

İÇİNDEKİLER

❖ Yurt İçi Ekonomi Raporu

2010 yılında bankacılık sektöründe kredilerdeki artış dikkat çekmektedir...

TCMB'nin yayınladığı Finansal İstikrar Rapor'unda 2010 yılının ilk üç ayında da aktif büyüklüğünü artıran bankacılık sektöründe kredilerde görülen artışa dikkat çeken TCMB, bankacılık sektöründe karlılığın devam edebilmesi için önümüzdeki dönemde operasyonel maliyetlerin iyi yönetilmesine değinmiştir.

Enflasyon Mayıs ayında gıda fiyatlarındaki sert düşüşle geriledi...

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Mayıs ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.36 gerilemiştir. Böylece (daha önce %0.60) %0.40 olan piyasa beklentisinin çok altında, en düşük piyasa beklentisi olan bizim beklentimize (%0.10) ise daha yakın bir oranda gerçekleşmiştir.

Sanayi Üretimi Nisan ayında yıllık bazda %17.0 arttı...

Nisan ayı sanayi üretim endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %17.0 artarken, Şubat ayında göre ise %2.3 oranında azalmıştır. Takvim etkisinden arındırılmış endeks 2010 yılı Nisan ayında bir önceki yılın aynı ayına göre, %17.3 artış gösterirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi bir önceki aya göre %0.8 artmıştır.

Cari İşlemler Açığı 2010 yılının Ocak-Nisan döneminde 14.251 milyar dolara ulaştı...

Cari işlemler dengesi Nisan ayında 4.361 milyar dolar ile 4.45 milyar dolar olan beklentimize paralel açık vermiştir. Böylece, Merkez Bankası tarafından yayınlanan ödemeler dengesi verilerine göre, 2010 yılının ilk dört ayına ilişkin toplam cari açık rakamı ekonomide yaşanan toparlanmaya bağlı olarak sert şekilde %300 artarak 14.251 milyar dolar'a yükselmiştir.

❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

Euro Bölgesi'nde döviz kuru hareketlerinin ekonomik yansımaları

Avrupa'da yaşanan borç krizi ekonomik istikrarı tehdit ederken, euro'daki değer kaybının dış ticaret kanalıyla ihracat performansı yüksek ülkelere fayda sağlaması mümkündür.

ABD ekonomisinin büyüme performansı şimdilik umut veriyor

ABD'nin ilk çeyrek büyüme rakamları ekonomideki ılımlı toparlanmanın sürdüğüne işaret ederken, ABD ekonomisinin üçte ikisini oluşturan tüketim harcamalarının artması büyük önem taşımaktadır.

ABD istihdam piyasasında yeni bir bozulma başlayabilir mi?

ABD istihdam piyasasında bir süredir görülen toparlanma Mayıs ayında tarım dışı istihdam verilerinin beklentilerin altında kalmasıyla yeniden sorgulanmaya başlamıştır.

İspanya'nın ekonomik görünümü

İspanya'nın kamu açıklarını azaltabilme gücü sorgulanırken, İspanyol bankalarının taşıdığı riskler nedeniyle borç krizinin Avrupa finans kesimine sıçrama ihtimali endişe yaratmaktadır.

❖ Finans Raporu

Euro Bölgesi'ndeki Kriz ABD Ekonomisini ve Piyasalarını Hangi Kanallardan Etkileyebilir?

2007 yılının üçüncü çeyreğinde ABD'de konut piyasasında başlayan kriz, kısa sürede kredi ve likidite krizine dönüşerek resesyona neden olmuştur. Ancak yaşanan bu kriz sadece ABD ile sınırlı kalmayıp ticaret ve finansal bağlantılar kanalıyla dünya ekonomisine de büyük zarar vermiştir. Son dönemde Euro Bölgesi ülkelerine ilişkin problemlerin ABD ekonomisini ve dolayısıyla dünya ekonomisini hangi kanallardan etkileyebileceği konusu önem kazanmıştır.

Finansal Regülasyonlar

Son yaşanan finansal krizin ardından gündeme gelen ve ABD'de yapılması planlanan finansal regülasyonun kapsamı Volcker kuralı kapsamında değerlendirilirken, yapılan bu finansal regülasyon yeni krizleri engelleyebilecek mi sorusu önem kazanmaktadır.

Euro Bölgesi'nde Artan Banka Kredi Riski ve Piyasalardaki Fonlama Problemleri

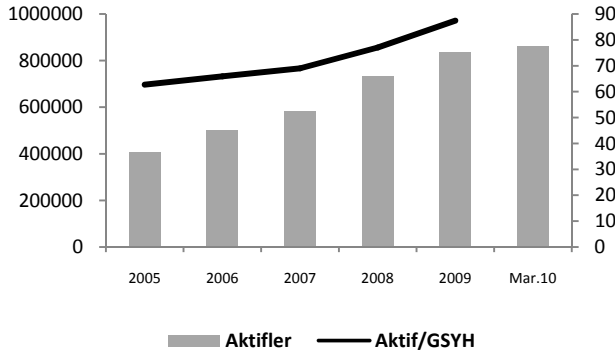
Euro Bölgesi'nde Yunanistan'ın yüksek bütçe açığı ve kamu borcu ile başlayan problemler, büyük bankalar aracılığıyla global finans piyasalarını etkilemekle kalmamış, Yunanistan'ın ardından pek çok ülkenin finansal durumuna yönelik endişeleri de artırmıştır. Son krizle birlikte yeniden ortaya çıkan kredi ve likidite problemlerinin Türkiye'ye etkileri olabilmektedir.

Avrupa Finansal İstikrar Fonu'nun İşleyiş Mekanizması

Son haftalarda Avrupa ekonomilerinde ve piyasalarında yaşanan görece olumlu havanın arkasında yatan ve bu olumlu havanın önemli bir nedeni olarak değerlendirilen Avrupa Finansal İstikrar Fonu'nun işleyiş mekanizması ve piyasalara olan etkileri önem kazanmıştır.

2010 yılında bankacılık sektöründe kredilerdeki artış dikkat çekmektedir¹...

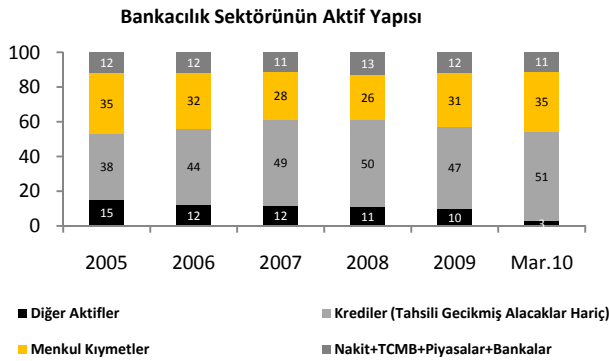
Grafik-1



Kaynak:BDDK,TCMB

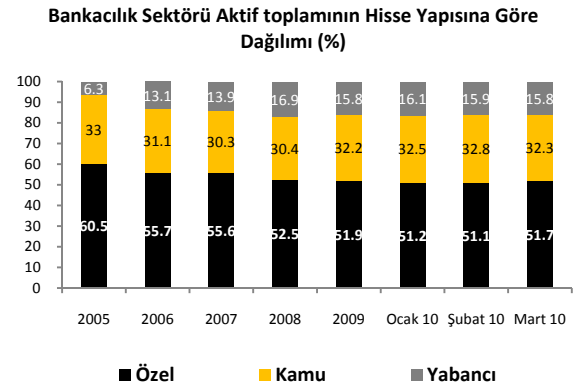
Türkiye bankacılık sektörünün toplam varlıkları, 2009 yılı sonuna bir önceki yıl sonuna göre artışını sürdürerek 834 milyar TL'ye yükselmiştir. Türk bankacılık sektörünün bilanço büyüklüğünün GSYH'ye oranı, 2008 yılı sonunda %77.1 iken, 2009 yılı sonunda %87.4'e yükselmiştir. 2010 yılının ilk üç ayında da aktif büyüklüğünü artıran sektörde toplam aktif büyüklüğü Mart ayı itibariyle 860 milyar TL'ye yükselmiştir.

Grafik-2



Kaynak:BDDK,TCMB

Grafik-3

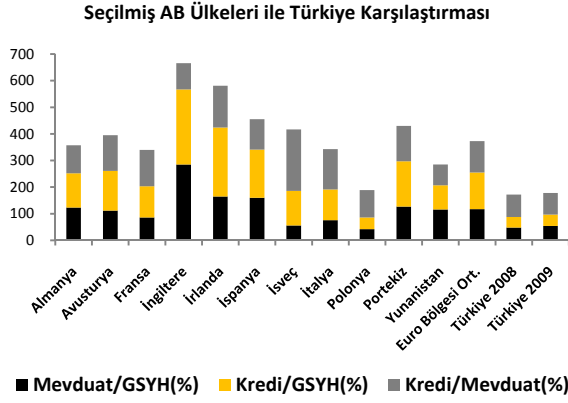


Kaynak:BDDK,TCMB

Bankacılık Sektörünün aktif yapısı incelendiğinde, 2009 yılında bir önceki yıla göre kredilerde yaşanan düşüş dikkat çekerken, aktifler içinde en büyük paya sahip olan kredilerin payı 2009 yılında 2008 yılına göre 3 puan azalmıştır. Kredilerdeki düşüş yanında menkul kıymetlerin payı 5 puan artarak 2009 yılında %31 seviyesine ulaşmıştır. 2010 yılı Mart ayı itibariyle 2009 yılı sonuna göre krediler ve menkul kıymetlerin payında 1'er puan artış gerçekleşirken, kredilerde yılın ilk üç ayında yaşanan artış olumlu bir gelişme olarak dikkat çekmektedir. Aktif toplamının hisse yapısına göre dağılımı incelendiğinde ise, özel sektör payının son açıklanan Mart ayı rakamlarına göre %51.7 oranıyla en fazla paya sahip olduğu, özel sektörün %32.3 oranıyla kamu bankalarını izlediği görülmektedir. 2008 yılı sonunda %16.9 olan yabancı hissedarların aktif büyüklüğü içindeki payı, 2009 yılı sonunda %15.8 olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk üç ayında ise yabancıların aktif büyüklüğü içindeki payının değişmediği görülmektedir.

¹ Bu yazımda Finansal İstikrar Raporunda bankacılık sektörüne dair dikkat çeken başlıklar ve araştırmalar özetlenmiştir.

Grafik-3

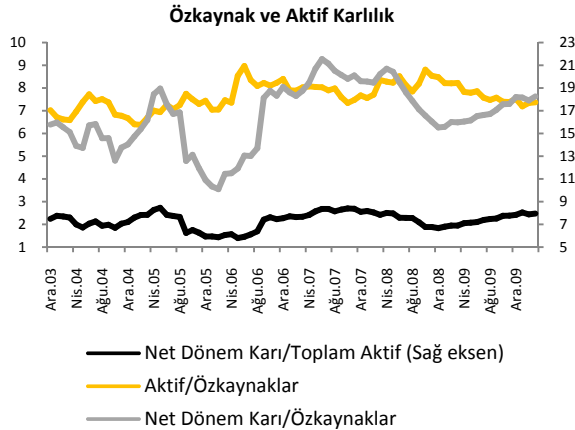


Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu
Tabloda AB ülkelerinin 2008 yılı verileri yer almaktadır

görünüm arz etmektedir. Diğer yandan, 2009 yılında kredilerdeki düşüşe rağmen GSYİH’da da yaşanan sert gerilemeyle kredilerin GSYİH’ye olan oranının arttığı izlenmektedir. Fakat bu artış kredilerdeki düşüşün GSYİH’deki düşüşten daha yavaş kalması nedeniyle gerçekleşmiştir. 2010 yılı ilk üç ayında kredilerde yaşanan artış bu anlamda olumlu bir gelişmeyken, önümüzdeki dönemde bu artışın sürmesi büyümeyi destekleyebilecektir.

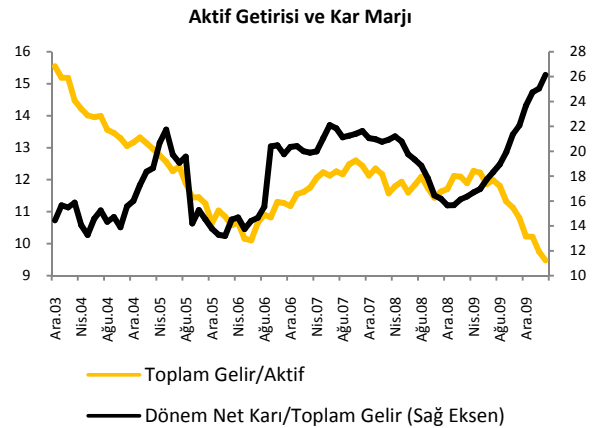
Bankacılık sektöründeki derinliği ve aracılık fonksiyonlarının gelişimini gösteren, mevduat ve kredilerin GSYİH’ye oranı diğer AB ülkeleriyle karşılaştırıldığında, mevduat ve kredilerin GSYİH’ya oranının arttığı izlenirken, kredilerin mevduata oranı söz konusu dönemde gerilemektedir. Söz konusu oranların, AB ortalamalarının gerisinde kaldığı dikkat çekerken, özellikle kredilerin GSYİH’ya oranının Türkiye’de Euro Bölgesi ortalamasının hemen hemen yarısında yer alması finansal piyasalardaki gelişimin AB’ye göre geride kaldığını yansıtmaktadır. Bankacılık sektörünün büyüme hızı üzerindeki önemi dikkate alındığında, kredilerde diğer ülkelere kıyasla daha düşük bir performansa sahip olmamız olumsuz bir

Grafik-6



Kaynak: BDDK, TCMB

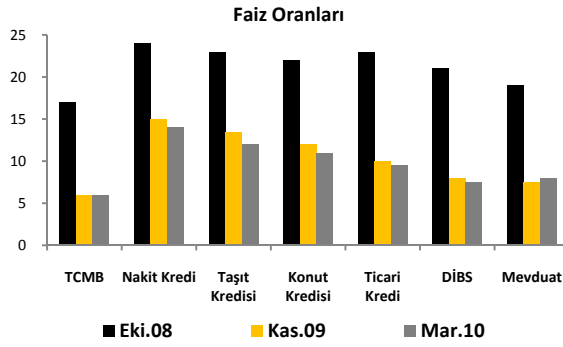
Grafik-6



Kaynak: BDDK, TCMB

2009 yılında bankacılık sektöründeki karlılık oranında yaşanan yüksek artış dikkat çekerken, sektörün net karındaki artışın 2010 yılının ilk çeyreğinde de devam ettiği görülmektedir. 2009 yılında sektörün net karı, önceki yıla göre %50.4 artarak, 20.2 milyar TL düzeyine yükselirken, 2010 yılı Mart ayı itibariyle sektörün elde ettiği yıllık net kar 21.3 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Karlılıkta yaşanan artış dikkat çekerken, artış hızının 2010 yılında yavaşladığı görülmektedir. Sektörün özkaynak ve aktif karlılığı da dönem net karındaki artışla birlikte 2009 yılında yükselmiştir. Sektör, 2010 yılı Mart ayı itibariyle de bu aktif ve özkaynak karlılık seviyelerini koruyabilmiştir. Sektörün aktif ve özkaynak karlılığını korumasında, kar marjının %33.4’e yükselmesi etkili olmuştur.

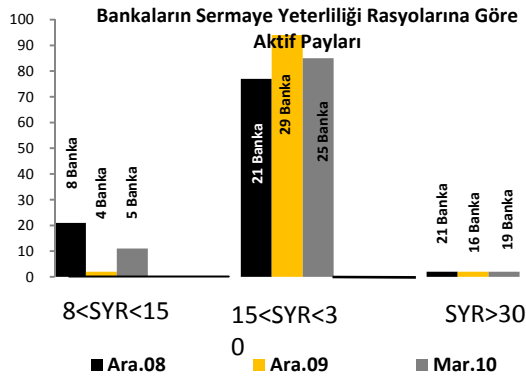
Grafik-7



Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu

2008 Ekim ayı itibariyle faiz indirimlerine başlayan TCMB toplam 1025 puan faiz indirirken, Politika faiz oranlarındaki söz konusu düşüş kredi, kamu borçlanma senetleri ve mevduat faiz oranlarına da yansımıştır. Fakat faizlerdeki indirimlerin yansımalarının gecikmeli olması 2009 yılında bankacılık sektörünün net faiz marjının yükselmesine neden olmuştur. Grafik-7’de TCMB faiz oranıyla pek çok bankanın ortalama kredilere verdiği faiz oranları incelendiğinde, faiz marjındaki artış dikkat çekmektedir.

Grafik-8



Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu

2008 yılında %18 olan sermaye yeterlilik rasyosu 2009 yılında %20.6’ya yükselmiştir. Risk ağırlıklı kalemler toplamındaki artışın yasal özkaynaklardaki artışı aşması nedeniyle sermaye yeterlilik rasyosu 2010 yılı Mart ayı itibariyle geçen yıl sonuna göre düşüş göstererek, %19,9’a gerilemiştir. 2009 yılı sonunda aktif payı %97.3 olan 45 bankanın sermaye yeterlilik rasyosu %15’in üzerindeyken, 2010 yılı Mart ayında aktif payı %88.5 olan 44 bankanın sermaye yeterlilik rasyosu %15’in üzerinde gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, %8 ile 15 arasında sermaye yeterlilik rasyosuna sahip olan bankaların aktif payları da %2.7’den %11.5’e

yükselmiştir.

Tablo-1

Korelasyon Katsayısı	Özkaynak	Aktif Karlılığı
Top. gelir/Aktif	-0.12	0.18
Net faiz geliri/Aktif	0.07	0.31
Faiz dışı gelirler/Aktif	-0.14	-0.12
Dönem net karı (zararı)/Top. gelir	0.98	0.98
Faiz dışı giderler/Top. Gelir	-0.72	-0.81
Takipteki alac. özel prov. / Top. gelir	-0.09	0.03

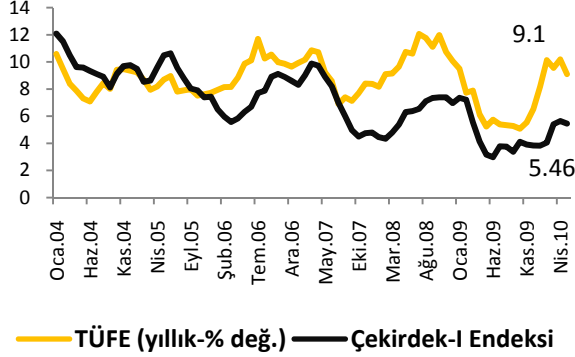
Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu

Sonuç olarak, 2010 yılı ilk üç ayına ilişkin bankacılık sektöründeki gelişmelerde kredilerde yaşanan yükselişler dikkat çekerken, 2009 yılında sektörde yaşanan karlılığın devam edip etmeyeceği önemli bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır. Merkez Bankası’nın 2010 yılı içinde faiz arttırmalarına başlayacak olması nedeniyle hem 2009 yılında sert bir şekilde gerileyen mevduat faizlerindeki yükseliş beklentisi hem de 2009 yılında kredi faizlerine fazla yansımayan faiz indirimlerinin 2010 yılında daha belirgin görülmeye başlanması karlılıktaki trendin devam etmesi üzerinde

risk oluşturmaktadır. Fakat Tablo-1’de bankacılık sektöründe karlılık performansının gelişimi incelendiğinde, bankacılık sektöründeki karlılıkta kar marjından çok gider yönetiminin etkili olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, bankacılık sektöründe karlılığın devam edebilmesi için önümüzdeki dönemde operasyonel maliyetlerin iyi yönetilmesi önem arz etmektedir. Diğer yandan, 2009 yılında bilançodaki büyümeyi sağlayan menkul değerler cüzdanındaki artışın 2010 yılında bu kadar çok olması beklenmezken, 2010 yılında kredilerdeki artışın bilançodaki büyümeye katkısının artmaya devam etmesi beklenmektedir.

Enflasyon Mayıs ayında gıda fiyatlarındaki sert düşüşle geriledi...

Grafik-1



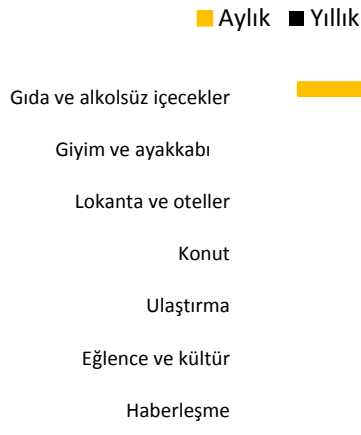
Kaynak:TCMB

seviyesine gerilemiştir.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Mayıs ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.36 gerilemiştir. Böylece (daha önce %0.60) %0.40 olan piyasa beklentisinin çok altında, en düşük piyasa beklentisi olan bizim beklentimize (%0.10) ise daha yakın bir oranda gerçekleşmiştir. Yıllık bazda TÜFE ise %10.19 seviyesinden %9.10 seviyesine gerileyerek yeniden tek hanelere düşmüştür. Çekirdek enflasyon olarak bilinen enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç "I Endeksi" ise aylık bazda %1.60 oranında artmış böylece, yıllık çekirdek enflasyon %5.65 seviyesinden %5.46

Grafik-2

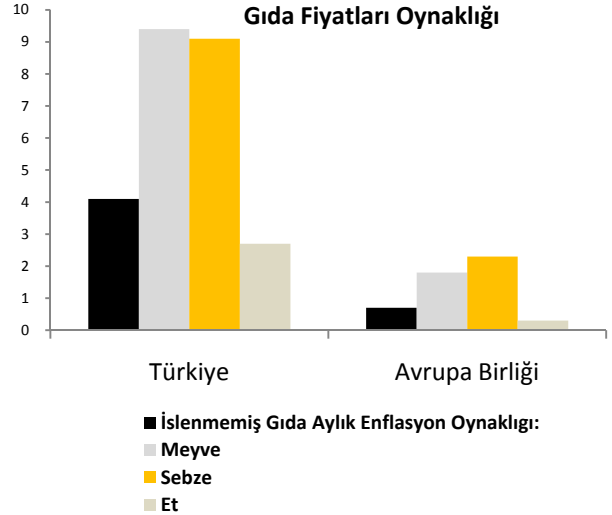
TÜFE Harcama Gruplarının Katkısı



Kaynak:TCMB

Grafik-3

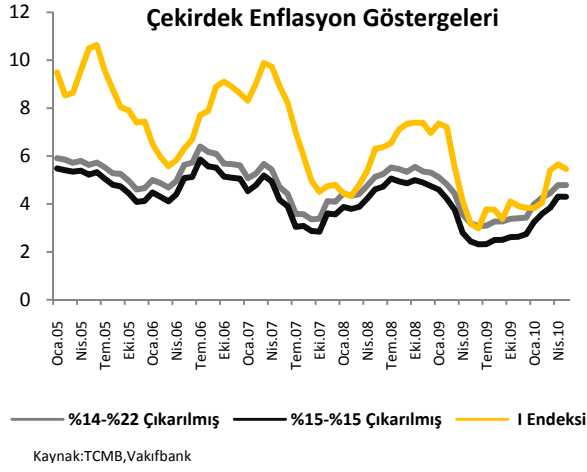
Gıda Fiyatları Oynaklığı



Kaynak:TCMB

TÜFE'nin beklentilerimizden düşük gelmesinde işlenmemiş gıda fiyatlarında aylık bazda gerçekleşen %4.38 oranındaki düşüşün beklentimizin üzerinde gerçekleşmesi etkili olurken, gıda fiyatlarının enflasyondaki düşüşe katkısı 1.23 puan olmuştur. Gıda fiyatlarındaki sert düşüş Mayıs ayı enflasyonundaki harekette baş rol oynarken, son dönemde gıda fiyatlarındaki volatilitenin oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Gıda fiyatları oynaklığı Avrupa Birliği ülkeleri ile karşılaştırıldığında Türkiye'nin işlenmemiş gıda fiyatları oynaklığında birinci sırada yer aldığı görülmektedir. Bu durum gıda sektöründeki dağıtım zincirlerinin uzunluğu, alt yapı eksiklikleri ve kayıt dışılık gibi sorunlardan kaynaklanırken, fiyat istikrarına giden yolda yapısal düzenlemelerin önemine işaret etmektedir. Çekirdek enflasyondaki düşüşün gıda fiyatlarının dışlanmasıyla daha sınırlı olduğu izlenirken, söz konusu düşüşün önümüzdeki döneme ilişkin enflasyon beklentileri çerçevesinde olumlu bir sinyal olarak takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Aylık bazda enflasyona en yüksek katkıyı ise beklentilerimize paralel giyim ve ayakkabı grubunun yaptığı gözlenirken, yeni sezonun başlamasıyla %11.16 oranında artan giyim ve ayakkabı grubunun aylık enflasyona katkısının 0.81 puan olduğu görülmektedir.

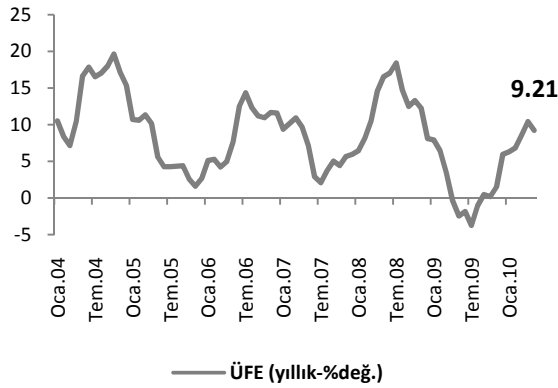
Grafik-4



enflasyon beklentilerinde iyileşmeye neden olacaktır. Böylece TCMB, faizleri bir süre daha mevcut seviyelerde tutma konusunda daha rahat olabilecektir.

