki etkileri incelenecektir.

Kamu Borçlarının Büyüme Performansına Etkileri

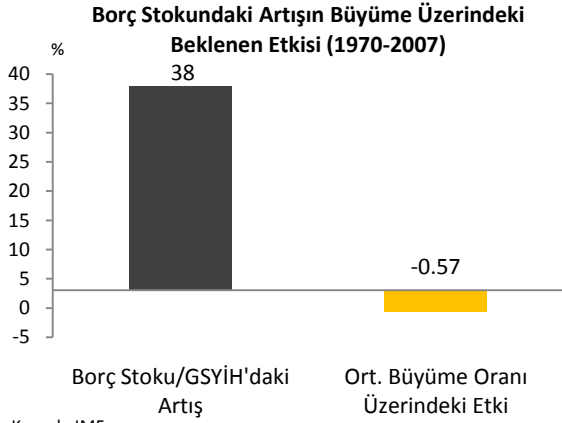


Borç stokundaki artışın büyümeye etkisini ölçmek amacıyla yapılan çalışmalarda, iki değişken arasındaki etkileşimin borç stoku arttıkça güçlendiği saptanmıştır. Reinhart ve Rogoff tarafından 1946-2009 dönemi için yapılan incelemede (2010) kamu borç stokunun Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya (GSYİH) oranının %30'un altında olduğu dönemlerde büyüme performansına etkisinin düşük olduğu, %90 ve üzerine çıktığı dönemlerde ise bir hayli belirgin hale geldiği saptanmıştır. Bu etki gelişmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) göre daha güçlüdür. Gelişmiş ülkelerde kamu borç stoku/GSYİH oranı %90'ın üzerine çıktığında ortalama büyüme oranı -%0.1 seviyesine gerilemektedir. GOÜ'lerde ise kamu borç stoku/GSYİH oranı sürdürülebilir seviyelerde olduğu dönemlerde ortalama büyüme oranı %4'lere kadar ulaşmaktadır. Borç stokunun GSYİH'ya oranı %90'ın üzerine çıktığında ise büyüme oranının %1.3'e gerilediği saptanmıştır.

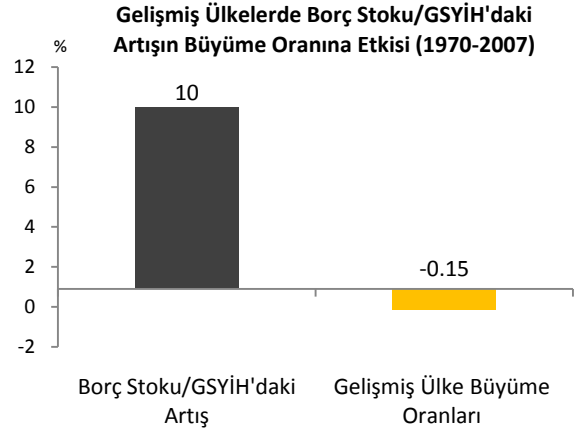


Kaynak: Reinhart & Rogoff, 2010

Öte yandan, GOÜ'lerde dış kaynak ihtiyacının yüksek olduğu gözleminde hareketle dış borç stokunun büyüme performansına etkisi incelendiğinde 1970-2009 döneminde, dış borç stoku/GSYİH oranı %60'ın üzerine çıktığında büyüme performansının belirgin şekilde gerilediği, %90'ın üzerine çıktığında ise ekonomilerin küçüldüğü görülmüştür.



Kaynak: IMF

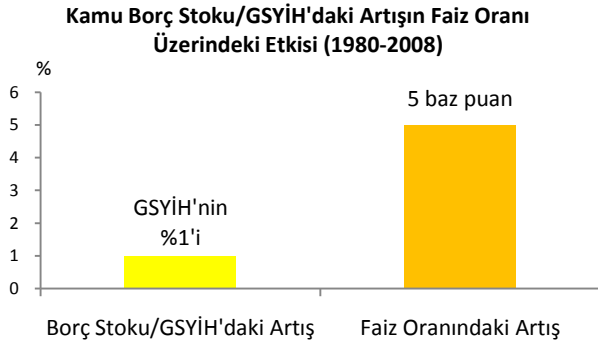


Kaynak: IMF

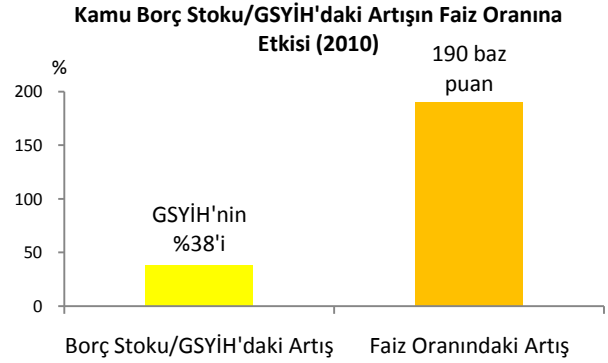
Borç stoku ile büyüme performansı arasındaki ilişki IMF tarafından da pek çok kez incelenmiştir. Son dönemde, küresel krizin de etkisiyle borç stoku ciddi oranda artan gelişmiş ülkelere ilişkin yapılan IMF çalışmalarında, 1970-2007 döneminde kamu borç stoku/GSYİH oranındaki %10 artışın, büyümeyi %0.15 yavaşlattığı sonucuna ulaşılmıştır. IMF söz konusu etkinin 2010 yılından itibaren artacağını tahmin etmektedir. Buna göre, gelişmiş ülkelerde borç stoku/GSYİH oranındaki %38'lik tahmini artışın önümüzdeki dönemde büyümeyi %0.57 oranında azaltıcı etkide bulunacağı öngörülmektedir.

Kamu Borçlarının Faiz Oranları Üzerindeki Etkisi

Borç stokundaki artışın yüksek seviyelere ulaşmasının büyüme performansını yavaşlatıcı etkisinin temel sebebi, özel sektörün dışlanmasıdır (crowding out). 2007-2009 küresel krizinin bir borç krizi olması nedeniyle kredi imkanlarına erişimi sınırlanan özel kesim, toplam talep daralmasına bağlı olarak yatırımlarına ara vermiştir. Kamu harcamalarının artırılmasıyla 2009'un ikinci yarısından itibaren yaşanan toparlanma halen devam ederken, gelişmiş ülkelerde (özellikle ABD'de) hanehalkının borçluluğunu azaltmaya devam ettiği gözlenmektedir. Buna bağlı olarak, gelişmiş ülkelerde özel sektörün kredi talebinde de henüz belirgin bir canlanma gözlenmemektedir. Ancak, dünya ekonomisindeki canlanma hızlandığında, kamunun yüksek bütçe açıklarını finanse etmek için borçlanma ihtiyacının devam etmesi, faiz oranları üzerinde yukarı yönlü baskı yaparak özel kesimin kredi maliyetini artıracaktır. Bu durum doğal olarak kredi talebinde de düşüş yaratacak, böylece özel kesim yatırım faaliyetlerinden dışlanmış olacaktır.



Kaynak: Goldman Sachs



Kaynak: IMF

Kamu borç stokundaki artışın faiz oranları üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalarda genel olarak, borç stoku/GSYİH oranındaki %1'lik artışın uzun dönem faiz oranlarını 5 ile 10 baz puan arasında artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. IMF tarafından yapılan çalışmalarda da benzer sonuca ulaşılrken, gelişmiş ve gelişmekte olan 31 ülke için yapılan incelemede, kamu borç stokunun %38 artacağı ve bu artışın uzun dönem faiz oranlarını 190 baz puan artıracığı öngörülmektedir.

