

## İÇİNDEKİLER

### ❖ Yurtiçi Ekonomi Raporu

#### **Nisan ayında dış ticaret açığı beklentilerin altında açıklandı...**

Açıklanan Nisan ayı dış ticaret açığı beklentilerin altında kalırken, yıllık artış hızının ivme kaybettiği görülmektedir. İhracat rakamları olumlu görünmesine karşın, ithalat rakamlarındaki yavaşlamanın henüz dikkat çekici boyuta ulaşmadığı görülmektedir. Bu gelişmeler altında, TCMB'nin 2010 yılının Aralık ayından itibaren ithalat talebini ve cari açığı düşürme yönünde aldığı sıra dışı önlemlerin etkilerinin ithalat rakamlarına yansımaları açısından bir süre daha beklenilmesi gerekebilecektir.

#### **Gıda fiyatlarında yaşanan yükselişle TÜFE Mayıs ayında sert bir şekilde arttı...**

Mart ayında %3.99 oranında artışla son 41 yılın en düşük seviyesine gerileyen Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE), Nisan ayında baz etkisinin azalmasıyla birlikte yeniden bir yükseliş trendine girmişti. Mayıs ayında ise TÜFE yıllık bazda, beklentilerin çok üzerinde artarak %4.26 seviyesinden %7.17 seviyesine yükselmiştir. TÜFE'de meydana gelen artışta mevsimsel olarak gıda fiyatlarındaki sert artış etkili olurken, önümüzdeki dönemde bu etkinin terse dönmesi ile yükselişlerin yavaşlaması mümkün olabilir.

#### **Cari işlemler açığında yavaşlama işaretleri gelmesine karşın yüksek seyir devam ediyor...**

Merkez Bankası'nın alışılmışın dışında politika uygulamalarının hedeflenen göstergeler üzerindeki etkileri giderek daha fazla dikkatle izlenmektedir. Özellikle cari işlemler açığının yıllık bazda 63.4 milyar dolara ulaşması risk algılarını canlı tutarken, cari açığın artışının yavaşlatılması bağlamında Merkez Bankası'nın kredi hacmindeki artış için amaçladığı seviyelere, artış hızında bir yavaşlama görülse de, henüz ulaşamamış olması bu konu üzerindeki tartışmaların devam etmesine neden olmaktadır.

#### **Kamu kesiminde güçlü bütçe performansı devam ediyor...**

Yaşanan küresel krizin ardından özellikle gelişmiş ülkelerin uyguladıkları politikalar söz konusu ülkelere ciddi mali yükler getirmiş ve çıkış sürecinde bütçe sorunlarıyla karşılaşmalarına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler de ise bütçe sorunları öncelikli sorun olarak ele alınmamaktadır. Türkiye ekonomisinde de krizin ardından bütçe açığında artış görülürken, izleyen yıllarda maliye politikalarında istikrar yeniden sağlanmıştır.

### ❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

#### **FED'in Niceliksel Genişleme Politikalarının Piyasalar Üzerindeki Etkisi ve QE3 İhtimali**

Küresel finansal kriz ardından gerek parasal gerekse mali alanda en ciddi ve çarpıcı önlemlerin alındığı ABD'de, Amerikan Merkez Bankası (FED), para politikasının herhangi bir limit olmaksızın genişletilebildiği niceliksel genişleme (Quantitative Easing) politikası uygulamıştır. FED'in uyguladığı niceliksel genişleme politikasında ikinci aşama (QE2) ise Haziran ayının sonunda sona erecektir. Bu çalışmada, niceliksel genişleme politikalarının piyasalar üzerindeki etkisi ve FED'in yeni bir niceliksel genişlemeye (QE3) gidip gitmeyeceği sorusu tartışılacaktır.

#### **ABD işgücü piyasalarında zayıf görünüm devam ediyor...**

ABD'de 3 Haziran tarihinde açıklanan tarımdışı istihdam ve işsizlik oranı verilerinin beklentilerden olumsuz bir tablo çizmesi dikkatlerin yeniden ABD işgücü piyasasına yönelmesine neden olmuştur. Başta konut sektörü olmak üzere ABD ekonomisine ilişkin endişeleri arttıran unsurlara işgücü piyasasındaki bozulmanın da eklenmesi, ABD ekonomisinde ikinci miktarsal genişlemenin biteceği Haziran ayı sonundan itibaren nasıl bir politika izleneceği konusunda soru işaretlerini arttırmaktadır.

#### **Gelişmekte olan ekonomilerde enflasyon riski büyüyor-Dünya Bankası "faiz artırım" çağırısı yaptı...**

Kriz ardından Gelişmiş Ülke (GÜ) ekonomilerine nazaran daha dinamik bir büyüme performansı sergileyen Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ)'lerde, son zamanlarda yaşanan yüksek enflasyon oranları dikkat çekmektedir. GOÜ'lerde yaşanan söz konusu enflasyonist baskıların nedenleri önemli bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır. Raporumuzda GOÜ'lerde artan enflasyon oranlarının altındaki nedenler incelenerek, söz konusu ülkelerdeki para politikaları değerlendirilecektir.

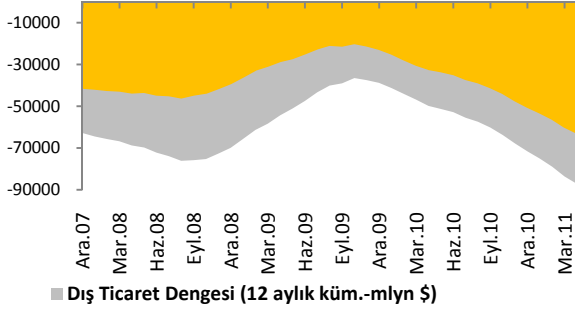
#### **Önümüzdeki Dönemde ABD Borsa Endekslerinin Seyrinde Etkili Olabilecek Gelişmeler**

Son dönemde ABD'de ekonomik büyümeye dair veriler kötüleşmeye başlarken, konut fiyatlarında kriz boyunca süren düşüşün yavaşlamakla birlikte tam olarak sona ermemesi, piyasalarda Ekim 2010'da başlayan ve Nisan 2011'de hız kazanan toparlanmanın Mayıs ayıyla birlikte yerini düşüşe bırakmasına neden olmuştur. Ancak önümüzdeki dönemde yatırımcıların bu düşüşleri bir fırsat olarak algılayabileceği ve yeniden bir toparlanmanın yaşanması beklenmekte olup, bu çalışmada önümüzdeki dönemde borsaların olası yukarı yönlü hareketinde etkili olabilecek gelişmeler incelenmiştir.

## Nisan ayında dış ticaret açığı beklentilerin altında açıklandı...

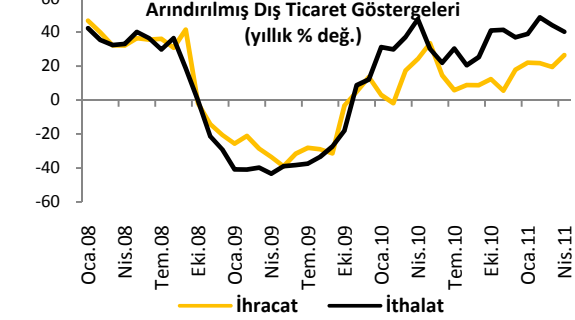
Açıklanan Nisan ayı dış ticaret açığı beklentilerin altında kalırken, yıllık artış hızının ivme kaybettiği görülmektedir. İhracat rakamları olumlu görünmesine karşın, ithalat rakamlarındaki yavaşlamanın henüz dikkat çekici boyuta ulaşmadığı görülmektedir. Bu gelişmeler altında, TCMB'nin 2010 yılının Aralık ayından itibaren ithalat talebini ve cari açığı düşürme yönünde aldığı sıra dışı önlemlerin etkilerinin ithalat rakamlarına yansımaları açısından bir süre daha beklenilmesi gerekebilecektir. Bu yazımızda açıklanan Nisan ayı dış ticaret rakamları değerlendirildikten sonra 2011 yıl sonu beklentileri üzerindeki riskler ele alınmıştır.

Grafik:1



Kaynak: TÜİK

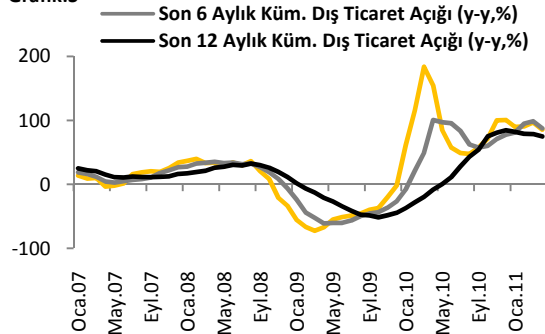
Grafik:2



Kaynak: TÜİK

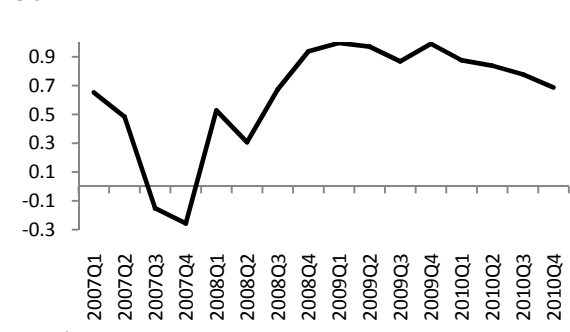
Dış ticaret açığı Nisan ayında geçen yılın aynı ayına göre %63.4 artışla 9.05 milyar dolar olarak gerçekleşirken, enerji hariç dış ticaret açığı yıllık bazda %55 oranında artarak 11.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu rakamlar ile gerek dış ticaret açığının gerek enerji hariç dış ticaret açığının yıllık artış hızının yavaşladığı görülmüştür. Açıklanan rakamlarda mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracatın Nisan ayında %9.2 oranında artış göstermesi sürpriz bir gelişme olarak dikkat çekmektedir. Ekonomik aktivite göstergelerinde gerileme yaşanmasına karşın, ihracatın aylık bazdaki artışında Aralık ve Ocak aylarında Türk Lirası'nda yaşanan değer kaybının gecikmeli etkisinin rol oynadığı söylenebilir. TCMB, 2010 yılının Aralık ayından itibaren cari işlemler açığındaki sert artışa dikkat çekerek finansal istikrarın önemini gündeme getirmiş ve ard arda sıradışı önlemleri uygulamaya koymuştur. TCMB uyguladığı politikaların net etkisinin 2011 yılının son çeyreğinde görüleceğini vurgularken, Mayıs ayındaki toplantısında zorunlu karşılıklarda "bekle-gör" politikasını izlemiştir. TCMB'nin sert zorunlu karşılık artışlarının ardından dış ticaret açığının artış hızındaki değişimler önemli hale gelmiştir. Bu amaçla son 3, son 6 ve son 12 aylık kümülatif dış ticaret açığının yıllık değişim hızı incelendiğinde, son 12 aylık kümülatif dış ticaret açığının yıllık artış hızı 2010 yılının Aralık ayında en yüksek seviyesine ulaşmış ve ardından yavaşlama eğilimine girmiştir. Ancak son 3 ve 6 aylık kümülatif dış ticaret açığının yıllık artış hızı Nisan ayına kadar artmaya devam etmiştir. Nisan ayında ise son 3 ve 6 aylık kümülatif dış ticaret açığının artış hızının da yavaşlama eğilimine girmesi dikkat çekmektedir. Nisan ayında son üç aylık kümülatif dış ticaret açığının yıllık artış hızı %96.8'den %85.5'e gerilerken bu oran 2010 yılının Ekim ayından beri görülen en düşük seviyeye işaret etmektedir. Nisan ayında son altı aylık kümülatif dış ticaret açığının yıllık artış hızı %98.6'dan %87.5'e gerilemiştir. Yaşanan dönüşün ardından Mayıs ayı rakamları artık daha da önem kazanmıştır. TCMB'nin

Grafik:3



Kaynak: TCMB

Grafik:4

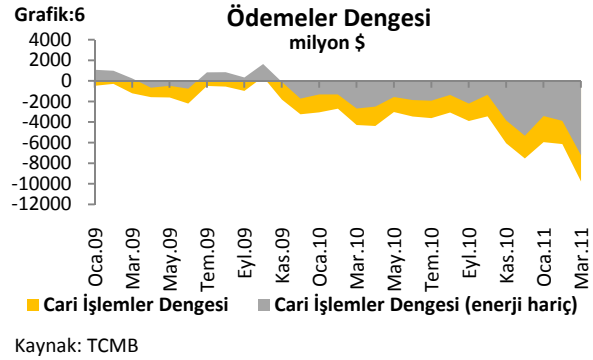
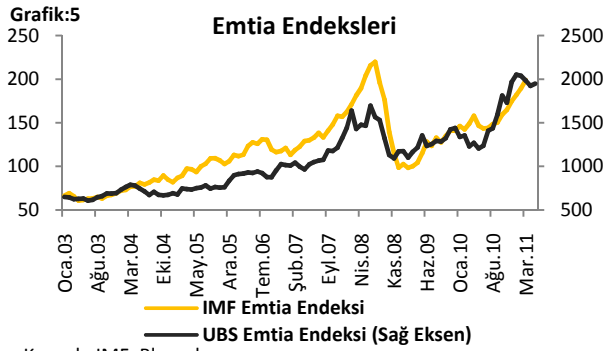


Kaynak: TCMB

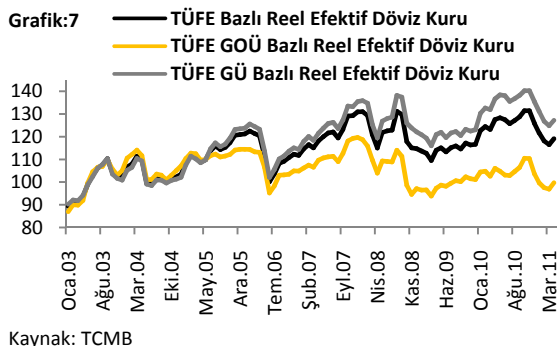
ortalamada 400 baz puan artırıma gittiği zorunlu karşılık oranlarının ilk etkisi Nisan ayının ikinci yarısından itibaren görülmeye başlanmasına karşın, Mayıs ayında etkinin daha net hissedilmeye başlayacağını söyleyebiliriz.

Yıllık artış hızında yaşanan dönüşün ardından, dış ticaret açığı ile büyüme arasındaki ilişkiyi ortaya koymak önemli olacaktır. Normal şartlarda ekonomilerde dış ticaret açığının büyümeye negatif katkısının olması beklenirken, ithalata dayalı büyüyen ekonomilerde dış ticaret açığı ile büyüme arasında pozitif bir ilişki görülebilir. Bu amaçla büyüme ile dış ticaret açığı arasındaki korelasyonu incelediğimizde, 1 yıllık korelasyonun pozitif bulunması dikkat çekmektedir. Söz konusu korelasyon zaman zaman %99 seviyelerine ulaşarak oldukça güçlü bir ilişkiye işaret ederken, zaman zaman ilişkinin bir miktar yavaşladığı görülmektedir. Türkiye’de son dönemde güçlü yurtiçi talebin ithalatı arttırdığı görülürken, ithalat içinde ara malının ortalama %70 ile oldukça yüksek bir paya sahip olması ithalat ile büyümenin aynı anda artmasının temel nedenini ortaya koymaktadır. Dış ticaret açığındaki yavaşlamanın devam etmesi durumunda özellikle 2011 yılının ikinci çeyreğinde büyüme yönlü riskler ortaya çıkabilir. Mayıs ayında PMI imalat endeksinin 50.6 ile kritik seviye olan 50 düzeyine yaklaşması bu endişeleri desteklemektedir.