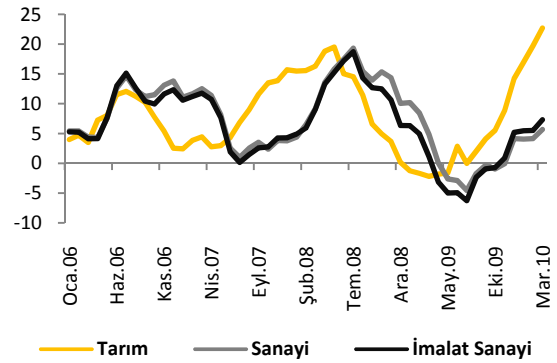
Çekirdek enflasyon olarak bilinen enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç “I Endeksi yanında geçtiğimiz ay hesapladığımız kısaltılmış ortalama (trimmed mean) yöntemi ile çekirdek enflasyon rakamlarını incelediğimizde, hesapladığımız alternatif çekirdek enflasyon endeksleri, I endeksine göre daha düşük seviyelerde daha sınırlı düşümlere işaret etmektedir. Bu durum ise gıda fiyatlarındaki düşüşlerin etkisini çıkardığımızda dahi son dönemde artan enflasyonist baskıların Mayıs ayında bir miktar rahatladığına işaret etmektedir. Dolayısıyla bu durum önümüzdeki dönemde TCMB'nin kredibilitesi arttırabilecek olumlu bir gelişmeyken, önümüzdeki dönemde

Grafik-3

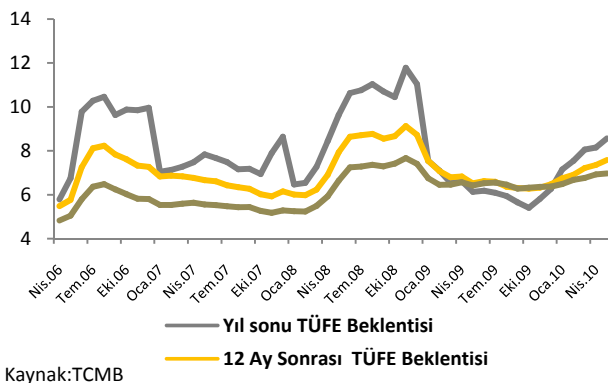


Çekirdek enflasyondaki düşüşün yanında üretici fiyatlarında ise Mayıs ayında dokuz ayın ardından ilk defa aylık bazda beklentilerin çok üzerinde %1.15 oranında düşüş yaşanmıştır. Yıllık bazda ise ÜFE %10.42 oranından %9.21 seviyesine gerileyerek yeniden tek hanelere gerilemiştir. Mayıs ayında sanayi fiyatları da olumlu bir görünüm sergilemiştir. İmalat sanayi fiyatları %0.31 oranında azalırken, bu azalışın alt grupların geneline yayıldığı dikkat çekmektedir.

Grafik-4



Grafik-6



Açıklanan Mayıs ayı enflasyon rakamlarının ardından önümüzdeki dönemde TCMB'nin kredibilitesi artarken, enflasyon beklentilerinde iyileşme izlenecektir. Böylece TCMB, faizleri bir süre daha mevcut seviyelerde tutma konusunda daha rahat olacaktır. Mayıs ayında enflasyon rakamlarında beklentilerimiz doğrultusunda gıda fiyatlarındaki sert düşüşün etkili olduğu dikkati çekerken, bunun dışındaki kalemlerin fiyat

gelişmelerini gösteren I endeksi ve H endeksinde katılık gözlenmektedir. Diğer yandan iç tüketime ilişkin gelen verilerdeki canlılığı değerlendirdiğimizde, yıl sonu enflasyon tahminimizi şimdilik revize etmeden %8.1 seviyesinde bırakıyoruz ve önümüzdeki dönemde gıda fiyat gelişmelerinin yakından takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Tablo-1

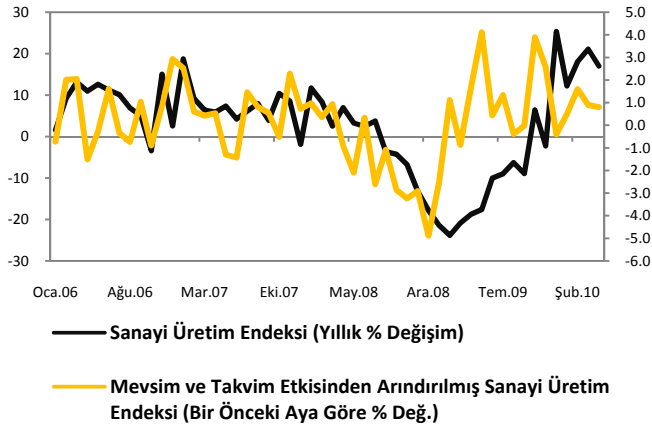
	Politika Faiz Oranları	2010 Enflasyon Beklentileri	Reel Politika Faiz Oranları
Şili	0.5	3.5	-2.9
Tayland	1.25	3.55	-2.22
Türkiye	6.5	8.57	-1.91
Filipinler	4	4.8	-0.76
Çek Cum.	0.75	1.5	-0.74
Kore	2	2.75	-0.73
Meksika	4.5	5.05	-0.52
Malezya	2.5	2.2	0.29
Gün.Afrika	6.5	6.05	0.42
Macaristan	5.25	4.35	0.86
Polonya	3.5	2.3	1.17
Çin	5.31	3.4	1.85
Brezilya	9.5	4.8	4.48

Kaynak:TCMB, Bloomberg

Açıklanan enflasyon verilerinin ardından TCMB'nin bu ayki faiz kararında faizlerde değişikliğe gitmesini beklemiyoruz. Diğer yandan diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki faiz kararlarının da TCMB'nin önümüzdeki dönemdeki duruşunda etkili olmasını bekliyoruz. Gelişmekte olan ekonomiler arasında yaşanan krizle beraber en yüksek oranda faizleri indiren merkez bankası olarak dikkat çeken TCMB'nin eksi reel faiz vermesi yanında en yüksek enflasyon beklentisine sahip olması dikkat çekmektedir. Son açıklanan enflasyon verilerinin ardından beklentilerde aşağı yönlü revizyon beklememize rağmen, enflasyonist baskıların diğer gelişmekte olan ekonomilere göre daha güçlü olacağını düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemde diğer merkez bankalarının faizlerde arttırmaya gitmesi durumunda elde edecekleri yüksek reel arbitrajın önüne geçmesi gerekecekken, bu durum TCMB'nin faiz arttırmalarını erteleme süresini kısaltabilecektir. Özellikle son dönemde Brezilya, Hindistan gibi ülkelerin faiz artırımlarına başlaması bu beklentileri güçlendirmektedir. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak bizim beklentimiz ise yılın dördüncü çeyreğinin başında TCMB'nin faizleri arttırmaya başlaması yönünde bulunurken, yıl sonunda toplamda 150 baz puanlık bir artış bekliyoruz.

Sanayi Üretimi Nisan ayında yıllık bazda %17.0 arttı...

Grafik-1

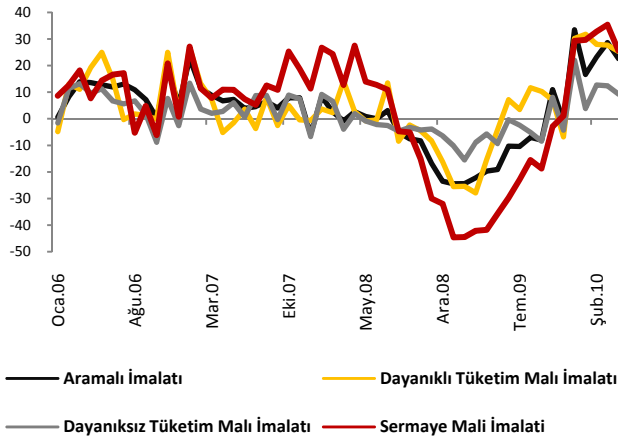


Kaynak:TCMB

beraber, sanayi üretim endeksi henüz Nisan 2008 düzeyinin üzerine çıkamamıştır. Bu durum çift haneli sanayi üretim artışının arkasında baz etkisinin, yani geçen yılın aynı dönemdeki üretim performansının düşük olmasının etkili olduğunu göstermektedir.

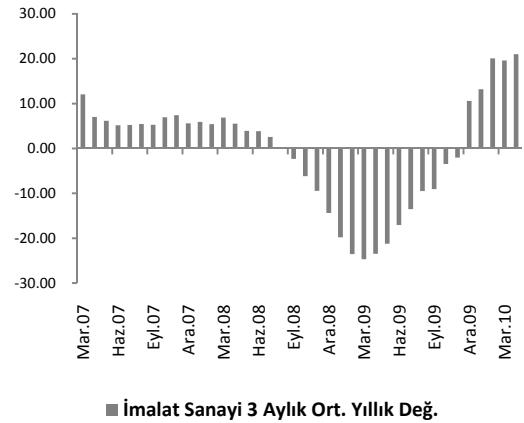
Nisan ayı sanayi üretim endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %17.0 artarak Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak %15.7 olan beklentimizin üzerinde piyasa beklentisinin (%17.8) ise altında gerçekleşmiştir. Endeks Şubat ayına göre ise %2.3 oranında azalmıştır. Takvim etkisinden arındırılmış endeks 2010 yılı Nisan ayında bir önceki yılın aynı ayına göre, %17.3 artış gösterirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi bir önceki aya göre %0.8 artış göstermiştir. Takvim ve mevsim etkilerinden arındırılmış endeksteeki yükseliş olumlu bir tablo çizmekle

Grafik-2



Kaynak:TCMB

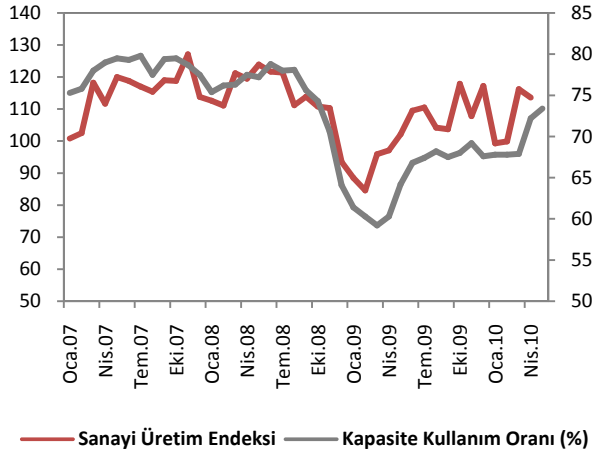
Grafik-3



Kaynak:TCMB

Nisan ayında sanayi üretim endeksi mal grupları bazında incelendiğinde, sermaye mali ve dayanıklı tüketim mali gruplarındaki artışlar dikkat çekmektedir. Sermaye mali üretimi geçen yılın aynı ayına göre %25.7 oranında artış gösterirken, dayanıklı tüketim mallarında %25.4 oranında artış yaşanmıştır. Bu durum yatırım ve tüketim talebine ilişkin olumlu bir tablo çizerken, söz konusu yükselişlerde yine baz etkisinin önemli bir rol oynadığı söylenebilir. Nisan ayında sanayi üretim endeksindeki %17.0 düzeyindeki artışta imalat sanayii performansının etkili olduğu görülmektedir. Yıllık bazda pek çok sektörde çift haneli büyüme yaşandığı dikkat çekerken, imalat sanayii bir önceki yıla göre %18.6 artmıştır. Diğer yandan aylık bazda değerlendirildiğinde imalat sanayiindeki %2.2'lik düşüş sanayi üretiminin beklentilerin altında kalmasında etkili olmuştur. Aslında son açıklanan PMI gibi öncül verilerin aksine imalat sanayiindeki aylık bazdaki düşüşlerin, büyüme performansı üzerinde risk oluşturması nedeniyle önümüzdeki dönemde takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

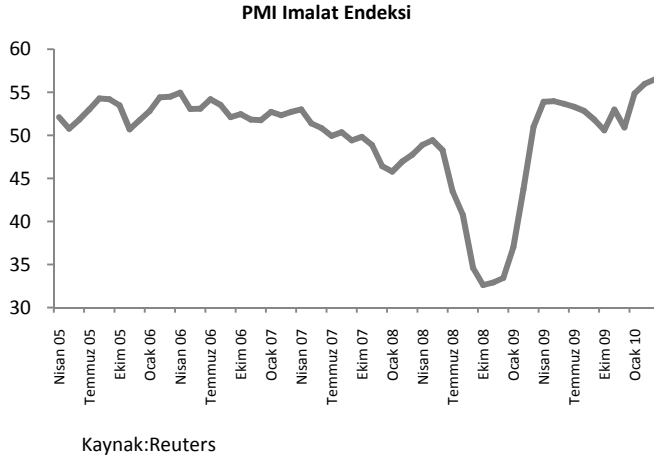
Grafik-4



Kaynak:TCMB

Mart ayında sert bir yükseliş yaşayan, sanayi üretim endeksinde Nisan ayında beklentimize paralel yükseliş hızının yavaşladığı görülmektedir. Nisan ayında sanayi üretim endeksindeki yükselişin hız kaybetmesi sonrasında önümüzdeki dönemde nasıl seyredeceği ise büyüme açısından önem arz etmektedir. Özellikle olumlu baz etkisinin Mayıs ayı itibariyle zayıflamasıyla sanayi üretim endeksindeki artışın güçlü kapasite kullanım oranı verilerine rağmen önümüzdeki aylarda yavaşlaması mümkün olabilir. Bu durum sanayi üretim endeksi ışığında yılın ilk çeyreği için çift haneli seviyelere işaret eden büyüme beklentimizin ikinci çeyrekte yeniden tek hanelere gerileyebileceğine işaret etmektedir.

Grafik-5



Kaynak:Reuters

Tablo-1

	Mayıs PMI	Nisan PMI	Aylık Değişim
Tayvan	57.4	60.7	-3.3
Almanya	58.4	61.6	-3.2
Çin	53.9	55.7	-1.8
Yunanistan	41.8	43.6	-1.8
İspanya	51.5	53.3	-1.8
Euro Bölgesi	55.8	57.6	-1.8
Brezilya	52.4	53.8	-1.4
Fransa	55.8	56.6	-0.8
ABD	59.7	60.4	-0.7
Rusya	52	52.1	-0.1
Türkiye	56.5	56	0.5
Hindistan	59	57.2	1.8

Kapasite kullanım oranında yaşanan artış yanında Mayıs ayına ilişkin güçlü bir performans gösteren diğer bir gösterge ise PMI İmalat endeksi olmuştur. İmalat sanayii PMI endeksi 56'dan 56.5'e yükselerek serideki en yüksek değerini almıştır. Son 13 aydır 50 seviyesinin üzerinde bulunan PMI endeksi, Türk imalat sanayiinde yaşanan koşullarda belirgin bir iyileşmeye işaret etmektedir. Bu durum Nisan ayında imalat sanayiinde izlenen aylık düşüşe rağmen Mayıs ayı için olumlu bir tablo çizmekle beraber PMI'daki canlılığın da yavaşlamış olmasının sanayi üretim endeksi yönünden beklentilerimizin zayıflamasına destek olmaktadır. Diğer yandan Mayıs ayında dünyanın pek çok ülkesinde imalat aktivitesi genişlemeye devam ederken, çoğu ülkede ise genişleme hızının yavaşladığı görülmektedir. Yunanistan ve Macaristan gibi son dönemde Avrupa'daki problemlerde baş rol oynayan ülkeler imalat sektöründe daralma yaşayan ülke konumunda yer alırken, Türkiye'nin performansının bu ülkelere kıyasla, görece olarak daha güçlü olduğu görülmektedir. Fakat Avrupa'daki problemlerin etkisiyle son dönemde döviz kurlarında yaşanan yukarı yönlü hareketliliğin, girdi maliyetleri kanalıyla önümüzdeki aylarda imalat sanayii üretimini olumsuz etkilemesi mümkün olabileceken, özellikle Mayıs ve Haziran aylarında Avrupa'daki problemlerin daha da arttığı değerlendirildiğinde güçlü PMI endeksindeki performansın devam edip etmeyeceği konusundaki risklerin arttığı söylenebilir.

Tablo-2

Tahminlerimiz (%)	GSYİH
2010-I.çey	12.2
2010-II.çey	6.0
2010-III.çey	3.3
2010-IV.çey	1.3
2010-Yıl sonu	5.2
Kaynak: Vakıfbank	

Tüm bu veriler ışığında bu ayın sonunda açıklanacak olan birinci çeyrek büyüme rakamları için beklentimiz çift haneli rakamlara işaret ederken, yılın ikinci çeyreğinde büyüme performansının tek hanelere gerilemesini bekliyoruz. Yılın birinci çeyreğinde Türkiye ekonomisinin güçlü baz etkisiyle %12.2 oranında yüksek bir büyüme hızı yakalayacağını düşünüyoruz. İkinci çeyrek için GSYİH büyüme oranı beklentimiz ise, şimdilik %6.0 seviyesindedir. Baz etkisiyle yılın tamamında %3.50 oranında bir büyüme yaşanacağı beklentimize

paralel olarak, yıl sonu büyüme tahminimiz ise %5.2 seviyesine işaret etmektedir. Büyüme beklentilerimiz ışığında Türkiye'nin 2009 yılında yaşanan resesyonun ardından 2010 yılında trendin üzerinde bir büyüme performansına sahip olabileceği söylenebilir.

Tablo-3

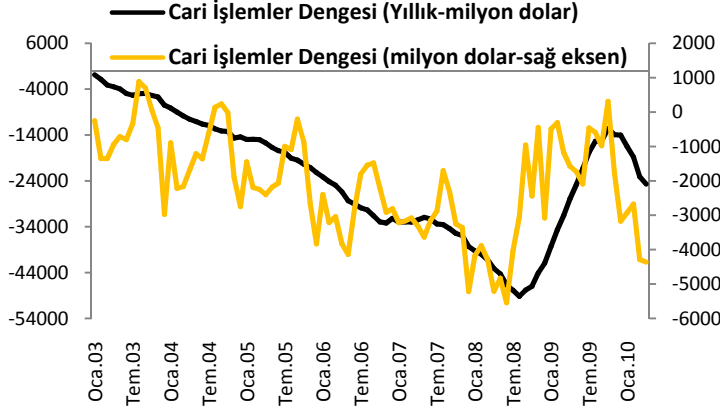
2010 yılsonu Tahminlerimiz	Makro ekonomik göstergelere ilişkin beklentilerimiz
Büyüme (%)	5.2
İşsizlik Oranı (%)	11.2
Enflasyon (%)	8.15
Cari Açık (milyar \$)	-28.0
O/N Faiz oranı (%)	8.00
Kaynak: Vakıfbank	

Büyüme tahminlerimizle birlikte diğer makro ekonomik verilere ilişkin beklentilerimiz Tablo-3'de görülmektedir. Büyüme verilerindeki toparlanma beklentimize paralel olarak 2010 yıl sonu işsizlik oranı beklentimizi %11.2 oranına düşürüyoruz. Enflasyon rakamlarında, açıklanan Mayıs ayı verilerinin ardından artışların önümüzdeki dönemde daha sınırlı olabileceği ve son çeyrekte yıllık enflasyondaki yükselişin zayıflayabileceği beklentimiz çerçevesinde tüketici enflasyonunun %8.15 seviyesinde yılı sonlandıracağını düşünüyoruz. Cari işlemler açığının ise 2010 yılında toplam 28 milyar dolar olarak gerçekleşmesini bekliyoruz fakat, Nisan ayı rakamları ile

yılın ilk dört ayında 14.2 milyar dolara ulaşan cari işlemler açığı için yılsonu beklentimiz olan 28 milyar dolar üzerinde yukarı yönlü baskıların arttığı söylenebilir. Özellikle, son dönemde Euro Bölgesi'nde yaşanan problemlerle birlikte yurtdışı talebe ilişkin risklerin artması, döviz kurlarındaki dalgalanmalarla girdi maliyetlerinin artması gibi senaryolar yıl sonu cari işlemler açığına ilişkin beklentilerimiz üzerinde tehdit oluşturmaktadır. Şimdilik cari işlemler açığı yıl sonu tahminimiz olan 28 milyar dolarda değişikliğe gitmiyoruz fakat, yukarı yönlü risklerin arttığını ve takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Açıklanan son verilerle TCMB'nin ilk faiz artırımına Ekim ayında başlamasını bekliyoruz yıl sonunda ise faizlerin %8.00 seviyelerine yükseltilmesi mümkün olabilir.

Cari İşlemler Açığı 2010 yılının Ocak-Nisan döneminde 14.251 milyar dolara ulaştı...

Grafik-1



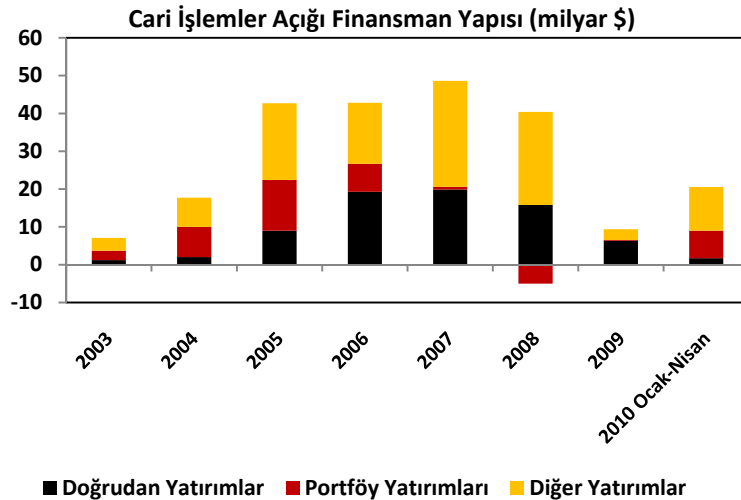
Cari işlemler dengesi Nisan ayında 4.361 milyar dolar ile 4.45 milyar dolar olan beklentimize paralel açık vermiştir. Böylece, Merkez Bankası tarafından yayınlanan ödemeler dengesi verilerine göre, 2010 yılının ilk dört ayına ilişkin toplam cari açık rakamı ekonomide yaşanan toparlanmaya bağlı olarak sert şekilde %300 artarak 14.251 milyar dolar'a yükselmiştir.

Kaynak: TCMB

Nisan ayı cari işlemler dengesinin alt kalemleri incelendiğinde; TÜİK tarafından Nisan ayında 5.456 milyar dolar olarak açıklanan dış ticaret dengesi, Merkez Bankası verilerine göre 3.994 milyar dolar düzeyinde açıklanırken, ekonomideki toparlanmaya bağlı olarak Ocak-Nisan döneminde dış ticaret açığı, 2009 yılının ilk 4 ayına göre yaklaşık 5 kat artarak 12.455 milyar dolara ulaşmıştır.

Hizmetler Dengesi Nisan ayında geçen yılın aynı ayına göre %83 daralırken, Ocak-Nisan döneminde de %58'lik daralma yaşayarak 619 milyon dolara gerilemiştir. Bu daralmada söz konusu dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre %10 azalan net turizm gelirleri rol oynamıştır. Önümüzdeki ayların yaz ayları olması nedeniyle net turizm gelirlerinde mevsimsel olarak yukarı yönlü hareket yaşanabilecektir. Gelir dengesinde ise döviz çıkışının Nisan ayında geçen yılın aynı ayına göre %30 azalmasına bağlı olarak, Ocak-Nisan döneminde söz konusu çıkış %3'e yakın gerilemiştir.

Grafik-2



Kaynak: TCMB

Sermaye - Finans hesaplarında bir önceki yılın Ocak-Nisan döneminde 1.308 milyar dolar net sermaye çıkışı gerçekleşmişken, bu yılın aynı döneminde 15.464 milyar dolar tutarında net sermaye girişi olmuştur. Doğrudan yatırımlar kaleminde bu yılın ilk 4 ayında gerçekleşen net sermaye girişi, 2009 yılının aynı dönemine oranla %38.5 azalarak 1.743 milyar dolar olarak gerçekleşirken, doğrudan yatırımlar kaleminde yaşanan düşüşler dikkat çekmektedir. Bu durum cari açığın finansman kalitesindeki bozulmayı yansıtmaktadır. 2009 yılının Ocak-

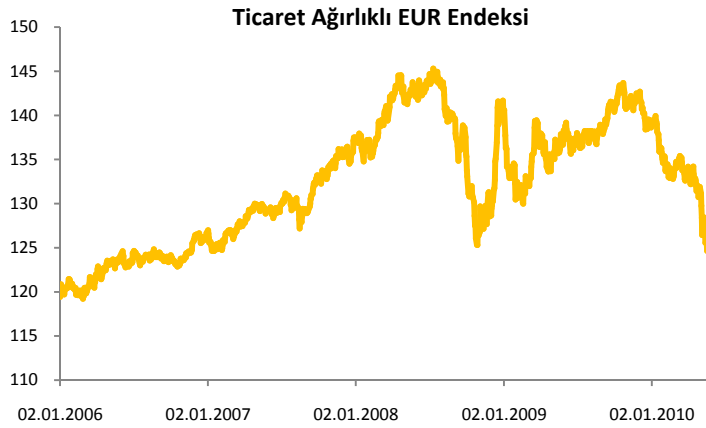
Nisan döneminde 2.267 milyar dolar net sermaye çıkışı olan portföy yatırımlarında ise 2010 yılının ilk dört aylık döneminde 7.270 milyar dolar net sermaye girişi gerçekleşmiştir. Yılın ilk 2 ayında sermaye çıkışı olan portföy yatırımlarının Mart-Nisan döneminde düzelme göstermesi dikkat çekmektedir. Portföy yatırımları kaleminde, bu yılın Nisan ayında yurtdışında tahvil ihracı yoluyla 4.963 milyar dolar tutarında borçlanma gerçekleştirilirken, cari açığın finansmanında dikkat çeken kalem ise rezerv varlıklar olmuştur. Bir önceki sene 4.070 milyar dolar olan rezerv varlıkların 2010 yılı Ocak-Nisan döneminde sert şekilde gerileyerek -5.092 milyar dolara gerilemesi dikkat çekmektedir.

Net hata noksan kaleminde ise Ocak ayından sonra başlayan düşüşün hızlanarak devam ettiği görülürken, Nisan ayında net hata noksan kalemindeki -3.077 milyar dolar ile negatif bakiye dikkat çekmektedir. Ödemeler dengesinde, cari işlemler hesabı ile sermaye finans hesabının toplamının sıfır olması beklenirken, bu durum uygulamada tam olarak böyle gerçekleşmeyebilir. Bu nedenle bahsedilen kalemlerdeki giriş ya da çıkışın tersi net hata ve noksan kalemine kaydedilir. Net hata ve noksan kalemindeki değişimler daha çok ithalat-ihracat için mal hareketleri ve ödemeler arasındaki zaman uyumsuzluğundan ya da ödemeler dengesinde yer alan kalemlerden elde edilen gelirlerin sistem dışına çıkarılmasından kaynaklanabilir.