Genel Değerlendirme

Kamu borç stokundaki artış, olağan ve olağandışı dönemlerde farklı nedenlerden kaynaklanmaktadır. Olağan dönem bir ülkenin savaş, doğal afet veya ekonomik kriz gibi herhangi bir sıradışı duruma maruz kalmadığı dönem olarak tanımlanabilir. Bu dönemlerde borç stokundaki artışın ekonominin performansını artırmak gibi orta ve uzun vadeli hedefler çerçevesinde uygulanan genişletici maliye politikaları veya disiplinsiz yaklaşımlar sonucu gerçekleştiği görülmektedir.

Olağan dönemlerde artan kamu harcamaları borç stokunun yapısal olarak artmasına yol açabilmektedir. Borç stokunda olağandışı dönemlerde yaşanan artış ise bir ülkede ekonomik veya diğer nedenlerle bozulan istikrarı yeniden sağlama amacını gütmekte ve hedeflere ulaşılmasının ardından eski düzeyine dönmesi daha kolay olmaktadır. Resesyon dönemlerinde büyümedeki yavaşlamayı önlemek için alınan genişletici mali tedbirler iç ve dış borçların artırılmasıyla finanse edilebilmektedir. Resesyon safhasında büyüme performansının artmasını sağlayan borç stokundaki artışın sonraki dönemlerde yüksek seviyelerini koruması faiz oranlarının artmasına yol açarak, büyüme hızını azaltıcı rol oynamaktadır.

2007-2009 küresel krizinde, gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülke global talep daralmasının etkilerini en az zararla atlatabilmek için kamu harcamalarını artırıp vergi indirimlerine gitmiştir. Gerek vergi indirimleri gerekse ekonomideki yavaşlama dolayısıyla vergi gelirlerinin azalması kamunun borç stoğunu hızla artırmıştır. Olağan dışı bir dönemde meydana gelen bu duruma, başta Yunanistan olmak üzere bazı ülkeler yüksek borç stoku ve bütçe açıklarının yapısal nedenlerden kaynaklanıyor olması sebebiyle hazırlıksız yakalanmış olup, içinde buldukları süreci daha güç atlatacakları düşünülmektedir. Son dönemde Euro Bölgesi ülkelerinin tahvil faizleri üzerinde görülen yukarı yönlü hareketler, Avrupa Birliği ve IMF tarafından 750 milyar euro yardım sağlanacağına açıklanması üzerine azalmış görünse de, yüksek kamu borçlarının devam edeceği yönündeki kaygıların faizlerde tekrar yükselişe neden olması ihtimali bulunmaktadır. Bu ihtimalin gerçekleşmesini önlemek amacıyla, 750 milyar euro'luk kredi anlaşması

çerçevesinde Avrupa Merkez Bankası (ECB) AB ülkelerinin tahvillerini satın alma programını başlatmıştır. Bu programın orta vadede enflasyonist baskı yaratabilecek olması halen rekor düzeyde genişlemiş olan ECB bilançosunun kontrolünü daha da güçleştirecektir.

Söz konusu ülkelerin büyüme performansını düşürecek olan bu duruma ek olarak, açıklanan kemer sıkma politikalarının kamu harcamalarının azaltılması yanında vergi artırımlarını da kapsamı, büyüme performansını düşürücü diğer bir etkidir.

Önlemler	2010	2011
Bütçe açığının Azaltılması	Piyasa baskısına maruz kalan tüm ülkeler Büyüme hızı görece yüksek olan GOÜ'ler	Diğer tüm ülkeler
Sosyal Güvenlik Önlemleri	Nüfusu giderek yaşlanan ülkeler	
Mali Kurumların Güçlendirilmesi	Bütün Ülkeler	

Mevcut durumda yüksek kamu açıklarına sahip ülkelerin bu açıklarını ve borç stoklarını çıkış stratejileri çerçevesinde uygun bir zamanlama içinde azaltmaya başlamaları büyük önem taşımaktadır. Yüksek büyüme performansına sahip GOÜ'ler ile kamu dengesizliğinin piyasa baskısı oluşturduğu ülkelerin 2010 yılında bütçe açıklarını azaltmaya başlamaları, bu grup dışında kalan tüm ülkelerde ise 2011 yılından

önce mali sıkılaştırmaya gidilmemesi gerekmektedir. Görece yaşlı nüfusa sahip olan ülkeler ile mali kurumları zayıf ve disiplinsiz ülkelerde de gerekli önlemlerin bir an önce başlatılması artık kısa vadede de önemli hale gelmiştir.

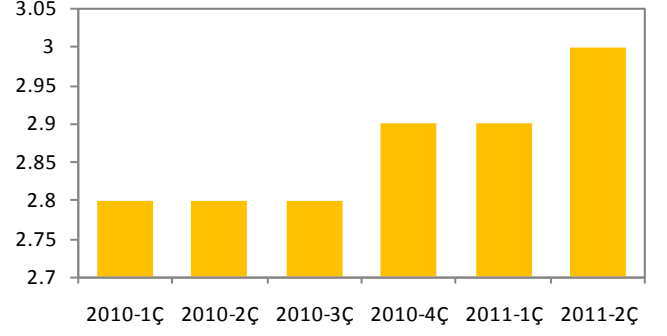
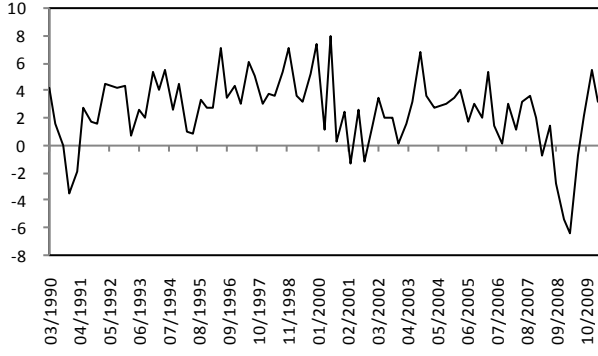
Uluslararası Ekonomi Takvimi – (17-21 Mayıs 2010)

Tarih	Ülke	Veri	Önceki Gerçekleşen	Beklenti
17.05.2010	ABD	NY FED İmalat Endeksi (Mayıs)	%31.86	%30
		Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri (Mart)	\$34.1 mlyr	--
	Japonya	Makine Siparişleri (Mart, aylık)	-%5.4	%5.5
18.05.2010	ABD	İnşaat İzinleri (Nisan)	%6.8	--
		Yeni Konut İnşaatları(Nisan)	0.626 milyon	0.65 milyon
		ÜFE (Nisan, aylık)	%0.7	%0.1
	Euro Bölgesi	Dış Ticaret Dengesi (Mart)	2.6 milyar	4.8 milyar
		TÜFE (Nisan, yıllık)	%1.4	%1.5
	Almanya	ZeW Endeksi (Mayıs)	53.0	47.0
	İngiltere	TÜFE (Nisan, yıllık)	%3.4	%3.5
19.05.2010	ABD	Haftalık mortgage verileri	--	--
		TÜFE (Nisan, aylık)	%0.1	%0.1
20.05.2010	ABD	Haftalık İşsizlik Başvuruları	444 bin	440 bin
		Öncül Göstergeler Endeksi (Nisan)	%1.4	%0.2
		Philadelphia FED Endeksi (Mayıs)	20.2	22.0
	Euro Bölgesi	Tüketici Güveni (Mayıs)	-15.2	--
	Almanya	ÜFE (Nisan, yıllık)	-%1.5	%0.3
	İtalya	Sanayi Siparişleri (Mart, yıllık)	%5.6	--
	İngiltere	Perakende Satışlar (Nisan, yıllık)	%2.2	%1.8
	Japonya	Büyüme Oranı (1.çeyrek, çç)	%0.9	%1.3
21.05.2010	Euro Bölgesi	PMI İmalat Endeksi (Mayıs)	57.6	57.5
		Cari İşlemler Dengesi (Mart)	-5.2 milyar	--
	Almanya	IFO Endeksi (Mayıs)	101.6	102.0