### Artan Emtia Fiyatlarının Cari Açık Üzerine Etkisi



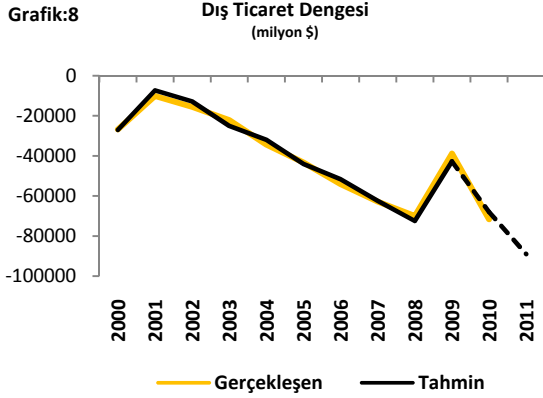
ABD’de ve diğer gelişmiş ülke ekonomilerinde gözlenen yavaş büyüme performanslarına karşın gelişmekte olan ülkelerin daha güçlü bir büyüme performansı sergilemesi, geçtiğimiz yılın Temmuz ayından itibaren emtia fiyatlarının hızla artmasına neden olmuştur. UBS ve IMF Emtia endeksleri 2010 yılının Temmuz ayından itibaren sırası ile %38.7 ve %57.6 değer kazanmıştır. Söz konusu emtia fiyat artışlarından, hammadde ithalatçısı olan Türkiye’de sert şekilde etkilenmiştir. Enerji fiyatlarının son zamanlardaki sert artışlarının cari açık üzerindeki etkisinin oldukça güçlü olduğu söylenebileceken, TCMB’nin cari açığı yavaşlatmak için aldığı önlemlerin ardından cari işlemler açığındaki artışın TCMB’nin kontrol edemediği enerji fiyatlarından kaynaklanıp kaynaklanmadığını ortaya koymak önemli görünmektedir. Yukarıdaki grafikte de görüleceği gibi cari işlemler dengesi ile enerji hariç cari işlemler dengesi arasındaki spreadin giderek arttığı görülmektedir. Ayrıca cari işlemler açığının yıllık artış hızı artmasına karşın, enerji hariç cari işlemler açığının artış hızı bir miktar yavaşlamıştır. Ancak yavaşlamanın henüz dikkat çekici bir boyuta ulaşmadığı görülmektedir. Bununla birlikte emtia fiyatlarının yukarı yönlü hareketinin Nisan ayında bozulduğu görülürken, emtia fiyatlarının yukarı yönlü hareketine devam edip etmemesi önümüzdeki dönemde önemli olacaktır.



TCMB’nin aldığı önlemler ile birlikte reel efektif döviz kurunun yıl başına göre yaklaşık %5.5 oranında gerilediği görülürken, döviz kurunun gecikmeli etkisinin görülmeye başlanması ile birlikte dış ticaret açığı artış hızının önümüzdeki dönemde yavaşlaması mümkün olabilir. Ancak Nisan ayında reel efektif döviz kurunda yaşanan dönüş dikkat çekmektedir. Söz

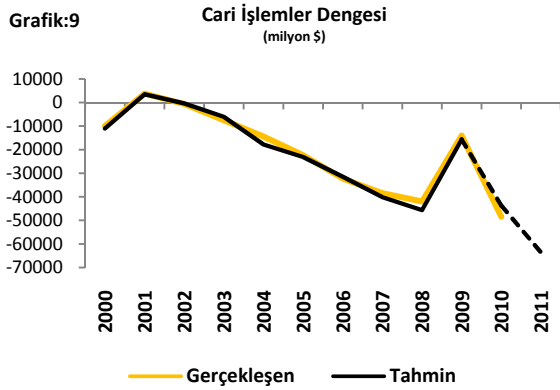
konusu aşağı yönlü hareketin dış ticaret rakamlarına ne ölçüde yansıtacağı yılbaşından beri yakalanan aşağı yönlü hareketin bundan sonra devam edip etmeyeceğine bağlı olabilecektir.

### 2011 yıl sonu dış ticaret ve cari işlemler açığı tahminimizi yukarı yönde revize ediyoruz...



Kaynak: TCMB, VakıfBank

TCMB'nin 2010 yılının Aralık ayından itibaren aldığı sıradışı önlemlere karşın, gerek dış ticaret açığı gerek cari işlemler açığı artmaya devam etmektedir. Emtia fiyatlarında yaşanan yukarı yönlü hareketlerin gecikmeli etkileri de göz önüne alındığında söz konusu değişkenlere ilişkin 2011 yıl sonu beklentimiz üzerinde riskler artmış görünmektedir. Bu çerçevede, 2011 yılında dış ticaret açığının seyrini öngörebilmek için oluşturduğumuz model kapsamında iç ve dış talep göstergeleri ile kur ve petrol fiyatlarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Yılın ilk 4 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre sert şekilde %86.6 oranında genişleyen dış ticaret açığının, iç talebin dış talebe göre daha olumlu bir görünüm sergilemesi ile artmaya devam ettiği görülmektedir. Nisan ayı itibari ile son on iki aylık toplamda 87.2 milyar dolara ulaşan dış ticaret açığında TCMB'nin aldığı önlemlerin tam etkisinin görülmeye başlaması ile birlikte yıllık artış hızının zayıflayacağını düşünüyoruz. Oluşturduğumuz ekonometrik model de dış ticaret açığının 2011 yılında genişlemeye devam edeceği yönündeki görüşümüzü desteklerken, 2011 yılında dış ticaretin 89 milyar dolar açık vermesini bekliyoruz. Böylece dış ticaret açığının GSYİH'ya oranının %11 olması öngörülmektedir



Kaynak: TCMB, VakıfBank

Cari işlemler hesabında önemli bir paya sahip olan dış ticaret tahminleri ışığında, cari işlemler açığı tahmin edilmiştir. Oluşturduğumuz ekonometrik modelimizde gerçekleşen cari işlemler açığı ile tahmin edilen cari işlemler açığı arasındaki uyum dikkat çekerken, 2011 yılında cari işlemler açığındaki genişleme trendinin devam etmekle birlikte yavaşlaması mümkün görünmektedir (Bkz. Grafik-9). 2011 yılında dış ticaret açığının 89 milyar dolar olacağı beklentisi altında cari işlemler dengesinin 64 milyar dolar açık vermesi ve böylece cari işlemler açığının GSYİH'ya oranının %8 olması beklenmektedir..

TCMB'nin Mart ayında ortalama 400 baz puanlık zorunlu karşılık oranı artışının, Nisan ayı dış ticaret verilerinde henüz önemli bir etkisi görülmezken, TCMB politikalarının dış denge rakamlarına yansımalarını net olarak görmek için önümüzdeki ayların beklenmesi yararlı olacaktır. TCMB raporlarında cari açığı azaltma yönünde aldığı önlemlerin etkilerinin dördüncü çeyrek itibariyle görüleceğini belirtmiştir. Bu nedenle TCMB'nin 'bekle-gör' politikasını devam ettirmesi beklenirken alınan önlemlerin dış ticareti ve cari açığı beklendiği gibi yavaşlatmaması durumunda TCMB'nin faizi artırımlarına başlaması mümkün görünmektedir. Bunun yanı sıra maliye politikasının sıkılaştırma yönünde yaptığı katkıyla TCMB politikalarının cari açığı azaltma yönünde daha olumlu etki yapması beklenebilir.

## Gıda fiyatlarında yaşanan yükselişle TÜFE Mayıs ayında sert bir şekilde arttı...

Mart ayında %3.99 oranında artışla son 41 yılın en düşük seviyesine gerileyen Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE), Nisan ayında baz etkisinin azalmasıyla birlikte yeniden bir yükseliş trendine girmişti. Mayıs ayında ise TÜFE yıllık bazda, beklentilerin çok üzerinde artarak %4.26 seviyesinden %7.17 seviyesine yükselmiştir. TÜFE’de meydana gelen artışta mevsimsel olarak gıda fiyatlarındaki sert artış etkili olurken, önümüzdeki dönemde bu etkinin terse dönmesi ile yükselişlerin yavaşlaması mümkün olabilir.

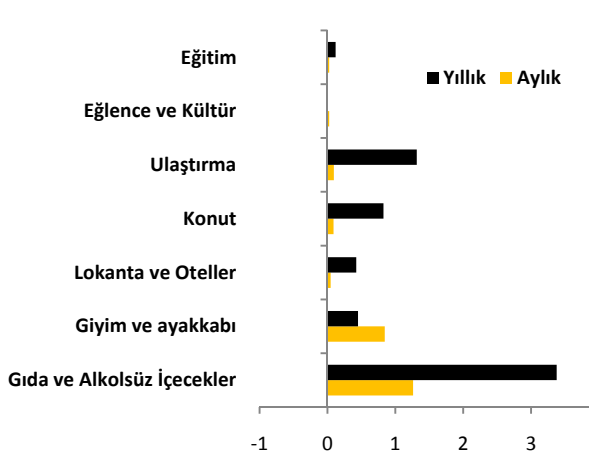
| Tablo:1                            | TÜFE     | ÜFE      |
|------------------------------------|----------|----------|
| (2003=100)                         | Mayıs 11 | Mayıs 11 |
| Bir önceki aya göre                | 2.42     | 0.15     |
| Bir önceki yılın Aralık ayına göre | 4.93     | 6.20     |
| Bir önceki yılın aynı ayına göre   | 7.17     | 9.63     |
| On iki aylık ortalamalara göre     | 6.64     | 9.21     |

Kaynak:TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Mayıs ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %1.02 artış yönünde olan piyasa beklentilerinin ve %1.0 artış yönünde olan bizim beklentimizin çok üzerinde %2.42 oranında gerçekleşmiştir. Böylece yıllık bazda TÜFE, %4.26 seviyesinden Mayıs ayında %7.17 seviyesine yükselmiştir. Bizim ve piyasasının

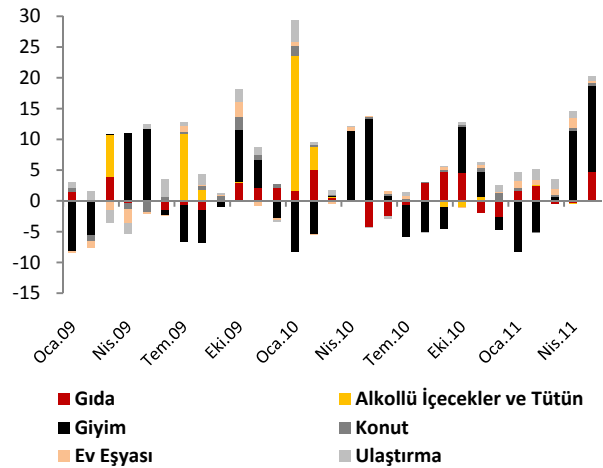
beklentilerindeki sapmanın temel nedeni, 2003 bazlı seriye göre Mayıs aylarında genelde negatif gelen ve taze meyve fiyatlarında sezon geçişlerinden kaynaklanan yüksek artışların etkisiyle ilk defa sert şekilde yükselen gıda fiyatları ve baz etkisi olmuştur.

Grafik:1 TÜFE Harcama Gruplarının Katkısı (puan)



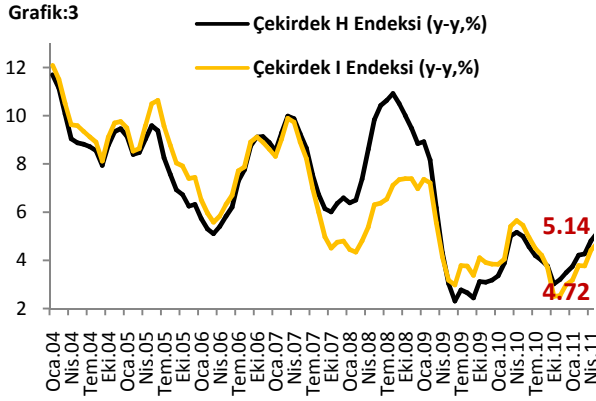
Kaynak: TÜİK

Grafik:2 Ana Harcama Grubundaki Aylık Artış (%)



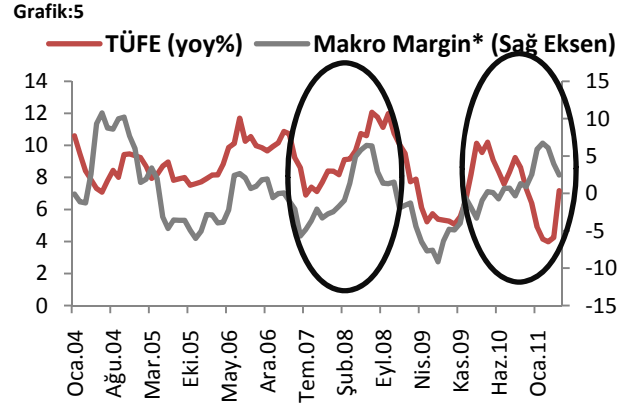
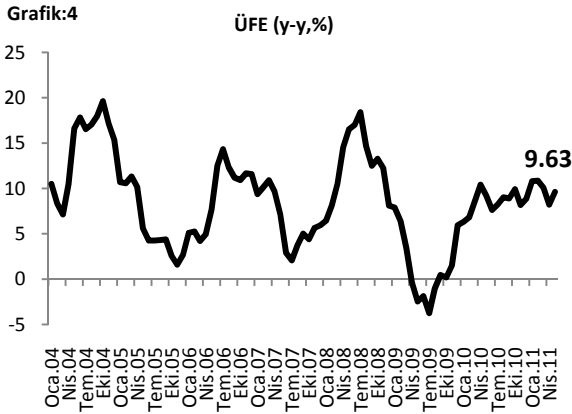
Kaynak: TÜİK

Mayıs ayında TÜFE'nin beklentilerin oldukça üzerinde gelmesinde gıda fiyatlarında meydana gelen güçlü hareketlenme dikkat çekerken, bu durum gıda fiyatlarının manşet enflasyon üzerindeki belirleyiciliğini ispat eder niteliktedir. Gıda fiyatlarında aylık bazda yaşanan sürpriz %4.71'lik artış, TÜFE’de aylık bazda yaşanan %2.42’lik artışa 1.26 puan katkı sağlamış, böylece gıda grubu Mayıs ayında, geçen ay yıllık bazda tarihinin en düşük seviyesi olan %2.82 seviyesine gerilemesinin ardından %12.61’e yükselmiştir. Gıda fiyatlarındaki artışın yanı sıra, giyim grubunda yeni sezonun başlaması ile birlikte yaşanan aylık %11.68’lik artış beklentilerimize paralel olarak gerçekleşmiş ve söz konusu grup enflasyondaki aylık artışa 0.84 puan artış yönünde katkı yapmıştır. Gıda ve giyim grubundaki sert yükselişlerin haricinde, diğer alt gruplarda daha olumlu bir eğilim gözlenmiş, ulaştırma grubunda yaşanan %0.63’lük artış beklentilerimize paralel bir görünüm sergilenmiştir.



Özel kapsamlı TÜFE göstergelerinde ise, H ve I endeksleri sırasıyla aylık bazda %1.55 ve %1.89 oranlarında artış göstermiştir. Böylece, gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I Endeksi) yıllık bazda %4.77 artış yönünde olan beklentimize paralel %4.72 oranında gerçekleşmiştir. Öte yandan enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altını içermeyen çekirdek enflasyon (H Endeksi) ise yıllık bazda, Nisan ayında %4.81 artış yaşamasının ardından Mayıs ayında %5.14'e yükselerek, Nisan 2010'dan bu

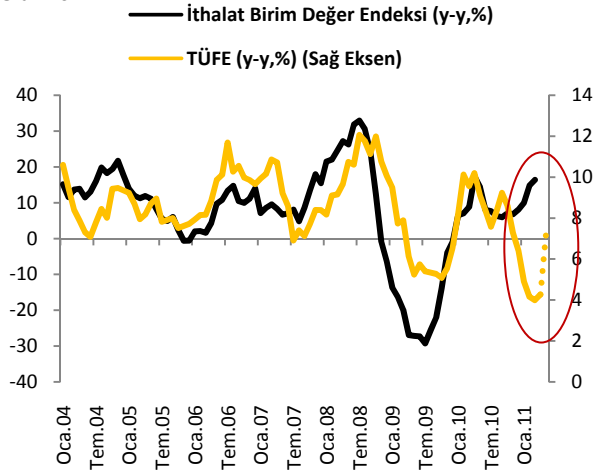
yana gerçekleşen en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Böylece geçtiğimiz ay yıllık manşet enflasyonun üzerine çıkan çekirdek göstergeler yeniden manşet enflasyon seviyesinin altına düşmüş ve aradaki fark yeniden genişlemiştir. Çekirdek göstergelerde meydana gelen bu artışta yeni sezon ile birlikte sert şekilde yükselen giyim fiyatlarının etkili olduğunu söyleyebiliriz. Ayrıca, 2010 yılının Ekim ayından beri yükseliş trendinde olan çekirdek I endeksinin hareketi önümüzdeki dönemde de önemli olacaktır.