2008 yılında 41.7 milyar dolar olan cari işlemler açığı, 2009 yılında krizin derinleşmesi ile birlikte %67 oranında daralarak 13.85 milyar dolara gerilerken, yılın ilk 4 ayında ise cari açığın bir önceki yılın aynı dönemine göre hızla %300 civarında bir artış yaşaması önemli görünmektedir. 2010 yılında küresel ekonomideki toparlanma beklentileri ve iç talepteki canlanma cari işlemler açığının yükselmeye devam etmesine neden olabilecektir. İç talepteki canlanmaya bağlı olarak daha çok ithal mallara talebin arttığı izlenmektedir. Geçtiğimiz hafta açıklanan Mayıs ayı bütçe gerçekleştirmelerine baktığımızda ithalde alınan KDV gelirlerinin yılın ilk beş ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %58 oranında artması bu düşüncemizi destekler niteliktedir. Mayıs ayında Euro Bölgesi endişelerine bağlı olarak USD, TL karşısında değer kazanırken, ihracatın Mayıs ayında olumlu bir performans göstermesi mümkün olabilecektir. Ancak Yunanistan ile başlayan borç krizinin ardından, AB'nin büyüme performansına yönelik risklerin arttığı bir ortamda ihracatımızın yaklaşık %50'sini AB ülkeleriyle yaptığımız dikkate alındığında, dış talebe ilişkin belirsizliğin devam etmesi ihracat verileri üzerinde de risk oluşturabilecektir. Ters yönlü olan ihracat ile cari işlemler açığı arasındaki ilişki kriz döneminde bozulmasına karşın, toparlanma ile birlikte yeniden eski haline dönmeye başlamıştır. Bu bağlamda ihracatın önündeki riskler cari açık için de yeni olumsuzluklar doğurmaktadır. Geçtiğimiz yıl yaşanan krizle birlikte daralan cari açıkta önümüzdeki dönemde ise petrol fiyatları ve TL'deki seyir etkili olacaktır. Diğer yandan finansman kalemlerindeki bozulma dikkat çekerken, yıl sonu cari işlemler açığının 28 milyar dolara ulaşacağı yönündeki beklentimizin önündeki riskler de artmış görünmektedir. Bu nedenle önümüzdeki günlerde yıl sonu cari işlemler açığı beklentimizde yukarı yönlü revizyon gündeme gelebilecektir.

Euro Bölgesi'nde Döviz Kuru Haraketlerinin Ekonomik Yansımaları

Euro Bölgesi'nin cari fazla veren veya cari açığı düşük olan ülkelerinde yüksek kamu açıklarından kaynaklanan dengesizliklerin giderilmesi için alınacak önlemlerin yol açacağı ekonomik yavaşlamanın, yüksek net ihracat rakamlarıyla sağlanacak hızlı büyüme performansı ile kompanse edilmesi sonucu yeniden istikrarın yakalanabileceği söylenebilir. Büyümenin yeniden sağlanabilmesi için net ihracata alternatif bir diğer çözüm, hanehalkı harcamaları ve sermaye girişinin artmasıdır. Hanehalkı harcamalarının artırılması enflasyonist baskıları tetikleyebileceği için tercih edilmeyecektir. Ayrıca, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) faiz oranını küresel kriz nedeniyle %1'e kadar düşürmüş olması ve borç krizinin yavaşlatıcı etkisini hafifletebilmek için daha da düşürebilecek olması, bunun yanında, risk algılamasındaki artışın Avrupa ülkelerinin sermaye çekebilme kapasitesini düşürmesi nedeniyle Euro Bölgesi'ne sermaye akımlarının artması olasılığı çok düşüktür.

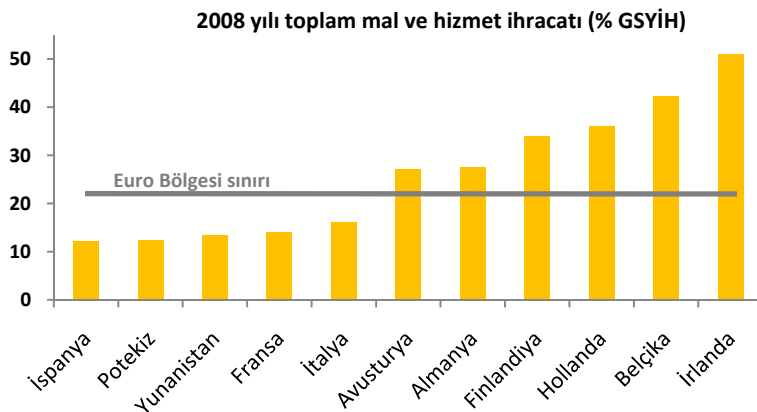


Kaynak: Bloomberg

Euro Bölgesi'nin yavaşlama hızını azaltacak unsurların başında ise ortak para birimi euro'nun değer kaybı gelmektedir. Küresel kriz nedeniyle dünya ticaretindeki yavaşlamaya paralel şekilde daralan Euro Bölgesi'nin dış ticaret imkanlarının, düşük değerli kur sayesinde daha fazla daralması önlenecektir. Euro Bölgesi'nin beş önemli ticaret ortağı olan ABD, Japonya, İsviçre, İngiltere ve İsveç para birimleri karşısında euro'nun değerini yansıtan Ticaret Ağırlıklı Euro Endeksi'nin kriz süresince gösterdiği performansı

incelendiğinde; küresel finans krizinin ABD kaynaklı olması sebebiyle euro'nun krizin ilk aşamalarında değer kazandığı, güvenli liman algılamaları ve dünya genelinde ABD doları cinsinden yükümlülüklerin yüksek olması nedeniyle dolar talebindeki değişimin etkisiyle sonraki dönemlerde dalgalandığı görülmektedir. Şubat 2009'dan 2009 yıl sonuna kadar global ekonomideki toparlanmaya bağlı olarak değer kazanan euro, yıl başından beri borç krizinin etkisiyle gerilemektedir. Bu süreçte özellikle kamu maliyesi nispeten sorunsuz olan ve dış ticaret fazlası veren Euro Bölgesi ülkelerinin ihracat performanslarının artması açısından euro'nun değer kaybı önemli bir imkan sağlamaktadır.

Euro'nun değer kaybetmesinden hangi Euro Bölgesi ülkeleri kazançlı çıkabilir?



Kaynak: Eurostat

2008 yılı itibarıyla 11 Euro Bölgesi ülkesinin toplam mal ve hizmet ihracatlarının büyümedeki payları incelendiğinde, Euro'nun değer kaybından en kazançlı çıkan ülkenin, ihracatı, GSYİH'sinin %50'sinden fazlasını oluşturan İrlanda olduğu açıkça görülmektedir. Yukarıda da bahsettiğimiz gibi İrlanda diğer Bölge ülkelerine nazaran güçlü bir ekonomiye ve yüksek kamu açığına rağmen bu durumdan kazanç

sağlayabilecektir. İrlanda'nın aksine; ihracatları büyümelerinin %10'luk bir kısmını kapsayan İspanya, Portekiz ve Yunanistan, Euro Bölgesi ortalamasının altında kalırken, bu üç ülkeyi ekonomileri güçlü olan Fransa ve İtalya'nın takip etmesi dikkat çekicidir.

Diğer yandan, euro'nun değer kaybı, özellikle Almanya, İngiltere, Fransa ve İtalya gibi üretimlerinin görece büyük bir kısmını AB dışına ihraç eden ülkeler açısından dikkate alınması gereken bir faktördür. Bunun yanı sıra, ihracatı toplam hasılasına göre düşük olan ülkeler ile ihracatının büyük bir kısmını diğer AB ülkelerine, özellikle de ekonomik dengesizlikler yaşayan AB ülkelerine yapan üyelerin euro'nun değer kaybetmesinden fayda sağlama imkanının çok düşük olduğu dikkat edilmesi gereken bir konudur.

Dünya ticaretinde dördüncü sırada gelen Almanya, borç krizi nedeniyle euro'nun değer kaybetmesinden fayda sağlayabilecek ülkelerin başında gelmektedir. Almanya'da enflasyon baskısının diğer ülkelere nazaran şimdilik daha ılımlı olması ve son bir yıl içerisinde ihracatında yaşanan sıçrama ülke ekonomisinin biraz daha pozitif etkileneceğine işaret etmektedir.

Tablo.1-Mal Ticaretinde Piyasa Entegrasyonu
Mal ihracat ve ithalat ortalaması/GSYİH

	1999	2007	2008	2009
Bulgaristan	34.8	59.3	57.2	40.8
Çek Cumh.	45.3	68.5	65.7	57.4
Estonya	51.3	60.7	58.9	49.2
Yunanistan	12.5	16.9	17.5	12.9
Letonya	33.1	40.5	37.0	30.6
Litvanya	35.2	51.3	55.9	45.5
Macaristan	54.4	67.4	68.9	61.0
Polonya	20.0	36.0	35.8	32.8
Romanya	25.4	30.8	30.9	28.1
Slovenya	41.8	59.7	57.6	47.3
Slovakya	52.7	77.6	74.2	61.8
Türkiye	13.6	21.4	22.7	20.0

Kaynak: Eurostat

Euro'daki değer kaybı AB'ne yeni üye olan ülkeler ve üyelik süreci devam eden ülkeler açısından da önemlidir. Tablo 1'den görüldüğü gibi Avrupa Birliği'ne (AB) üyelik süreci, Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin dünya ticaretine entegrasyonunu önemli ölçüde etkilemiştir. Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinin mal ihracat ve ithalat ortalamalarının GSYİH'ya bölünmesiyle elde edilen endeks değerleri, bu ülkelerin AB ile ilişkilerinin giderek artmasına bağlı olarak yükselirken, küresel krizin dünya ticaret hacminde yol açtığı daralma nedeniyle 2009 yılında nispeten gerilemiştir. Hizmet ticaretinde de benzer eğilim

görülmektedir. Ancak, söz konusu ülkelerin dış ticaretinde AB ülkelerinin ağırlıkta olması, döviz kurundaki gerilemeden fayda sağlama imkanlarını ortadan kaldıracaktır. Dolayısıyla, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu Tablo 1'de yer alan ülkelerin ihracat performansı 2010 yılında euro'daki değer kaybından olumsuz etkilenebilecektir.

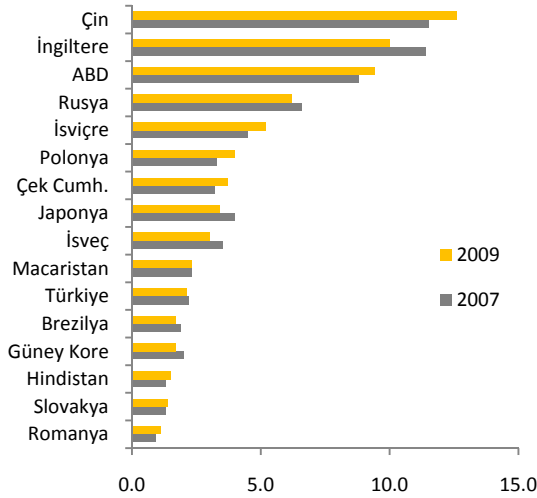
Gelişmekte Olan Ülke ekonomileri Avrupa borç krizinden ne ölçüde etkilenebilir?

Euro Bölgesi'nin mali disiplini bozuk ülkeleri, sürdürülebilir olmaktan giderek uzaklaşan kamu açıklarını daraltmak amacıyla art arda sıkılaştırıcı mali tedbirler açıklamaktadır. Söz konusu daraltıcı maliye politikalarının ve bu ülkelere aktarılan ve aktarılması gerekebilecek kaynakların reel ekonomiden çekilecek olmasının Euro Bölgesi ekonomisini daraltıcı etkilerinin, teorik olarak gelişmekte olan ülkelere de hissedilmesi muhtemeldir. Büyümedeki yavaşlamanın yayılma etkisine aracı olabilecek başlıca mekanizmalar finans ve dış ticarettir. Yazımızın bu bölümünde Euro Bölgesi ekonomik aktivitesindeki yavaşlamanın dış ticaret kanalıyla diğer ülkelere yayılma etkisi incelenmektedir.

Euro Bölgesi büyüme performansının düşmesinin ilk etkisi, Bölge ekonomilerinin dış ticaret ortaklarının ihracat imkanlarını daraltmak olacaktır. Ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması Euro Bölgesi'nin üretim faktörlerine olan talebini daraltacak, işgücü ihtiyacının azalması işsizliği artırırken, sermaye malı talebinin azalmasıyla ham madde ve yarı mamül ithalatı yavaşlayacaktır. Toplam talebin daralmasının bir diğer sonucu ise ithalat mallarına olan talebin yavaşlaması olacaktır.

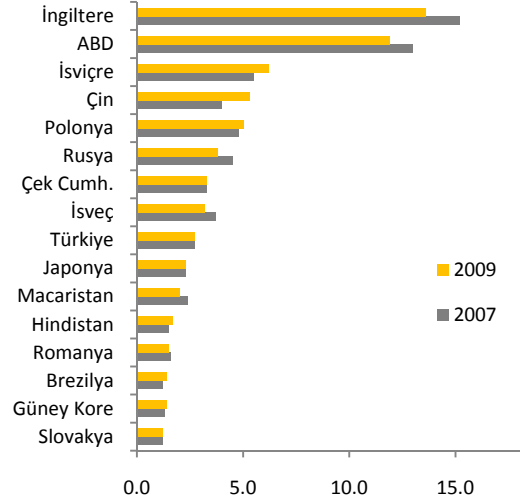
Buna göre, Euro Bölgesi'ndeki talep daralmasından en fazla etkilenecek ülkelerin, Euro Bölgesi'ne ihracatı en yüksek ülkeler olması beklenebilir. Bu ülkelerin başında Çin, İngiltere, ABD ve Rusya gelmektedir. Ülkelerin ihracatlarının mal kompozisyonu da bu noktada önem taşımaktadır. Döviz kurundaki değer kaybının Euro Bölgesi'nde ihracatı yüksek ülkeleri olumlu etkileyeceği düşünüldüğünde, bu ülkelere hammadde ve ara malı ihraç eden ülkelerin, Euro Bölgesi'ndeki yavaşlamadan daha az etkileneceği buna karşılık zorunlu olmayan tüketim malı ihraçlarının azalacağı sonucuna varılabilir. Orta Avrupa ülkeleri Euro Bölgesi'nin dış ticaretindeki yüksek payları dolayısıyla euro'daki değer kaybından en çok etkilenecek ülkeler olarak dikkat çekerken, Latin Amerika ülkeleri ile Hindistan ve Güney Kore gibi Asya ülkeleri daha az etkilenecek ülkeler olarak görülmektedir.

Euro Bölgesi(EZ-15) Dış Ticaret Ortaklarının İthalat Payları



Kaynak: Eurostat

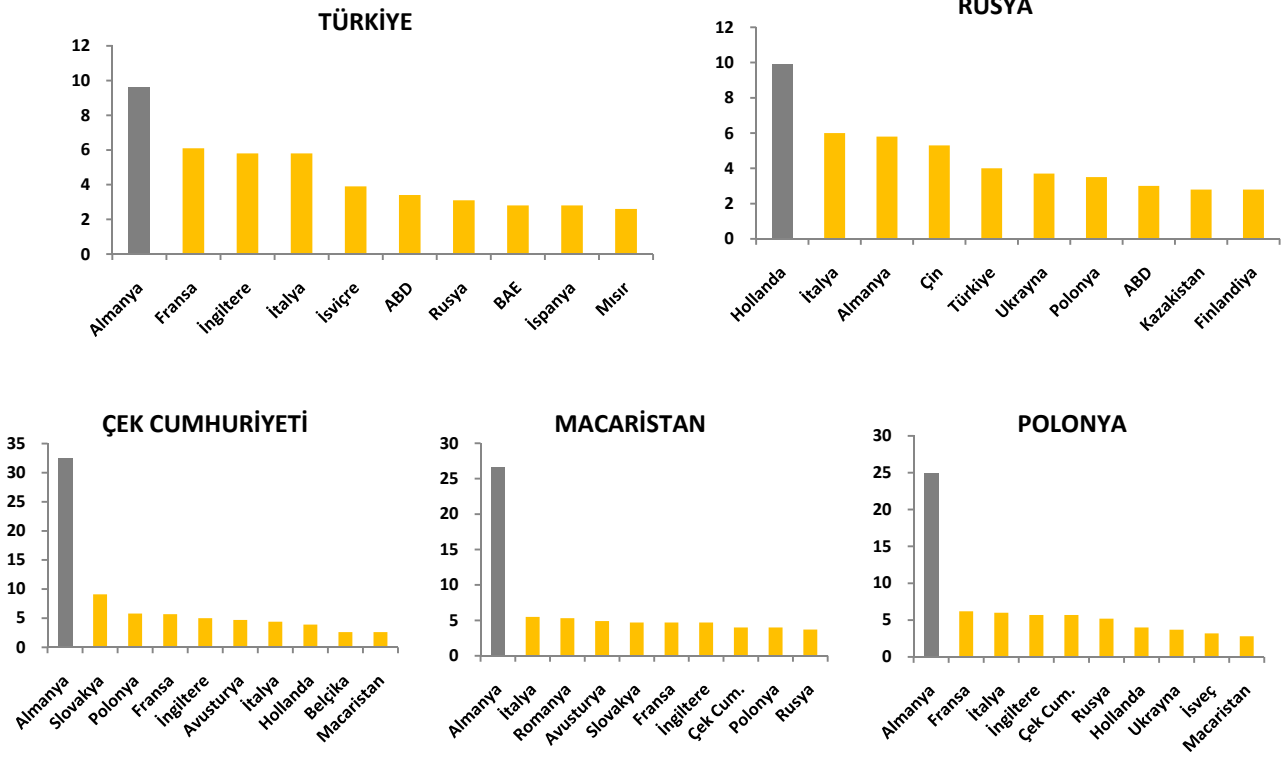
Euro Bölgesi(EZ-15) Dış Ticaret Ortaklarının İhracat Payları



Kaynak: Eurostat

Aşağıda, Euro Bölgesi ülkelerinin ticaret ortağı olan beş ülkenin ihracatında ilk on sırada yer alan ülkeler gösterilmektedir. Almanya'nın Türkiye, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya'nın ihracatında en çok paya sahip olduğu, Rusya'nın ihracatında ise en büyük payın Hollanda'ya ait olduğu görülmektedir. Ayrıca, söz konusu beş ülkenin ihracatında en çok payı olan ülkeler içinde euro kullanan ülkelerin ağırlıkta olması, bu ülkelerin ihracat performanslarını sürdürebilmeleri için para birimlerinin değerini düşük tutmaları gerektiğini göstermektedir.

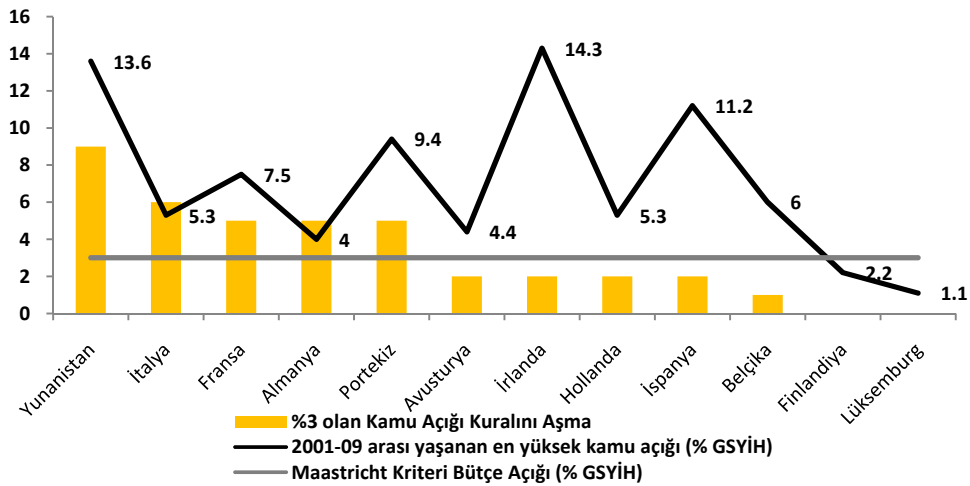
Orta Avrupa Ülkeleri, Türkiye ve Rusya'nın ihracat pazarları



Kaynak: IMF

Euro Bölgesi ülkeleri krizin neresinde?

Euro bölgesi ülkelerinde son dönemde dikkat çeken dış ticaret, enflasyon, cari açık gibi kalemlerdeki dengesizlikler, Yunanistan'ın yaşadığı borç kriziyle birlikte daha da derinleşmiş ve birliğin ortak para birimi Euro'ya değer kaybettirirken, Euro Bölgesi ekonomisine ciddi zararlar vermeye başlamıştır. Yüksek kamu borcu ve bütçe açığı nedeniyle Maastricht Kriterlerini ihlal eden Yunanistan krizin başlıca sorumlusu olarak gösterilirken, diğer Avrupa Birliği (AB) üyesi ülkelerin bu krizin neresinde bulunduğu merak konusudur.



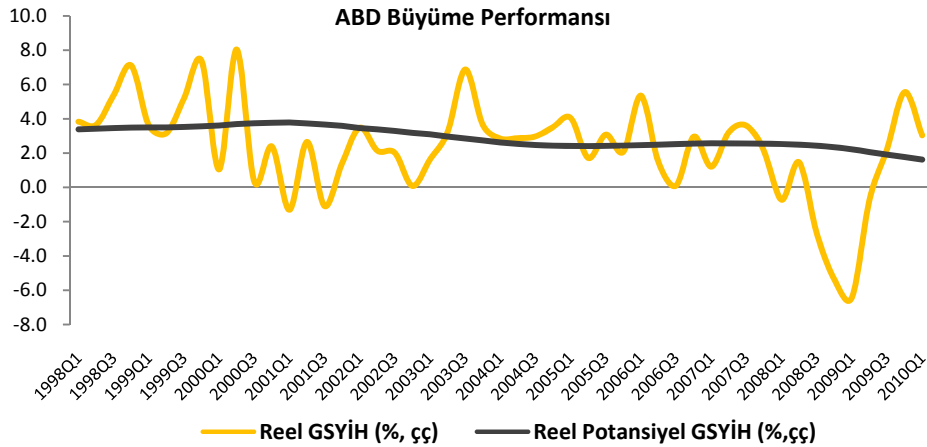
Kaynak: Eurostat, IMF

AB'nin kuruluşunda, birliğe katılım için ön koşul olarak belirlenen Maastricht Kriterleri, **fiyat istikrarı** (her üye ülkenin yıllık ortalama enflasyon oranı en düşük üç üye ülke ortalamasının %1.5'inden fazla olmamalıdır), **kamu açığı** (üye ülkelerin bütçe açığı GSYİH'larının %3'ünü aşmamalıdır), **kamu borçları** (her üye ülkenin kamu borç stoku GSYİH'sının %60'ını geçmemelidir), **faiz oranları** (uzun vadeli faiz oranları, en düşük enflasyona sahip üç üye ülke faiz oranını %2'den fazla aşmamalıdır) ve **istikrarlı döviz kuru** (üye ülke para birimleri devalüasyon olmaksızın Avrupa Para Sistemi'nin döviz kuru mekanizmasında öngörülen normal dalgalanmaya uymalıdır) alt kalemlerinden oluşmaktadır.

AB borç krizinde kamu açığı ve borç stoku açısından en riskli durumdaki ülkeler Yunanistan, İspanya, Portekiz ve İtalya olarak dikkat çekerken, bu ülkeler yukarıda sıralanan Maastricht kriterlerine uymamakla suçlanmaktadır. Bu suçlama, kamu dengelerinin orta vadede istikrarsız hale gelmiş olması sebebiyle haklı olsa da, Maastricht kriterlerinin Euro Bölgesi'nin en büyük ülkeleri tarafından da ihlal edilmiş olması soru işaretleri yaratmaktadır. Yukarıdaki grafikte 'bar' şeklinde gösterilen, 2000-2009 yılları arasında Maastricht kriterine göre %3 olması gereken kamu açığı/Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) oranını hangi ülkenin kaç kez ihlal ettiği gösterilmiştir. Yunanistan diğer Euro Bölgesi ülkeleri arasında kuralı en çok ihlal eden ülke olurken, bu durumunun diğer ülkeler tarafından tolere edilerek cezalandırılmamış olması Yunanistan'ın krizin tek suçlusunu olmadığını göstermektedir. Yunanistan'ı, kriterleri ihlal etme sayısı açısından 2009 yıl sonunda en yüksek kamu açığı veren İrlanda ve İspanya'nın aksine, güçlü ekonomilere sahip İtalya, Fransa ve Almanya'nın takip etmesi, Euro Bölgesi'ni kuran anlaşmanın diğer ülkelerce de yeterince ciddiye alınmamış olduğuna işaret etmektedir.

ABD Ekonomisinin Büyüme Performansı Şimdilik Umut Veriyor

ABD'de I. çeyrek Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) büyüme oranının %3.2'den %3'e revize edilmesi, 2010 yılının ilk aylarında beklentilerin bir miktar altında kalan büyümenin yılın devam eden dönemlerinde de yavaş olacağı sinyallerini vermiştir. Öte yandan, Nisan ayında açıklanan öncül büyüme göstergeleri, tüketim ile gelir artışlarında nispi bir düzelme yaşandığını, üretim faaliyetlerindeki toparlanmanın ılımlı şekilde devam ettiğini göstermektedir. Euro Bölgesi'nde yıl başından beri yaşanan borç krizinin ekonomik yansımaları tartışılırken, ABD ekonomisinin bu süre içindeki performansı, büyümedeki aşağı yönlü risklere karşı durabileceğine işaret etmektedir.

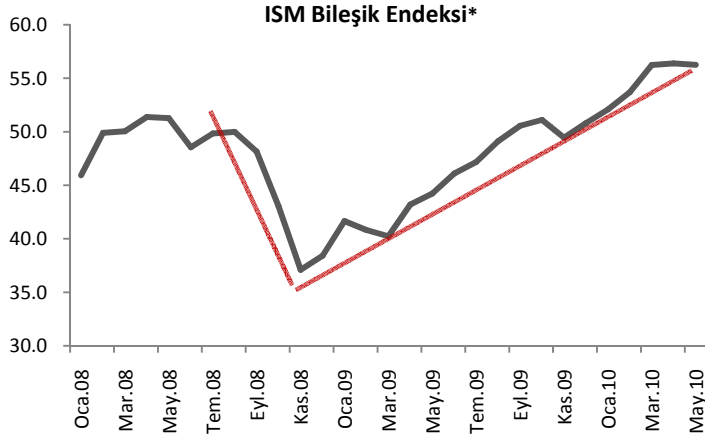


Kaynak: BEA, CBO

ISM Endeksi Mayıs ayında yavaşlasa da büyüme temposunun II. çeyrekte devam ettiğini gösteriyor

ABD'de ulusal düzeyde bölgesel aktivitenin en önemli göstergelerinden olan ISM imalat endeksi Mayıs ayında Nisan ayındaki seviyesi olan 60.4'ten 59.7'ye gerilemiştir. Nisan ayı rakamının Haziran 2004'ten beri gerçekleşen en yüksek rakam olması dolayısıyla, Mayıs ayında yaşanan bu gerileme doğal karşılanmaktadır. Endekste hafif düşüşe rağmen, kısa vadeli ekonomik görünümü yansıtmaya gücü yüksek olan, yeni siparişler endeksinin Nisan ayındaki seviyesini koruması ve son iki aydır gerileyen stoklar endeksindeki düşüşün sürmesi, ikinci ve üçüncü çeyrek için olumlu sinyaller vermektedir. Bir ekonomide çıktı açığı kapandıkça stokların büyümedeki payı azalacaktır. Bu doğrultuda, ABD'de stokların ekonomik aktivitedeki payının azalması kısa vadeli büyüme performansı açısından olumlu bir göstergedir.