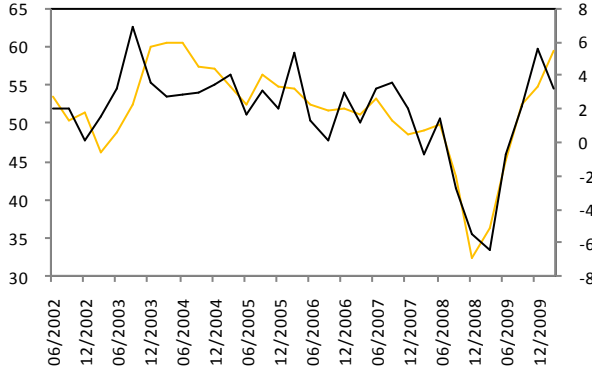
ABD EKONOMİK GÖSTERGELERİ

EKONOMİK AKTİVİTE GÖSTERGELERİ

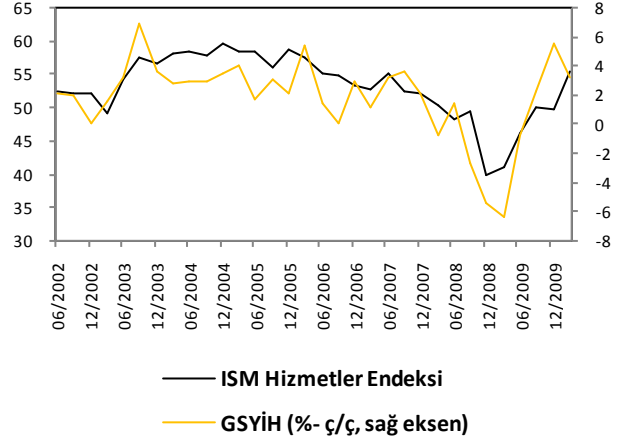
ABD Büyüme



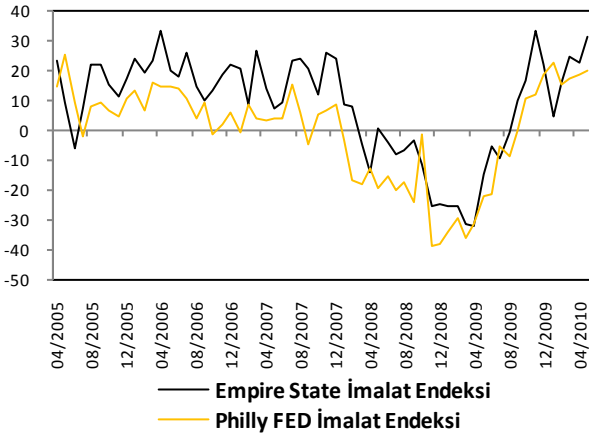
ISM İmalat ve ABD Büyüme



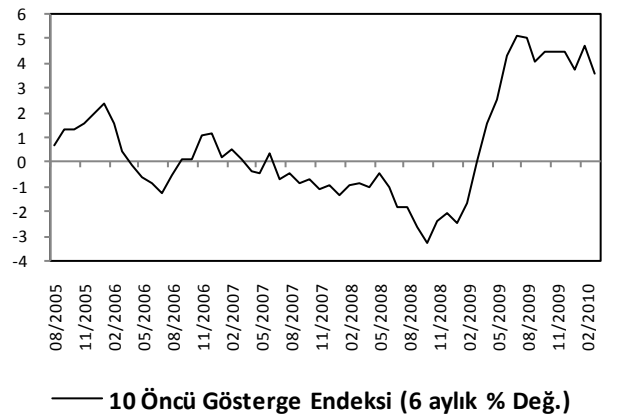
ISM Hizmetler ve ABD Büyüme



Empire State ve Philly FED Üretim Endeksleri

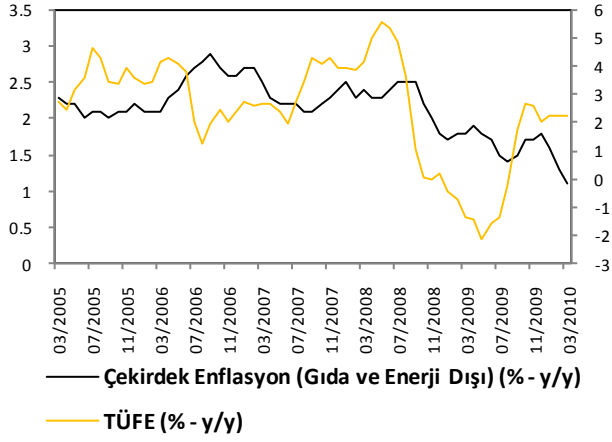


Öncü Göstergeler

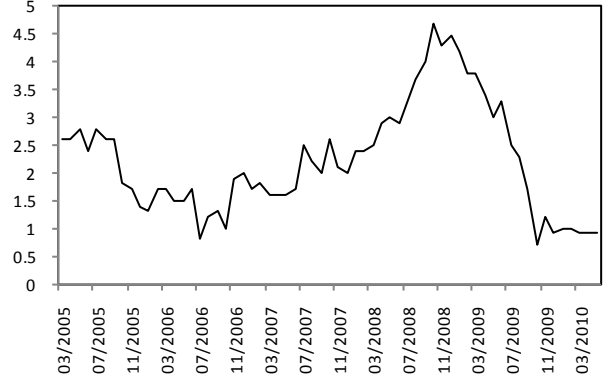


ENFLASYON GÖSTERGELERİ

TÜFE ve Çekirdek Enflasyon

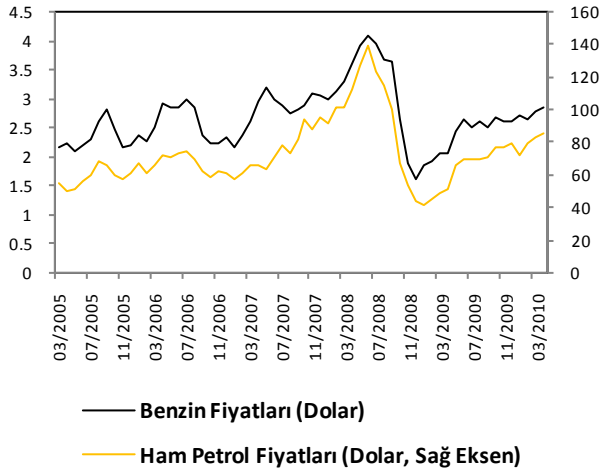


ÜFE

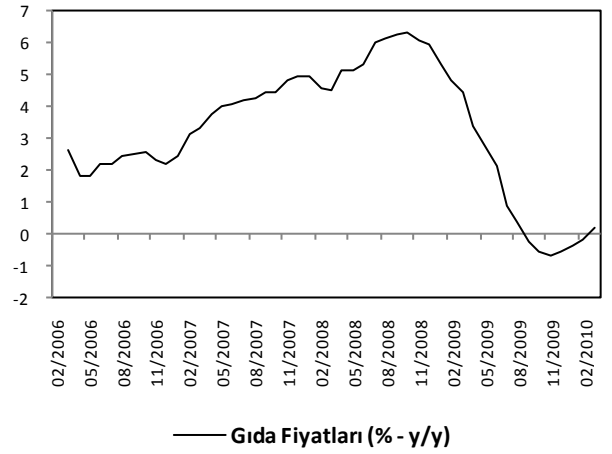


UFE

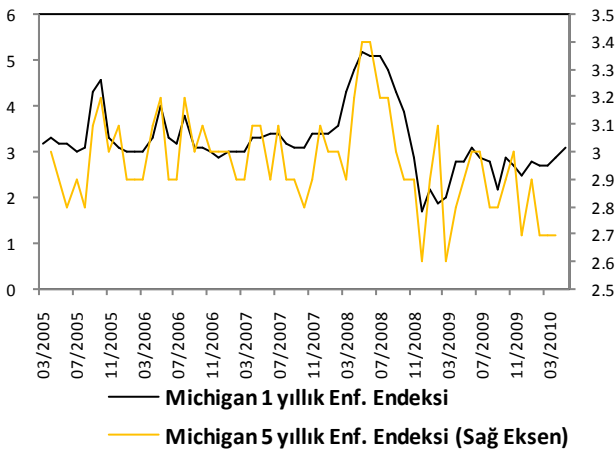
Petrol ve Petrol Ürünleri Enflasyonu



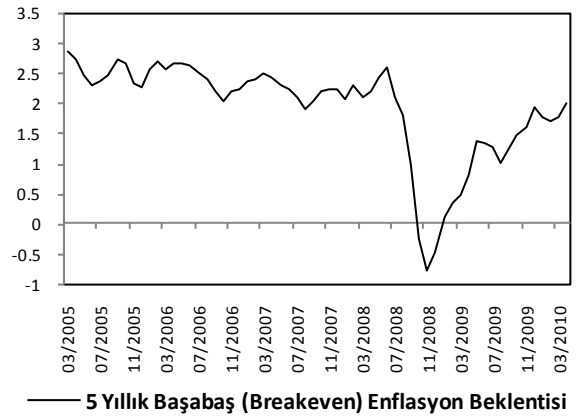