Üretici fiyatları endeksi (ÜFE) ise Mayıs ayında aylık bazda %0.15 artışla yıllık bazda %9.63 olarak gerçekleşmiştir. Tarım fiyatları bu dönemde %1.93 oranında gerilerken, emtia fiyatlarındaki artışın etkileri ile kurdaki hareketler çerçevesinde Mayıs ayında imalat sanayi genelinde fiyatların yükseldiği gözlenmektedir. ÜFE'de artış hızının yavaşladığı dikkat çekerken, TÜFE'de yaşanan sert artış ile ÜFE ile TÜFE arasındaki farkın daraldığı izlenmektedir. Yukarıdaki Grafik-5'te makro marjın ile TÜFE arasındaki farkın kapandığı görülmektedir. Makro marjındaki hareketlerin TÜFE'ye öncülük ettiği göz önüne alınarak geçmiş dönemlerde makro marjının hareketleri incelendiğinde, Makro marjındaki (ÜFE ile TÜFE arasındaki fark) yükselişlerin TÜFE'yi gecikmeli olarak yukarı ittiği dikkati çekmektedir. Bu nedenle tarihinde yayınladığımız raporumuzdaki beklentimizde paralel olarak Mayıs ayında makro marjındaki yükselişin TÜFE'ye yansıdığı görülmektedir. Diğer yandan Mayıs ayında ÜFE'de tarım fiyatlarının aylık bazda %1.92 oranında daralması önümüzdeki dönemde TÜFE'de gıda fiyatlarına ilişkin baskıları hafifletebilecektir. Özellikle Nisan ayında TÜFE'de yaşanan artışta mevsimsel olarak meyve sebze fiyat artışlarının etkili olduğu görülürken, önümüzdeki aylarda bu etkinin terse dönmesi gıda fiyatlarında düşüşe hız kazandırabilecektir.

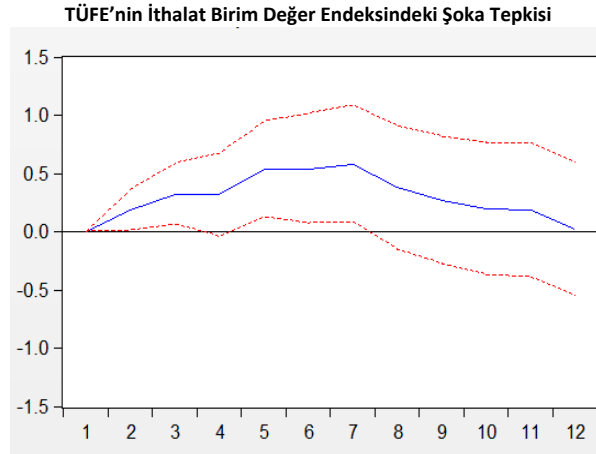


Grafik:6



Kaynak: TCMB

Grafik:7



Kaynak: TCMB, Vakıfbank

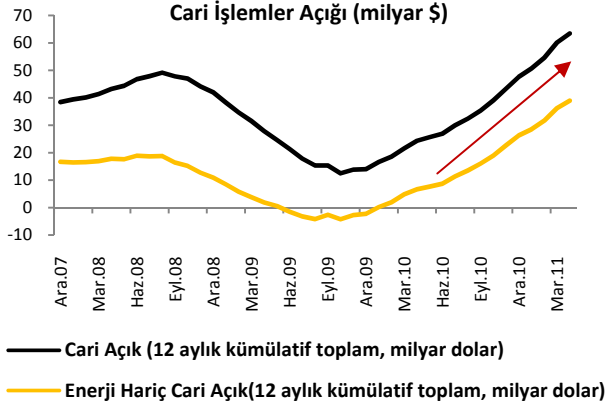
Enflasyonun hareketini incelemek için ithalat birim değer endeksinin yıllık artış hızı ile TÜFE'nin yıllık artış hızı incelendiğinde (Bkz. Grafik-6), genelde ithalat birim değer endeksindeki değişimlerin 3-4 ay sonra TÜFE'ye yansıdığı görülmüştür. Ancak 2010 yılının Kasım ayından sonra yükselişe geçen ithalat birim değer endeksindeki artışların TÜFE'ye yansımalarının 2011 yılının ilk çeyreğindeki olumlu baz etkisi ile bir miktar ötelendiği görülmüştür. Özellikle Mayıs ayına kadar ithalat birim değer endeksi ile TÜFE arasındaki farkın geçmişte olmadığı kadar açıldığı görülürken, açıklanan Mayıs ayı rakamı ile farkın kapanmaya başladığı dikkat çekmektedir. İthalat birim değer endeksinde gelebilecek olası şoklara karşı enflasyonun tepkisi, etki-tepki analizi ile Grafik-7'de incelenmiştir. İthalat birim değer endeksinde meydana gelen 1 standart sapmalı şoka enflasyonun 0.5 tepki verdiği gözlenirken, tepkinin 1 dönem gecikmeli olması dikkat çekmiştir. Ayrıca iki değişken arasındaki 1 ay gecikmeli korelasyonun da ortalama %70 ile oldukça güçlü olması yaptığımız etki-tepki analizini destekler niteliktedir.

Ancak TÜFE'de yaşanan söz konusu artışa karşın, başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarının artış hızının yavaşlaması ve kurun da önümüzdeki günlerde daha stabil hale gelmesi ile birlikte TÜFE'de yaşanan artış yavaşlayabilir. Mayıs ayında TÜFE'de yaşanan bu artışın piyasaların beklediğinden hızlı bir hareket olduğu görülürken, yıllık TÜFE, yılsonu beklentimiz olan %7.15'in üzerine çıkmıştır. Bu artışın TCMB'nin son açıklamalarında belirttiği üzere gıda gibi kontrol edilemeyen kalemlerden kaynaklandığı görülürken, bu ay yaşanan artışın devam etmemesi beklenebilir. Ancak TCMB'nin ve piyasaların beklentilerine karşın fiyat hareketlerindeki yukarı yönlü baskıların devam etmesi halihazırda sıradışı önlemlerle ekonomiyi soğutmaya çalışan TCMB'nin daha erken ve daha hızlı faiz artırımına gitmesine yol açabilir. Fakat şu an beklentimiz TCMB'nin Ağustos veya Eylül ayında başlayarak 25'er baz puan şeklinde 3 kez faiz arttıracığı ve politika faizinin yıl sonunda %7.0 seviyesine yükseleceği yönündedir.

### **Cari işlemler açığında yavaşlama işaretleri gelmesine karşın yüksek seyir devam ediyor...**

Merkez Bankası'nın alışılmışın dışında politika uygulamalarının hedeflenen göstergeler üzerindeki etkileri giderek daha fazla dikkatle izlenmektedir. Özellikle cari işlemler açığının yıllık bazda 63.4 milyar dolara ulaşması risk algılamalarını canlı tutarken, cari açığın artışının yavaşlatılması bağlamında Merkez Bankası'nın kredi hacmindeki artış için amaçladığı seviyelere, artış hızında bir yavaşlama görülse de, henüz ulaşılamamış olması bu konu üzerindeki tartışmaların devam etmesine neden olmaktadır. Bunun yanında cari işlemler açığı için önemi büyük olan döviz kurundaki gelişmeler de bu raporumuzda yer bulmaktadır.

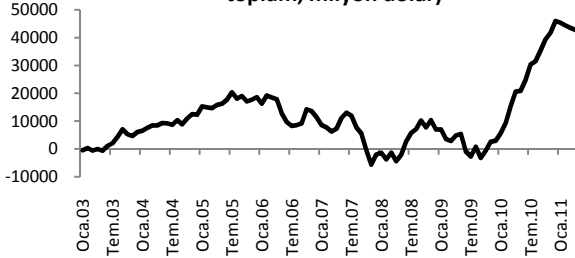
Grafik -1



Kaynak: TCMB, TÜİK

Nisan ayında cari işlemler açığı bir önceki yılın aynı ayına göre %77 artarak 7.68 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Ocak-Nisan dönemi itibariyle değerlendirildiğinde, 2011 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %113.8'lik artış gösteren cari açık 29.6 milyar dolara ulaşmıştır. Son on iki aylık kümülatif toplamda ise cari işlemler açığı 2011 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre %160.6 oranında artarak güçlü seyrini devam ettirmiş ve 63.4 milyar dolara ulaşmıştır. Son on iki aylık toplamda cari işlemler açığının artmaya devam etmesine karşın yıllık bazda artış hızının yavaşlamasının sürmesi önemli bir gelişme olarak dikkat çekmektedir. Enerji hariç cari işlemler açığı ise Nisan ayında son 12 aylık kümülatif toplamda 39 milyar dolara yükselmiş, yıllık artış hızı ise %169'dan %108'e sert şekilde gerilemiştir. Bu durumda petrol ithalatına dayanan bir ülke olan Türkiye'de petrol fiyatlarında yaşanan artışların cari işlemler açığı üzerindeki gecikmeli olumsuz etkilerinin Nisan ayında da yaşanmaya devam ettiği söylenebilir. Artan petrol fiyatları halihazırda son on iki aylık toplamda 63.4 milyar dolar olan cari işlemler açığı üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir.

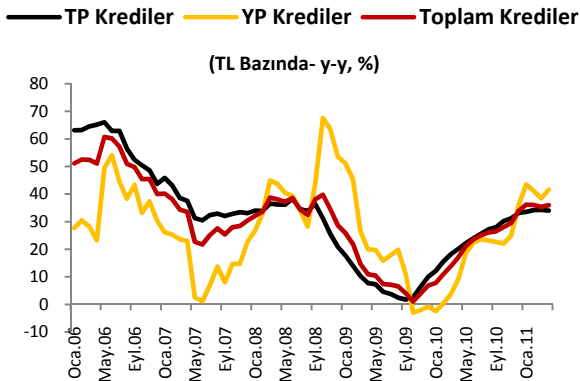
Grafik -2 Kısa Vadeli Sermaye Akımları (12 aylık kümülatif toplam, milyon dolar)



Kaynak: TCMB

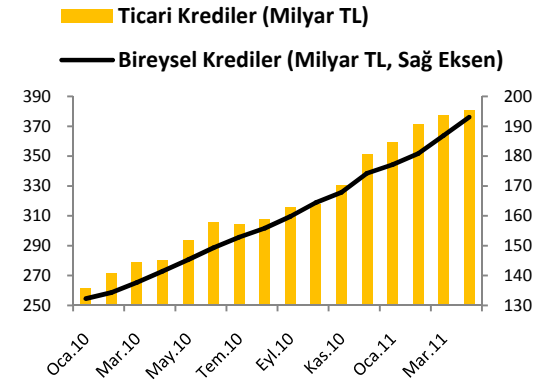
Cari işlemler açığındaki artış hızına ek olarak, cari açığın finansman kalitesi de Merkez Bankası'nın (TCMB) politikaları açısından önemli bir belirleyici konumundadır. Gelişmiş ülkelerin (GÜ) genişletici para politikalarının küresel likiditeyi artırması gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli sermaye akımlarının sert bir şekilde artmasına yol açmış ve Türkiye de bu durumdan etkilenmiştir. Ödemeler Dengesi verilerinden kısa vadeli sermaye girişleri incelendiğinde, 2009 yılı Ekim ayından beri düzenli olarak artmakta olan akımların, bu yılın başından beri azalmakta olduğu dikkat çekmektedir. Bu durum üzerinde Türkiye'de diğer gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) kıyasla daha düşük olan reel faiz oranlarının, Türkiye'yi daha az cazip hale getirmesi, etkili olmaktadır.

Grafik -3



Kaynak: BDDK

Grafik-4:

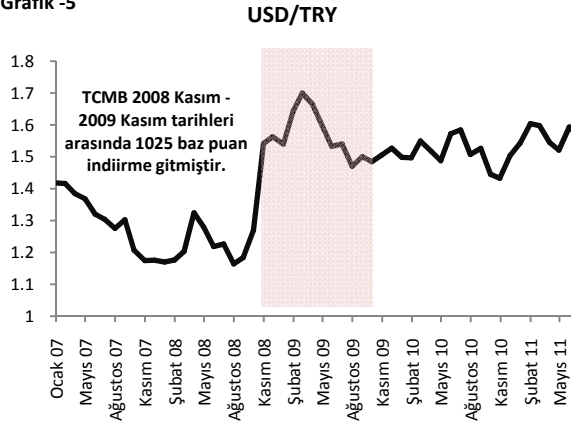


Kaynak: BDDK



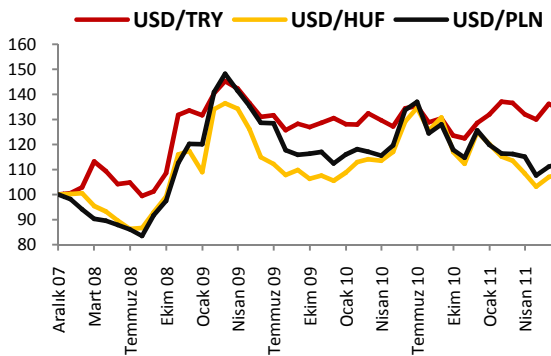
Bankacılık sektörünün en önemli plasman kalemi olma özelliğini koruyan krediler ekonomide yaşanan toparlanmaya bağlı olarak 2009 yılının ikinci yarısından itibaren artmaya başlamış ve 2010 yılında hızlı bir büyüme trendi sergilemiştir. Yıllık bazda toplam krediler %36 oranında artarak 2011 yılının Nisan ayında 573 milyar TL'ye ulaşırken, hem TP hem de toplam kredilerin yüksek seviyelerini koruduğu görülmektedir. Ancak YP kredilerin, TP ve toplam kredilere kıyasla daha sert bir biçimde yükseldiği dikkat çekmektedir. Özellikle TL zorunlu karşılık oranlarının kapsamının çeşitlendirilmesi ve artırılması ile TL kredilerde daha sınırlı bir artış yaşanırken, YP zorunlu karşılık oranlarında Nisan ayına kadar değişikliğe gidilmemesi ile YP kredilerde 2009 yılı Aralık ayından itibaren yaşanan artış devam etmiştir. Diğer yandan kredi türlerinin artış hızı incelendiğinde yıllık bazda kredi türlerinde yaşanan artışın devam ettiği görülmektedir. Yıllık artış hızı tüketici kredilerinde %41.6, bireysel kredilerde %36.4 ve ticari kredilerde %35.7 ile yüksek seviyelerini korumaktadır. Son dönemde artan sermaye girişleri iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışmayı belirginleştirmekte, bu durum hızlı kredi genişlemesi ve uyarılan ithalat talebi kanalıyla cari dengede bozulmaya yol açmaktadır. Krediler ve cari açığındaki hızlı artış, finansal istikrara dair kaygıları gündeme getirmektedir. Ancak bu durum karşısında TCMB'nin finansal risklerin azaltılmasına katkıda bulunmak adına zorunlu karşılık oranlarını artırma kararının, krediler üzerinde sınırlı da olsa etki gösterdiği görülmektedir.