Bu arada, Mayıs ayında 55.4 olarak açıklanarak, Nisan ayındaki seviyesini koruyan ISM hizmetler endeksi de iyimser görünümü desteklemektedir. Ancak, hisse senedi piyasasındaki düşüşlerle arasında pozitif ilişki bulunan ISM hizmetler endeksinin, Haziran ayından itibaren ABD borsalarında Mayıs ayında görülen düşüşleri yansıtmaya beklenmektedir. ABD'li şirketlerin Haziran ayında açıklanmaya başlanacak ikinci çeyrek bilanço sonuçlarının beklentilerin altında kalması ISM hizmetler endeksindeki beklenen gerilemeyi destekleyecektir.



*ISM İmalat Endeksi'ne %20, ISM Hizmetler Endeksi'ne %80 ağırlık verilerek hesaplanmıştır.

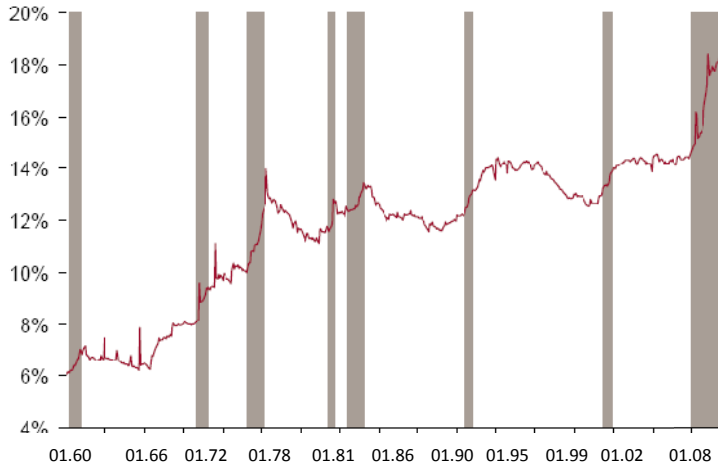
Kaynak: Institute for Supply Managers

Hizmetler ve imalat faaliyetlerinin ABD ekonomisindeki payları dikkate alınarak ISM Hizmetler endeksine %80, imalat endeksine ise %20 ağırlık verilerek hesaplanan ISM Bileşik Endeksi, her iki endeksin gösterdiği gibi, ABD'de ekonomik faaliyetlerin bir süre daha ılımlı bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Geçtiğimiz yılın ilk çeyreğinden itibaren toparlanmaya başlayan endeksin 2010 yılının ikinci yarısında, Avrupa kaynaklı borç krizinin ekonomik etkilerinin yansımaması durumunda bile, bir miktar hız kaybetmesi beklenmektedir.

Tüketim Harcamaları ABD Büyümesini Destekliyor Mu?

2001 yılında, ABD borsalarında oluşan spekülasyonun patlamasıyla yaşanan kriz sonrasında, piyasaları rahatlatmak için faiz oranlarının uzun süre düşük seviyelerde tutulması, ABD hane halkının tüketim gücünü artırırken, tüketimdeki artış 2001 krizinin kolay atlatılmasını sağlayarak, büyümenin başlıca dinamiğini oluşturmuştur. Bu dönemde düşük faiz oranları sonucu konut kredisi talebinin artmasıyla, ABD emlak sektöründe oluşan spekülasyon balon, sonunda sürdürülemez hale gelmiştir. ABD emlak sektörünün 2006 yılından itibaren yavaşlamaya başlaması küresel finans krizini tetiklerken, ABD halkının tüketim harcamalarını finanse etme imkanı da konut kredisi faizlerindeki hızlı yükseliş ve artan iflas oranlarıyla birlikte ortadan kalkmıştır. Bu durum, ABD ekonomisinin üçte ikisini oluşturan tüketici harcamalarının hızla gerilemesiyle, GSYİH'nın 2008 yılının son çeyreğinden 2009'un üçüncü çeyreğine kadar üst üste üç çeyrek dönem daralmasında büyük pay sahibi olmuştur.

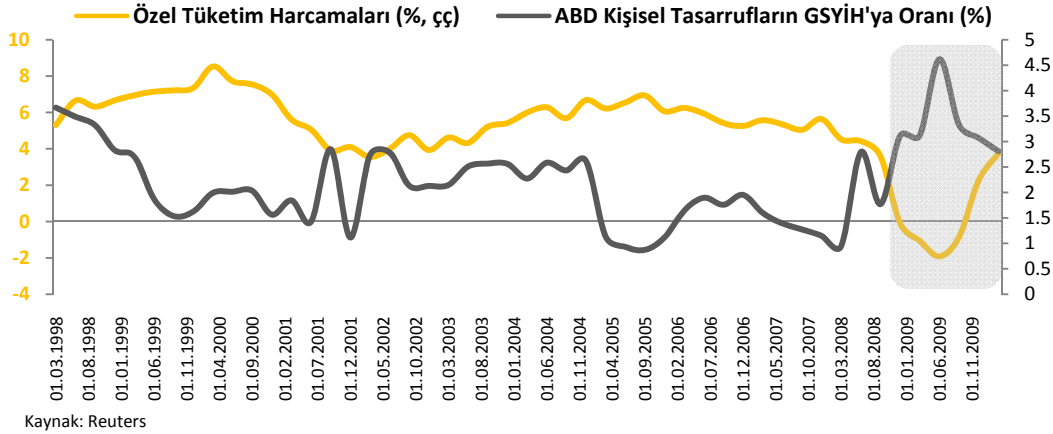
Transfer Harcamalarının Kişisel Gelirler İçindeki Payı (%)



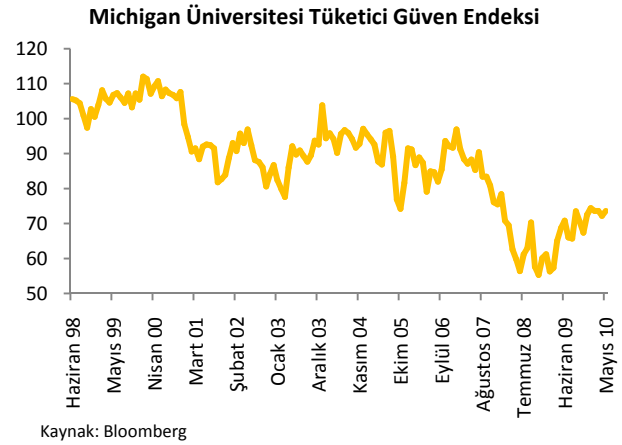
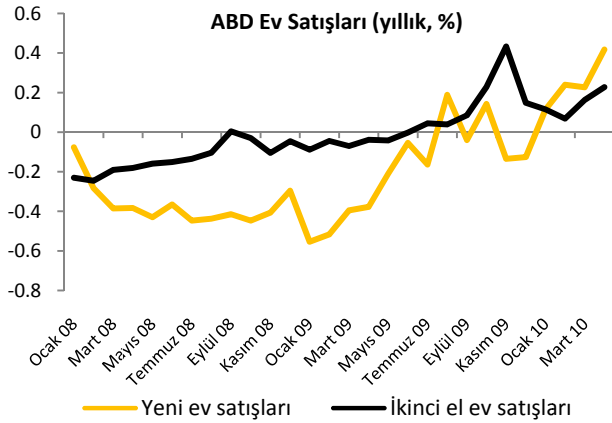
Kaynak: Datastream

ABD hükümeti resesyon döneminde toplam talepteki daralmayı bir an önce sona erdirebilmek için, ilk olarak krize kaynaklık eden finans sektörünün ihtiyaç duyduğu acil yardım programlarını yürürlüğe koymuştur. Alınan parasal ve mali önlemlerle finans sektöründeki krizin derinleşmesi önlenirken, ekonominin yeniden sürdürülebilir büyüme performansını yakalayabilmesi için tüketicilerin sorunlarına çözüm bulma çabasına girilmiştir. 2008 ve 2009 yıllarında uygulanan vergi iadeleri ve vergi indirimleri ile yüksek borç yükü

altında, işsizlik oranı giderek artan Amerikan hane halkına destek olunmuştur. Bu dönemde ABD'li bireylerin kişisel gelirleri içinde transfer harcamalarının payı hızla artarak %18 seviyesinin üzerine çıkmıştır.



ABD’de uygulanan genişletici para politikası kredi mekanizmasının yeniden işler hale gelmesine yardımcı olurken, finans sektörüne sorunlu kredilerinin yarattığı kayıpları azaltmak üzere destek olunmuştur. Kredi mekanizmasının en önemli ayaklarından olan hane halkına sağlanan vergi desteği ve kredi borçlarının yeniden yapılandırılması gibi imkanların gecikmeden uygulanması sonuçlarının da daha çabuk alınmasını sağlamıştır. Yukarıdaki şekilden de görüldüğü gibi finans krizinin ABD ekonomisine yayılmasıyla birlikte azalan tüketim harcamaları 2009’un üçüncü çeyreğinde başladığı toparlanmayı sürdürmektedir. Belirtilmesi gereken önemli bir nokta, ABD’de kişisel tasarrufların da azalmaya başlamış olmasıdır. 1998-2008 yılları arasında ortalama %2 düzeyinde bulunan kişisel tasarruf oranı, finans krizinin 2008 yılının üçüncü çeyreğinde derinleşmesiyle birlikte giderek artmaya başlamış ve 2009’un ilk yarısında %5 seviyesine yaklaşmıştır. ABD ekonomisinde toparlanmanın başladığı 2009’un ikinci yarısında korkulan olmamış, tüketim harcamalarının artmasına paralel olarak kişisel tasarruf oranı da gerilemeye başlamıştır. Tasarruf oranındaki artışın geçici olması resesyona, gömüleme eğiliminin ekonominin tüm kesimlerine yayıldığı 1929 Büyük Buhranı’nda olduğu gibi bir depresyona dönüşmesi riskinin azalmasını sağlamıştır.

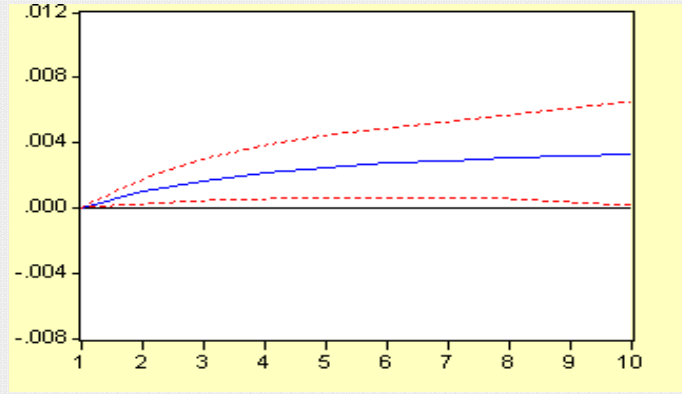


ABD’de konut sektörünün gidişatı ekonominin toparlanması açısından önem taşıyan ve tüketim talebini destekleyen unsurlardan biridir. 2009’un üçüncü çeyreğinde konut sektöründe başlayan toparlanma verilen hükümet desteklerinin etkisiyle devam etmektedir. Buna göre, ABD’de yeni ev satışları mortgage kredilerine getirilen vergi desteği sona ermeden alım yapmak isteyen alıcıların talebi ile Nisan ayında son iki yılın en yüksek düzeyine çıkmış ve yıllık bazda %15 artan satışlar Mayıs 2008’den beri en yüksek seviyesi olan 504,000’e ulaşmıştır. ABD hükümeti tüketimi artırabilmek için yaptığı vergi indirimleri ve teşvikler sonucunda tüketici

güveninin ve tüketim talebinin gücünün artmasında başarılı olmuştur. Tüm bunlara rağmen, ABD ekonomisinin resesyonun etkisinden tamamen kurtulmayı başaramamış olması sebebiyle ılımlı bir toparlanma sergileyen tüketim harcamalarında 2010'un ilk çeyreğinde nispi bir durgunluk gözlenmiştir. Ek-1'de gösterildiği üzere ABD'de ekonomik büyümede önemli payı bulunan kişisel tüketim harcamalarının, alınan kamu maliyesi önlemlerinin canlandırıcı etkilerinin azalmasına bağlı olarak 2011 yılından itibaren yavaşlaması olasılığı bulunmaktadır. Bunu önleyecek faktörler ise, istihdam koşullarında kalıcı bir iyileşme yaşanması, reel ekonominin büyümeye devam etmesi ve kriz sonrasında hükümet teşvikleri ile canlanma gösteren konut sektörünün, teşvik tedbirleri sona erdikten sonra da toparlanmaya devam etmesidir. Bu koşullarla ilgili olarak 2010'un ikinci ve üçüncü çeyrekleri için şimdilik olumsuz beklentiler hakim değildir. Ancak 2010'un son çeyreği ve daha uzun dönem için mevcut tablonun karamsarlaşması ihtimali bulunmaktadır.

EK-1: Etki-Tepki Analizi

Büyümenin, Kişisel Tüketime gelecek şoka tepkisi



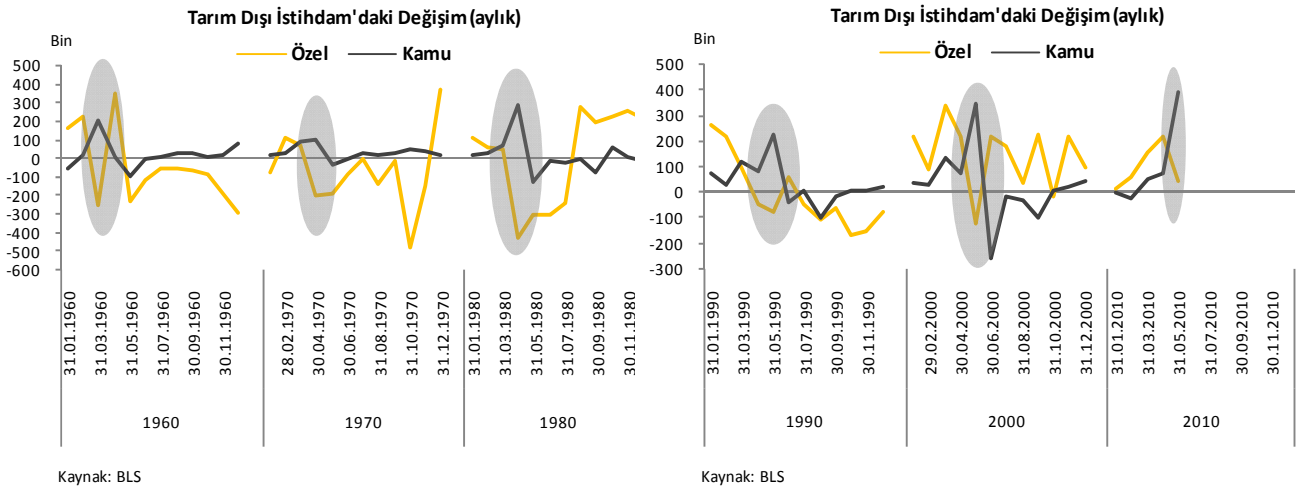
ABD büyümesinin kişisel tüketim harcamalarına gelecek 1 standart sapmalı şoka karşı vereceği tepkiyi ölçmek için, ihracat, kişisel tüketim ve kamu harcamalarından oluşan VAR modeli* ile yapılan etki-tepki analizi incelendiğinde, ABD tüketim harcamalarına gelecek bir standart sapmalı şoka büyümenin tepkisinin 1. dönemden itibaren artmaya başladığı ve ilerleyen dönemlerde şoka verilen tepkinin hızının arttığı görülmektedir. Bu durum tüketici harcamalarının büyüme üzerinde etkili olduğunu ve etkisinin sürekli olarak devam ettiğini yansıtmaktadır.

Yapılan tek gecikmeli büyüme modelinin güvenilirliği %99.9 olup, modelde yer alan verilere göre, kişisel harcamalarda meydana gelen %1 oranındaki artışın büyümenin %0.29 oranında artmasına neden olduğu görülmektedir. Model sonucunda ABD büyümesinin yukarıdaki üç değişken içinde en çok kişisel tüketimden etkilendiği gözlenmiştir.

*Modelde kullanılan veriler 1989 yılının 2. çeyreğinden başlayıp 2010 yılının ilk çeyreğini kapsamaktadır.

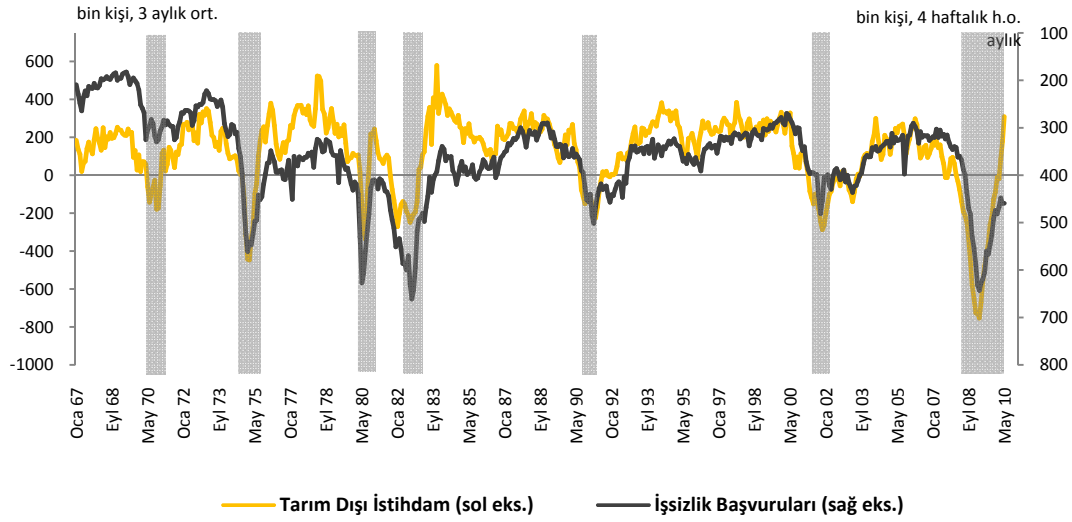
ABD İstihdam Piyasasında Yeni Bir Bozulma Başlayabilir mi?

ABD Mayıs ayı istihdam raporuna göre, tarım dışı sektörlerde çalışan kişilerin sayısında önceki aya göre 431 bin artış gerçekleşmiş, işsizlik oranı ise %9.9'dan %9.7'ye gerilemiştir. Her ne kadar işsizlik oranındaki gerileme olumlu görünse de, tarım dışı istihdam artışının 540 bin olan beklenti seviyesinin altında kalması ve Mart ayı rakamının 230 bin'den 208 bin'e revize edilmesi, Mayıs ayı istihdam raporunun çok da iç açıcı olmadığını ilk bakışta gösteren faktörlerdir. Raporun olumsuz detaylarından en dikkat çekici olanı ise, 431 bin'lik artışın 390 bin'lik kısmının kamudaki istihdam artışından kaynaklanmış olmasıdır.



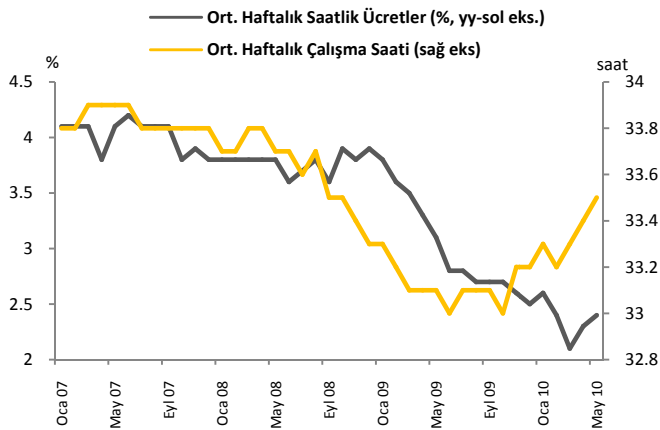
ABD'de her 10 yılda bir yürütülen nüfus sayımı için Amerikan Nüfus İdaresi'nce (Census Bureau) geçici olarak işe alınan kişilerin sayısında Mayıs ayında ciddi bir artış yaşanmıştır. Tarihsel olarak incelendiğinde nüfus sayımı yapılan yıllarda kamu istihdamında meydana gelen geçici artışlar karşısında özel sektör istihdamının azaldığı görülmektedir. Kamudaki geçici istihdamın ortadan kalkmasıyla birlikte özel sektör istihdamında artış yaşanmaktadır. Dolayısıyla, Mayıs ayında artan kamu istihdamının nüfus sayımı tamamlandıktan sonra önümüzdeki aylarda tekrar azalmasına bağlı olarak özel kesim istihdamındaki artışın devam etmesi beklenebilir². Ancak, resesyondan çıkış sürecinde istihdamın, önceki beş nüfus sayımı dönemindekine benzer şekilde hareket etmeyebileceği düşüncesi, Mayıs ayı istihdam raporunun yarattığı tedirginliği haklı çıkarmaktadır. Ayrıca Amerikan Merkez Bankası (FED) Başkanı'nın da, özellikle yıl başından beri yaptığı açıklamalarda, ABD ekonomisindeki toparlanmanın ılımlı olsa da devam ettiğini fakat, işsizlik oranının uzun vadede yüksek seviyelerini koruyacağını ve istihdamda güçlü bir artış beklemediklerini vurgulaması, istihdam verilerinden çıkarılabilecek tüm olumsuz sinyallere karşı hassas olunmasına yol açmaktadır.

² ABD'de nüfus sayımı için yarı zamanlı (part-time) olarak istihdam edilen bireylerin, hizmetler sektöründe yarı zamanlı olarak çalışan kişilerden oluştuğu düşünülmektedir. Bu kişilerin, özel kesimde yarı zamanlı işlerden ayrılmanın daha düşük maliyetli olmasının yanında, Nüfus İdaresi'nce verilen, bölgelere göre \$22 ile \$11 dolar arasında değişen saatlik ücretlerin, Temmuz 2009'dan beri \$7.25 düzeyinde bulunan minimum ücret seviyesinin üzerinde olması sebebiyle böyle bir tercihte buldukları düşünülmektedir.



Kaynak: BLS

Mayıs ayında tarım dışı istihdamda gerçekleşen 431 bin kişilik artışın sadece 41 bin'lik kısmının özel sektördeki istihdam artışından kaynaklanması, Mart ayındaki 158 bin'lik ve Nisan ayındaki 218 bin'lik özel sektör istihdam artış rakamlarıyla birlikte değerlendirildiğinde istihdamdaki artışın temposunun düştüğü kuşkusuna yol açmaktadır. Bu nedenle, Haziran ayı rakamları öncesinde yayınlanacak haftalık işsizlik başvurularının önemi daha da artmış görünmektedir. ABD'de yaşanan önceki resesyondan çıkış aşamasında tarım dışı istihdamın artmaya başlamasıyla birlikte, işsizlik başvurularının da azaldığı ve tarım dışı istihdamın pozitif bölgeye geçtiği dönemlerde işsizlik başvurularının da ortalama 400 bin seviyesine gerilediği görülmektedir. Ancak, 2007 sonunda başlayan resesyondan çıkış sürecinde işsizlik başvurularının halen 450 bin seviyesinin altına inmediği dikkat çekmektedir. Bu durum, her iki değişken arasında böyle bir ilişki bulunmadığı şeklinde yorumlanabilir. Fakat, aynı zamanda istihdam piyasasındaki toparlanmanın kolay bir süreç olmadığı ve geri dönüşler yaşanabileceği anlamına da gelmektedir.



Kaynak: BLS

tarım dışı istihdam artışının hızlanması anlamına gelecektir.

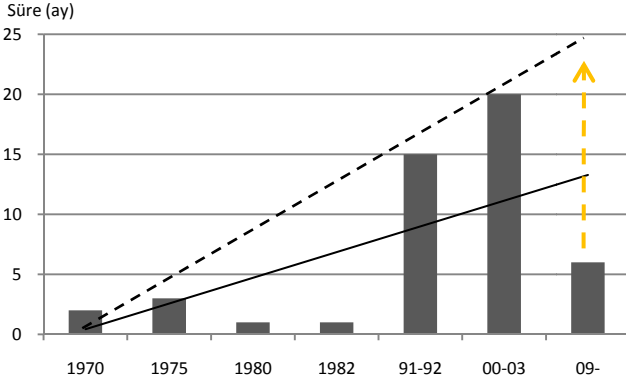
İstihdam raporu ilk bakışta olumsuz görünse de istihdamdaki toparlanma açısından olumlu bazı göstergeler de içermektedir. Buna göre, ortalama haftalık çalışma saatinde gözlenen artışa bir süredir ortalama haftalık saatlik ücretler de eşlik etmektedir. Ortalama haftalık çalışma saatindeki artış verimlilik artışına işaret ederken, ücretlerde sınırlı da olsa artış yaşanması, firmaların önümüzdeki dönemde mevcut istihdam seviyelerini uzun süre koruyamayarak işgücü taleplerini artıracaklarını göstermektedir. Bu ise,

Tarım dışı istihdamın önümüzdeki aylarda da Mayıs ayında olduğu gibi düşük bir tempo sergileyeceği ve hatta tekrar azalmaya başlayacağı senaryolarına karşı sunulabilecek antitezi destekleyen diğer bir gösterge ise, Mayıs

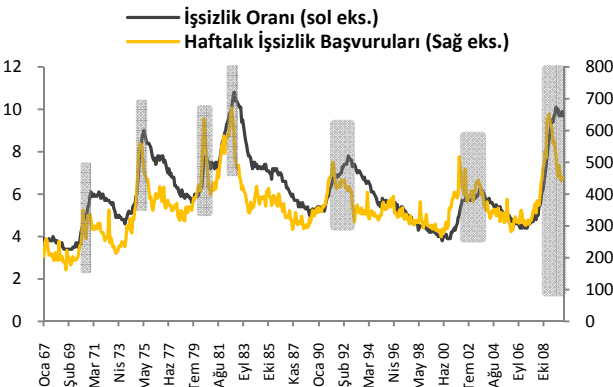
ayı ISM imalat ve hizmetler istihdam endeksleridir. Her iki endeksteki yükselişin kesintiye uğramadan devam ediyor olması, endişeleri kısmen de olsa sınırlayabilir.

ABD'de işsizlik oranı gerçekten düşüyor mu?