Gıda Enflasyonu



Michigan Enflasyon Beklentisi

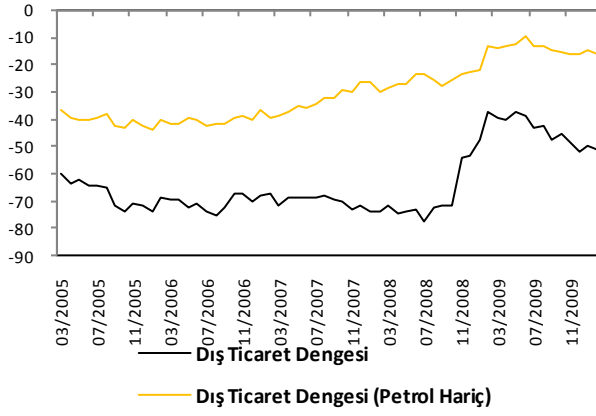


Piyasa Enflasyon Beklentisi

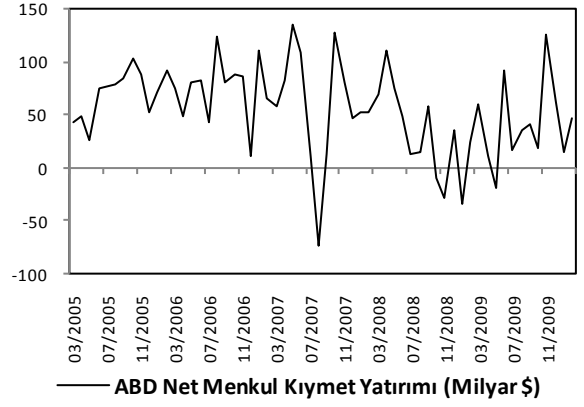


DİŐ TİCARET GÖSTERGELERİ

ABD Dış Ticaret Dengesi

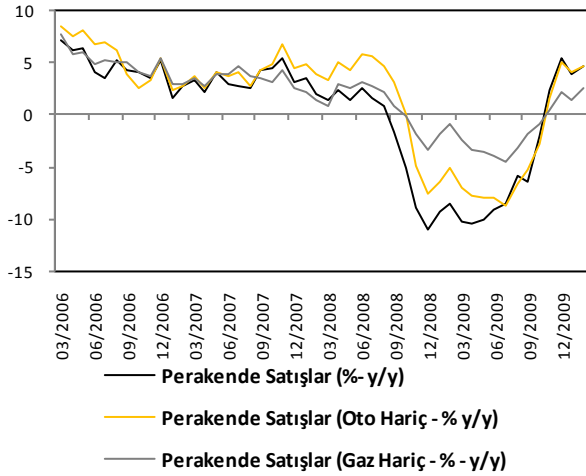


ABD Menkul Kıymetlerine Net Yabancı Yatırımı

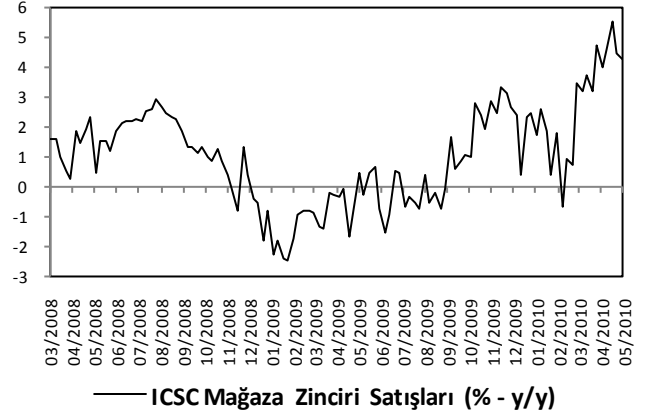


TÜKETİM GÖSTERGELERİ

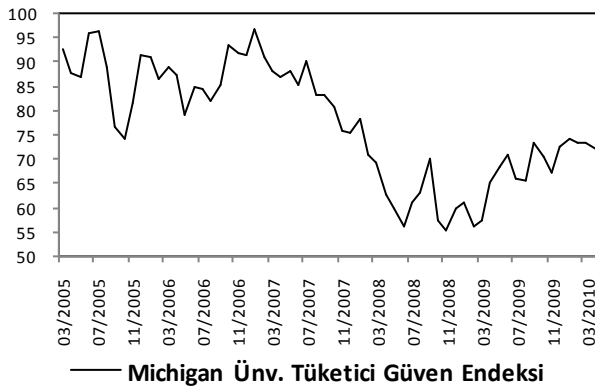
Perakende Satışlar



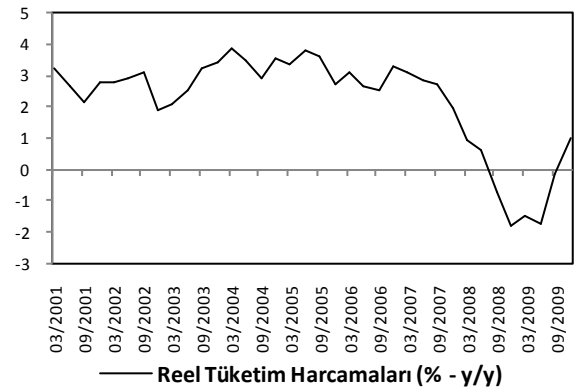
Haftalık Perakende Satış Verileri



Michigan Üniversitesi Güven Endeksi

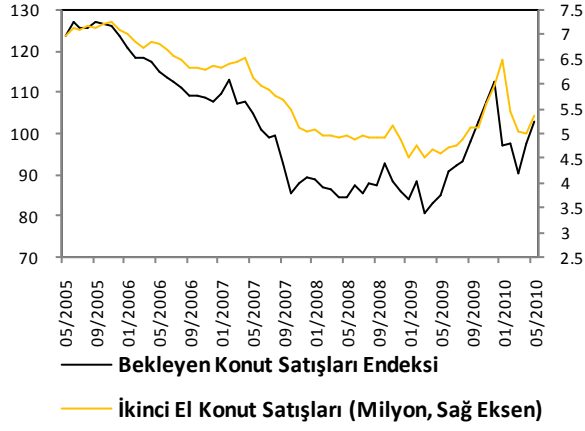


Tüketim Harcamaları

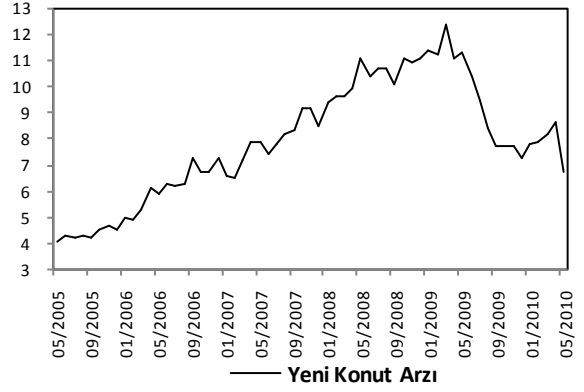


KONUT PİYASASI GÖSTERGELERİ