Grafik-5



Kaynak: Reuters

Grafik-6

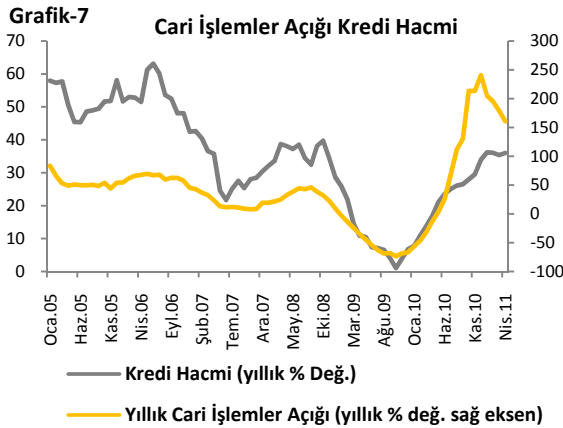


Kaynak: Reuters

TCMB'nin politika araçlarında kur da önemli bir belirleyici unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. 2008 yılında yaşanan global krizle beraber faiz indirimlerine başlayan TCMB, indirimlere 2009 Kasım ayına kadar devam etmiş ve bu süreçte 1025 baz puan faiz indirerek en yüksek miktarda faiz indirimine giden merkez bankası olmuştur. 2010 yılında başlayan global ekonomik toparlanmayla beraber pek çok ülke faiz artırımlarına başlarken, Türkiye'nin yüksek cari açık ve diğer ülkelere oranla daha yüksek bir reel faiz seviyesinde olması nedeniyle faiz artırımını sürecine başlamadığı görülmektedir.

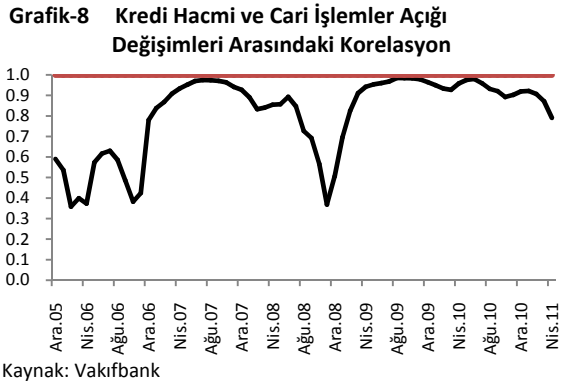
Türkiye gibi yüksek cari açığa sahip Polonya ve Macaristan gibi ülkelerin para birimlerinin dolar karşısındaki değeri incelendiğinde, TCMB'nin aldığı önlemler nedeniyle TL'nin diğer GOÜ para birimlerinden ayrışarak daha düşük bir performans sergilediği dikkat çekmektedir. TL'nin değer kaybetmesine karşın ithalatta ve dolayısıyla cari açığındaki artışın devam etmesi, alınan parasal önlemlerin cari işlemler açığının artış hızını yavaşlatmada yeterli olmadığına, daha çok verimlilik artışıyla yapısal bir takım önlemlerin alınması gerektiğine işaret etmektedir. TCMB'nin aldığı

önlemlerin iç talep kanalı ile cari işlemler açığı üzerindeki beklenen etkiyi gösterememesi faiz politikası üzerinde belirleyici olacaktır.



Kaynak: TCMB

genişlemesinin boyutlarının TCMB'nin dile getirdiği %25 seviyelerine çekilmesi için ek önlemlere ihtiyaç duyulup duyulmayacağı önem kazanacaktır.



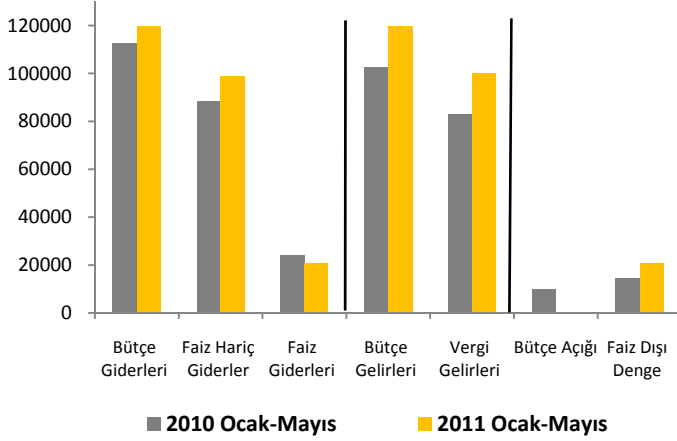
arasındaki yüksek doğrusal ilişki (korelasyon) istatistikî olarak görülmektedir.

Sonuç olarak, son dönemde TL'de bir miktar değer kaybı görülürken, kredi hacminin artış hızında da hafif bir yavaşlama dikkat çekmektedir. Ancak cari işlemler açığının yüksek seviyesini sürdürmesi, bu konudaki risk algılamalarını canlı tutarken, Merkez Bankası tarafından alınan önlemlerin gecikmeli etkilerinin tam olarak kendini göstermesi için bir süre daha beklenilmesi yararlı görülmektedir. Merkez Bankası'nın son aylarda izlediği bekle-gör politikasının sonunda ortaya çıkacak tablo yeni politika açılımları için belirleyici olacaktır.

### ***Kamu kesiminde güçlü bütçe performansı devam ediyor...***

*Yaşanan küresel krizin ardından özellikle gelişmiş ülkelerin uyguladıkları politikalar söz konusu ülkelere ciddi mali yükler getirmiş ve çıkış sürecinde bütçe sorunlarıyla karşılaşmalarına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler de ise bütçe sorunları öncelikli sorun olarak ele alınmamaktadır. Türkiye ekonomisinde de krizin ardından bütçe açığında artış görülürken, izleyen yıllarda maliye politikalarında istikrar yeninden sağlanmıştır. Bu raporda piyasaların para politikalarına odaklandığı ve söz konusu politikaların ek maliye politikası önlemleri ile desteklenip desteklenmeyeceğinin tartışıldığı bir ortamda Türkiye ekonomisinin mali dengeleri ele alınmıştır. Bu çerçevede öncelikle bütçe gelişmeleri incelenmiş ardından buna bağlı borçlanma eğilimleri ele alınmış ve son olarak oluşan kamu borç stoku tartışılmıştır.*

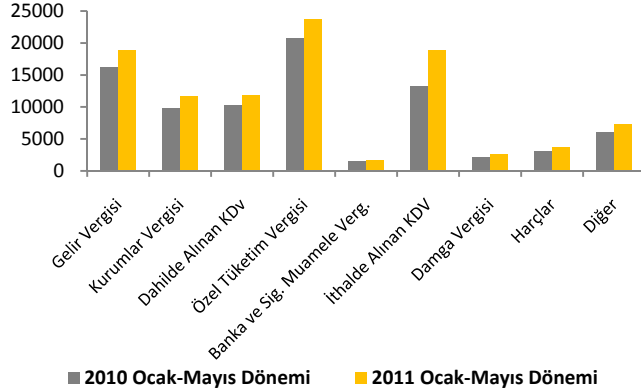
**Grafik-1 Bütçe Gerçekleşmeleri (milyon TL)**



Kaynak: Maliye Bakanlığı

Öte yandan 2011 yılı Ocak-Mayıs döneminde ise bütçe açığı, 2010 yılının aynı dönemine göre %97.7 oranında azalarak 233 milyon TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde faiz dışı denge ise 2010 yılının aynı dönemine göre %45 oranında artarak 20.6 milyar TL fazla vermiştir. Ocak-Mayıs döneminde bütçe giderleri de bir önceki yılın aynı dönemine göre %6.2 oranında artarak 119.6 milyar TL olmuştur. Bu dönemde faiz giderleri %13.8 oranında azalırken, en çok artış gösteren gider kalemi sermaye transferleri olmuştur.

**Grafik-2 Vergi Gelirleri (milyon TL)**



Kaynak: Maliye Bakanlığı

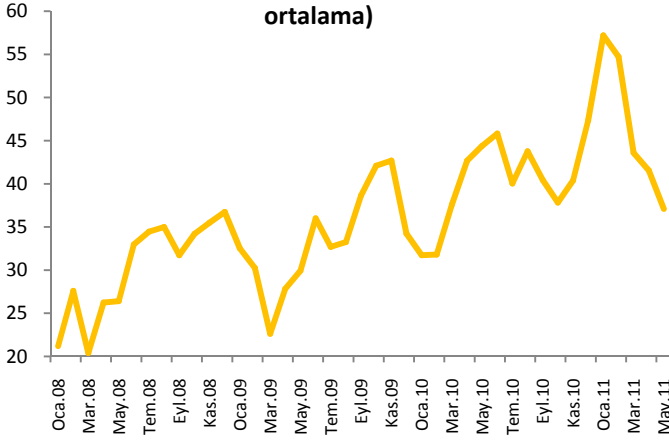
2011 yılının başından bu yana Mart ayı haricinde aylık olarak fazla veren Merkezi Yönetim Bütçesi Mayıs ayında da 2.8 milyar TL fazla vermiştir. Bütçe giderleri Mayıs ayında yıllık %27.5 artarak 24.3 milyar TL olurken, bütçe gelirleri ise yıllık %9.1 oranında artarak 27.1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Faiz dışı fazla ise yıllık bazda %13.5 azalarak 6.9 milyar TL olmuştur. Bütçe gerçekleştirmelerinde, faiz giderlerinin 2010 yılı Mayıs ayına göre %88 gibi yüksek bir oranda artarak 4 milyar düzeyinde gerçekleşmesi dikkat çekerken, bu artışın borç stokunun vade yapısına bağlı olarak dönemsel bir gerçekleşme olduğu söylenebilir.

Ocak-Mayıs döneminde bütçe gelirleri %16.3 oranında artarken, gelirlerdeki bu artışın vergi gelirlerindeki artıştan kaynaklandığı görülmektedir. Bu dönemde vergi dışı diğer gelirler %5.9 oranında azalırken, vergi gelirleri ise %20.8 oranında artış göstermiştir. Aynı dönemde vergi gelirlerindeki yüksek oranlı artışın etkisiyle vergi gelirlerinin faiz hariç bütçe giderlerini karşılama oranı da %101.3'e yükselmiştir. Vergi türlerine bakıldığında ise en çok artış, ithalde alınan katma değer vergisi gelirlerinde gerçekleşmiş ve bu kalemden %42.7 oranında artış yaşanmıştır.

Bütçe dengesinden farklı olarak fiilen harcanan paralarla fiilen gerçekleşen gelirler arasındaki farkı gösteren hazine nakit dengesine bakıldığında ise 2011 Ocak-Mayıs döneminde hazinenin 2.5 milyar TL düzeyinde açık verdiği görülmektedir. Ancak geçen yılın aynı dönemiyle karşılaştırıldığında hazinenin nakit açığı %74 oranında azalmıştır. Bütçe açığındaki azalışla beraber, hazine nakit dengesindeki açığın da azalması, Türkiye bütçe disiplinine dair olumlu bir tablo çizmektedir.

Türkiye ekonomisinde bütçe performansının, kamu kesimi borçlanma gereksinimlerini ve böylece tahvil-bono piyasasında arzın belirlenmesi açısından finansal piyasalar üzerinde de önemli etkileri olmaktadır. Bu bağlamda, kamu kesimi performansının borçlanma pozisyonuna yansımaları itibarıyla da değerlendirilmesi yararlı görülmektedir. Kriz sonrası çıkış sürecinde yakalanan olumlu bütçe performansı 2010 yılında borçlanma dinamiklerine de yansımıştır. Güçlü bütçe performansının da etkisiyle borçlanma dışı kaynakların artması, %99.5 olarak gerçekleşmesi planlanan iç borç çevirme oranının %89.5 seviyesine inmesini sağlamıştır. Aynı şekilde 2011 yılının kalan bölümünde de kamu dengelerinde bir bozulma görülmediği takdirde bu yıl için belirlenen %88'lik iç borç çevirme oranının daha düşük gerçekleşmesi mümkün olabilecektir.

**Grafik-3 İç Borçlanmanın Vadesi (3 ay hareketli ortalama)**

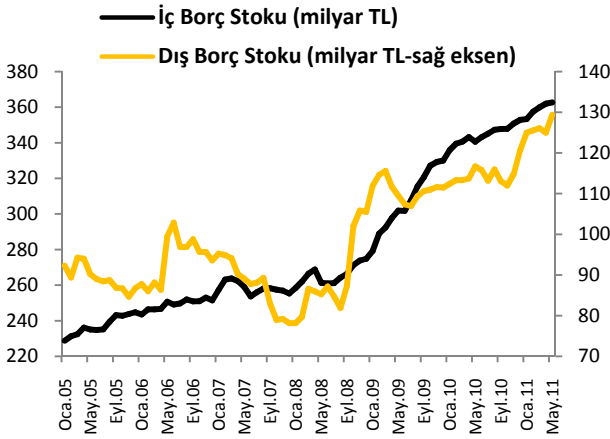


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

yaşadığı sorunlar yatırımcıların tercihlerinde etkili olmaktadır.

Gerek yurtiçinde maliye politikalarının güçlü bir görünüm sergilemesi gerekse yurtdışında krizden çıkış sürecinin belirginleşmesi 2010 yılında borçlanmanın vadesine de yansımıştır. 3 aylı hareketli ortalamalar halinde baktığımızda krizin hemen ardından düşen iç borçlanmanın ortalama vadesi 2009 ve 2010 yıllarından yükseliş eğilimi göstermiştir. 2011 yılının ilk çeyreğinde de yükselişini sürdüren vade artışı son aylarda bir miktar gerilemiştir. Bu düşüşte yurtdışı piyasalardaki bozulmanın yatırımcıların risk algılamalarında yarattığı bozulma etkili olmuştur. Gerek ABD'den büyümeye ilişkin gelen olumsuz veriler gerekse Avrupa'da başta Yunanistan'ın

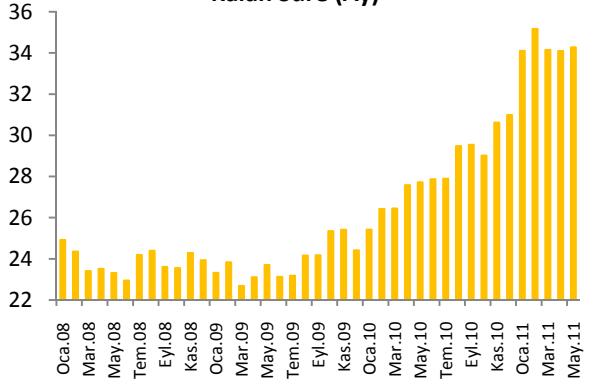
**Grafik-4**



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

**Grafik-5**

**İç Borç Stoku Ort. Vadeye Kalan Süre (Ay)**



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Merkezi yönetim bütçe verilerinin yanı sıra kamu maliyesinde büyük önem arz eden Merkezi Yönetim Borç Stoku verileri incelendiğinde, 2011 yılının Mayıs ayı itibariyle 492.1 milyar TL olarak gerçekleşen merkezi yönetim borç stokunun 129.4 milyar TL tutarındaki %26'lık kısmının dış, geriye kalan %73 oranındaki büyük kısmının ise 362.7 milyar TL ile iç borç stokundan meydana geldiği görülmüş, iç borç stokunun gerçekleşen son rakamıyla yıllık bazda %6.5 oranında artış göstermesi ise dikkat çekmiştir. Öte yandan gerçeklen iç borç stokunun %84.5 ile oldukça büyük bir kısmının özel sektörden kaynaklanması dikkat çeken bir diğer nokta olmuştur. Mayıs ayında, iç borç stokunun %50.1 oranındaki kısmı sabit faizli borçlardan kaynaklanırken geriye kalan %49.9 oranındaki kısmı ise değişken faizli borçlardan oluşmuş ve meydana gelen iç borç stokunun %15.5 oranındaki kısmının kamu harcamalarından kaynaklandığı görülmüştür. Gerçekleşen iç borç stokunun yanı sıra, iç borç stokunun ortalama vadesi de borç stokunun sürdürülebilirliği açısından önem taşımaktadır. İç borç stokunun ortalama vadeye kalan süresinin, kriz döneminde oldukça düşük seviyelerde yatay bir seyir izlemesinin ardından, özellikle 2010 yılıbaşıandan bu yana istikrarlı bir artış sergilediği görülmektedir (Bkz. Grafik-5). Borç stokunun vadesinin uzaması halinde borçları çevirme hızının düştüğünü göz önüne alırsak, bu

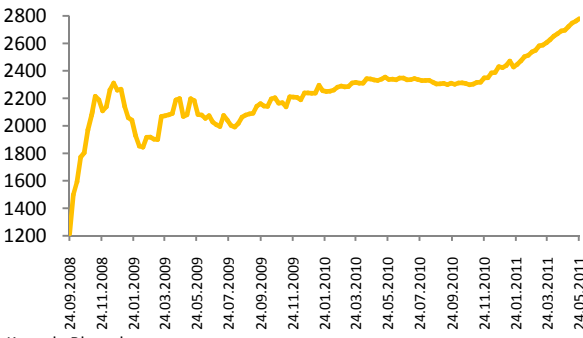
kapsamda söz konusu vade süresinin 2011 yılı itibariyle yeniden yatay bir seyir izlemeye başlamasının nispeten daha ılımlı bir gelişme olduğu söylenebilmektedir.