Haftalık İşsizlik Başvuruları'nın tepe seviyesini görmesi ile İşsizlik Oranı'nın tepe yapması arasında geçen süre



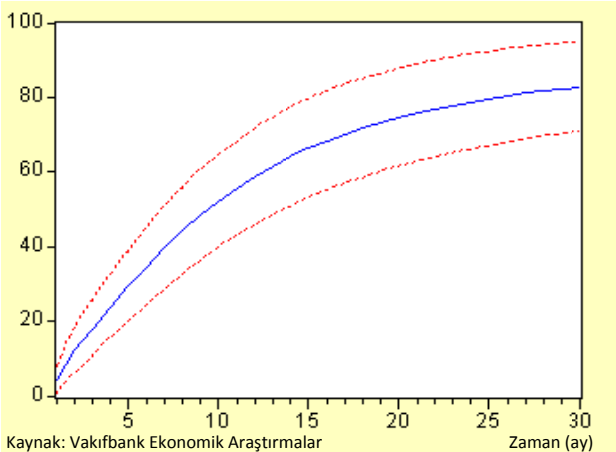
Kaynak: BLS, Goldman Sachs



Kaynak: BLS

başvurularının tepe seviyesine ulaştığı Mart 2009'dan yaklaşık 25 ay sonra yani 2011 yılının ikinci çeyreğinde en yüksek seviyesine ulaşacağı söylenebilir.

Haftalık İşsizlik Başvuruları ile İşsizlik Oranı Arasındaki Varyans Ayrıştırma Analizi



Kaynak: Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar

oranının varyansını yaklaşık %80 oranında değiştirmektedir.

ABD işsizlik oranı Mayıs ayında %9.9'dan %9.7'ye gerilemiş olsa da, aslında aynı ayda toplam işgücünün azalmış olması nedeniyle gerçek bir düşüşü yansıtmamaktadır. Bu nedenle Mayıs ayı verisine dayanarak, işsizlik oranının gerilediğini söylemek doğru olmaz. İşsizlik oranı ile işsizlik başvuruları arasındaki sıkı ilişki dikkate alınarak, ABD'de yaşanan önceki altı resesyon dönemi incelendiğinde, işsizlik başvurularının en yüksek seviyesine ulaşmasından belirli bir süre sonra işsizlik oranının gecikmeli olarak en yüksek seviyesine ulaştığı görülmektedir. Bu süre, 1970, 1975, 1980 ve 1982 resesyonlarında 1 ile 3 ay arasında değişirken, 1990-1991 ve 2000-2001 resesyonlarında önemli ölçüde artmıştır. 1990-1991 resesyonunda işsizlik oranı, işsizlik başvurularının tepe seviyesine ulaşmasından 15 ay sonra tepe seviyesine ulaşırken, 2000-2001 resesyonunda bu süre 20 aya çıkmıştır. Bu durum, söz konusu sürelerin oluşturduğu trendde bir değişim olduğu şeklinde yorumlanabilir. 2007'de başlayan resesyonda işsizlik başvuruları Mart 2009'da tepe yapmış, işsizlik oranı ise altı ay sonra, Ekim 2009'da en yüksek seviyesine çıkmıştır. Yukarıdaki şekilde gözlenen trend değişimi dikkate alındığında işsizlik oranının, haftalık işsizlik

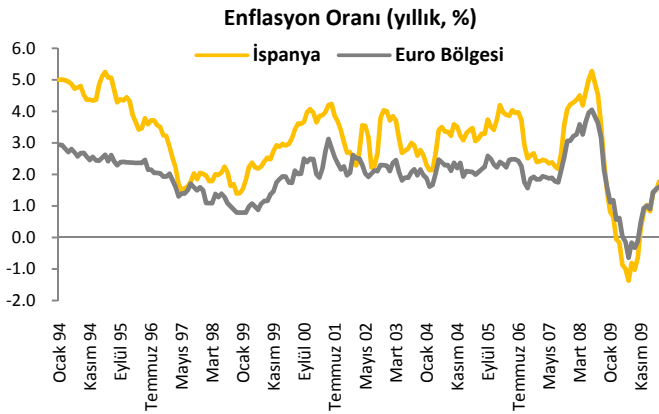
başvurularına gelen bir şokun işsizlik oranının varyansını nasıl etkilediğini saptamak amacıyla Ocak 1967 - Mayıs 2010 dönemi için yapılan Varyans Ayrıştırma Analizi'nden elde edilen sonuçlar grafik olarak gösterilmektedir. Buna göre, haftalık işsizlik başvurularına gelen şokun ilk aylardan itibaren işsizlik oranının varyansını etkilemeye başladığı ve daha ileriki dönemlerde etkileme gücünün arttığı, söz konusu etkinin artış hızının yaklaşık 15 aydan itibaren yavaşlayarak devam ettiği gözlenmektedir. Bu süre 25 aya ulaştığında işsizlik başvurularına gelen şok, işsizlik

Dolayısıyla, Varyans Ayrıştırma Analizi sonuçlarının grafik analizinin sonuçlarını desteklediği görülmektedir. Buna dayanarak, ABD’de işsizlik oranında Ekim 2009’da görülen tepe seviyesinin, dönüşün başladığı esas tepe seviyesi olmadığı ve işsizlik oranının önümüzdeki dönemde düşmesini beklemenin doğru olmayacağı söylenebilir. Bu nedenle, Amerikan Merkez Bankası FED’in 2011 yılının ikinci yarısından önce ekonominin ısınmasına bağlı olarak faiz artırımlarına başlamayacağını bekleyebiliriz. Ayrıca, bu süreçte ABD finans piyasalarının, artan bütçe açıklarının global ekonomide yarattığı risklerin gerçekleşmemesi durumunda bile zor bir döneme girmesi söz konusu olabilecektir.

İspanya’nın Ekonomik Görünümü

İspanya ekonomisi 1990’lı yılların ortalarından beri yıllık ortalama %3.75’lik büyüme hızına sahiptir. Euro’ya geçiş sürecinde uygulanan makroekonomik istikrar politikası ile birlikte İspanya, faiz oranlarını da Euro Bölgesi’nin önde gelen ülkeleri Almanya, Fransa ve Hollanda’nın düşük faizlerine yakınsayacak şekilde düşürmüştür ve uyum sürecinde kredi mekanizmasının katkısı ile uzunca bir büyüme sürecine girmiştir. Düşük faiz oranları ve nüfusun diğer Avrupa ülkelerine kıyasla dinamik yapısı İspanyol halkının ve firmalarının borçlanma oranını artırmış ve konut sektörü başta olmak üzere varlık balonları oluşmasına neden olmuştur. Konut fiyatlarındaki artışla birlikte konut arzı da önemli ölçüde artarken, benzer bir genişleme hisse senedi piyasasında da yaşanmıştır. Konut ve hisse senedi piyasalarındaki genişlemenin diğer Euro Bölgesi ülkeleriyle karşılaştırıldığında daha da dikkat çekici boyutlarda olduğu görülmektedir.

İspanya’da oluşan bu varlık balonları konut sektörünün Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) içindeki payını artırırken, borsalardaki yükseliş şirket karlılıklarını da artırmıştır. Bunun sonucunda İspanya’da 1995-2007 döneminde vergi gelirlerinde artış yaşansa da, 1999 ve 2003 yıllarındaki vergi reformları ile bireylerden alınan dolaysız vergilerin azaltılması yoluna gidilmiştir. Dolaysız vergi gelirlerinde yaşanan bu düşüş, kredi artışının konut sektöründe yarattığı canlanma ve şirket değerlerindeki artış tarafından bir ölçüde kompanse edilmiştir.



Kaynak: Eurostat

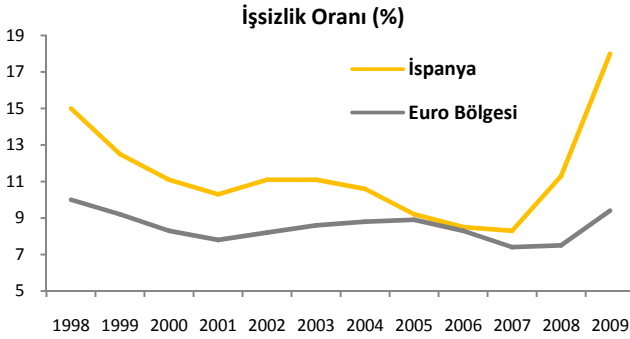
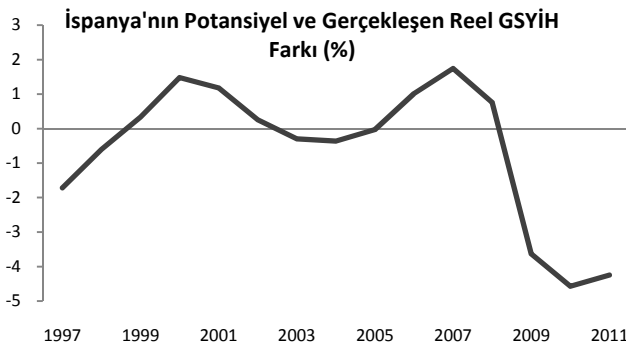
1995-2007 döneminde İspanya ekonomisinde dikkat çekici bir diğer gelişme de reel döviz kurunda yaşanan değerlenmedir³. Bu durum, İspanya’da enflasyonun görece yüksek olması ve Euro Bölgesi ülkelerine göre verimlilik oranının daha düşük olmasından kaynaklanmıştır. İspanya’da enflasyonun Euro Bölgesi enflasyonunun ortalama 1 puan üzerinde bulunmasının arkasında yatan faktörler ise, yurt içi talebin güçlü olması ve hizmet sektörü ile elektrik, su gibi bazı kamu hizmetlerinin fiyatlarındaki yapısal nedenlerden

kaynaklanan yapışkanlıklardır. Enflasyon oranlarındaki bu farklılıklar doğrultusunda ücretler Euro Bölgesi ortalamasının üzerinde, verimlilik oranı ise altında kalmıştır. Bu ortamda reel döviz kurundaki değer artışı ihracat imkanlarını nispeten daraltırken, İspanya ekonomisinde düşük ve orta teknoloji gerektiren, inşaat ve turizm gibi sektörlerde yoğunlaşma artmıştır.

³ İspanya’da reel kur 1995 -2007 döneminde yaklaşık %10 değer kazanmıştır.

Reel döviz kurundaki değerlenme, risk primindeki düşüş ve nüfus artışı faktörleri birleştiğinde doğal olarak iç talebe dayalı büyüme performansı da artmıştır. Bu durum vergi tabanını genişletirken, vergi hasılatını artırmıştır. Konut sektörü, hisse senedi piyasasındaki canlanma ve finans sektöründeki hareketlilik kurumsal vergilerin de önemli ölçüde artmasını sağlamıştır. Dolayısıyla İspanya'da 1995-2007 döneminde oluşan varlık balonları, vergi artışının başlıca kaynağı olurken, vergi esnekliklerinin de azalması sonucuna yol açmıştır. Vergi tabanındaki bu belirgin değişim İspanya'da konut ve hisse senedi piyasalarının 2007 küresel krizinden ciddi biçimde etkilenerek yaşadığı çöküş nedeniyle vergi gelirlerinin de hesaplananın altında kalmasına yol açmıştır.

Öte yandan, İspanyol hükümetlerince uygulanan maliye politikaları da hanehalkının borçluluğunun artmasına ve konut sektöründe balon oluşmasına katkıda bulunmuştur. Konut alımını desteklemek için bireysel gelir vergisinde indirimde gidilmesi ve konut kredilerinde vergi avantajı sağlanması kamu maliyesince sağlanan imkanlardan bazıları olmuştur.



Kaynak: Eurostat

Bu bağlamda, İspanya 1995-2007 döneminde oluşan konut ve hisse senedi balonları sayesinde iç talebe dayalı büyüme gerçekleştiren bir ülke olması bakımından global ekonomide imalat sanayinde yaşanan daralmadan çok fazla etkilenmemiştir. Ancak, konut sektöründeki yavaşlama ile hanehalkı ve şirketler kesiminin yüksek borçluluk oranları nedeniyle kayba uğramıştır. 2010 yılının ilk çeyreğinde resesyondan çıkan İspanya'da, sanayi üretimi ve ihracat performansında iyileşme görülmektedir. Diğer yandan, işsizlik oranının %20'nin üzerinde olması iç talebin toparlanma gücünü kısıtlarken, varlık balonlarının sönmeye bağlı olarak oluşan negatif servet etkisi tüketici harcamalarının toparlanma imkanını azaltmaktadır. Bunun yanında, bankacılık kesiminin kredi standartlarını sıkılaştırmış olmasının tüketim ve üretim üzerinde daraltıcı baskı yarattığı gözlenirken, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) olası bir faiz indirimi

veya İspanyol bankalarının likidite ihtiyacını karşılamaya devam etmesi bu baskıyı azaltabilecektir. İspanya'da enflasyonist baskıların ise, esas olarak çıktı açığının yüksek olması, verimlilikteki artış ve ücret artışlarının sınırlanmasına bağlı olarak 2010 yılı boyunca düşük kalması beklenmektedir.

Öte yandan, İspanya'nın yaşadığı resesyondan varlık balonlarının sönmeye sonucu oluşması, özel kesimin tasarruf oranının da hızla artmasına neden olmuştur. 2007-2009 döneminde hanehalkının tasarruf oranı GSYİH'nin %7.65'i, özel sektörün tasarruf oranı ise %10.69'u düzeyinde artmıştır. Böylece iki yıl içinde özel kesim tasarruflarının GSYİH'ye oranı toplam %18.34 artmıştır. Bunun yanında, resesyondan hızla artan işsizlik oranının yüksek seviyelerini koruması özel sektörün borçlarını azaltarak tasarruflarını artırmaya devam ettiğinin de bir göstergesidir. Tasarruf oranındaki artış, iç talebin canlanması üzerinde bir risk oluştursa da, İspanyol hükümetinin 2009 sonu itibarıyla %11.9 seviyesinde bulunan bütçe açığını finanse etmek için duyduğu borçlanma ihtiyacının büyük ölçüde yurt içi tasarruflarla karşılanmasını sağlayabilecek olması açısından önemlidir.

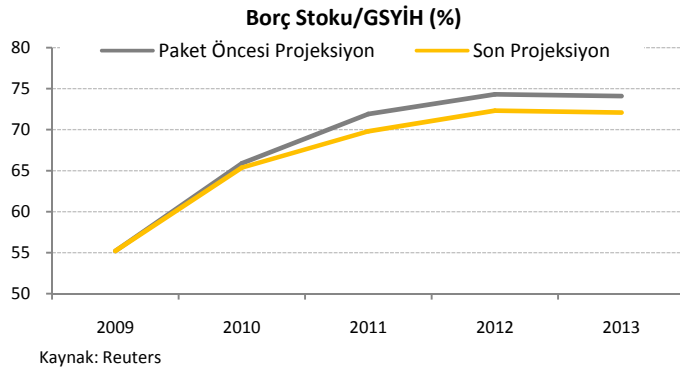
İspanya Hükümeti Tarafından Alınan Mali Önlemlerin Ekonomik Sonuçları

İspanya hükümeti Mayıs ayının ilk yarısında açıkladığı, bütçede 15 milyar euro tasarruf sağlamayı hedefleyen mali önlem paketinde öngördüğü hedefleri ay sonunda revize ederken, bu önlemlerin ekonomiye etkisine dair değerlendirmesini de güncellemiştir. Buna göre, İspanya bütçe açığının GSYİH'ya oranını 2009 sonundaki %11.4 seviyesinden %9.3'e düşürmeyi, dört yıllık süreç sonunda da 2013 yıl sonu itibariyle, Maastricht kriteri olan %3 seviyesine çekmeyi hedeflemektedir.

İspanya Hükümeti'nin Reform Paketi Öncesi ve Sonrasında Ekonomik Tahminleri									
%	2009	2010		2011		2012		2013	
		Yeni	Eski	Yeni	Eski	Yeni	Eski	Yeni	Eski
GSYİH	-3.6	-0.3	-0.3	1.3	1.8	2.5	2.9	2.7	3.1
Özel Tüketim	-4.9	0.3	-0.4	1.8	1.2	2.3	2.1	2.4	-
Sermaye Yatırımları	-15.3	-7.2	-4.5	-1.3	2.5	4.0	4.3	5.4	-
İhracat	-11.5	7.3	2.1	6.4	3.0	7.6	3.8	7.7	-
İthalat	-17.9	2.3	0.6	3.0	2.1	6.0	3.5	6.6	-
İşsizlik Oranı	18.0	19.4	18.9	18.9	18.4	17.5	17.1	16.2	-
Bütçe Açığı/GSYİH	-11.4	-9.3	-9.8	-6.0	-7.5	-4.4	-5.3	-3.0	-3.0

Kaynak: Reuters

Hükümet ücretleri Haziran 2010'dan itibaren geçerli olacak şekilde bir yıllık süre için %5 düşürerek, 2011 yılında donduracağını açıklamıştır. Paket ayrıca, kamu yatırımlarının 6 milyar euro, mahalli idarelerin harcamalarının 1.2 milyar euro azaltılması, emekli maaşlarının dondurulması, 2,500 euro tutarındaki çocuk yardımının gelecek yıldan itibaren kaldırılması, sağlık harcamalarının 600 milyon euro azaltılması gibi önlemler de içermektedir.



Bu önlemlerin büyüme hızını azaltıcı etkileri dolayısıyla 2010 yılında ekonominin özel tüketim ve sermaye harcamalarının azalmasına bağlı olarak %0.3 daralacağını tahmin eden hükümet, dış ticaret imkanlarında ekonomideki toparlanmaya paralel olarak artış öngörmektedir. İşsizlik oranının ise 2010 yılını %20 seviyesinin altında tamamlayarak kademeli bir düşüşle 2013 yılında %16.2 seviyesine gerilemesini

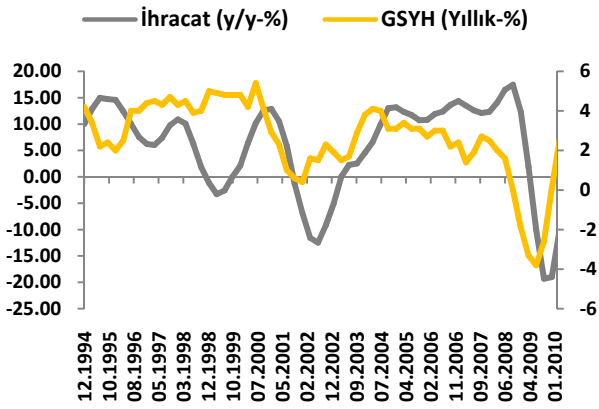
beklemektedir. Hükümetin bu hedefleri çerçevesinde İspanya'nın 2009 sonunda %55.2 olan borç stoku/GSYİH oranının, bütçe açığını daraltabilmek amacıyla artan borçlanma ihtiyacı ve maliyetler dolayısıyla 2013 itibariyle %72'ye yükseleceği tahmin edilmektedir.

Son dönemde İspanyol bankalarının aktif kalitesindeki bozulma dikkat çekerken, hükümetin yüksek borçlanma ihtiyacının yanında bankalara da sermaye aktarmak zorunda kalabilecek olması, İspanya'nın AB ve IMF'den yardım talebinde bulunan ikinci ülke olmasına neden olabilecektir. Halen, İspanya'ya 250 milyar euro yardım yapılacağı söylentileri mevcut olsa da, bankalara uygulanan stres testleri sonucunda bankacılık sisteminin görünümünün netleşmesine bağlı olarak bu tutarın kesinleşmesi söz konusu olabilecektir. Öte yandan, İspanyol bankalarının alacaklarının bir kısmını küresel resesyondan daha az etkilenen gelişmekte olan Latin Amerika ülkelerine yaptıkları plasmanların oluşturması, hanehalkı ve şirketler kesiminin yüksek borç rasyoları nedeniyle maruz kaldıkları kırılmalıkları hafifletmektedir. Bu durum, İspanya'nın finans sisteminin hükümete sanıldığından daha az yük getirebileceğine işaret etmektedir.

Euro Bölgesi'ndeki Kriz ABD Ekonomisini ve Piyasalarını Hangi Kanallardan Etkileyebilir?

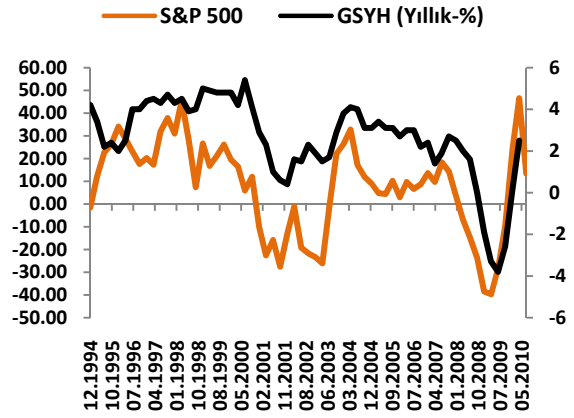
2007 yılının üçüncü çeyreğinde ABD'de konut piyasasında başlayan kriz, kısa sürede kredi ve likidite krizine dönüşerek resesyona neden olmuştur. Ancak yaşanan bu kriz sadece ABD ile sınırlı kalmayıp ticaret ve finansal bağlantılar kanalıyla dünya ekonomisine de büyük zarar vermiştir. Kriz döneminde kamu ve merkez bankaları tarafından alınan önlemler ve krizin etkilerini hafifletmek için yapılan harcamalar sonraki yıllarda krizi özel sektörden kamu sektörüne kaydırırken, bu doğrultuda 2010 yılında ülkelerin borç ve bütçe problemleri ön plana çıkmıştır. Bu analizde son dönemde Euro Bölgesi ülkelerine ilişkin problemlerin ABD ekonomisini ve dolayısıyla dünya ekonomisini hangi kanallardan etkileyebileceği incelenirken, konu ticaret kanalından ziyade finansal boyutta ele alınmıştır.

Grafik 1



Kaynak: Bloomberg

Grafik 2



Kaynak: Bloomberg

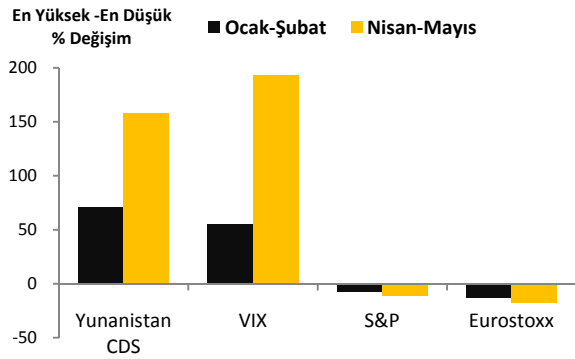
Euro Bölgesi ülkelerinin bütçe ve borç problemlerine ilişkin endişeler ve son yapılan acil yardım planına göre uygulanacak mali disiplin önlemleri, global ekonomik büyümeye ilişkin kaygıları arttırmaktadır. Son dönemde ABD'de açıklanan verilerin de olumsuz görünümü bu endişeleri destekler niteliktedir. Euro Bölgesi ekonomisinde yaşanan problemler çeşitli kanallar vasıtasıyla dünyanın en büyük ekonomisi olan ABD'yi de etkileyecek olup, bu durum global ekonomik büyümenin de sekteye uğramasına neden olabilecektir. Bu kanallar:

- 1- Güçlü dolar ve zayıf Euro Bölgesi yurt içi talebinin ABD ihracatı üzerindeki olumsuz etkisi,
- 2- Düşük hisse senedi fiyatlarının ABD tüketimi ve yatırımı üzerindeki olumsuz etkisi,
- 3- Ve bu durumda yeniden sıkılaşacak olan kredi koşullarındaki bozulma ABD ekonomisi ve dolayısıyla global ekonomik büyüme üzerinde riskler oluşturmaktadır.

Bu analizde Euro Bölgesi'ndeki krizin ABD ekonomisine bulaşma etkisi, ihracat kanalından ziyade finansal kanallar yoluyla ele alınmıştır. Daha ılımlı bir kriz sadece varlık piyasaları yoluyla ABD ekonomisine daha az zarar verebilecekken, zayıf hisse senedi piyasaları ve ihracat, düşük petrol fiyatları ve faiz oranları ile dengelenebilecektir. Ancak bu durumun ardından gelebilecek hem Euro Bölgesi'ndeki hem de ABD'deki daha geniş bir kredi şoku, daha sert bir krize neden olabilecektir. Daha da olumsuz olan senaryoda ise, ABD'nin kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler finansal koşulların daha da sıkılaşmasına neden olacakken, böyle bir durumda global büyüme çok daha fazla sekteye uğrayabilecektir. Ancak şimdilik bu durum uzak bir olasılık olarak görünmektedir.

Ülkelerin yüksek borçluluk oranları ve bu doğrultuda artan endişeler borçlanma maliyetlerini arttırarak kredi mekanizmasında bozulmalara neden olmaktadır. Bu durum ise finansal koşulların sıkılaştırılmasına neden olurken, ekonomik büyüme üzerinde de olumsuz etkiler yaratmaktadır. Ayrıca zayıf büyüme, hisse senedi piyasalarında da fiyatların düşük seyretmesine neden olmakta, bu durum tüketici harcamaları ve büyümeyi de olumsuz etkileyerek bir kısır döngüye yol açmaktadır. Euro Bölgesi ülkelerine yönelik kaygılar ve ülkelerin borçlarını ödeyememe riski (default risk) Avrupa bankalarına ilişkin riskleri de beraberinde getirmektedir. Son dönemde Avrupa Birliği – IMF – ABD ve Japonya tarafından koordineli bir şekilde oluşturulan 750 milyar euroluk acil yardım paketi piyasaları az da olsa sakinleştirirken, bu planın kalıcı bir çözüm olmaktan uzak olduğu plan açıklandıktan kısa bir süre sonra anlaşılmıştır. Plana duyulan güven eksikliği de piyasalardaki olumsuz havayı açıklamaktadır.

Grafik 3

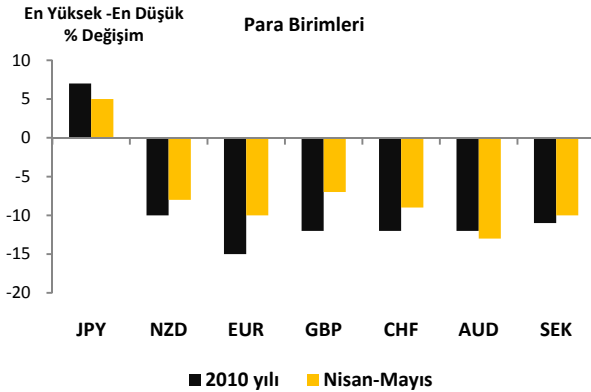


Kaynak: VakıfBank, Bloomberg

Avrupa kaynaklı mali kriz piyasalarda yeniden finansman baskısı oluşmasına yol açmış, 2008 ve 2009 yıllarında görülen likidite yetersizliği ve volatilité risklerinin de yeniden artmasına neden olmuştur. Böylece 2010 yılı başında global ekonomideki nispeten olumlu görünüm, Şubat ayında Yunanistan'la başlayan ve hızlı bir şekilde derinleşen borç kriziyle birlikte yerini olumsuz hatta karamsar bir görünüme bırakmıştır. Piyasalarda Ocak ve Şubat ayında başlayan dalgalanma, özellikle Nisan ve Mayıs ayında krizin Avrupa Bölgeleri'ne ve

bankacılık sektörüne yayılabileceği endişeleriyle daha da artmıştır. Yandaki grafikde de görüldüğü üzere, Nisan ve Mayıs aylarında Yunanistan'ın CDS'leri ve piyasalardaki risk algılamasını gösteren VIX endeksi sert bir şekilde yükselmiş, borsalardaki kayıplar yıl başına göre derinleşmiştir. Aynı dönemde tahvil getirilerinde sert yükselişler dikkat çekerken, LIBOR-OIS spreadleri, 2 yıllık dolar ve euro swap spreadleri hızla yükselmiştir.