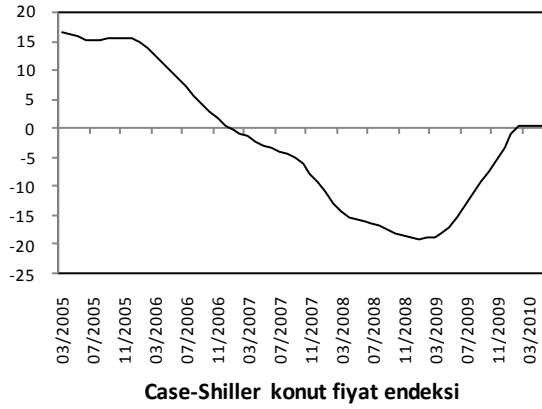
Konut Satışları



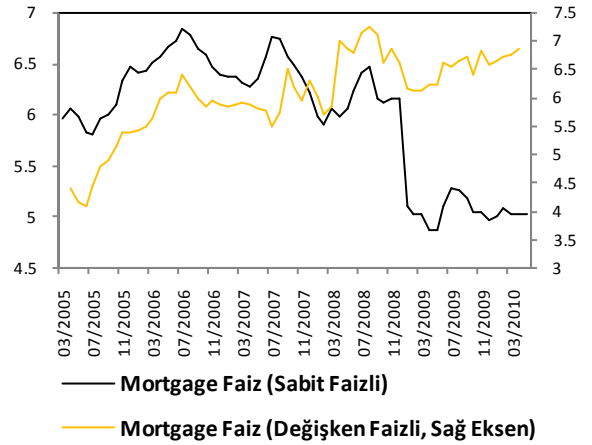
Haftalık Perakende Satış Verileri



Case Shiller Konut Fiyat Endeksi

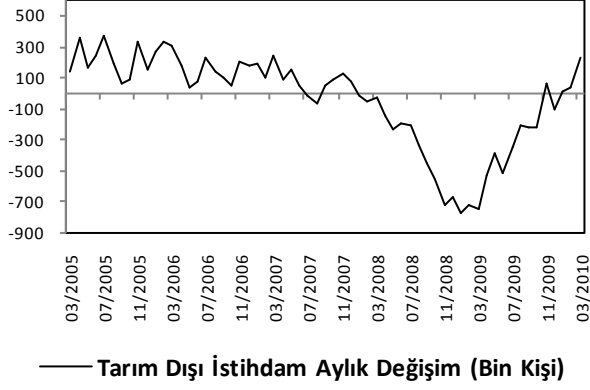


İpotekli Menkul Kıymet Faiz Oranı

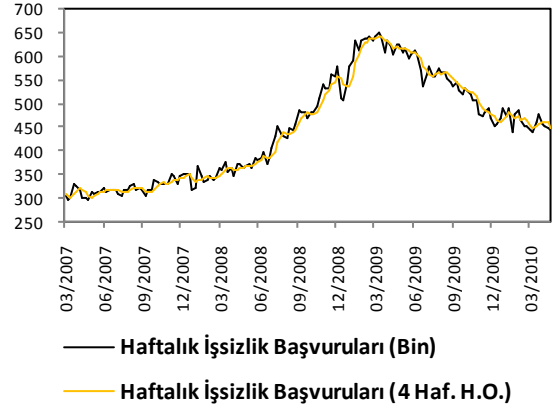


İŞGÜCÜ PİYASASI GÖSTERGELERİ

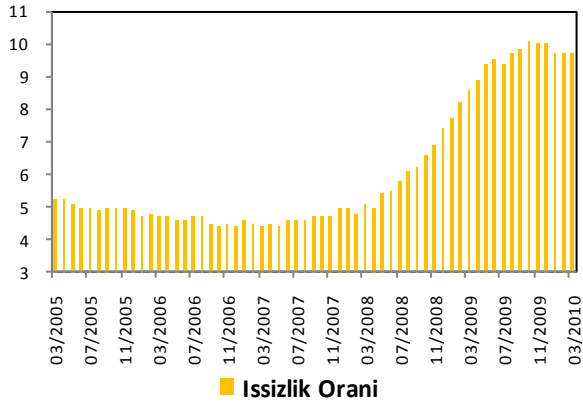
Tarım Dışı İstihdam



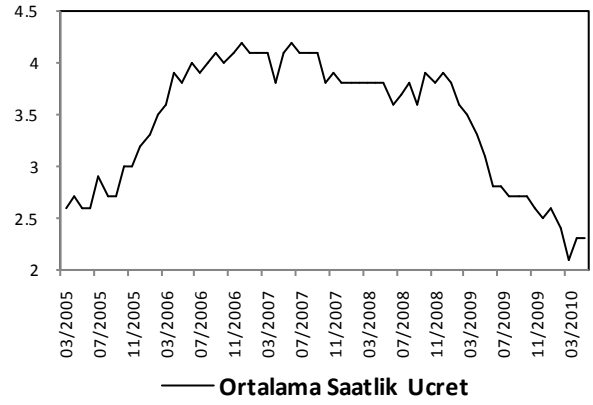
Haftalık İşsizlik Başvuruları



İşsizlik Oranı



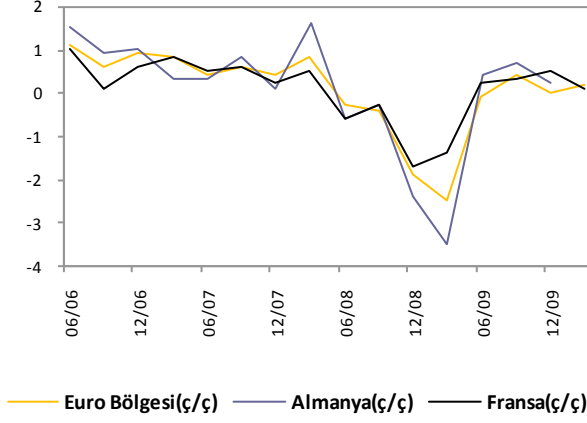
Ortalama Saatlik Ücret



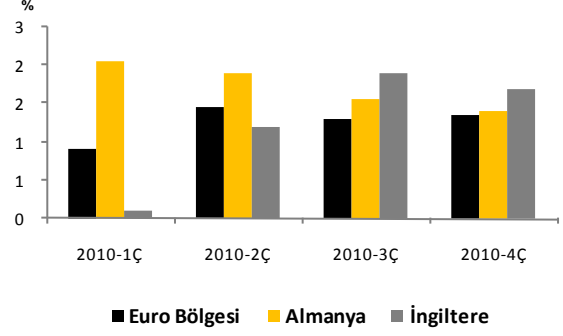
EURO BÖLGESİ

AKTİVİTE GÖSTERGELERİ

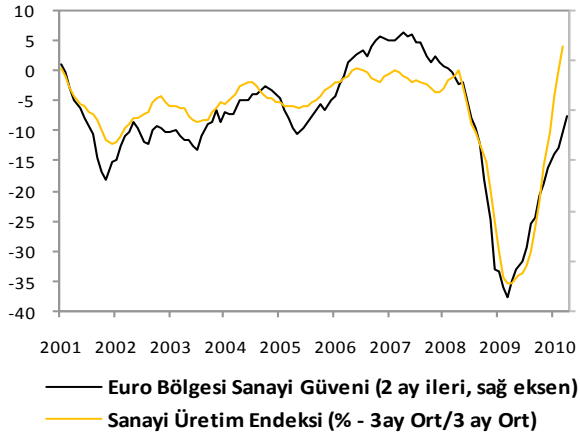
Büyüme (Çeyreklik)