Bütçe dengelerinin birçok gelişmiş ülke açısından en önemli risk unsuru olduğu bir ortamda Türkiye ekonomisi açısından mali dengelerin önemli bir riske işaret etmediği görülmektedir. Yılın ilk beş aylık döneminde bütçenin güçlü görünümü devam ederken, borçlanma dinamikleri ve borç stoku görünümü de bu durumdan pozitif etkilenmiştir. Borçlanmanın ve buna bağlı olarak borç stokunun vadesi uzarken, iç borç stokunun artış hızı yavaşlamıştır. Maliye politikası tarafında nispeten sağlıklı bir görünüm göze çarpmasına karşın, iki önemli konu önümüzdeki dönemde dikkat çekici olacaktır. Öncelikle yurtdışı görünümdeki bozulmanın daha fazla derinleşmesi yurtdışında faizlerin yükselmesine ve böylece borçlanma maliyetlerinin artmasına neden olabilecektir. İkinci olarak ise yurtdışında ekonominin soğutulması amacıyla para politikası aracılığı ile atılan adımların ne derece etkili olacağı ve ek maliye politikası önlemlerini gerektirip gerektirmeyeceği kamu dengeleri için belirleyici olacaktır.

## FED'in Niceliksel Genişleme Politikalarının Piyasalar Üzerindeki Etkisi ve QE3 İhtimali

Küresel finansal kriz ardından gerek parasal gerekse mali alanda en ciddi ve çarpıcı önlemlerin alındığı ABD'de, Amerikan Merkez Bankası (FED), para politikasının herhangi bir limit olmaksızın genişletilebildiği niceliksel genişleme (Quantitative Easing) politikası uygulamıştır. FED'in uyguladığı niceliksel genişleme politikasında ikinci aşama (QE2) ise Haziran ayının sonunda sona erecektir. Bu çalışmada, niceliksel genişleme politikalarının piyasalar üzerindeki etkisi ve FED'in yeni bir niceliksel genişlemeye (QE3) gidip gitmeyeceği sorusu tartışılacaktır.

Grafik-1 FED Bilançosu (milyar dolar)

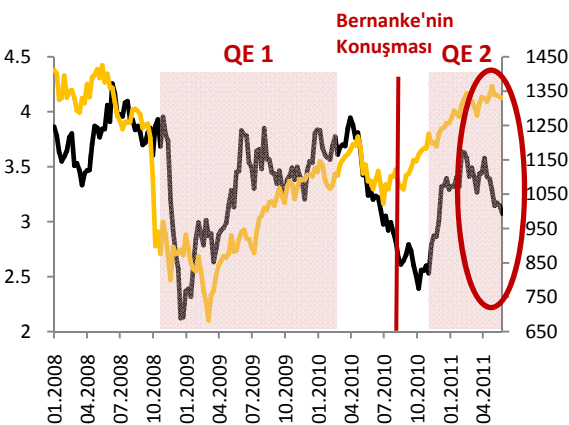


Kaynak: Bloomberg

FED Kasım 2008'de uygulamaya başladığı birinci niceliksel genişleme politikası (QE1) ile mortgage'a dayalı menkul kıymetlerin (MBS) alımına başlamıştır. 600 milyar dolara kadar alım yapan FED, Mart 2009'da menkul kıymet alımlarına uzun vadeli Hazine tahvillerini de dahil etmiştir. Menkul kıymet alımlarının toplam tutarı için üst sınırı 1.75 trilyon dolar olarak açıklayan FED, MBS alımları ile emlak ve mortgage piyasalarına, Hazine tahvili alımları ile de sermaye piyasalarına destek olmayı amaçlamıştır. FED, Ağustos 2010'da yaptığı toplantıda, portföyündeki itfa olan MBS'lerin anapara tutarı ile 2 ve 10 yıl vadeli Hazine tahvili almaya devam ederek, 2.3 trilyon dolar civarında olan aktif büyüklüğünü koruyacağını duyurmasının ardından, QE2 3 Kasım 2010 yılında yürürlüğe girmiş ve bu programa göre 2011 yılının ikinci çeyreği sonuna kadar 600 milyar ABD doları tutarında ek uzun vadeli tahvil alımı yapılması planlanmıştır. Haziran ayının sonunda sona erecek olan QE2'nin ardından yeni bir niceliksel genişleme programına (QE3) gidilip gidilmeyeceği ise son günlerde piyasalarda tartışılan konuların arasında yer almaktadır. FED'in QE3'e gidip gitmeyeceği sorusu öncesinde, önceki iki QE politikaları ardından piyasalarda neler yaşandığının değerlendirilmesinin önemli olacağını düşünüyoruz. Bu kapsamda FED'in küresel krizin önüne geçebilmek için uygulanan QE politikası ardından piyasalarda yaşananlar 3 başlık altında değerlendirilecek ve FED'in üçüncü bir niceliksel genişlemeye gidip gitmeyeceği sorusu tartışılacaktır.

### ➤ Tahvil Bono ve Borsalar Üzerindeki Etkisi

Grafik -2 ABD 10 Yıl Vadeli Nominal Getiriler  
S&P 500 Endeksi (Sağ Eksen)



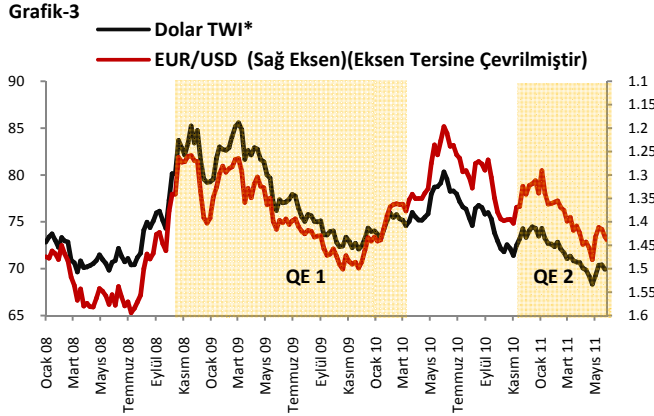
Kaynak: Bloomberg

FED'in QE programlarının ABD 10 yıllık Hazine tahvil getirisi üzerindeki seyri incelendiğinde, FED'in açıkladığı tahvil alım programının ardından tahvil getirilerinin gerilemesi beklenirken, hem QE1 hem de QE2 uygulaması sırasında uzun vadeli tahvillerin satış ağırlıklı bir seyir izlediği ve getiri oranlarının yükseldiği dikkat çekmektedir. Bu yükselişin temel nedenleri, FED'in QE kapsamında aldığı önlemlerle uzun vadede büyüme beklentilerinin olumluya dönmesi ve artan talep ile enflasyonist baskıların yükselmesi şeklinde açıklanabilir. ABD Hazine tahvil getirilerindeki bu yükselişin ardından yaşanan düşüşlerde ise FED'in uyguladığı politikaların yetersiz olduğu düşüncesi ile Euro Bölgesi borç krizi ve Ortadoğu'da yaşanan siyasi gerginlikler gibi ABD ekonomisi dışındaki olaylar sonucu yatırımcıların yeniden güvenli liman alımları ile ABD tahvillerine yönelmeleri etkili olmuştur. Diğer yandan aynı dönemde S&P 500 endeksinin hareketini incelediğimizde, QE sonrasında artan likidite ile S&P 500 endeksinin sert yükseliş kaydettiği görülmektedir. Bu çerçevede, uygulanan QE politikaları sonucunda risk iştahının artmasıyla genel olarak borsaların gelen alımlarla ve uzun vadeli tahvil getirilerinin ise gelen satışlarla



yükseldiği görülmüştür. Son açıklanan büyüme ve diğer makro ekonomik verilerin ardından büyüme yönelik olumlu algılmalarda yavaşlama yaşanırken, tahvil piyasalarında getirilerin aşağı yönlü hareket ettiği buna karşılık, borsa endekslerinin büyüme yönelik riskleri göz ardı ederek yukarı yönlü hareket ettiği görülmektedir. Yukarıdaki grafikte kırmızı ile işaretlenen söz konusu hareket, geçmiş QE dönemlerine göre farklıyken, bu farklılık önümüzdeki dönemde ekonomik verilerde kötüleşme ile borsalarda yaşanabilecek olası düşümlere ya da artan enflasyonist baskılarla getirilerin eski patikasına girmesine yol açabilir.

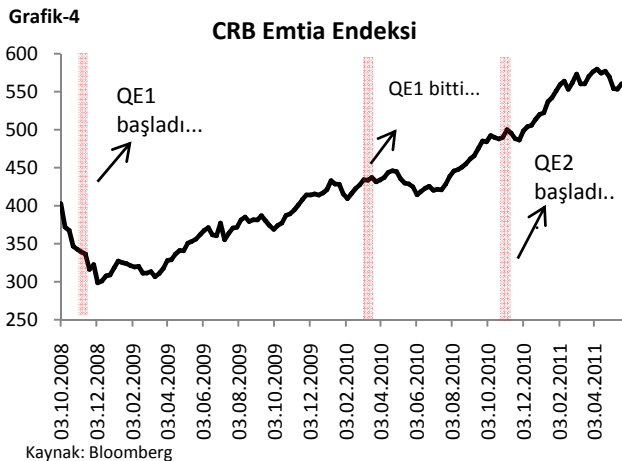
### ➤ Döviz Piyasaları Üzerindeki Etkisi



\*Ticaret Ağırlıklı Dolar Endeksi:Fed tarafından hazırlanan endeks doların diğer para birimleri karşısındaki değerini izlemektedir.

beklentilerine sahip ve artan enflasyonist baskılarla faiz artırmaya başlayan gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) sıcak para girişini artırarak, bu ülke para birimlerinin dolar karşısında değerlenmesine neden olmuştur. 2008 yılının ilk yarısında gerileme eğiliminde olan EUR/USD paritesinin ise, FED'in QE1'e başlamasıyla beraber dolarda yaşanan sert kayıplarla 1.30 seviyelerinden 1.50 seviyelerine kadar yükseldiği görülmektedir. Niceliksel gevşeme uygulamalarının doların seyrinde belirleyici tek unsur olmadığı söylenebilir. Mart 2010'da QE1'in sona ermesinin ardından EUR/USD paritesinin 1.19 seviyelerine kadar gerilemesinin temel nedeni, ABD ekonomisine yönelik olumlu beklentilerden çok, Euro Bölgesi'nde Yunanistan'la başlayan borç krizinin derinleşerek yeni bir global krize dönüşeceği endişelerinin eurodaki kayıpları artırmasıdır. Bunun yanısıra Körfez ülkelerinde artan istikrarsızlık, euronun zayıfladığı ortamda dolara olan güvenli liman alımlarını destekleyerek paritedeki sert düşüşün bir diğer nedeni olmuştur. Ağustos 2010'da FED'in ikinci bir niceliksel gevşemeye gidebileceği söylentileriyle yeniden yükselmeye başlayan EUR/USD paritesi, Euro Bölgesi'nde halihazırda yaşanan borç krizine karşın Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) enflasyonist kaygılarla FED'den önce faiz artırımına gitmesi ile euro lehine seyir izlemektedir. Enflasyonist baskılarla ECB'nin faiz artırımlarına devam edebileceği, buna karşılık FED'in 2012 yılından önce faiz artırımına gitmeyeceği beklentileri de dolardaki zayıf seyir üzerinde etkili olmaktadır.

### ➤ Emtia Fiyatları Üzerindeki Etkisi

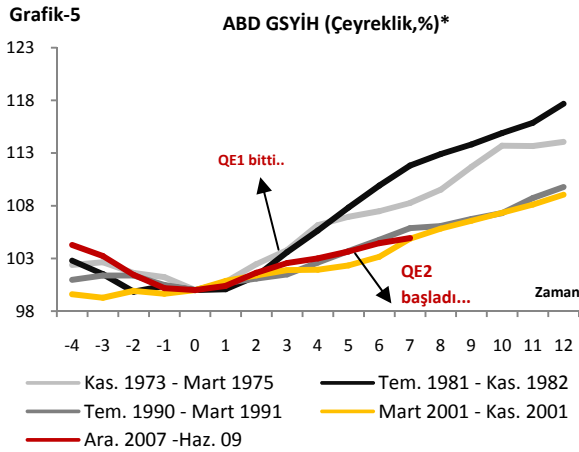


FED tarafından uygulanan QE programları genel olarak emtia fiyatlarının artmasına neden olmuştur. Emtia fiyatlarında yaşanan bu artışlar çeşitli nedenlerle açıklanabilir. İlk olarak, piyasada işlem gören emtiaların rezerv para olan dolar cinsinden fiyatlanması nedeniyle, dolardaki değer kaybı emtiaların fiyatlarının artmasına neden olmuştur. İkinci olarak, QE politikalarının global büyüme üzerinde olumlu etki yaratacağı

ve bu olumlu etkinin özellikle GOÜ'lerin sanayi üretiminde kullanılan emtialara olan talebini artıracacağı beklentisi emtia fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketi desteklemiştir. Son olarak, rezerv para konumunda olan doların değerinin düşmesi, piyasada yeni rezerv arayışına neden olmuş ve kıymetli maden özellikleriyle servet saklama aracı olan altın ve gümüş gibi emtialara olan talebi artırmıştır. Diğer yandan, QE2 döneminde emtia fiyatlarında görülen artışın QE1 dönemine göre daha yüksek olduğu dikkat çekmektedir. Bunun sebebi emtia fiyatlarında talep yönlü görülen yükselişin yanı sıra, QE2 döneminde Ortadoğu'da başlayan ayaklanmalar sonucu özellikle petrolde ve çeşitli gıda emtialarında arz sıkıntısı yaşanacağı beklentisiyle arz yönlü bir yükseliş yaşanmıştır.

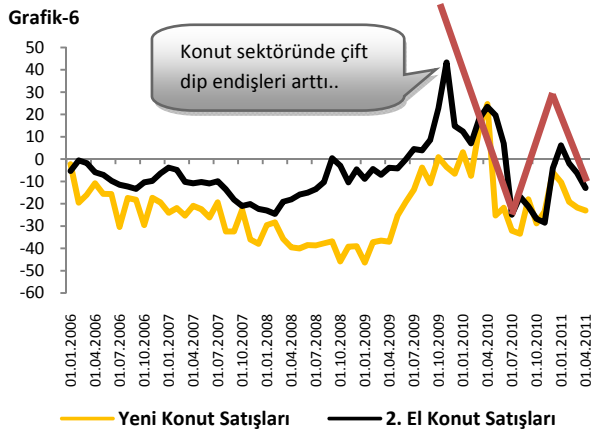
### FED yeni bir parasal genişleme politikasına (QE3) gidebilir mi?

Şu ana kadar uygulanan iki parasal genişleme politikasının aslında ABD ekonomisinde yarattığı olumlu etkilerin sınırlı kaldığı görülmektedir. Örneğin, piyasalarda yılın başında ABD ekonomisinin 2011 yılının ilk çeyreğinde %3.7 oranında büyüyeceği tahmin edilirken, ABD ekonomisi, 2011 yılının ilk çeyreğinde %1.8 oranında büyümüştür. Ayrıca açıklanan öncül göstergelerden ISM ve PMI endeksleri de yılın ikinci çeyreğinde ABD ekonomisinin güçlü bir performansa sahip olamayacağına işaret etmektedir. Bu durum ABD ekonomisine yönelik kaygıların artmasına neden olurken, FED'in QE3'e gidip gitmeyeceği sorularını gündeme getirmektedir.