Grafik 4



Kaynak: VakıfBank, Bloomberg

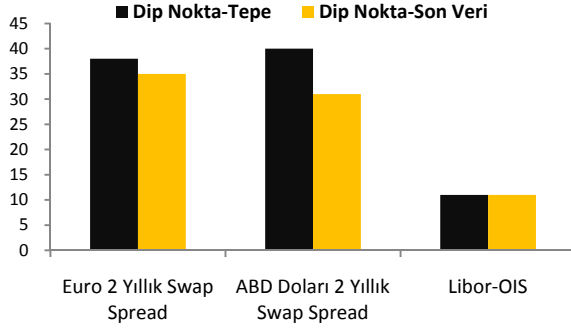
Euro Bölgesi'ne yönelik endişelere bağlı olarak yaşanan son dalgalanmada döviz piyasaları da en çok etkilenen piyasalardan birisi olmuştur. Önceki kriz dönemlerinde olduğu gibi dolara gelen güvenli liman alımları doların başta euro olmak üzere diğer para birimleri karşısında değer kazanmasını sağlarken, euro beklentilerin de üzerinde sert bir şekilde 1.2154 seviyesine gerileyerek son dört yılın en düşük seviyelerini test etmiştir. Doların uluslararası piyasalarda diğer para birimleri karşısında yaşadığı değer kazancı, ABD'nin rekabet gücünün zayıflamasına neden olacakken, ihracat

kanalıyla da büyüme üzerinde negatif etki yaratabilecektir. Euro Bölgesi kaynaklı endişelerin ardından emtia para birimleri olarak adlandırılan Avustralya doları ve Yeni Zelanda doları ise nispeten değer kazanmaya devam etmiş, Türkiye, Polonya ve Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinin ise değer kaybının sınırlı olduğu görülmüştür.

Piyasalarda yaşanan sert hareketler global ekonomik toparlanmanın beklenenden daha yavaş gerçekleşeceği görüşünü kuvvetlendirmiştir. Hisse senedi piyasalarında özellikle piyasalar açısından gösterge endeks olarak kabul edilen ABD Dow Jones endeksinin Nisan ayında gördüğü 11.258 seviyelerinden 9.994 seviyelerine kadar

gerileyerek %13 değer kaybetmesi, ABD tüketiminde başlayan toparlanmayı ve bankacılık sektörünü olumsuz etkileyebilecektir.

Grafik 5



Kaynak: VakıfBank, Bloomberg

Avrupa tahvil piyasası spreadleri üzerinde artan baskılar yüksek borca sahip ülkelerin piyasadan borçlanma şartlarını ağırlaştırırken, Yunanistan, İspanya ve Portekiz'in önümüzdeki aylarda borçlarını geri çevirebilme kabiliyetlerinin olumsuz etkilenebileceği kaygılarını artırmıştır. Buna ek olarak önümüzdeki dönemde bankalardaki riskinin daha da artabileceği endişeleri, söz konusu ülkelerin Avrupa ve ABD'den finansman bulma koşullarını ağırlaştırmaktadır. Tüm bu kaygıların bir sonucu olarak piyasalarda 2009 yılından beri görülmeyen bir

şekilde likidite sıkışıklığı ve volatilité yaşanmıştır.

Bunun yanı sıra Euro Bölgesi'nde arda arda alınan önlemlere karşın, AB üye ülkelerinin ortak hareket etme konusunda anlaşmazlık yaşamaları, özellikle son olarak Almanya'nın diğer AB ülkelerinden bağımsız olarak açığa satış işlemlerine yasak getirmesi, birliğin kredibilitésinin düşmesinde önemli rol oynamıştır. Yunanistan'ın ardından riski yüksek ülkeler olarak tanımlanan Portekiz, İspanya ve İtalya'nın katı mali önlemler uygulayacağı yönündeki açıklamaların olumlu etkisi, İspanya'da bir bankaya el konulduğu haberleriyle yeniden olumsuzla dönmüştür. Genel olarak piyasalarda borç krizinin başından itibaren iyi yönetilememesine bağlı olarak Euro Bölgesi'nin kredibilitésinin azaldığı ve piyasaların olumsuz haberlere giderek daha sert bir şekilde tepki vermeye başladığı görülmektedir. Bu nedenle açıklanan yardım paketlerinin kısa vadede Yunanistan gibi ülkelerin likidite krizine girmesini engelleyebileceği, ancak uzun vadede artan risk algılamasına bağlı olarak yükselen libor faiz oranlarının önümüzdeki dönemde yeniden bir likidite krizi yaratabileceği düşünülmektedir. Krizin Avrupa bankacılık sektörüne yayılması durumunda ise halihazırda tam olarak toparlanamayan ABD bankacılık sektörünün ve dolayısıyla da ekonomisinin olumsuz etkilenmesi kaçınılmaz olacaktır.

Sonuç olarak krizin ardından hala çok kırılgan bir ekonomiye sahip olan ABD'de son dönemde açıklanan verilerin yeniden bozulmaya başlaması, Euro Bölgesi ekonomisine ilişkin endişelerin ABD ekonomisine de çok çabuk yansiyebileceğini ortaya koymaktadır. ABD'de gıda ve enerji fiyatları hariç çekirdek TÜFE'nin son 44 yılın en düşük seviyelerine gerilemesi tüketici harcamalarının zayıf seyrini sürdürdüğünü gösterirken, halihazırda yaşanan global ekonomiye ilişkin endişeler 2011 yılının sonlarına kadar çekirdek enflasyonun sıfır (0) seviyelerine yakın seyredeceği beklentilerini arttırmaktadır. Ayrıca haftalık işsizlik başvurularındaki ve mortgage başvurularındaki bozulma da bu görüşü teyit eder niteliktedir. Böyle bir durumda hem hisse senedi fiyatlarının düşük seviyeleri hem de ticaret ve tüketim kanalından büyüme üzerinde artacak riskler, son dönemde yeniden çift dip ihtimalini öne çıkarırken, yukarıdaki grafikten de görüldüğü üzere Mayıs ayında hisse senedi piyasalarında yaşanan aşağı yönlü hareket bu görüşü destekler niteliktedir.

Tablo 1

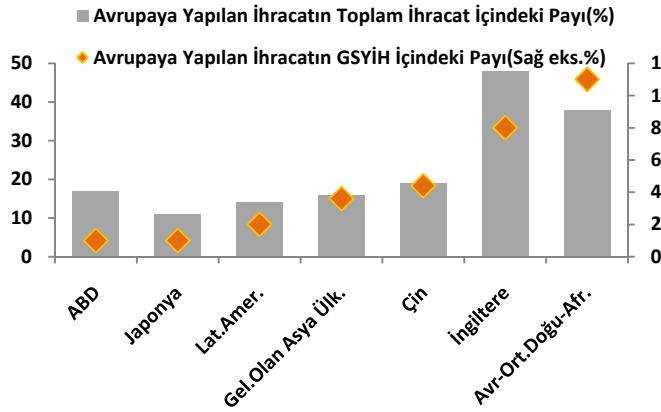
Euro Bölgesi'nde yaşanan borç krizinin hali hazırda yüksek kamu borcu ve bütçe açığı olan ABD ekonomisi üzerinde potansiyel olarak ne gibi riskler doğuracağı ve bu risklerin hangi kanallarla ABD ekonomisini etkileyeceği son günlerde önem kazanmıştır. Çalışmamızın başında da değindiğimiz gibi bu kanallar temel olarak üçe ayrılarak ele alınmıştır. Modelimizde de bu uyarılma mekanizmasına paralel olarak değişkenler belirlenmiştir. ABD büyümesi önündeki riskleri ortaya koymak amacıyla kurduğumuz ekonometrik modelimizde, ABD'nin ihracatının, toplam kredilerinin ve S&P 500 endeksinin yıllık değişimi bağımsız değişken olarak alınırken, bu değişkenler istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Açıklama katsayısının %0.97 olarak saptandığı

ekonometrik modelimizde, modelde yer alan değişkenler, ABD büyümesindeki değişmelerin istatistiksel olarak %97'sini açıklayabilmektedir.

Değişken	Katsayı	P değeri
Sabit	0.71	0.00
İhracat	0.19	0.00
Kredi	0.30	0.00
S&P 500	0.03	0.00
R ²	0.97	
Durbin Watson	2.03	

Kaynak: VakıfBank

Grafik 6



Kaynak: VakıfBank, Bloomberg

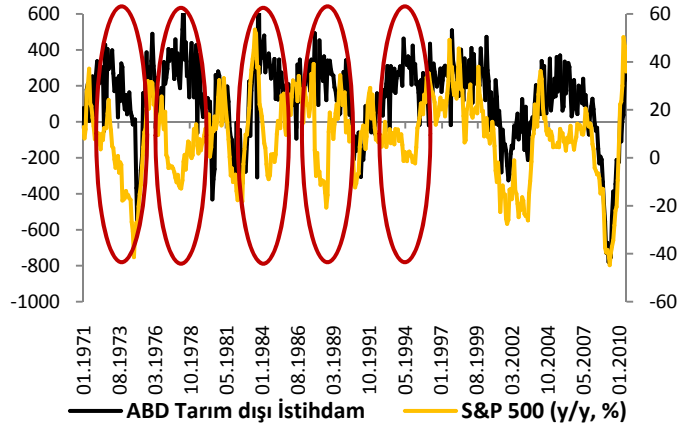
Euro Bölgesi'ne yapılan ihracatın ABD'nin toplam ihracatı içindeki payının ortalama olarak %15-20 arasında olduğu dikkate alındığında, bu mekanizmanın hisse senedi piyasası aracılığı ile oluşabilecek hareketler kadar kuvvetli olmayacağı düşünülebilir. Ancak güvenli liman olan USD'nin sadece EUR karşısında güçlü olmayıp diğer para birimleri karşısında da değer kazanması, ABD'nin diğer ülkelere olan ihracatını da olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle modelimizde ABD'nin sadece Euro Bölgesi'ne yaptığı ihracat değişken olarak alınmamış, toplam

ihracat modele dahil edilmiştir. ABD'de ihracatın hali hazırdaki stres ortamının aynı koşullarda devam edeceği varsayımı altında, %10 daralacağı düşünüldüğünde, bu durum ABD büyümesinde %2 düşüşe neden olmaktadır. Kredi koşullarındaki olası bir sıkılaşma ABD'de kredi piyasalarını olumsuz etkileyeceğinden, ABD'ye kredi kanalı ile gelebilecek olumsuzlukları yansıtmak amacı ile toplam krediler modelimize değişken olarak alınmıştır. Kredilerde %10'luk bir bozulma yaşanması durumu ise, ABD büyümesinde %3'lük bir daralmaya neden olmaktadır. Diğer bir kanal ise finansal piyasalar olarak dikkati çekerken, bu etkiyi yansıtmak amacıyla hisse senedi fiyatları modelimizde yer almıştır. Hisse senedi piyasası diğer değişkenlerden daha volatiliteli olduğundan modelimizde bu değişkene ait olan katsayı daha düşük görünmektedir. Örneğin, geçen yılın ilk çeyreğine göre S&P500 endeksi %46 artış göstermiştir. Buna karşın ihracat aynı dönemde %10 gerilemiştir. Geçtiğimiz hafta da Yunanistan kaynaklı Euro Bölgesi'ne ilişkin endişeler ABD hisse senedi piyasalarında Euro Bölgesi hisse senedi piyasalarına göre daha sert hareketlere neden olmuştur. Bu nedenle ABD'de açıklanacak makroekonomik verilerin de beklentileri karşılamaması durumunda, ABD hisse senedi piyasalarında sert hareketler görülebilir. ABD hisse senedi piyasasında olası bir %10'luk kayıp ABD büyümesinde %0.3'lük düşüşe neden olmaktadır. Ancak ihracatın %10 gerilediği kredi koşullarının sıkılaşacağı bir ortamda hisse senedi piyasasında kayıpların %10'dan çok daha fazla olması olası görünmektedir.

Çift Dip Görülebilir mi?

Euro Bölgesi kaynaklı krizle birlikte özellikle 2010 yılının Nisan ayından itibaren hisse senedi piyasasında sert hareketler yaşanmıştır. Hisse senedi piyasasında yaşanan kayıpların önümüzdeki dönemde büyüme önünde oluşturabileceği riskler kritik görünürken, son günlerde çift dip ihtimali konusunda oluşan endişeler de yeniden hız kazanmaya başlamıştır. Endişelerin hızlanmasındaki temel neden piyasaların geçmiş dönemlerdeki hareketi olurken, ABD ekonomisinde ya da diğer ekonomilerde hisse senedi piyasaları resesyonun habercisi olarak dikkat çekmektedir. Böyle bir durumda, son dönemde de hisse senedi piyasasında yaşanan aşağı yönlü hareket yeni bir resesyonun habercisi olabilir mi sorusu gündeme gelmektedir.

Grafik 7



Kaynak: VakıfBank, Bloomberg

İndikatörlerdeki bozulma ile birlikte çift dip gündeme gelebilecektir.

Yandaki grafikte ABD'nin tarım dışı istihdam rakamları ekonomik durumu gösteren bir indikatör olarak alınırken, S&P 500 endeksinin de yıllık değişimi kullanılmıştır. 1980 yılında yaşanan çift dip ve 1990 yılında yaşanan resesyona öncesi hisse senedi piyasasında kayıpların istihdam piyasasındaki bozulmadan daha önce sertleştiğini göstermektedir. Ancak son harekete baktığımızda, hisse senedi piyasasındaki düşüşü destekleyecek ekonomik bulgulara rastlanmamıştır. Ancak önümüzdeki dönemde S&P 500 endeksindeki bozulmanın devam etmesi durumunda ekonomik

Grafik 8



Kaynak: VakıfBank, Bloomberg

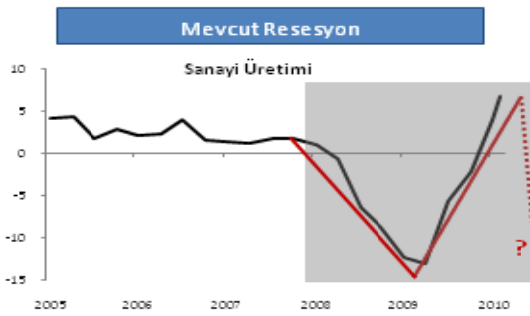
Grafik 9



Grafik 10



Grafik 11



Kaynak: VakıfBank, Bloomberg

ABD'de yaşanan daha önceki 33 resesyona dönemi incelendiğinde, çift dip şeklindeki düşüşlerin 1845 yılından sonra üç kere yaşandığı görülmektedir. Bunlardan ilki 1913 yılında, ikincisi 1920, sonuncusu ise 1981 yılında yaşanmıştır. Yaşanan bu çift dip resesyona dikkat çeken en önemli unsur, ikinci dip görülmeden önce yükselişlerin ortalama 12 ay kadar sürmesi sonrasında ekonominin tekrar küçülerek yeniden resesyona girmesi olmuştur. Bir yıllık yükselişlerde baz etkisinin rol oynadığı dikkate alındığında, resesyondan baz etkisiyle çıkılabildiği, fakat bir yılın ardından baz etkisinin zayıflamasıyla ekonominin yükselişini sürdüremediği görülmektedir. Piyasada konuşulan ABD'de çift dip yaşanabileceği teorilerinin doğruluğunun test edilmesi için toparlanmanın başladığı tarih olarak 2009 yılının ikinci yarısı düşünüldüğünde, bu tarihten yaklaşık 1 yıl sonrasına denk gelen 2010 yılının 2. çeyreğine kadar güçlü baz etkisi ile sanayi üretiminde yükseliş görülmüştür. Artık yavaş yavaş bir dönüm noktasına yaklaşılırken, güçlü baz etkisinin zayıflaması ile birlikte ekonomi yükselişini sürdüremeyecek duruma gelebilir. Son dönemde yaşanan ekonomik gelişmeler de göz önüne alındığında ABD'de 2010 yılının ikinci yarısından itibaren yakalanan güçlü toparlanma ivmesinin korunması üzerinde güçlü riskler bulunduğu dikkati çekerken, ilerleyen günlerde çift dip ihtimali daha fazla öne çıkacak konulardan biri olacaktır.

Finansal Regülasyonlar

Bu çalışmada son yaşanan finansal krizin ardından gündeme gelen ve ABD’de yapılması planlanan finansal regülasyonun kapsamı Volcker kuralı kapsamında değerlendirilirken, yapılan bu finansal regülasyon yeni krizleri engelleyebilecek mi sorusu cevaplandırılmaya çalışılıyor.

Son yaşanan krizde İngiltere ve ABD gibi gelişmiş ülkelerin finans sektöründe, II. Dünya Savaşı’ndan sonraki en büyük kayıp yaşanırken, “Global Büyük Resesyon” olarak adlandırılan resesyon, finans sektörü kaynaklı bir kriz olarak ortaya çıkmış ve 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers’ın iflasıyla çok daha ciddi boyutlara ulaşmıştır. Bu sistemi destekleyen yüksek tüketim harcamalarına sahip ABD ve yüksek tasarruf oranına sahip Asya ülkeleri ve şişirilmiş emlak piyasası gibi çeşitli katalizörler olmasına rağmen, bu problemler finansal sektörün yapısı yüzünden toksik hale gelmiştir. Krize sebebiyet veren yanlış fiyatlandırmanın yıkıcı etkilerini hafifletmek amacıyla kriz sırasında kamu tarafından alınan önlemler, bu sefer de kamu dengelerini bozarak kamunun da finans sistemini sekteye uğratmıştır. Bu bağlamda yaşanan krizin ardından düzenleyici ve denetleyici sistemdeki hatalar ve eksiklikler öne çıkmış ve buradaki eksiklikler giderilebilir mi sorusu gündeme gelmiştir.

Finans Sektöründeki Temel Problemler

Bu noktada finansal sektörde iki temel problem göze çarpmaktadır. Bu problemler:

- **Bazı finansal kuruluşlarda yaşanan likidite problemlerinin ilişki halinde bulunduğu diğer kuruluşlar vasıtasıyla hızlı bir şekilde tüm finans kesimine yayılması:** Bulaşma etkisi olarak da adlandırılan böyle bir durumda sistem birbirine bağlı bir şekilde işlediği için sistemik risk denilen ve özetle bir kurumda oluşacak "ödeyememe" sorununun diğer kurumlara yayılmamasını tanımlayan oluşum da yüksek olmaktadır, yani sistemin yapısı ve işleyişi nedeniyle tüm sistemin birden zarar görmesi çok daha hızlı ve kolay bir hale gelmektedir. Bu problem ise yaşanan krizin ardından tüm yatırımcıların finans sistemine olan güvenini zedeleyerek sektörün daha da hızlı daralmasına neden olurken, buradaki daralma bir süre sonra reel ekonominin de daralmasına neden olmaktadır. Diğer sektörlerdeki krizler ise çok daha sancılı olmakta ve ekonomik sistemin sağlığını tehdit eder boyutlara varabilmektedir.
- **Finansal sektörde aşırı risk alımını teşvik eden unsurlar:** İkinci bir problem ise finansal sektörde aşırı risk alımını teşvik eden unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durum, kamunun açık ya da örtülü bir şekilde finansal sektör için iflaslara karşı koruma mekanizmasına sahip olması sonucu oluşmaktadır. Ancak bu koruma mekanizması, sadece mevduat sahipleri için değil tüm borç verenler için işlerken, bu durum ahlaki tehlike sorununa yol açmaktadır. Ahlaki tehlike, sözleşmenin taraflarından birisinin diğer taraf aleyhine sözleşmeden yararlanacak biçimde, davranışını değiştirmesi durumunda ortaya çıkan bir sorun olurken, finansal sektörde olası herhangi bir problemde sistemin bulaşma etkisini hafifletmek ya da bu etkiden kaçınmak amacıyla yapılan her türlü işlemleri kapsamaktadır. Panikten kaçınabilmek, ancak mudileri ve diğer piyasa oyuncularını güvence altına almaktan geçerken, aşırı risk alımını engellemek sektörü regüle etmekle mümkün olabilecektir.

Bu bağlamda finansal sektörde yaşanan bu problemleri çözebilmek için ABD’de yapılması planlanan finansal regülasyonun kapsamı Volcker kuralı kapsamında değerlendirilmiştir.

Vocker Kuralı

Obama tarafından önerilen ve finansal reformun temelini oluşturan bu kural başlıca iki temele dayanmaktadır:

- 1- Mevduat toplayan bankalar, artık hedge fon ve hisse senedi fonları gibi fonlar kuramayacak, bu tür fonlara yatırım yapamayacak ve bunların mali destekçisi olamayacaklardır. Ayrıca bu bankalar müşterilerine hizmet verme dışında, kendi hesaplarına menkul kıymet, emtia ve türev araç alım satımı yapamayacaklardır.
- 2- Mali sistemin daha fazla konsolide olmasına (birleşmeler ya da satın almalar yoluyla mali kurumların büyümesi ve sayılarının azalması) izin verilmeyecektir.

Bu önerilerden ilki, bankaların mevduat güvencesi nedeniyle sağladıkları ucuz parayı, menkul kıymet alım satımı için kullanmalarına engel olmayı amaçlarken, problemi sadece bir yönüyle ele almıştır. Ancak bu öneri iki büyük eksikliği de bünyesinde barındırmaktadır. Bunlardan ilki, finansal sektör için menkul alım satımı aşırı risk alımı için tek yol olmazken, kredi kullandırımı da bir diğer risk faktörü olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca bankaların karşı karşıya kaldığı en büyük problem, portföylerinde büyük miktarlarda çok daha karmaşık olan “plain vanilla” adı verilen türev ürünlerin büyüklüğü olurken, sırf bu yüzden yaşanan krizle birlikte AIG, Lehman Brothers, Northern Rock and Bear Stearns gibi büyük kuruluşlar iflas etmiştir. Kuralın ikinci eksikliği ise, bu kuralın uygulanmasının aşırı derecede karmaşık olmasının yanı sıra bu kuruluşlar tarafından yapılan hedging (korunma) ve spekülasyon amaçlı işlemleri birbirinden ayırmanın zorluğu olmaktadır.

Getirilen ikinci öneride ise amaçlanan, büyük mali kuruluşların oluşmasına engel olmaktır. Çünkü son yaşanan krizde "batmasına izin verilemeyecek kadar büyük" olmak, kurtarma gerekçesi olabilirken, bunun maliyeti toplumun tamamına yansıtılmaktadır. Volker Kuralı temeline dayanan banka/şirket iflaslarını mümkün ve güvenilir kılmakla amaçlanan bir şirket yada finansal kuruluşun iflası durumunda, yalnızca hissedarlar ve şirkete kredi kullandıranların zarar etmelerinin önüne geçmek olurken, hiç bir sorumluluğu olmayan vergi mükelleflerinin de bu durumdan sorumlu tutulmaları amaçlanmaktadır. Ancak bunun için önemli köklü değişikliklerin yapılması gerekirken, finansal kuruluşların büyüklüklerinin ve diğer şirketlerle bağlantılarının, yasal mevzuata uygun şekilde iflas etmelerini engelleyecek şekilde olmamasının sağlanması gerekmektedir. Bir başka ifadeyle şirketlerin “batmalarına izin verilemeyecek kadar büyük” olmamaları sağlanmalıdır. Bunu sağlamanın en iyi yolu, şirketin aktif büyüklüğü arttıkça ödediği vergi miktarının artması yada bilanço büyüklüğü için belirli bir sınır belirlenmesidir. Burada şirketin büyüklüğünden kastedilen yalnızca şirketin aktif büyüklüğü değil, aynı zamanda faaliyet gösterdiği ülkenin GSYİH içerisindeki payını da içermektedir. Örneğin Deutsche Bank’ın bilançosu, Royal Bank of Scotland’ın bilançosu gibi milyar dolarlarla ifade edilirken, Deutsche Bank’ın aktif büyüklüğü Almanya GSYİH’nın %16’sını, Royal Bank of Scotland’ın büyüklüğü ise İngiltere GSYİH’nın %71’ini oluşturmaktadır. Bu uygulama ile hem devletlerin “banka/şirket kurtarma” nedeniyle üstlendikleri mali yükler azalacak, hem de şirketler yüksek vergi oranları ve maliyetleri karşılayabildikleri oranda büyüyeceklerdir.

Bu bağlamda son yaşanan krizin ardından bankaların iflaslarını daha mümkün ve güvenli hale getirmek, daha etkin, daha az riskli ve daha az kırılgan bir finansal piyasa yaratmak bakımından temel unsur olarak görünmektedir. Bu durum dikkatleri regülasyonlara ve regülatörlere çekerken, G20’de alınan kararlar çerçevesinde regülasyonlar ve ragülatörler açısından bu adımları temel olarak üçe ayırabiliriz.

Yeni Regülasyonlar

- **Daha Şeffaf Kuruluşlar ve Merkezileştirilmiş Türev Piyasalar:** Bir kuruluşun sistematik riski belirlenirken, faaliyetlerinin çeşitliliği ve faaliyetler arasındaki karşılıklı ilişki göz önünde bulundurulmalıdır. Yatırımcılar ve karşılıklı taraflar kuruluşun faaliyetleri hakkında tam ve doğru bilgiye sahip değilse, şirketin herhangi bir faaliyetinde bir problem yaşanması durumunda şirketin diğer tüm faaliyetlerine ilişkin şüpheler de artmaktadır. Şirketlerin faaliyetlerindeki karmaşa, şirketlerin denetimini de zorlaştırmaktadır. Ayrıca şirketin mevcut bilançosunun, şirketin iflası durumunda piyasalarda herhangi bir kaosa yol açmayacak şekilde gerçek durumunu yansıtması gerekirken, banka iflaslarını daha güvenli hale getirmek şeffaflığın artırılmasına dayanmaktadır. Bu çerçevede oluşturulmuş bir merkezileştirilmiş ödemeler sistemi, kurumların riskliliği ile ilgili bilgilere ulaşma

kolaylığı sağlarken, küresel mali risklere karşı, türev işlemlerin, hedge fonların yaptığı riskli alım-satımların, tezgâh üstü türev piyasa işlemlerinin tek merkezden izlenmesini öngörmektedir. Bir başka ifadeyle kuruluşların karar alma ve harekete geçme yetkisinin tek merkezde toplandığı örgütlenme biçimine sahip olması önemli olurken, şirketlerin harekete geçme konusunda başka şirketlerle çok fazla bağlantılı olması, iflas durumunda bağlantıda bulunulan diğer şirketleri de etkileyebilmektedir. Bu nedenle merkezileştirilmiş ve şeffaf piyasalar hayati önem arz ederken, böyle oluşturulmuş piyasalar, küresel muhasebe standartlarının uygulanmasına da olanak sağlayacaktır. Öte yandan yeni kurulan “vergi şeffaflığı ve bilgi değişimi küresel formu” aracılığıyla mükellef vergi bilgileri tüm ülkelere açık hale getirilecek ve vergi kaçakçılığı, küresel düzeyde takip edilebilecektir.