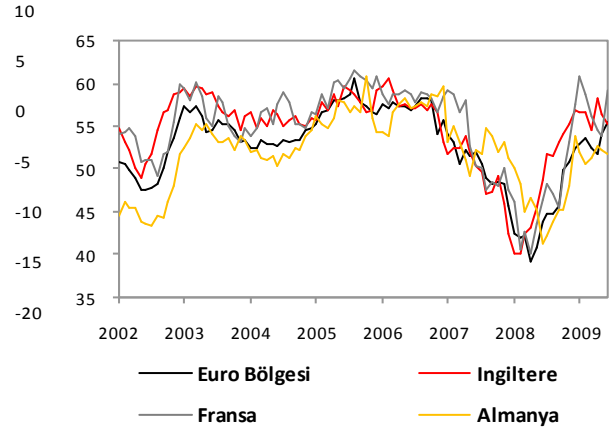
Büyüme Tahminleri



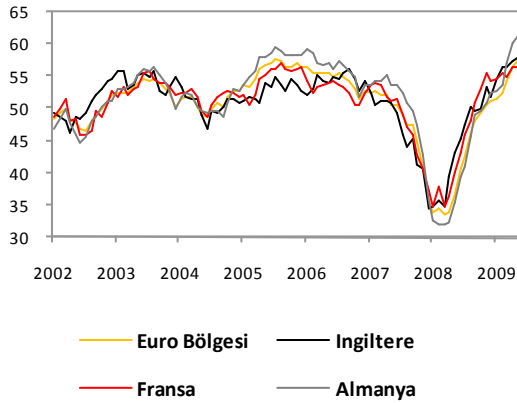
Sanayi Üretimi ve Güven Endeksi



Hizmetler PMI

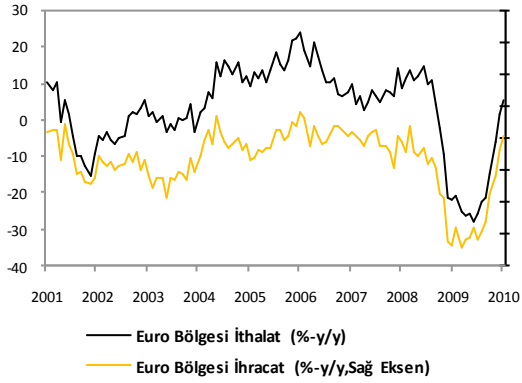


İmalat Sanayi PMI

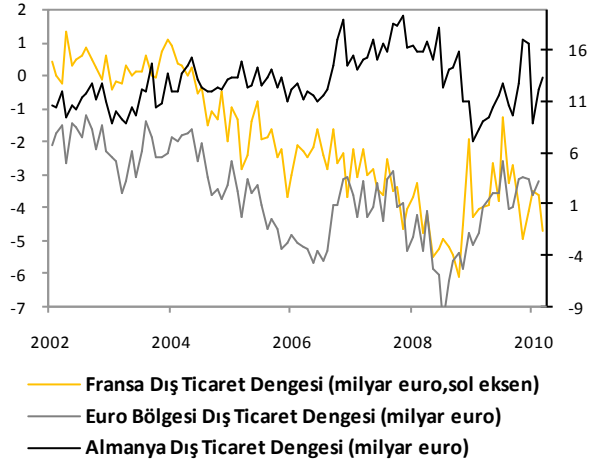


DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

İthalat-İhracat

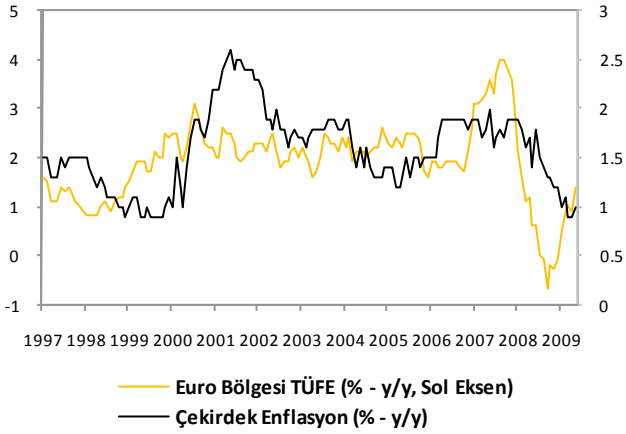


Dış Ticaret Dengesi

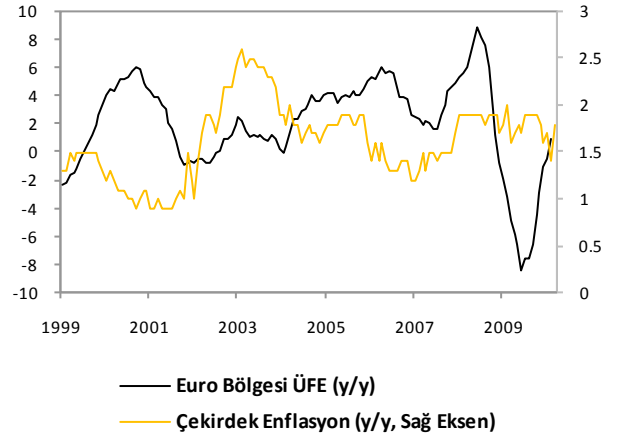


ENFLASYON GÖSTERGELERİ

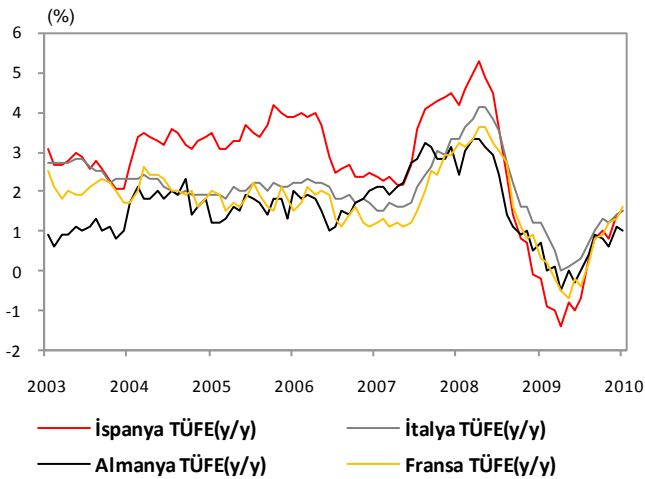
TÜFE ve Çekirdek Enflasyonu



ÜFE ve Çekirdek Enflasyonu

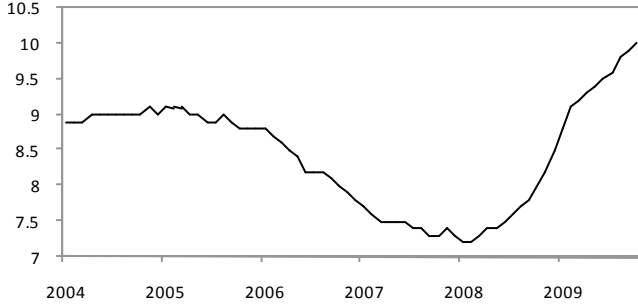


TÜFE

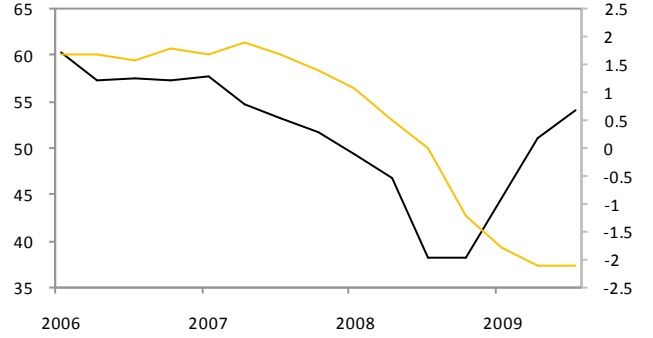


İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

İşsizlik Oranı

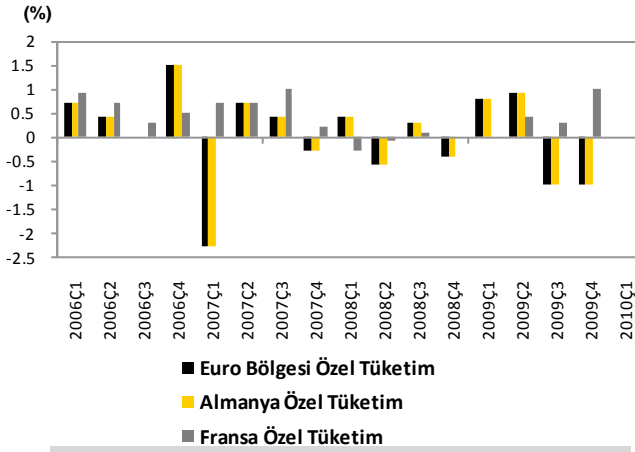