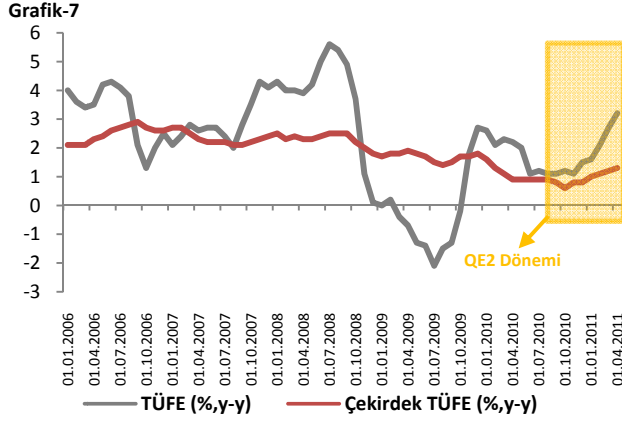
\*Kriz bitiş tarihleri "0" alınarak endekslenmiştir.  
Kaynak: Bloomberg, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar

ABD'de büyüme verilerini daha yakından incelemek için resesyonların bitiş tarihleri sıfır alınarak bir endeks oluşturulmuş, bitiş tarihinden 4 çeyrek öncesi ve 12 çeyrek sonrasındaki ABD büyüme performansı incelenmiştir (Bkz.Grafik-5). Buna göre 2008 yılında yaşanan son krizin ardından toparlanmanın önceki krizlere benzer olduğu fakat görece 1973 ve 1981 krizlerinden düşük kaldığı görülmektedir. Aslında ekonomide yaşanan toparlanmada FED'in uyguladığı QE politikalarının etkisi olduğu görülürken, alınan bu önlemlere rağmen büyümede yaşanan toparlanmanın beklentilerin altında kaldığı dikkat çekmektedir.



Kaynak: Bloomberg  
Önlemlere devam edebileceğine işaret etmektedir.

Büyümede yaşanan yavaşlamanın yanısıra konut sektörü incelendiğinde, son günlerde açıklanan verilerin sektöre yönelik çift dip söylemlerine neden olduğu görülmektedir. Konut piyasasında satışların yavaşlaması ve konut fiyatlarının kriz süresince gördüğü en dip seviyelerin de altına gerilemesi, sektöre yönelik risklerin devam ettiğini yansıtmaktadır. FED QE politikaları ile konut sektörünü desteklemeyi hedeflerken, sektörde hala devam eden risklerin, QE2'nin sona ermesi ardından daha da artması mümkün olabilir. Küresel finansal krizin temelinde yer alan konut sektöründe yaşanan bu olumsuz tablo, FED'in QE çerçevesinde aldığı



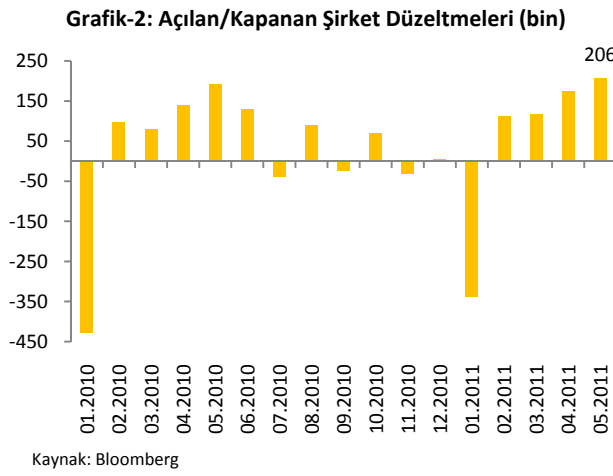
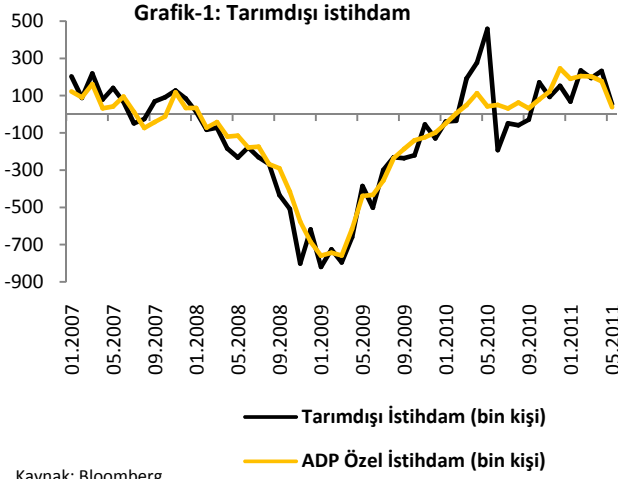
Öte yandan, FED'in QE3'e başlaması için önündeki en büyük engelin artan enflasyonist baskılar olduğu görülmektedir. 3 Kasım 2010 tarihinde yürürlüğe giren QE2 ardından ABD'de TÜFE'nin sürekli yükseldiği ve 2,5 yılın en yüksek seviyelerine ulaştığı dikkat çekerken, FED'in ana hedefi olarak takip ettiği çekirdek TÜFE'de yükselişlerin yaşanması enflasyonist risklerin arttığına işaret etmektedir (Bkz. Grafik-7). Fakat şu an için çekirdek enflasyonun %2 seviyelerinin altında olması söz konusu risklerin düşük olduğuna işaret etmektedir. Diğer yandan, FED'in enflasyonist kaygılar açısından QE2'ye

başlamadan önce olduğu kadar şu anda, QE3 için enflasyon konusunda elinin rahat olduğu söylenemeyebilir.

Sonuç olarak, Haziran ayında sona erecek olan QE2 ardından FED'in yeni bir QE politikasına devam edip etmemesi üzerinde önemli risklerin varlığı görülmektedir. Özellikle daha önce uygulanan 2 parasal genişleme politikası aynı anda göreceli olarak gevşek maliye politikaları tarafından desteklenmesine karşın ABD ekonomisinde beklenen sürdürülebilir bir büyümeyi tam sağlamadığı görülmektedir. Ekonominin gidişatı konusunda öncül veriler olarak kabul edilen PMI ve ISM endekslerindeki son aylarda görülen sert düşüş bu durumu kanıtlamaktadır. Ancak bu endekslerdeki sert düşüşe rağmen, endekslerin henüz büyümede eşik olarak kabul edilen 50 seviyelerinin altına inmemiş olması, ABD büyümenin son aylarda yavaşlamasına rağmen henüz negatif olmayacağına işaret etmektedir. Bu durumda ABD'de yeni bir parasal genişleme önleminin (QE3) gündeme gelmesi ise ancak ekonominin yeni bir resesyona girmesi durumunda mümkün olabilir. Böyle olası bir durum bu yılın ikinci yarısından sonra ekonomide yaşanan yavaşlamanın daha sertleşmesi durumunda söz konusu olabilir. Ancak şu an için bu risk görünmemektedir. FED'in açıklamalarında QE2'ye devam etmeyeceğini belirtmesi bu beklentilerimizi güçlendirmektedir. Diğer yandan FED'in parasal politikalarına devam etmesi senaryosu altında bundan önce uygulanan iki tanesinin başarısız olduğu göz önüne alınacağından yeni bir QE3'ün öncekiler gibi olumlu algılanması mümkün olmayabilir. Bunun temel sebebi ise yeni parasal genişlemenin piyasalarda ekonominin bir likidite tuzağına girmiş olduğu endişelerinin artmasına yol açabilecek olması, bunun yanında ABD'de siyasi nedenler ile maliye politikalarının sıkılaştırılmaya başlanması nedeniyle para politikasının tek başına ekonomiyi canlandıramayacağı endişelerinin artması şeklinde açıklanabilir.

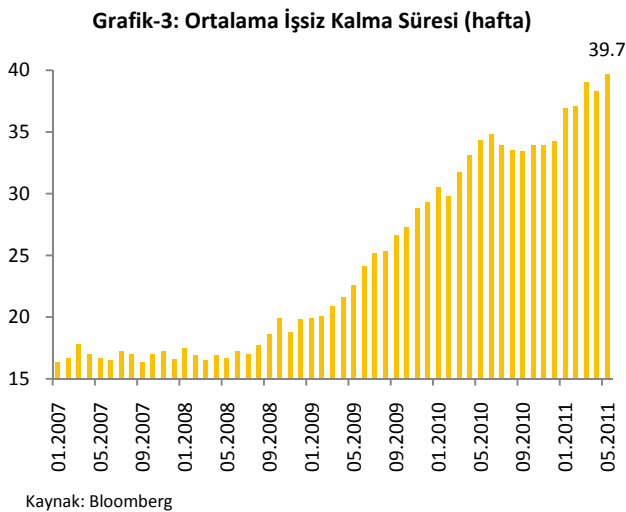
### **ABD işgücü piyasalarında zayıf görünüm devam ediyor**

ABD'de 3 Haziran tarihinde açıklanan tarımdışı istihdam ve işsizlik oranı verilerinin beklentilerden olumsuz bir tablo çizmesi dikkatlerin yeniden ABD işgücü piyasasına yönelmesine neden olmuştur. Başta konut sektörü olmak üzere ABD ekonomisine ilişkin endişeleri arttıran unsurlara işgücü piyasasındaki bozulmanın da eklenmesi, ABD ekonomisinde ikinci miktarsal genişlemenin biteceği Haziran ayı sonundan itibaren nasıl bir politika izleneceği konusunda soru işaretlerini arttırmaktadır. Bu raporumuzda, ABD'deki işgücü piyasasının son durumu incelenmiş, işsizlik oranındaki gelişmelerin geçmiş resesyonlarla karşılaştırılması yapılmış ve son olarak, piyasaların işgücü verilerine tepkisi analiz edilmiştir.



olanaklarının azaldığı görülmektedir.

İstihdam sektörler açısından incelendiğinde ise yerel yönetimlerde istihdamın 28 bin kişi ile azalmaya devam ettiği, imalat sanayii sektöründe ise 5 bin kişi azaldığı görülmektedir. İstihdamın imalat sanayiinde azalması ise ABD'deki ekonomik toparlanmaya dair soru işaretlerine neden olmaktadır.

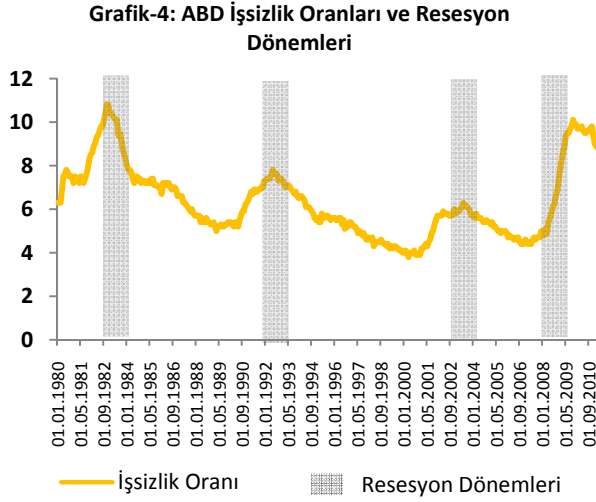


ABD'de son açıklanan Mayıs ayı istihdam verileri hayal kırıklığı yaratırken, veriler ABD'de ekonomik toparlanmaya dair endişelere neden olmuş, uygulanan miktarsal genişleme (QE) ve vergi indirimi gibi politikaların başarısına dair tartışmalara yol açmıştır. İşsizlik oranı bir önceki aya göre artarak %9.1 oranında gerçekleşirken, tarımdışı istihdam ve özel sektörde istihdam verileri beklentilerin oldukça altında açıklanmış, tarımdışı istihdam verisi Nisan ayındaki 232 bin seviyesinden 54 bine, özel sektörde istihdam ise 177 bin seviyesinden 38 bine sert şekilde gerilemiştir.

Tarımdışı istihdam rakamları, piyasada ne kadar yeni iş olanağı yaratıldığını gösterirken, Mayıs ayında piyasada toplam 54 bin yeni iş olanağı yaratıldığı söylenebilir. Ancak çalışanların kapanan ve aynı sektörde yeniden açılan şirketler arasında yer değiştirdiği durumlar, yeni iş olanağı olarak görülmemektedir. Bu nedenle ABD'de bu durumun ayrıştırılabilmesi için açılan/kapanan şirket düzeltmeleri (birth/death adjustments) adıyla bir endeks yayınlanmaktadır. Bu endeks Mayıs ayında son 4 yılın en yüksek seviyesine yükselmiştir. İstihdam rakamlarında düzeltme yapıldığında (54-206=-152 bin), aslında Mayıs ayında hiç istihdam yaratılmadığı, aksine iş

İstihdam piyasası açısından diğer bir önemli gösterge de işsiz kalma süresidir. Mayıs ayında ortalama işsiz kalma süresi oldukça yükselmiş ve 39.7 hafta olmuştur. Mayıs ayında açıklanan rakamın kriz süresince bile görülmemiş olması açısından önemlidir. 27 haftadan uzun süre işsiz kalanların, toplam işsizler içindeki payı ise yine kriz sürecinde bile olmadığı kadar yükselmiş ve %45.1 olmuştur. İşsizlik bu kadar yüksek seyrederken ve de işsiz kalma süresi QE gibi alınan önlemlere rağmen uzarken, aslında işsiz sayılabilecek ancak ekonomik nedenlerden dolayı yarı zamanlı işlerde çalışmak zorunda olanların sayısı ise bir önceki aya göre çok değişmemiştir. Bu kişiler ya çalışma saatleri

azaltıldığı ya da tam zamanlı bir iş bulamadıkları için yarı zamanlı çalışmaktadırlar ve bu durum işsiz sayısını aslında olduğundan daha düşük göstermektedir.



ABD'nin son otuz yılda yaşadığı dört resesyon dönemi göz önüne alınıp bir karşılaştırma yapıldığında; istihdam piyasalarında yaşanan toparlanma süreçlerinin benzer olduğu görülmüştür. ABD ekonomisi ve resesyon süreçleri 1980 yılından sonra gözlemlendiğinde, yaşanan 3 durgunluk döneminde yükselen işsizlik verilerinin eski düzeylerine dönmeleri ortalama 5 yıl civarı bir süre almıştır. Bu düzelleme süreçlerinde aylık verilerde kısmi bozulmalar olsa da, yaşanan düzelleme süreçlerinin istikrarlı olduğu görülmüştür. NBER istatistiklerine göre yaşanan son 4 resesyonun 2'si (1990 ve 2001 resesyonu) 8 ay gibi bir aralık sürerken diğer resesyonlar 16 ve 18 ay sürmüştür. İstihdam piyasalarının yaşanan

olumsuzluklara ve aylık bazda kısmi yükselmelere rağmen işsizlik verilerinin resesyonun başlangıcından itibaren, ortalama 60 ay gibi süreçte eski hallerine döndüğü verilerle belirlenmiştir. Bu verilere dayanarak geçtiğimiz günlerde açıklanan Mayıs ayı istihdam verisinin kalıcı bir bozulmaya işaret edip etmediğinin anlaşılması için gelecek verilerin beklenmesi yararlı görünmektedir.

| Tablo-1: Tarımdışı İstihdam Verileri ve Piyasalar |                    |          |      |                       |         |        |
|---|--------------------|----------|------|-----------------------|---------|--------|
|   | Tarımdışı İstihdam |          |      | İzleyen Üç Gün % Değ. |         |        |
|   | Açıklanan          | Beklenti | Fark | Dow Jones             | EUR/USD | Petrol |
| Temmuz 10   | -192               | -130     | -62  | 4.67                  | 0.57    | 5.36   |
| Ağustos 10  | -49                | -65      | 16   | -2.58                 | -3.14   | -2.83  |
| Eylül 10  | -59                | -105     | 46   | -0.31                 | -1.36   | 0.15   |
| Ekim 10   | -29                | -5       | -24  | 0.81                  | 0.16    | 0.47   |
| Kasım 10  | 171                | 60       | 111  | -0.76                 | -1.77   | 0.55   |
| Aralık 10   | 93                 | 150      | -57  | -0.08                 | -1.13   | 0.09   |
| Ocak 11   | 152                | 150      | 2    | 0.69                  | 1.74    | 3.70   |
| Şubat 11  | 68                 | 146      | -78  | 1.22                  | 1.12    | 0.17   |
| Mart 11   | 235                | 195.5    | 39.5 | 0.36                  | -0.56   | 0.28   |
| Nisan 11  | 194                | 190      | 4    | 0.40                  | 0.66    | 1.02   |
| Mayıs 11  | 232                | 185      | 47   | -0.07                 | -0.87   | 1.02   |
| Haziran 11  | 54                 | 165      | -111 | -0.84                 | -0.36   | 0.52   |