- **Daha Fazla Likidite ve Borç Ödeme Yeterliliği:** Yapılması planlanan reformlardaki önemli noktalardan biri de borç ödeme yeterliliğinin yükseltilmesidir. Bir finansal kurumun CDS’i belli bir düzeye ulaştığında ya da core, tier 1 oranlarının minimum değere ulaşması durumunda buna karşılık olarak kendiliğinden hisseye çevrilebilen tahakkuk edilen sermaye ve borç aracılığı ile borç ödeme yeterliliğinin yükseltilmesi temel olarak hedeflenebilir (Hart-Zingales, 2009). Bu hedeflerin önemli görünmesine karşın, krizlerin ardından ülkelerin aldığı önlemlere bağlı olarak piyasalarda oluşan likidite bolluğu, gerçek yeni sermayenin oluşmasına engel olmaktadır. Dolayısıyla hedefler krizleri çözmede yetersiz görünmektedir.

G20 toplantısında da banka sermayelerinin miktarını ve kalitesini yükseltmek ve yüksek kaldıraç oranı ile çalışmalarını engellemek amacı ile 2010 yılı sonuna kadar uluslararası kurallar geliştirileceğine değinilmiştir. Bu kuralların 2012 yılı sonuna kadar uygulanması amaçlanırken, bu kuralların uygulanmasında güçlü denetim mekanizmaları rol oynayacaktır. Bu nedenle bir sonraki adım denetim mekanizmaları ile ilgilidir.

- **Sistemik Denetim Mekanizmaları:** Bu konudaki önemli adımlardan biri de sistemik denetçilerden oluşan dünya çapında bir düzen oluşturmaktır. Denetçilerin tek tek bankaların performansına odaklanmak yerine finansal sistemin sistemik riskine odaklanması önemli görünürken, denetçilerin getirilen düzenlemelere uymayan finansal kurumları cezalandırma insiyatifine sahip olması gerekmektedir.

Merkez bankalarının fonksiyonları ile denetçilerin birbiri ile sinerjisi de diğer bir önemli nokta olarak karşımıza çıkmaktadır. Northern Rock’ın iflasında bu iki unsurun birbiri ile uyumsuzluğunun büyük rolü olduğu görülürken, iflasın ardından hızla İngiltere Merkez Bankası’nın denetleme yetkisi ile ilgili yeni düzenleme çalışmaları başlamıştır. Merkez bankasının en son borç verme merci olarak, hangi bankaların iflasın eşiğine geldiğini, hangi bankaların kurtarılması gerekebileceğini önceden bilmesi gerektiğinden, bu iki kurumun koordineli çalışması önemli olacaktır.

Sonuç olarak yeni regülasyonların uygulanmasında, finans kesimi “ulusal kurallara” göre değil “küresel düzenlemelere” göre hareket edeceğinden, kimse ülkesinde bankaların içini boşaltıp kaçamayacaktır. Böyle bir operasyon, tüm bankalara mali yük getireceği için bankalar birbirlerini kontrol edebilecektir.

Çözünsüz Kalan Regülasyon Sorunları: Kurumsal Yönetim ve Bankacıların Primleri

Finansal regülasyon problemine yönelik büyük otoriteler tarafından önerilen çözümlerin bir çoğu, büyük reform görevleri yüklediği için rahatsız edicidir. Ancak herhangi bir problem ya da kriz durumunda banka yöneticileri ve hissedarlar ile vergi mükelleflerinin arasında ortaya çıkan çatışma, bu reformları çok daha gerekli kılarken, böyle bir durumda ortaya çıkan maliyetin, toplumun tüm kesimine yüklenmesi reformların önemini daha da arttırmaktadır. Bu çıkar çatışmasına neden olan unsurların başında ise firmaların vergi mükelleflerinin kamu otoriteleri tarafından korunacağına dair duydukları güven olurken, böyle bir güven olmasaydı çıkar çatışması temel olarak banka yöneticileri ve hissedarları arasında olmayacaktı. Bu nedenle bu korunmaya karşı duyulan güven çatışmayı bu boyutlara taşımıştır. Kamu otoriteleri tarafından sağlanan bu korunma banka yöneticilerini

ve hissedarları aşırı risk alımı konusunda avantajlar sağlarken, olumsuz bir durumda hissedarları zor duruma düşürürken, vergi mükelleflerine hiç bir sorumluluk yüklememektedir. Bu yüzden bu koruma olduğu müddetçe, şeffaflık ve kurumsal yönetimi geliştirmek için önerilen planlar, bu problemleri çözmek için yeterli olmayacaktır.

Ayrıca finansal sektörde yatırımcılar ve yöneticiler için sağlanan yıllık prim ve avantajların yapısı da kısa vadede aşırı risk alımını cesaretlendirmektedir. Fakat bu daha çok yapısal ahlaki tehlikenin nedeni değil sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sonuç

Hükümetlerin, “batmalarına izin verilemeyecek kadar büyük” olarak nitelendirilen kuruluşların zararlarını, ilişki halinde buldukları diğer kuruluşlar vasıtasıyla hızlı bir şekilde tüm finans kesimine yayılmasını engellemek için karşılama, finansal sistemdeki temel problem olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yapısal bozukluk, büyük finansal kuruluşların zararlarının bir şekilde karşılanacağı düşüncesiyle büyük riskler almasına neden olmaktadır. Bu çerçevede kurumsal yönetim, bankacıların maaşları yada ikramiye miktarlarında yapılacak reformların yanı sıra, Tobin vergisi ya da rekabet soruşturmaları gibi uygulamaların gerçekleştirilmesi de gerekmektedir. Öte yandan finansal regülasyonların mevcut sorunları çözme konusunda ne kadar başarılı olacağı da bir başka tartışma konusu olmaktadır. Yeni düzenlemeler büyük ölçüde bankaların aşırı büyümesine engel olacak gibi gözükse de, halihazırda sistem içinde aşırı büyüklüğe ulaşmış JP Morgan, Bank of America ve Wells Fargo gibi şirketlere yönelik risklerin ne ölçüde azaltılabileceği bilinmemektedir. Bunun yanı sıra finansal regülasyonların yalnızca ABD’de uygulanmasının tek başına dünya piyasasında yeni bir yapılanmayı sağlaması mümkün değildir. Gelecekteki krizlerin önüne geçebilmek için söz konusu regülasyonların ABD ile aynı zamanda koordineli olarak diğer ülkelerde de kararlı bir şekilde uygulanması gerekmektedir.

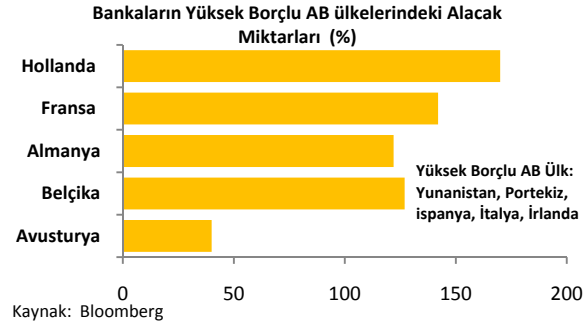
Euro Bölgesi’nde Artan Banka Kredi Riski ve Piyasalardaki Fonlama Problemleri

Euro Bölgesi’nde Yunanistan’ın yüksek bütçe açığı ve kamu borcu ile başlayan problemler, büyük bankalar aracılığıyla global finans piyasalarını etkilemekle kalmamış, Yunanistan’ın ardından pek çok ülkenin finansal durumuna yönelik endişeleri de artırmıştır. Bu çalışmada, ABD’de başlayan sub-prime mortgage krizinin ardından yaşanan ve son krizle birlikte yeniden ortaya çıkan kredi ve likidite problemleri ile olası sonuçları ve Türkiye’ye olası etkileri tespit edilmeye çalışılmıştır.

Kredi Riski

Son dönemde piyasalarda dolar ve yende yaşanan değer artışı, buna karşılık euro ve poundda görülen düşüşe ek olarak borsalarda yaşanan kayıplar, piyasaların Euro Bölgesi ekonomilerinin yüksek kamu borçlarına verdiği tepki olarak yorumlanabilir. Piyasalar aynı tepkiyi, 2008’de yaşanan sub-prime mortgage kaynaklı konut krizi sırasında da aşırı yükselen özel sektör borçlarına da vermişti. Bugün finansal piyasalarda yüksek kamu borcu risk unsuru olarak algılanmakta ve yüksek borçlu ülkelerin hazine bonoları hızla elden çıkarılmaktadır. Bunun somut örnekleri ilk önce Yunanistan hazine bonolarında, son günlerde ise beklentilerin üzerinde yüksek kamu borcu açıklayan Macaristan hazine bonolarında yaşanmıştır. Yunanistan örneğinde, Avrupa Birliği’nin (AB) Yunanistan’ın bono piyasasında istikrar sağlayamaması ve yaşanan problemlerin diğer ülkelerin tahvil piyasalarına sıçramasını engelleyememesi, sorunlu ülke tahvillerine büyük miktarda yatırım yapan başta Almanya ve Fransa bankalarının ellerindeki bonoların hızla değer kaybetmesine ve yüksek miktarda zarar yazmalarına neden olmuştur.

Grafik 1

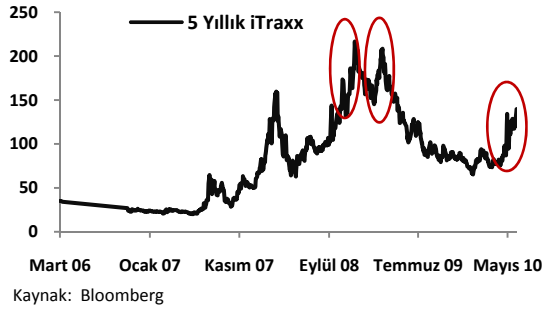


Euro Bölgesi'nin sorunlu ekonomileri olarak görülen Yunanistan, İspanya, Portekiz, İrlanda ve İtalya bankalarında diğer Avrupa ülkeleri bankalarının pozisyonlarının 3 trilyon euroya ulaştığı tahmin edilirken, gelecekte bu ülkelerin kredi notlarının daha da düşmesi ve bonoların hızla değer kaybetmesi durumunda Avrupa bankalarına ilişkin risklerin daha da artması kaçınılmaz olacaktır. Yandaki grafikte Euro Bölgesi'nin büyük ve güçlü ekonomileri olarak kabul edilen ülkelerinin, yüksek borçlu ülkelerdeki toplam alacaklarının kendi bankacılık sistemleri içerisindeki

toplam öz kaynaklarına oranı yer alırken, görüldüğü üzere söz konusu oranların çok yüksek seviyelere ulaştığı dikkati çekmektedir. Ancak söz konusu Avrupa ülkelerindeki bankaların, yüksek kaldıraç oranları ile sorunlu ülkelere yaptıkları yatırımlar, kriz öncesinde yüksek kazançlar sağlarken, şimdilerde bankalar için sermaye kaybı riski taşımaktadır. 2008 krizi sonrası ABD'de olduğu gibi şimdi de Avrupa'da bankalar bir yandan kredi portföylerini küçültürken, diğer yandan piyasadan ya da devletten sermaye yardımı beklemektedirler.

Öte yandan problemlili ülkelerde finansal riskin daha da artabileceği endişeleri, söz konusu ülkelerin Avrupa ve ABD'den finansman bulma koşullarını da giderek ağırlaştırmaktadır. Bu nedenle piyasalara likidite sağlamak ve özellikle Avrupa piyasalarındaki gerilimi azaltmak amacıyla Fed yakın zamanda başta Avrupa Merkez Bankası (ECB) olmak üzere diğer büyük merkez bankaları ile yeniden cross currency swap line'ları kullanıma açarken, bu kolaylığa rağmen Avrupa bankaları global sermaye piyasalarında tahvil ihraç etmekte çok da başarılı olamamışlardır.

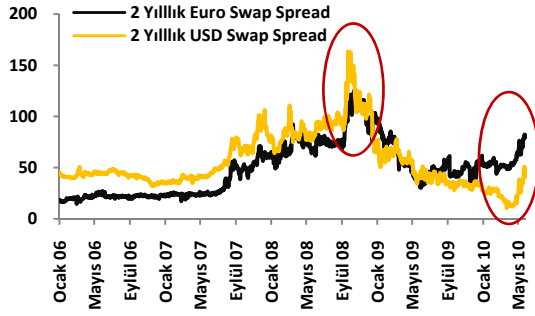
Grafik 2



Son dönemde piyasalarda yaşanan kredi risk artışı iTraxx endeksinden de izlenmektedir. International Index Company (IIC) tarafından oluşturulan ve Avrupa'nın CDS göstergesi olarak tanımlanan iTraxx endeksi, yatırım yapılabilir notunun altında (junk bond) olan şirket CDS'lerinden oluşan bir endeks olup, bu şirketlerin geri ödememe riskini göstermektedir. Söz konusu endeks global piyasalarda görülen dalgalanmaların Avrupa'ya yansımaları ve açısından bir öncü gösterge olarak kabul

edilmektedir. iTraxx endeksi diğer bir risk algılama göstergesi olarak kabul edilen VIX endeksi ile beraber gelişmekte olan ülkelere yönelik riskleri tespit etmek açısından da yakından takip edilmektedir. 2008 yılında yaşanan sub-prime mortgage kaynaklı krizde 159 seviyesine yükselen endeks, 2010 yılı Nisan ayında Yunanistan'la başlayan borç krizinin etkisiyle yeniden yükselmeye başlamış ve 139 seviyelerini görmüştür. Bu da artan risk algılamasını açıkça göstermektedir.

Grafik 3



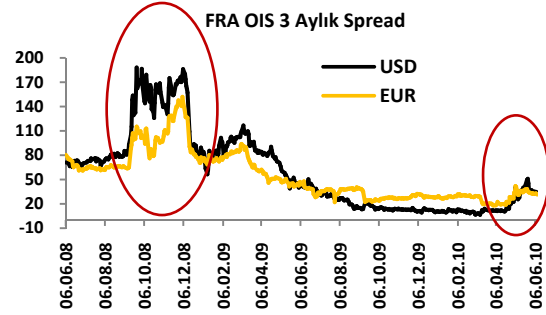
Kaynak: Bloomberg

Finansal piyasalardaki kredi riskini yansıması açısından bir diğer önemli gösterge swap spreadlerdir. Grafik 3'de görüldüğü üzere, 2008 yılında yaşanan sub-prime mortgage kaynaklı konut krizi sırasında, piyasalarda aşırı dolar likiditesi olması yatırımcıların dolar kullanarak euro ve diğer para birimleri cinsinden işlem yapmasına olanak sağlamakta, buna bağlı olarak da USD swap spreadleri EUR swap spreadleri üzerinde seyretmekteydi. 2009 yılı Nisan ayından itibaren, Euro Bölgesi'ne yönelik risk algılamasının artmasıyla piyasalardaki risk iştahının azalması, buna ek olarak euro değer kaybederken doların değer kazanması piyasalarda dolar cinsi açılan pozisyonların zarar etmesine yol açmış ve dolar pozisyonlarının kapatılmaya başlanmasıyla piyasalarda likidite sıkışıklığı baş göstermiştir. Bu da Euro Bölgesi'ndeki bankaların kredi risklerinin artmasıyla paralel olarak EUR swap spreadlerinin USD swap spreadlerine göre daha fazla yükselmesine neden olmuştur. Yani EUR swap spreadlerindeki yükseliş, ABD ekonomisinden toparlanma işaretleri gelirken, Avrupa merkezli yeni bir finans krizi çıkma riskinin yükselmesi ve Avrupa bankacılık sektörünün yanısıra global piyasalarda da dolar fonlarına ulaşma sıkıntısından kaynaklanmaktadır.

Likidite/Fonlama Riski

Sub-prime krizinde görüldüğü üzere, finansal sisteme gelebilecek bir kredi şoku öngörülemez ve çabuk bir biçimde tamamiyle bir likidite krizine dönüşebilmektedir. Böyle bir durumda kredi alabilecek kuruluşlar bile kredi bulamaz duruma gelirken, interbank fonlaması durma noktasına gelebilir ve böyle bir durumda bankalar likidite tutmaya başlar.

Grafik 4

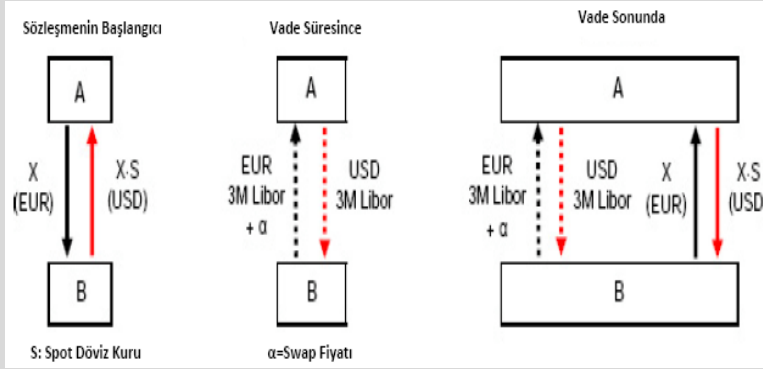


Kaynak: Bloomberg

Fonlama sıkıntısını ölçebilmek için çok çeşitli metodlar izlenebilir. Bunlardan ilki, fonlamayı sağlayanların karşı taraf riskinden dolayı endişe etmeleri durumunda, bu fonlamayı sağlamada artık eskisi gibi istekli olmamaları hatta isteksiz olmaları durumudur. Grafikte, 3 ay vadeli (forward rate-FRA) USD ve EUR OIS spreadlerinin (USD/EUR OIS Spread: gecelik Libor faiz oranı ile Fed /ECB faiz oranı arasındaki fark, para piyasalarındaki likidite riskini ölçmek için kullanılan önemli bir göstergedir.) 2008 yılının sonlarında gördüğü en yüksek seviye olan 185 ve 150 seviyelerinden 2010 yılının Nisan aylarında 8 ve 19 seviyelerine dek gerilediği görülürken, 2010 yılında piyasalarda yaşanan son dalgalanmada bu spreadlerde yeniden bir yükseliş göze çarpmaktadır. Bu yükselişe karşın spreadlerin hala bir önceki likidite daralmasında yaptığı tepe seviyelerinin çok altında seyrettiği görülürken, 2008 yılında USD spreadlerdeki artışın daha sert olduğu görülmektedir. 2009 yılının sonlarından itibaren ise EUR OIS spreadlerdeki yükseliş USD spreadlerin üzerine çıkmıştır. Spreadlerdeki bu hafif yükseliş bir erken uyarı olarak algılanabilirken, henüz şu aşamada likidite krizinin 2008 yılında olduğu kadar ciddi boyutlara vardığını söylemek zor olacaktır.

İkinci ölçüm yöntemi ise cross currency swap olarak adlandırılan çapraz döviz swap piyasaları ile yapılan bir analize dayanmaktadır. Bu bağlamda çok kısa bir şekilde çapraz döviz swap'larının ne anlama geldiğini incelemekte fayda bulunmaktadır.

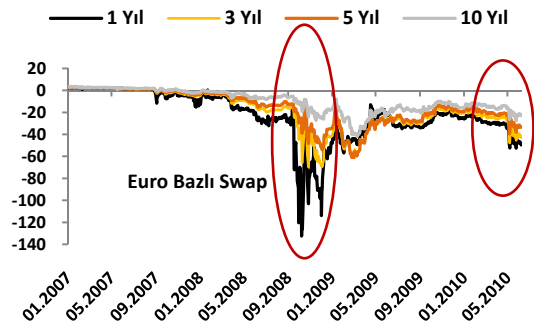
Çapraz Döviz Swap (Cross Currency Swap):



Belirli bir faiz oranı ve anlaşmaya varılan kur üzerinden taraflar arasında ana paraların takas edilmesi çapraz döviz swap'ı olarak tanımlanırken, bu swap türünde döviz swapı faiz swapı ile birlikte kullanılmaktadır. Çapraz döviz swaplarında, farklı para birimleri ve farklı faiz yapısı üzerine (sabit veya değişken) borçlanan taraflar, diğer tarafın borcuna ilişkin anapara ve faiz

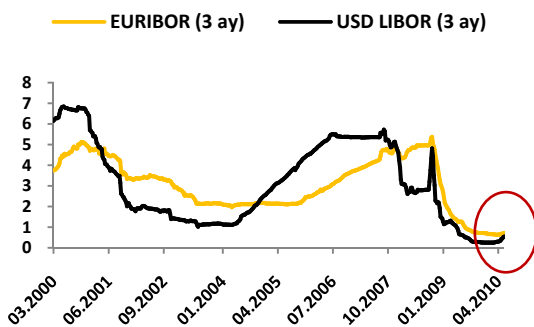
ödemelerini yerine getirmek üzere anlaşırlar. Yandaki şema EUR/USD swaplarındaki akışı kısaca anlatmaktadır. Buna göre; sözleşmenin başlangıcında A, X.S USD tutarındaki parayı B'den alırken, B'ye de aynı anda X EUR tutarında para vermektedir. Sözleşme dönemi boyunca A B'den verdiği euro karşılığında her üç ayda bir 3 ay EUR Libor+ α tutarında periyodik ödemeler alırken, B'ye de aldığı USD karşılığında 3 ay USD Libor+ α tutarında ödeme yapmaktadır. Burada α , sözleşmenin başında belirlenen ve baz alınan swap'ın fiyatını temsil etmektedir. Sözleşme vadesinin sonunda ise A, B'ye X.S tutarını geri öderken, B de A'ya X EUR tutarını ödemektedir. Buradaki S sözleşmenin başında belirlenen spot döviz kurudur. Çapraz döviz swapları, yabancı döviz kurlarından yatırımları fonlamak için hem finansal kuruluşlar hem de müşterileri tarafından kullanılmakla birlikte, çok uluslu şirketler tarafından yapılan doğrudan yabancı yatırımlar için de kullanılmaktadır. Ayrıca bilançoda yükümlülüklerin döviz birimlerini dönüştürmek için de bir araç olarak özellikle de yabancı dövizler üzerinden eurobono ihracı yapan kurumlar tarafından da çokca kullanılmaktadır. Böylece sözleşme sonunda meydana gelen kurdaki değişimlerden taraflar yararlanabilmektedir. **(Kaynak: BIS)**

Grafik 5



Kaynak: Bloomberg

yüksek riskliliklerinden dolayı sıkıntı mı çekiyorlar sorusunu sadece EUR/USD swaplarını inceleyerek cevaplamak zor olmaktadır.



Çapraz döviz swaplarında (cross currency swap), dolarla borçlanmak isteyenlerin euro bazlı döviz swap'larıyla (eur basis FX swap) fonlanan USD'ye girmek için yapmayı istedikleri ek ödeme, fonlama sıkıntısını ölçmek için kullanılmaktadır. Bu, 2007 yılının sonlarına doğru yaşanan subprime krizi ile ciddi bir şekilde dalgalanırken, USD ile fonlanan piyasalar durma noktasına gelmiş, yabancı finansal kuruluşlar ellerinde tuttıkları USD varlıkları vadeli döviz piyasaları yoluyla fonlamada zorlanmışlardır. Ancak genel bir USD likidite sıkışıklığı mı var yoksa Avrupa kuruluşları bu USD fonlarına ulaşmada

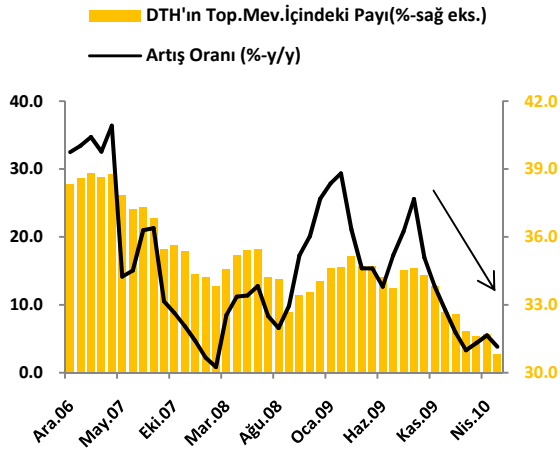
Bu nedenle bu noktada 3 aylık USD ve EUR Libor faiz oranlarını incelemekte fayda bulunurken, USD Liborlardaki yükselişin euribora göre daha sert olduğu görülmektedir. Ancak cross currency swaplarda olduğu gibi burada da son dönemde yaşanan genişleme dikkati çekerken, 2007-2008 döneminde yaşanan likidite

sıkışıklığı ile karşılaştırıldığında henüz ortamın çok daha ılımlı olduğu görülmektedir.

Özetlemek gerekirse, Euro Bölgesi’de finansal sistemde şu anda açık bir şekilde fonlama sıkıntısının varlığından söz etmek henüz zor görünürken, artan risklilik de dikkatlerden kaçırılmamalıdır. Bu durum şu an itibariyle döviz piyasalarında bir miktar rahatlatma sağlamış olsa da artan kredi kaygıları ve fonlama ihtiyacı fonlama kapasitesi baz alındığında hızla bozulabilecektir.