İstihdam ve PMI

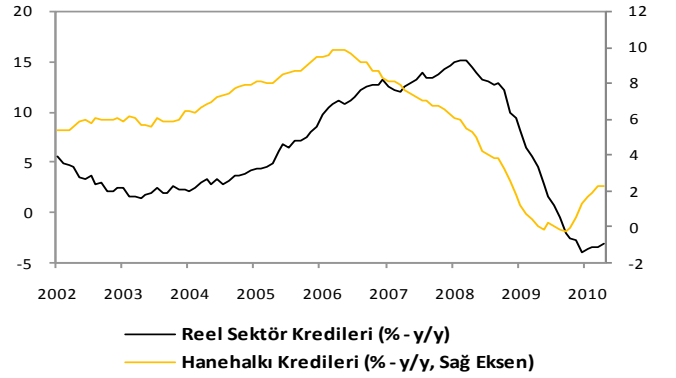


TÜKETİM GÖSTERGELERİ

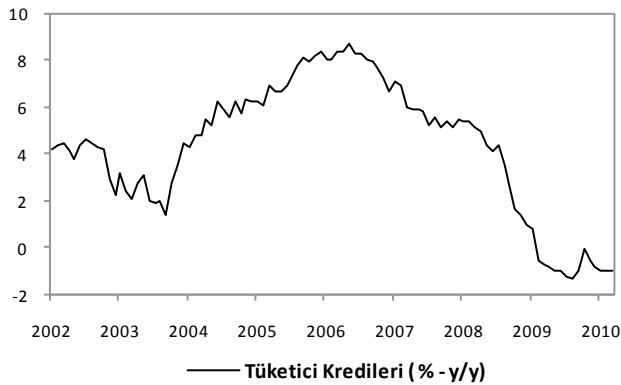
Özel Tüketim



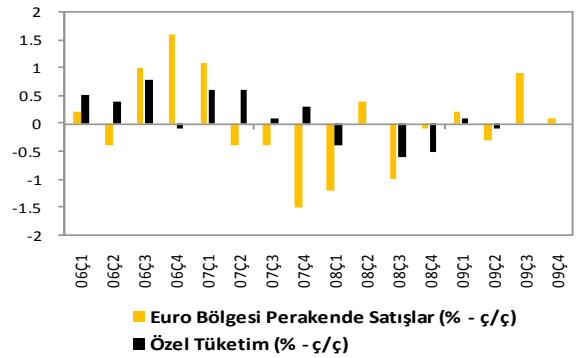
Krediler



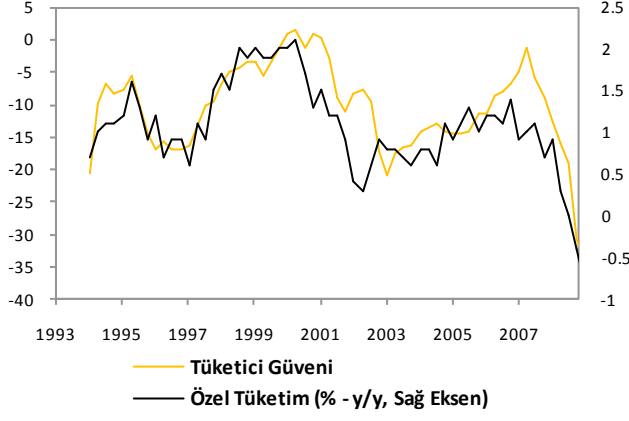
Tüketici Kredileri



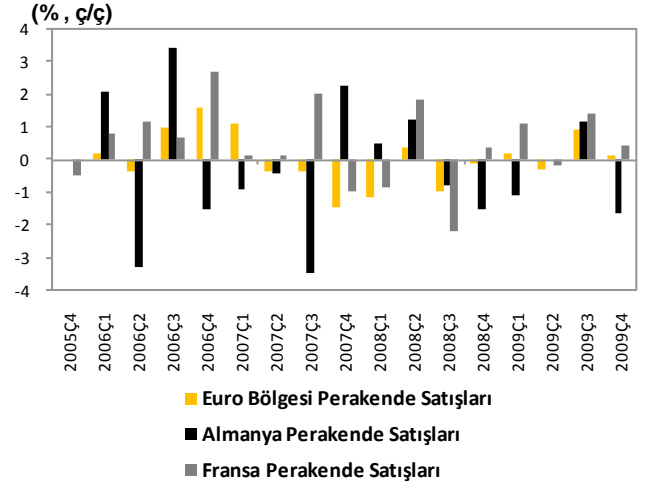
Perakende Satışlar ve Özel Tüketim



Tüketici Güven Endeksi ve Özel Tüketim

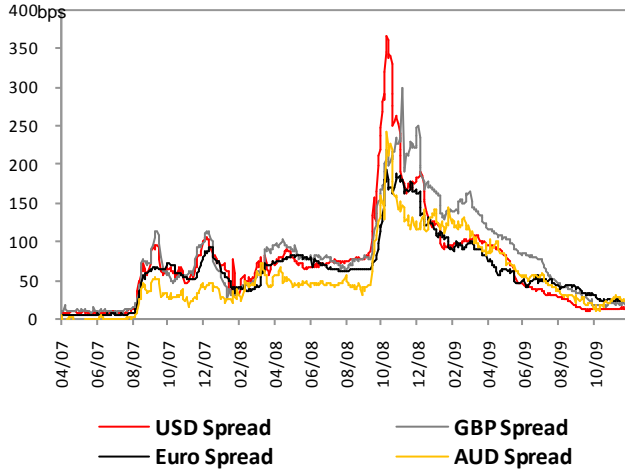


Perakende Satışlar

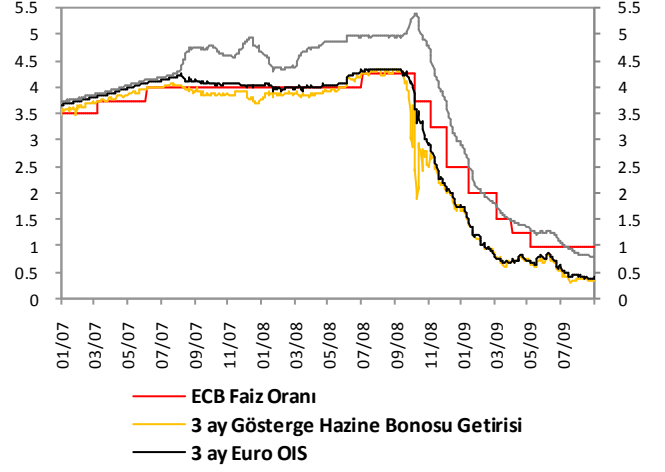


LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

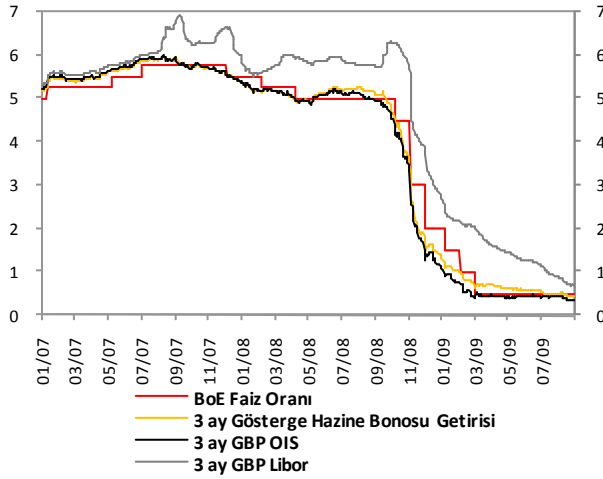
LIBOR ve OIS Spreadleri



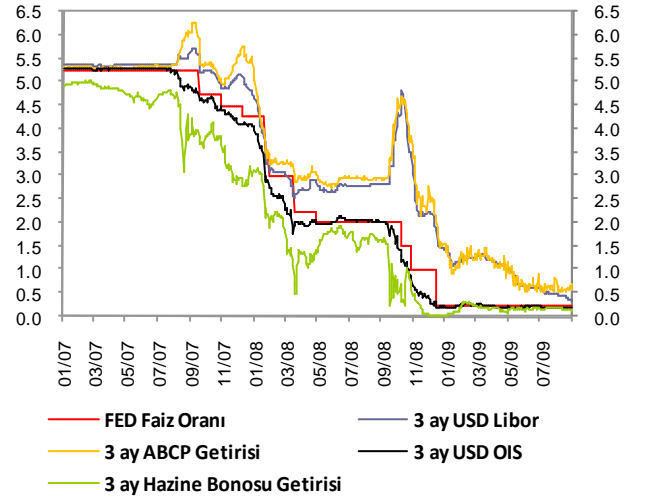
Euro Bölgesi Kısa Vadeli Faiz Oranları



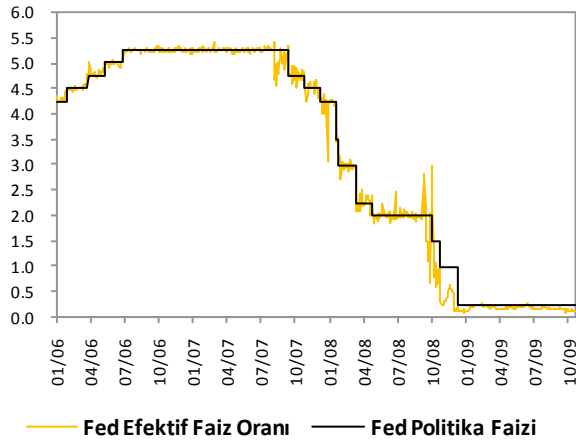
İngiltere Kısa Vadeli Faiz Oranları