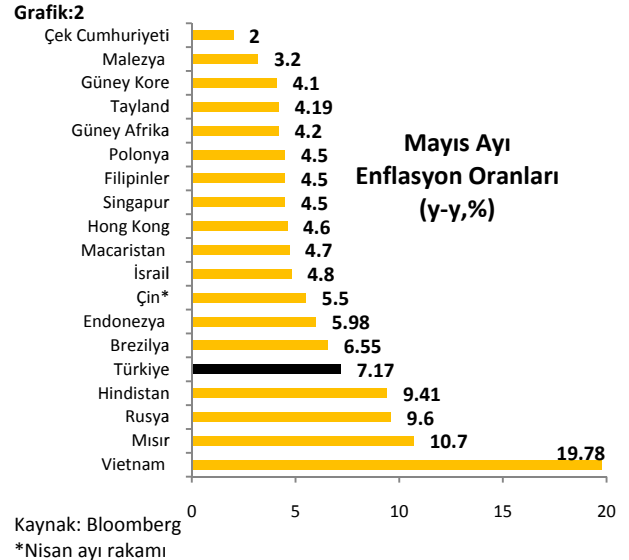
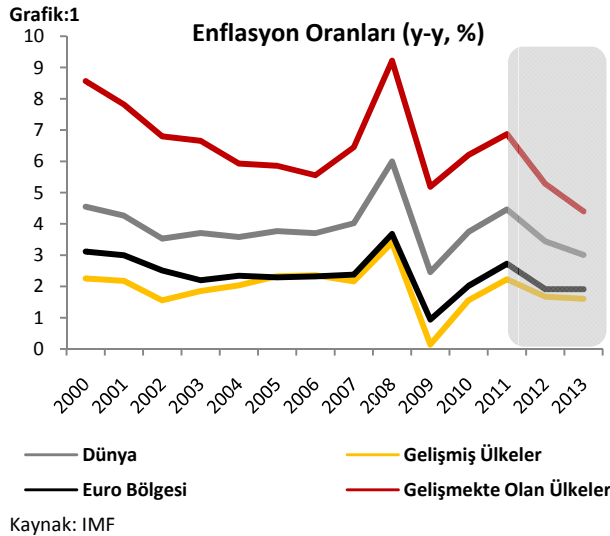
ABD'de açıklanan tarımdışı istihdam verileri büyümeye ilişkin önemli bir öncül gösterge olarak kabul edilmesi nedeniyle piyasalar tarafından yakından takip edilmektedir. 3 Haziran tarihinde açıklanan verinin beklentilerin oldukça altında kalması veriye olan ilginin yeniden yükselmesine neden olmuştur. ABD ekonomisinde konut sektörü ile birlikte işgücü piyasalarında kalıcı bir düzelmeye henüz görülmemiş olması ABD ekonomisine ilişkin endişelerin temelini oluşturmaktadır. Özellikle Haziran ayı sonunda ikinci miktarsal genişlemenin bitecek olması ve bundan sonraki süreçte tüketim harcamalarının nasıl bir seyir izleyeceği politika tercihlerinde temel belirleyicilerden biri olacaktır. Tarımdışı istihdam verilerinin ekonomik toparlanmaya ilişkin önemli ipuçları taşıması, bu verilerin ardından piyasaların verdiği tepkiler toparlanmaya ilişkin yatırımcıların beklentilerini yansıtması açısından önem taşımaktadır. ABD hisse senedi piyasalarının tarımdışı istihdam verilerine ilk aşamada karışık tepki verdiği görülmektedir. Beklentilerin altında gelen son verilerin ardından Dow Jones endeksinde değer kayıplarının görülmesine karşın, geçmiş aylardaki veriler işgücü verilerinin hisse senedi

piyasası üzerinde kalıcı bir etki oluşturmadığı görülmektedir. Buna ek olarak, EUR/USD paritesi üzerinde ise hem Euro Bölgesi'ndeki hem de ABD'deki verilerin olumsuz bir tablo çizmesi verinin ardından beklenen hareketlerin gözlenmesini zaman zaman engellemektedir. Zayıf gelen işgücü verilerinin USD'de zayıflamaya neden olması beklenirken, Euro Bölgesi'nde de sorunlu ekonomilere ilişkin endişelerin devam etmesi paritenin kalıcı bir şekilde yükselmesini engellemektedir. Petrol fiyatlarının işgücü verilerine verdiği tepkiler, büyümeye ilişkin beklentiler ile petrol fiyatları arasındaki ilişkiye dair soru işaretlerini arttırmaktadır. İşgücü verilerinin beklentilerin altında kalarak ABD ekonomisinin toparlanmasının sektöre uğrayabileceğini düşündürmesine karşın petrol fiyatlarında aşağı yönlü bir hareketin oluşmadığı görülmektedir. Bu noktada, yatırımcıların işgücü verilerinin henüz çok endişe duyulacak ölçüde bir tehdit olmadığını düşünüyor olabilmelerine karşın, petrol fiyatları üzerindeki spekülasyon hareketlerinin daha etkili olduğu görülmektedir.

## Gelişmekte olan ekonomilerde enflasyon riski büyüyor

### Dünya Bankası "faiz artırım" çağrısı yaptı...

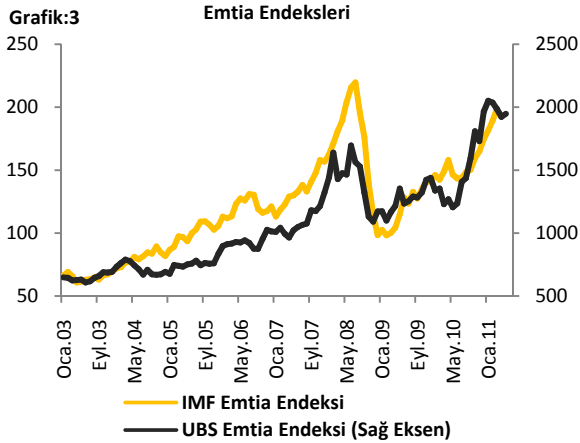
Kriz ardından Gelişmiş Ülke (GÜ) ekonomilerine nazaran daha dinamik bir büyüme performansı sergileyen Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ)'lerde, son zamanlarda yaşanan yüksek enflasyon oranları dikkat çekmektedir. GOÜ'lerde yaşanan söz konusu enflasyonist baskıların nedenleri önemli bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu raporumuzda GOÜ'lerde artan enflasyon oranlarının altındaki nedenler incelenerek, söz konusu ülkelerdeki para politikaları değerlendirilecektir. Ardından Dünya Bankası'nın GOÜ'lere faiz artırım çağrısı yaptığı bir ortamda Türkiye'de TCMB'nin önümüzdeki dönemde neler yapabileceği beklentilerimize yer verilecektir.



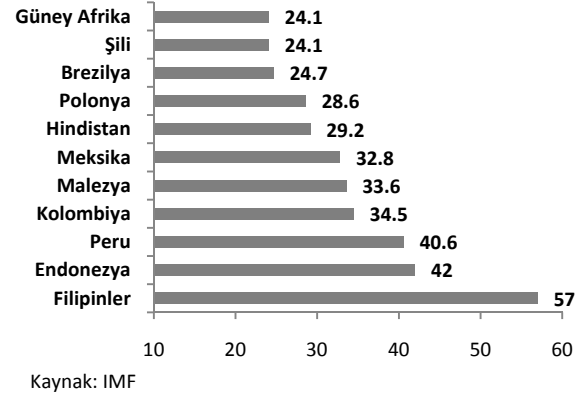
Kriz ardından GÜ ekonomilerine nazaran daha dinamik bir büyüme performansı sergileyen GOÜ'lerde, son zamanlarda yaşanan yüksek enflasyon oranları dikkat çekmektedir. Yukarıdaki Grafik-1 incelendiğinde, GOÜ'lerde ki enflasyonist baskıların GÜ'lere göre daha güçlü olduğu göze çarpmaktadır. Diğer yandan hızla artan GOÜ enflasyon oranlarının 2011 yılının Mayıs ayı itibariyle gerçekleşen değerleri incelendiğinde (Bkz. Grafik-1), GOÜ'ler arasında en yüksek enflasyon oranına sahip olan ülkenin %19.78 ile Vietnam olduğu görülmektedir. Türkiye'nin ise seçilen söz konusu ülkeler arasında yüksek enflasyon oranına sahip olan ülkelerden biri olduğu dikkat çekmektedir. Çin'de ise enflasyon oranının Nisan ayında yıllık bazda %5.5 oranında artış göstererek son 33 ayın en yüksek seviyesine çıkması, GOÜ ekonomilerindeki enflasyonist risklerin önemini bir kez daha gözler önüne sermiştir. Çin'deki yüksek enflasyonun büyük çoğunlukla gıda fiyatlarından kaynaklanması ise global piyasalardaki emtia fiyatlarından kaynaklı endişeleri tetiklemiştir. Son dönemde GOÜ'lerde yaşanan söz konusu enflasyonist baskıların nedenleri önemli bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır.



## 1- Emtia Fiyatlarında Yaşanan Yukarı Yönlü Hareketler



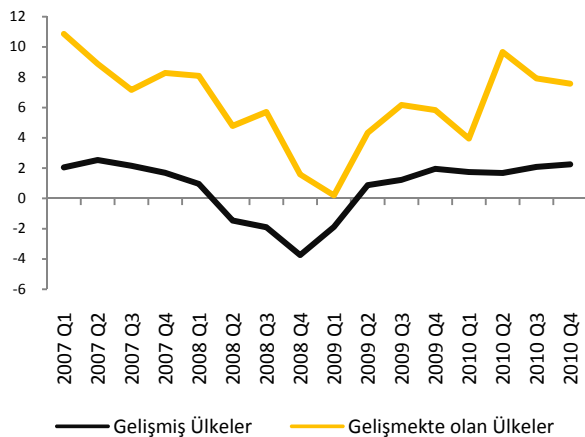
**Grafik:4 TÜFE Sepetinde Gıda ve Petrol'ün Payı (%)**



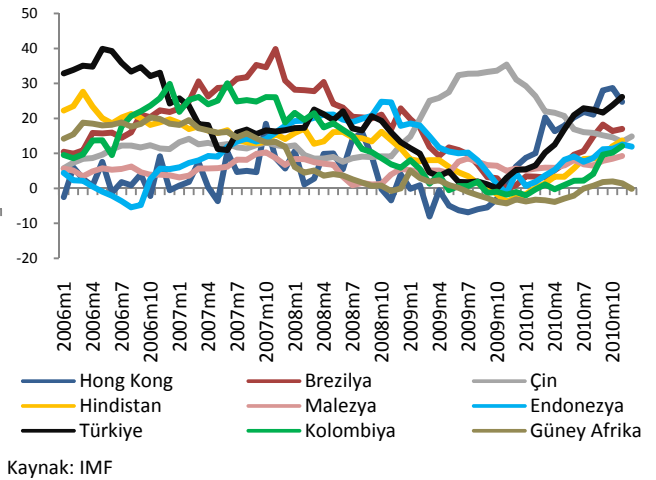
Son dönemde GOÜ'lerde artan enflasyon oranlarının altındaki en önemli nedenin emtia fiyatlarındaki hareketler olduğu söylenebilir. Yaşanan krizle birlikte sert şekilde gerileyen emtia fiyatları toparlanmanın başlaması ile birlikte yeniden yukarı yönlü bir ivme kazanmıştır (Bkz Grafik-3). Özellikle 2010 yılının Mayıs ayından sonra emtia endekslerindeki hareketin hızlandığı dikkat çekerken, yaşanan hareketlerin enflasyon üzerindeki etkileri önemli görünmektedir. Bu etkileri daha iyi ortaya koymak için, GOÜ'lerde gıda ve petrolün TÜFE sepetindeki ağırlığı incelendiğinde, Grafik-4'te yer alan ülkelerde ortalama ağırlığın %33.7 ile oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Söz konusu grupların TÜFE sepetinde yüksek ağırlığa sahip olması, GOÜ'lerin petrol ve gıda fiyatlarında yaşanabilecek şoklara karşı duyarlılığını artırmaktadır. Bu gelişmeler değerlendirildiğinde, petrol ve gıda fiyatlarında yaşanan yukarı yönlü hareketler GOÜ'lerde düşünülen daha fazla enflasyon riski oluşturabilir. Ancak özellikle son 6 aydır artan gıda fiyatlarında yaşanan hareketin olumlu mevsim koşulları ile terse dönebileceği değerlendirildiğinde, ilk yarıda enflasyonun en önemli belirleyicisi konumunda olan gıda fiyatlarının ikinci yarıda enflasyona olumlu katkı yapması da mümkün olabilecektir.

## 2- İç taleplerindeki canlanma

**Grafik:5 Reel Tüketim Harcamaları (q-q,%)**



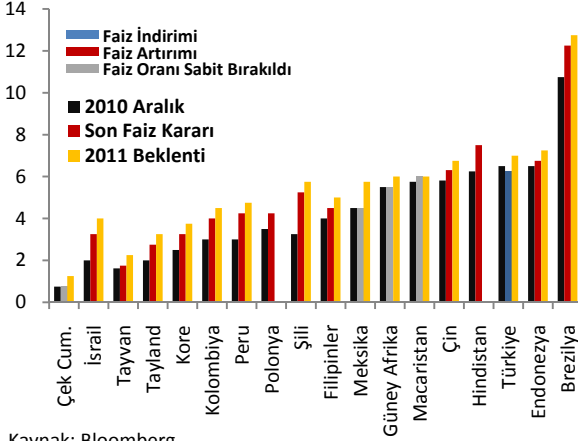
**Grafik:6 Reel Kredi Büyümesi (y-y,%)**



GOÜ enflasyon riskinin artmasındaki bir diğer neden kriz ardından hızla toparlanan ekonomilere paralel olarak iç talebin hızlı bir şekilde canlanmasıdır. Yukarıdaki Grafik-5 incelendiğinde GOÜ'lerde tüketim harcamalarının iç talepteki canlanmaya paralel olarak yükseldiği görülmektedir. Özellikle toparlanmanın daha yavaş olduğu

GÜ'lere göre GOÜ'lerde talep koşullarının oldukça güçlü olduğu dikkat çekmektedir. Diğer yandan, Grafik-6'da reel kredi büyümesinin de pek çok GOÜ'de sert bir şekilde arttığı görülmektedir. Kredilerdeki söz konusu genişleme enflasyonist baskıların artmasını tetiklemektedir. Özellikle petrol ve gıda fiyatlarının arttığı bir ortamda GOÜ'lerde ekonomilerin ısınması enflasyonist risklere yönelik endişeleri daha da güçlendirmektedir.