Türkiye’ye Etkileri

Grafik 6

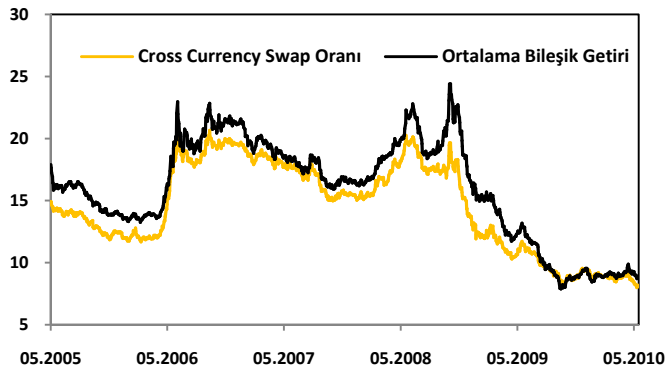


Kaynak: TCMB

Euro Bölgesi endişelerinin hızlanması ile birlikte USD diğer gelişmekte olan ülke para birimleri karşısında hızla değer kazanmış ve EUR/USD paritesi sert şekilde gerilemiştir. Bu bağlamda Türk bankacılık sektörünün döviz cinsi mevduatlarını (DTH) incelediğimizde, USD/TL'deki yükselişe karşın Ağustos 2009'dan itibaren DTH miktarının hızla azaldığı görülmektedir, DTH'in toplam mevduat içindeki payı da %35 seviyelerinden %30 seviyelerine dek gerilemiştir. Kriz öncesinde yaşanan de-dolarizasyon döneminde bile DTH'larda bu derece sert bir gerileme yaşanmadığı dikkati çekerken, bunun altında yatan önemli nedenlerden biri uluslararası literatürde “dual currency deposit” bizde de “opsiyon tercihli

mevduat” olarak bilinen işlemlerin son günlerde USD'nin değer kazanması ile birlikte bankalar tarafından opsiyon haklarının kullanılması olmuştur. Opsiyon tercihli mevduat türünden işlem yapan yatırımcılar USD'nin sert yukarı yönlü hareketi ile yüklü miktarda USD'lerini TL'ye çevirmek zorunda kalmışlardır. DTH'larda yaşanan gerilemenin altında yatan ikinci bir neden ise döviz cinsinden mevduatların yaklaşık %40'ını oluşturan euro cinsinden tutulan mevduatların EUR/USD'deki gerilemeye bağlı olarak azalması olmuştur. Böyle bir durum piyasada yukarıda değindiğimiz global nedenlerle de oluşan USD sıkışıklığına destek verirken, artan rekabet ortamı ile birlikte döviz cinsi mevduatlara verilen faiz oranları da artış göstermiştir.

Grafik 7



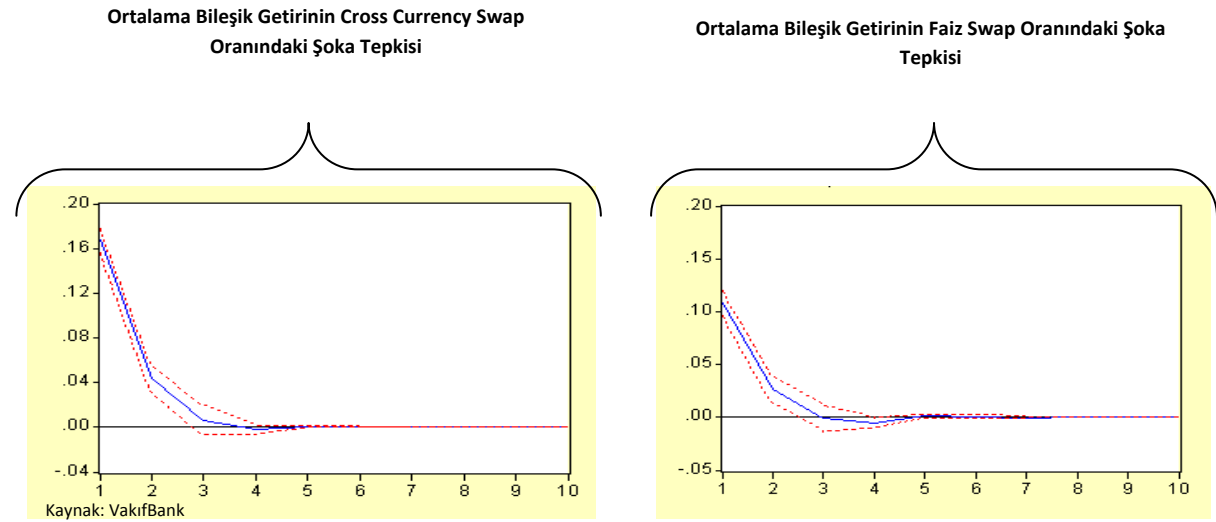
Kaynak: Bloomberg

2007 yılından önce cross currency swap oranı ortalama bileşik getirinin altında iken, 2009'un 6. ve 7. aylarından itibaren piyasalarda TCMB faiz beklentisinin değişmesi ile ortalama bileşik getiri cross currency swap oranının üzerine çıkmıştır. Aynı dönemde cross currency arbitrajı ortadan kalkınca yabancıların bono piyasasından çıkmaya başlamasıyla yabancıların bono alımlarında düşüş yaşanmıştır. Son zamanlarda Yunanistan kaynaklı Euro Bölgesi endişeleri spreadlerin sert şekilde genişlemesine neden olmuş ve gerek yurtdışı piyasalarda gerekse yurtiçinde USD cinsi fon bulmayı zorlaştırmıştır. Böyle bir ortamda bankacılık sektörü USD/TL cross currency swap işlemler aracılığı ile dolar fonlaması sağlarken, TRY bacağındaki faizlerin gösterge tahvil getirisinin altına gerilemesiyle oluşan 'arbitraj' avantajı yatırımcıları çekmektedir. Örneğin, halihazırda %8.19 basit seviyesinde seyreden cross currency swap

oranı üzerinden USD verip TL alan yatırımcılar %9.10 basit getiri oranı ile gösterge tahvil olarak aradaki arbitraj avantajından yararlanabilmektedirler. Son dönemde TCMB'nin yıl sonunda enflasyon oranının %6.50 seviyelerine yakın çıkabileceği yönündeki açıklamalarının, yabancı yatırımcıların cross currency işlemleri ile yurtiçi piyasalara girişini desteklediği görülmektedir. Tahvil bono piyasasındaki yabancı payının artması da bu düşüncemizi destekler niteliktedir. Bu çerçevede yurtiçinde dolar sıkışıklığının önümüzdeki günlerde devam edeceği beklentisine bağlı olarak cross currency swaplarda görülen hareketliliğin artarak devam etmesi beklenmektedir.

Etki-Tepki Analizi

Grafik 8



Türkiye'nin USD/TL cross currency swap oranından ve faiz swap oranından gelebilecek olası şoklara karşı gösterge faiz oranının tepkisi, etki-tepki analizi ile incelenmiştir. Mayıs 2005'de başlayıp 2010 yılı Haziran ayına kadar günlük veriler kullanılarak yapılan etki-tepki analizine göre, ortalama bileşik getirinin cross currency swap oranındaki değişimlere daha sert tepki verdiği görülmektedir (Bkz. Grafik 8). Cross currency swap oranında 2 standart sapmalı şoka ortalama bileşik getirinin %0.16 tepki verdiği görülürken, faiz swap oranındaki 2 standart sapmalı şoka %0.10 civarında tepki verdiği görülmüştür. Böylece ortalama bileşik getirinin cross currency swap oranı ile faiz swap oranı şoklarına verdiği tepki karşılaştırıldığında, ortalama bileşik getirinin cross currency swap oranındaki değişimlere faiz swap oranındaki değişimlerden %50 daha fazla duyarlı olduğu görülmektedir. Her iki durumda da şokun ortalama bileşik getiri üzerindeki etkisi 5 güne kadar azalarak devam etmektedir.

Sonuç

Bankacılık sisteminde tekrar ortaya çıkabilecek herhangi bir fonlama sıkışıklığına 2008 yılındaki gibi bir tepki verilirse, 2008 yılında olduğu gibi bankalararası piyasalarda sistematik güven kaybı yaşanabilecek ve borçlanma imkansız hale gelebilecektir.

Piyasalardaki USD fonlama baskıları sonucunda, yabancı kuruluşlara ihtiyati miktarlarda da olsa yeniden USD fonlaması Fed ve ECB'nin söz konusu swap line'ları yeniden açmasıyla sağlanmaya başlamıştır. Yukarıdaki analizlerden de görüldüğü üzere Euro Bölgesi'ne ilişkin 5 yıllık iTraxx endeksi ve 2 yıllık eur swap oranı incelendiğinde kredi riskinin fonlama/likidite riskinden çok daha yüksek olduğu görülmektedir. Likidite/fonlama riskini ölçmek için kullanılan 3 ay vadeli (forward rate-FRA) USD ve EUR OIS spreadlerinin 2008 yılının sonlarında gördüğü en yüksek seviyelerin henüz çok altında olmasına karşın iTraxx'ın 2008 yılındaki seviyelerinin çok üzerine çıkması bu görüşümüzü teyit eder niteliktedir. 2002-2007 yılları arasında Fed'in uyguladığı düşük faiz politikası nedeniyle dünya piyasalarında oluşan yüksek dolar likiditesi ve doların değer kaybı bir çok Avrupa

bankasının düşük faizle dolar borçlanarak bunu başta euro olmak üzere pozisyon almakta değerlendirdiği görülmüştür. Ancak önce Lehman'ın çöküşüyle başlayan ve sonra Euro Bölgesi'nde Yunanistan kaynaklı borç kriziyle devam eden endişelerle beraber dolara gelen talebin artmasıyla önceden açtıkları pozisyonları kapatmak isteyen başta Avrupa bankalarının bu fonlamada yaşadıkları sıkıntılar, euro faizlerindeki hareketlerin, cross currency swap faizlerindeki hareketlerden daha hızlı olmasına yol açmaktadır. Ancak henüz şu aşamada likidite krizinin 2008 yılında olduğu kadar ciddi boyutlara vardığını söylemek zor olacakken, buradaki bozulmaların da yavaş yavaş gerçekleştiği dikkatlerden kaçırılmamalıdır.

Ekonomik açıdan bir değerlendirme yapıldığında, Avrupa'da 2008 yılında yaşanan sub-prime mortgage krizi benzeri Avrupa merkezli bir finansal kriz çıkma riskinin yavaş yavaş da olsa arttığını söylemek mümkün görünmektedir. Finansal krizi engellemek için AB üye ülkelerinin ve ECB'nin hızlı ve agresif şekilde davranması, bölge ekonomilerinin fonlama sıkıntısı ile karşılaşmalarını engellemek için büyük miktarlarda mali yardımda bulunmaya devam etmesi gerekmektedir. ECB'nin Yunanistan, İspanya, Portekiz, İrlanda ve İtalya gibi sorunlu ülkelerde bono faizlerinin daha fazla yükselmesine izin vermeden bono satın almaya devam etmesi, ellerinde yüksek miktarda bono bulunduran Alman ve Fransız bankalarının sermaye kaybını sınırlayarak yeni bir finansal krizin çıkması önlenilecektir.

Avrupa Finansal İstikrar Fonu'nun İşleyiş Mekanizması

Bu çalışmada son haftalarda Avrupa ekonomilerinde ve piyasalarında yaşanan görece olumlu havanın arkasında yatan ve bizim bu olumlu havanın önemli bir nedeni olarak değerlendirdiğimiz Avrupa Finansal İstikrar Fonu'nun işleyiş mekanizması ve piyasalara olan etkileri değerlendirilmiştir.

Euro Bölgesi ülkeleri Mayıs ayında zor durumdaki üye ülkelere bir kaç yıllık finansman sağlamak amacıyla 750 milyar euroluk bir yardım paketi açıklamıştır. Avrupa Birliği (AB) ve Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) katkılarıyla oluşturulan bu yardım paketiyle, Yunanistan, İrlanda, Portekiz ve İspanya'nın 2010 yılı için toplam 200 milyar euro tutarındaki finansman ihtiyacının karşılanması amaçlanmıştır. Yunanistan hariç tutulduğunda bu tutarın 145 milyar euro olduğu düşünülürse, 750 milyar euroluk yardım paketinin söz konusu ülkelerin gelecek 3 yıllık finansman ihtiyacını rahatlıkla karşıladığı görülmektedir. Bu da piyasalarda krizin Avrupa'nın geneline yayılacağı endişelerini bir miktar hafifletmiştir.

Yardım paketinin ayrıntılarına bakacak olursak; paketin 60 milyar eurosu Avrupa Komisyonu tarafından AB bütçesinden kullanılırken, IMF'nin, kullanılabilir kredi kaynağından, Ocak 2010'a kadar 220 milyar euro kaynak sağlaması beklenmektedir. Geriye kalan 440 milyar euro ise 16 üye ülke tarafından 3 yıl süreli oluşturulacak Avrupa Finansal Stabilizasyon Fonu'nun (EFSF), Özel Amaçlı Şirket (Special Purpose Vehicle-SPV) aracılığıyla 16 üye ülke garantörlüğünde piyasalardan borçlanmasıyla elde edilecektir. Merkezi Lüksemburg'da olması kararlaştırılan güvence fonu, iflas tehlikesi yaşayan ülkenin başvurusu üzerine diğer Euro Bölgesi üyelerinin garantörlüğünde borçlanarak aktif hale gelecektir.

Avrupa Finansal Stabilizasyon Fonu (EFSF)

Yukarıda da belirttiğimiz gibi, Avrupa'da borç problemi yaşanan ülke sayısı artarken, Euro Bölgesi'ndeki borç sorunlarının bankacılık sistemine bulaşabileceği endişesinin giderek kuvvetlenmesi, AB ve Avrupa Komisyonu'nun Avrupa Finansal Stabilizasyon Fonu (EFSF) adı altında bir fon kurmasına neden olmuştur. Toplam büyüklüğü 440 milyar euro olan bu fonun temel amacı, Avrupa Birliği içinde euro kullanan ülkelerin finansal gereksinim duyması halinde, bu ülkelere başlıca kurallar çerçevesinde fon aktarımı yapılmasını sağlayarak yeni borç krizlerinin önüne geçmek olarak belirlenmiştir.

Avrupa Finansal Stabilizasyon Fonu'nun (EFSF) Fon Kullanım Şartları



Kaynak:Barclays Capital

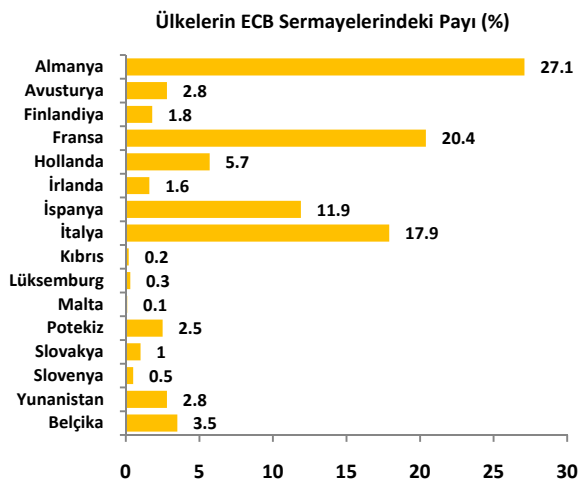
Finansman problemleri yaşayan herhangi bir Avrupa ülkesinin Euro Bölgesi ülkelerinden yardım talebinde bulunmasıyla süreç başlayacak olup (Bkz.Şema 1), bu yardım talebinin ardından ECB, Avrupa Komisyonu ve IMF tarafından ortak bir program hazırlanacak, aynı zamanda söz konusu ülke tarafından uygulanacak mali ve yapısal önlemler belirlenecektir. Son olarak EFSF Euro Bölgesi ülkelerinin garantörlüğünde bono piyasalarından borçlanacak ve yardım bedelini AB/Avrupa Komisyonu programında belirlenen kredi dilimlerine göre zor durumdaki ülkeye ödeyecektir.

Tablo 1

Euro Bölgesi ülkelerinin 440 milyar euroluk EFSF içindeki payları (mlr EUR)																	
	Belç	Alm	Fra	İtal	Gün. Kıb.	Lüks	Mal	Hol	Avust	Slov	Slok	Fin	İrl	Yun	İsp	Port	Top.
Ülke ratingleri																	
S&P	AA+	AAA	AAA	A+	A+	AAA	A	AAA	AAA	AA	A+	AAA	AA	BB+	AA	AA	
Fitch	AA+	AAA	AAA	AA-	AA-	AAA	A+	AAA	AAA	AA	A+	AAA	AA-	BBB-	AA+	AA-	
Moody's	Aa1	Aaa	Aaa	Aa2	Aa3	Aaa	A1	Aaa	Aaa	Aa2	A1	Aaa	Aa1	Ba1	Aaa	Aa2	
Garantörlük Payı	15.3	119.4	89.7	78.8	0.9	1.1	0.4	25.1	12.2	2.1	4.4	7.9	7.0	12.4	52.4	11.0	440
İrlanda, Yun. İspanya ve Portekiz hariç %120 garanti miktarı	18.9	147.4	110.7	97.3	1.1	1.4	0.5	31.0	15.1	2.6	5.4	9.8	-	-	-	-	441.1

Kaynak: ECB, Barclays Capital

Grafik 1



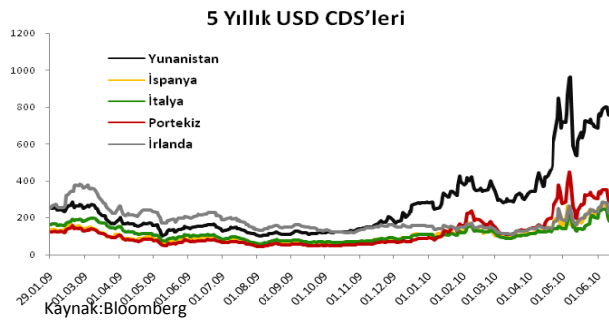
Euro Bölgesi ülkeleri bono ihraçlarına Avrupa Merkez Bankası sermayesindeki payları oranında garantörlük sağlayacak olup, bu durumda bono ihraçlarının temel olarak ECB sermayesinde sırasıyla %27.1 ve %20.4 ile en yüksek paya sahip ülkeler olan Almanya ve Fransa'nın garantörlüğünde olacağını söylemek mümkündür. ECB'nin sermaye payında diğer en yüksek paya sahip

olan ülkelerden İtalya ve İspanya ise bütçe ve borç problemi yaşayan ülkeler olarak dikkati çekerken, Hollanda %5.7 paya sahip beşinci büyük garantör ülke olarak görünmektedir. Bu sisteme göre paketin 440 milyar euro olduğu göz önüne alındığında, ülkelerin ECB sermayesindeki paylarının 4.4 katı tutarında sermayeyi fona aktarması gerekmektedir. Ayrıca bütçe ve borçlanma problemleri en yüksek seviyede bulunan Yunanistan, Portekiz, İspanya ve İrlanda'nın borçlarını ödeyememe durumuna düşmesi (default riski) durumunda bu dört ülkenin ECB'deki paylarının toplamının %20 olduğu göz önüne alındığında, diğer ülkelerin ECB sermayesindeki paylarının %120'si kadar tutarı taahhüt etmektedir. Bununla birlikte üye ülkeler, eğer ihtiyaç duyulursa EFSF tarafından ihraç edilen borçlanma kağıtlarının ya da bonoların kredi değerliliğini iyileştirmek için üzerinde anlaşmaya varılan diğer mekanizmaları da devreye sokabilecektir.

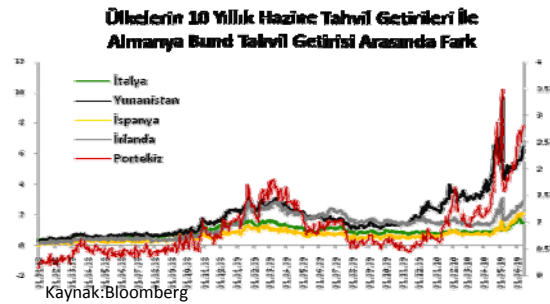
SPV'lerin (özel amaçlı borçlanma şirketlerinin) derecelerinin olmaması EFSF'nin hangi oranda para vereceğini belirlemeyi güçleştirirken, borçlanan ülkelerin ödeyeceği faiz oranını belirlemek için de net bir kural henüz bulunmamaktadır. Ancak yaklaşık bir hesaplama yapıldığında, 3 aylık euribor oranına ilk 3 yıl için 300 baz puan, sonrasında ise 400 baz puan marjla borç kullandırılabilir. Ancak EFSF'nin bu parayı derhal mi kullanacağını yoksa acil durumda mı kullanacağını netlik kazanmış değildir.

EFSF'nin Uygulamaya Geçmesinin Ardından Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler

Grafik 2

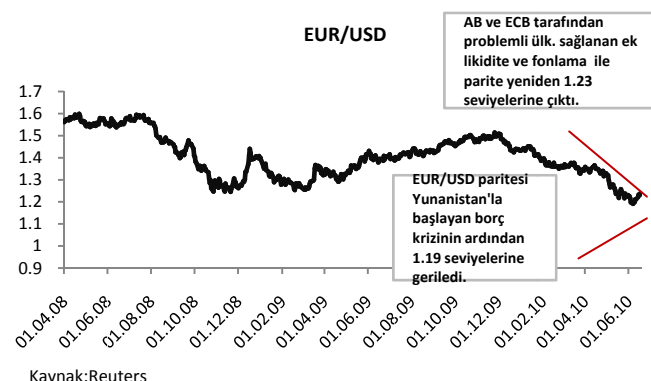


Grafik 3



Yunanistan'la başlayan borç krizinin Avrupa geneline yayılacağı endişeleriyle sert yükseliş yaşanan Yunanistan, İtalya, İspanya, Portekiz ve İrlanda'nın 5 yıllık USD CDS'leri, 440 milyar euroluk Avrupa Finansal Stabilizasyon Fonu'nun ülke parlamentolarında onaylanması ve Yunanistan'a daha önce kullanılması kararlaştırılan 110 milyar euroluk kredi diliminin serbest bırakılmasının ardından gerilemiştir. Haziran ayı başında 801 seviyelerinde olan Yunanistan'ın CDS'leri onaylama açıklamalarının ardından 758 seviyesine gerilerken, İspanya'nın Haziran ayı başında 270, İtalya'nın 246, Portekiz'in 353 ve İrlanda'nın 352 seviyesinde olan CDS'leri ise sırasıyla 206, 187, 290 ve 253 seviyelerine gerilemiştir (Bkz. Grafik 2). Söz konusu ülkelere yönelik risk algılamasının azalmasıyla ülkelerin 10 yıllık hazine tahvil getirileri ile Almanya'nın 10 yıllık tahvil getirisi arasındaki spreadler de daralmıştır (Bkz. Grafik 3). Ülkelerin 5 yıllık CDS'lerinin gerilemesi piyasalardan daha ucuz fon bulmalarına olanak sağlayarak, ülkelerin yüksek fonlama maliyetlerini bir miktar rahatlatırken, İspanya, İrlanda ve İtalya'nın geçen hafta gerçekleştirdiği borçlanma ihalelerine gelen yüksek talep de bu durumu teyit etmektedir.

Grafik 4



Yunanistan'la başlayan borç krizinin diğer Avrupa ülkelerine yayılacağı endişeleriyle 1.19 ile son dört yılın en düşük seviyelerine gerileyen EUR/USD paritesi, EFSF'nin problemli ülkelere kaynak sağlayarak borç

krizinin diğer ülkelere yayılmasını engelleyebileceğine dair beklentilerle EUR/USD yükselerek 1.24 seviyelerine yaklaştı.

Tablo 2

	Euro Bölgesi Toplam GSYİH içindeki Pay (%)	Ülkelerin İhtiyari Bütçe Kesintilerinin GSYİH'ya oranı (%)	
		2009	2010
Fransa	21.4	0.0	0.6
Almanya	26.8	-1.5	0.4
Yunanistan	2.6	7.0	4.0
İrlanda	1.8	3.0	2.0
İtalya	16.9	0.5	0.8
Portekiz	1.8	2.5	3.1
İspanya	11.7	2.5	2.9
Diğer Ülk.	16.9	-0.4	0.5
Euro Bölgesi	100.0	0.2	1.0

Kaynak: Barclays Capital

Yunanistan'ın yanı sıra yüksek borçluluk oranına sahip İspanya, Portekiz ve İrlanda gibi ülkeler piyasalardan ve diğer Avrupa ülkelerinden gelen baskılara dayanamayarak, katı mali disiplin uygulamaya başlamışlardır. Bu önlemler Avrupa Birliği ve Avrupa Merkez Bankası'nın söz konusu ülkelere sağladığı ek fonlama ve likidite kaynaklarıyla beraber hükümetlerin kredibilitelerini arttırmış ve yatırımcıların söz konusu ülkelere güvenini

tazelemiştir. Euro Bölgesi ekonomilerine ve euronun değerine yönelik orta ve uzun vadede endişeler sürse de, ülkelerin yeni bir borç krizini engellemek için yaptıkları katı bütçe kısıntısı ve vergi hedefi açıklamalarının uzun vadeli endişeleri azaltmaya yardımcı olabileceği düşünülmektedir. Piyasalardaki olumlu etkinin ne kadar devam edebileceğini öngörmek zor olmakla birlikte, ülkelerin ortak hareket etme güdülerini kaybetmemeleri ve katı bütçe kesintisi ve vergi hedeflerini başarıyla uygulamaları durumunda ekonomilerinin ve piyasalarının daha istikrarlı hale gelmesi beklenebilir. Problemlili ülkelerin Euro Bölgesi toplam GSYİH içindeki payının yalnızca %18 civarında olduğu göz önüne alınırsa bu ülkelerde uygulanacak katı mali önlemlerin 2010, 2011 ve sonraki yıllarda bölgenin büyümesi üzerinde yaratacağı olumsuz etkinin de küçük olması beklenmektedir.

Sonuç

Açıklanan tüm yardım paketlerine karşın Avrupa borç krizinin kısa vadede tam olarak sona ermesi beklenmemekle birlikte, ağırlaşması da öngörülmektedir. Paketle birlikte, piyasalarda Yunanistan'a yardım yapılmazsa borçlarında yeniden yapılandırılmaya gidileceği ve borç krizinin başka ülkelere sıçrayacağına dair endişeler şimdilik azalmış görünürken, paketin Yunanistan'ın ya da diğer problemlili ülkelerin finansal problemlerine uzun vadede çözüm olamayacağı açıktır. Ancak en azından bölge ekonomilerine, uzun süreli ve zor bir süreç olan gevşek para politikasından çıkış ve katı mali önlemleri uygulama alanları için zaman kazandırmıştır. Yardım paketi ve Avrupa Finansal İstikrar Fonu'nun (EFSS) hayata geçmesi, Yunanistan'ın borç krizi sürecinde birlik mantığı içinde hareket edemediği yönünde eleştirilen AB'de mali birlik sağlanabildiğini göstermesi açısından da önemlidir. Bu fonla birlikte AB ülkeleri arasında mali politikaların koordinasyonu ve ülke risklerinin toplu şekilde korunması sayesinde ortak para birimi euronun geleceğini güvence altına alacak bir yapının oluşturulması sağlanmıştır. Bu denli büyüklükte bir fonun işlerliği zaman içinde netleşecek olmakla birlikte, finansal piyasalarda problemlili ülkelere yönelik risk algılamasının azalması durumunda Euro Bölgesi'ne yönelik kredi riski de azalacaktır.

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.