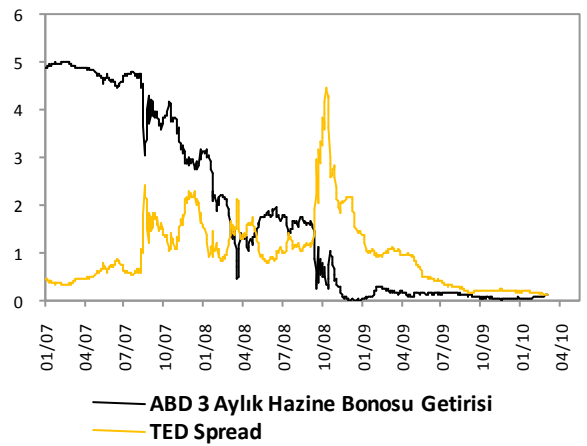
ABD Kısa Vadeli Faiz Oranları



FED Politika Faizleri



FED Politika Faizleri



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.ozalpturkars@vakifbank.com.tr	0312-455 84 88
Zeynep Burcu Çevik	Ekonomist	zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Seda Meyveci	Araştırmacı	seda.meyveci@vakifbank.com.tr	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0312-455 84 87
Naime Dođan	Araştırmacı	naime.dogan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 86
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0312-455 84 82
Elif Artman	Araştırmacı	elif.artman@vakifbank.com.tr	0312-455 84 90
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 83

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