Grafik:7 Gelişmekte olan Ülkelerin Faiz Oranları (%)

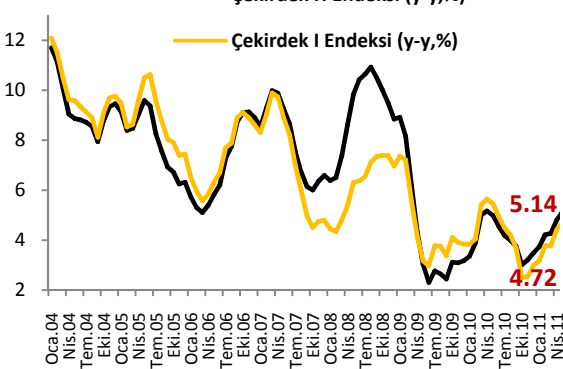


Kaynak: Bloomberg

GOÜ'ler artan enflasyon riskine bağlı olarak GÜ'lerden daha erken ve daha agresif faiz artırımına giderken, Türkiye'nin de içinde bulunduğu bazı GOÜ'lerin ise henüz faiz artırımına geçmediği görülmektedir. Son gelişmelere baktığımızda ise, Şili Merkez Bankası'nın 2011 yılı başından beri 200 baz puan, Brezilya'nın 150 baz puan, İsrail ve Peru'nun 125 baz puan faiz artırımına gittiği dikkat çekerken, özellikle Brezilya'nın GOÜ'ler ile faiz farkını arttırdığı görülmektedir. Diğer yandan, Meksika, Güney Afrika ve Çek Cumhuriyeti gibi ülkelerin merkez bankaları henüz politika faiz oranlarında bir değişikliğe gitmemiştir. Dünya Bankası geçtiğimiz hafta yayınladığı raporunda GOÜ'lerde artan enflasyon

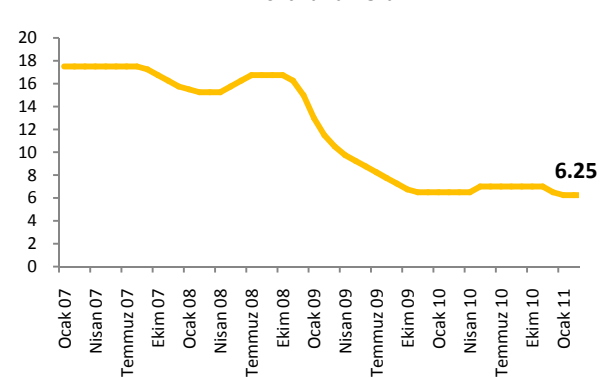
riskine dikkat çekerken, özellikle Asya ve Latin Amerika'daki birçok ekonominin yüksek enflasyonla karşı karşıya kalacağını belirterek bu ülkelerde faizlerin halen olması gerekenin altında tutulmaya devam edildiğini vurgulamıştır. GOÜ'lerin enflasyonist baskıları kontrol altına almak için çok daha hızlı bir parasal sıkılaştırmaya gitmesini gerektiği uyarısında bulunan Dünya Bankası bu ülkelerin artan emtia fiyatlarının bir dış şok gibi algılanması gerektiğinin altını çizmiştir. Hızla artan emtia ve gıda fiyatlarının enflasyona yansımaları hissedilmeye başlanırken, önümüzdeki dönemde de emtia fiyatlarının artmaya devam edeceği beklentisi merkez bankalarını faizleri artırmaya zorlayabilir. Diğer yandan OPEC'in üretimi artırmayacağı yönündeki açıklamaları da arz yönlü nedenler ile petrol fiyatlarında yukarı yönlü hareketler yaşanabileceği yönündeki beklentileri desteklemektedir. Dolayısıyla, 2011 yılının ikinci yarısında artan enflasyonist baskılarla GOÜ merkez bankalarının daha sert faiz artırımına gitmesi beklenmektedir.

Grafik:8 Çekirdek H Endeksi (y-y,%)



Kaynak: TÜİK

Grafik:9 Politika Faiz Oranı



Kaynak: TCMB, Bloomberg

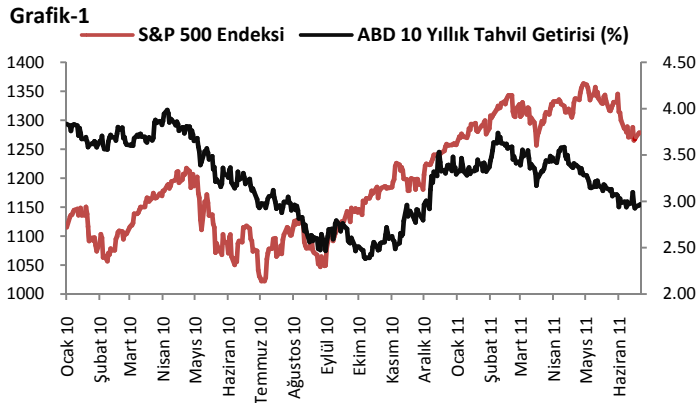
GOÜ'lerde artan enflasyonist baskılara paralel olarak

Türkiye'deki enflasyon rakamları incelendiğinde, benzer şekilde Türkiye'de de son dönemde enflasyon rakamlarında yaşanan yükseliş dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik-8). Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Mayıs ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %2.42 oranında artarak yıllık bazda TÜFE, %4.26 seviyesinden %7.17 seviyesine yükselmiştir. Manşet enflasyondaki yükseliş yanında özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden, H ve I endeksleri sırasıyla Mayıs ayında yıllık bazda %5.14 ve %4.72 oranında

gerçekleşmiştir. Dolayısıyla Türkiye’de de GOÜ’lere benzer şekilde son dönemde enflasyonist baskıların arttığı söylenebilir. Fakat son açıklanan manşet TÜFE’de özellikle mevsimsel olarak gıda fiyatlarında yaşanan artışın etkili olduğu değerlendirildiğinde, Haziran ayı enflasyon verisini beklemenin önemli olduğunu düşünüyoruz. Pek çok GOÜ’de enflasyonist baskılarla faiz artırımlarının başladığı bir ortamda TCMB’nin faiz artırımlarına ne zaman başlayacağı önemli bir soru iken, beklentimiz TCMB’nin Ağustos veya Eylül ayında başlayarak 25’er baz puan şeklinde 3 kez faiz arttıracığı ve politika faizinin yıl sonunda %7.0 seviyesine yükseleceği yönündedir.

## Önümüzdeki Dönemde ABD Borsa Endekslerinin Seyrinde Etkili Olabilecek Gelişmeler

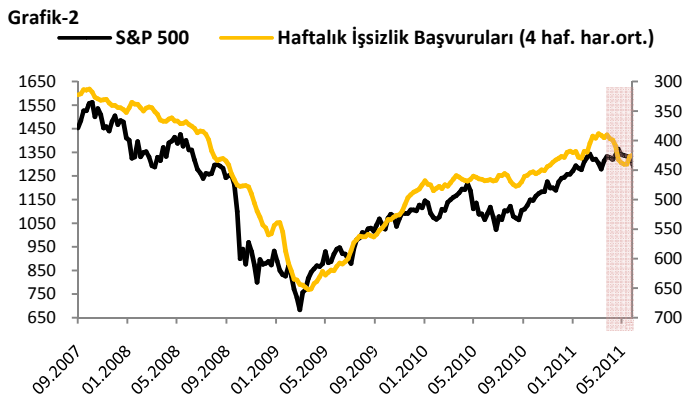
Son dönemde ABD’de ekonomik büyümeye dair veriler kötüleşmeye başlarken, konut fiyatlarında kriz boyunca süren düşüşün yavaşlamakla birlikte tam olarak sona ermemesi, piyasalarda Ekim 2010’da başlayan ve Nisan 2011’de hız kazanan toparlanmanın Mayıs ayıyla birlikte yerini düşüşe bırakmasına neden olmuştur. Ancak önümüzdeki dönemde yatırımcıların bu düşüşleri bir fırsat olarak algılayabileceği ve yeniden bir toparlanmanın yaşanması beklenmekte olup, bu çalışmada önümüzdeki dönemde borsaların olası yukarı yönlü hareketinde etkili olabilecek gelişmeler incelenmiştir.



Kaynak: Bloomberg

ABD’de beklentilerin altında gelen 2011 ilk çeyrek büyüme verisinin ardından, son günlerde açıklanan diğer makro ekonomik verilerle büyümeye yönelik olumlu algılmalarda yavaşlama yaşanırken, tahvil piyasalarında güvenli liman alımları ile getirilerin aşağı yönlü hareket ettiği ve borsa endekslerinin gerilediği görülmektedir. ABD’de özellikle Nisan ayından sonra yaşanan düşüşlerde FED’in uyguladığı politikaların yetersiz olduğu düşüncesi ile Euro Bölgesi borç krizi ve Ortadoğu’da yaşanan siyasi gerginlikler gibi ABD ekonomisi dışındaki olaylar da etkili olmuştur. Global risk iştahının 2007 ABD mortgage krizi öncesi seviyelere kadar yükseldiği Nisan ayının ardından Mayıs ayında borsalarda yaşanan gerilemenin temel nedeni, ekonomik büyümeye dair verilerin kötüleşmeye başlaması olmuştur. Piyasalarda Haziran ayı sonunda QE2’nin sona ermesine yönelik kaygılar satışların bir diğer nedeni olarak gösterilebilecekken, önemli bir diğer etkenin her yıl Mayıs ve Haziran aylarında mevsimsel olarak yaşanan satışlar olduğu düşünülmektedir. Mevsimsel etkilerin sona ermesinin ardından yeniden bir toparlanma yaşanabileceği düşünülmekte olup, önümüzdeki dönemde borsaların seyrinde etkili olabilecek gelişmeler 3 ana başlık altında incelenmiştir.

### 1- Ekonomik Görünüm:



Kaynak: Bloomberg

Son dönemde ABD’de açıklanan verilerin beklentileri karşılamadığı dikkati çekerken, QE2’nin de yavaş yavaş sonuna gelmiş olması piyasadaki endişeleri artırmaktadır. Bu nedenle hisse senedi piyasalarının gerek ekonomik kaygılar nedeniyle gerekse de mevsimsel hareketler nedeniyle Mayıs-Haziran aylarını satış ağırlıklı geçirdiği görülmektedir. Halihazırda S&P 500

endeksinin de Nisan ayına göre yaklaşık %7 civarında gerilediği dikkat çekmektedir. QE2'nin de sonuna gelinmesiyle ekonomik dataların daha fazla önem arz etmeye başlayacağı şu günlerde, Mayıs-Haziran aylarındaki aşağı yönlü harekette QE2'nin sona ermesinin de fiyatlandığını söylemek mümkün görünmektedir. Bu noktadan sonra olumlu açıklanacak ekonomik verilerin piyasalardaki yukarı yönlü hareketleri desteklemesi mümkün olabilecektir. Ayrıca son dönemde Japonya'da yaşanan felaket ve Orta Doğu'daki gerginlikler dolayısıyla sıçrayan petrol fiyatları gibi olumsuzlukların geçici olabileceği ve etkilerinin hafifleyeceği göz önüne alındığında, endekslerde önümüzdeki dönemde yeniden yukarı yönlü hareketlerin görülmesi olası görünmektedir. Ayrıca beklentileri desteleyebilecek her veri halihazırda düşük seviyelerde seyreden endeksler için alım fırsatı olarak değerlendirilebilecektir. Ayrıca ABD'nin en önemli problemi olan ve istihdam piyasaları için öncü gösterge niteliği taşıyan haftalık işsizlik başvurularındaki düzelme de bu beklentilere destek verebilecektir. Yukarıdaki grafikten de görüldüğü üzere haftalık işsizlik başvuruları ile S&P arasındaki yüksek korelasyon dikkati çekmektedir.

Tablo-1

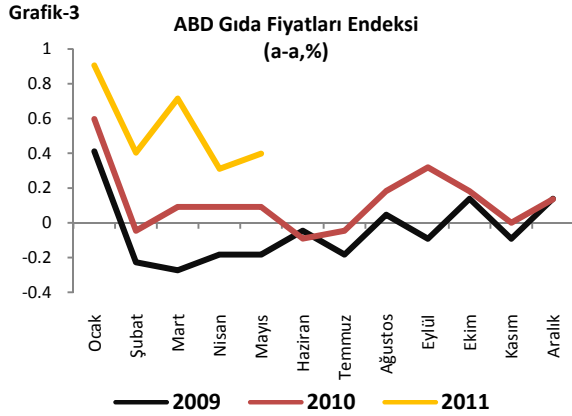
| ISM<br>(En Üst) | ISM  | S&P 500      |               |               |               |               |               |
|-----------------|------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                 |      | 1 Ay<br>Önce | 1 Ay<br>Sonra | 3 Ay<br>Sonra | 4 Ay<br>Sonra | 5 Ay<br>Sonra | 6 Ay<br>Sonra |
| Ara 61          | 64.2 | 0.3          | -3.8          | -2.8          | -8.8          | -16.7         | -23.5         |
| Mar 65          | 64.9 | -1.5         | 3.4           | -1.1          | 1.2           | 4.4           | 7.3           |
| Nis 68          | 58   | 8.2          | 1.1           | 0.2           | 1.3           | 5.2           | 6.0           |
| Oca 73          | 72.1 | -1.7         | -3.7          | -7.8          | -9.5          | -10.1         | -6.7          |
| Şub 76          | 61.5 | -1.1         | 3.1           | 0.5           | 4.6           | 3.7           | 3.2           |
| Tem 78          | 62.2 | 5.4          | 2.6           | -7.5          | -5.9          | -4.5          | -0.7          |
| Kas 80          | 58.2 | 10.2         | -3.4          | -6.6          | -3.2          | -5.5          | -5.6          |
| Ara 83          | 69.9 | -0.9         | -0.9          | -3.5          | -3.0          | -8.7          | -7.1          |
| Ara 87          | 61   | 7.3          | 4.0           | 4.8           | 5.8           | 6.1           | 10.7          |
| Eyl 91          | 54.9 | -1.9         | 1.2           | 7.5           | 5.4           | 6.4           | 4.1           |
| Eki 94          | 59.4 | 2.1          | -4.0          | -0.4          | 3.2           | 6.0           | 9.0           |
| Tem 97          | 57.7 | 7.8          | -5.7          | -4.2          | 0.1           | 1.7           | 2.7           |
| Kas 99          | 58.1 | 1.9          | 5.8           | -1.6          | 7.9           | 4.6           | 2.3           |
| Haz 02          | 53.6 | -7.2         | -7.9          | -17.6         | -10.5         | -5.4          | -11.1         |
| May 04          | 61.4 | 1.2          | 1.8           | -1.5          | -0.5          | 0.8           | 4.7           |
| Mar 10          | 60.4 | 5.9          | 1.5           | -11.9         | -5.8          | -10.3         | -2.4          |
| Şub 11          | 61.4 | 3.2          | -0.1          | 1.4           |               |               |               |
| <b>Ortalama</b> |      | <b>2.3</b>   | <b>-0.3</b>   | <b>-3.1</b>   | <b>-1.1</b>   | <b>-1.4</b>   | <b>-0.5</b>   |

Kaynak: Bloomberg, VakıfBank

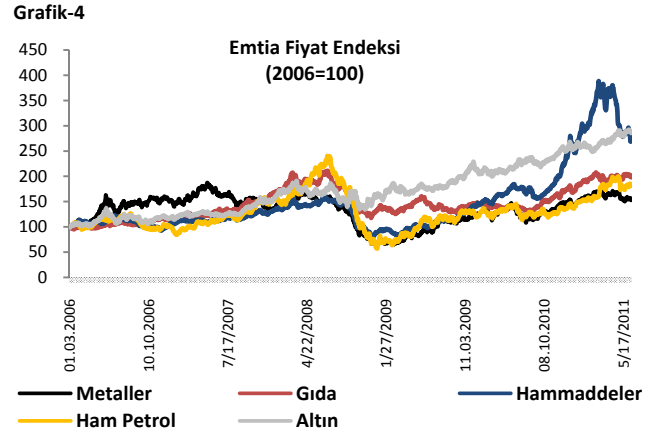
en yüksek seviyeye ulaştığı dikkat çekerken, 3 ay sonraki performansın pozitif olarak gerçekleşmesi olumlu görünmektedir. Söz konusu analizimize göre, ISM imalat endeksinin en üst seviyesini gördüğü Şubat ayından 5 ve 6 ay sonra yani Temmuz ve Ağustos aylarında S&P 500 endeksinin yukarı yönlü bir hareket izlemesi mümkün görünmektedir.

ABD'nin ISM imalat endeksi ile S&P 500 endeksinin performansı birlikte incelendiğinde, ISM imalat endeksinin en üst seviyeye ulaştığı tarihten sonra S&P 500'ün düşüşe geçtiği ve bu düşüşün bir çeyrek sonra sertleştiği görülmüştür. Bir çeyrek sonra S&P 500 endeksinin ISM'in en üst seviyeyi gördüğü tarihe göre ortalama %3.1 gerilediği dikkat çekerken, S&P 500 endeksinin ISM endeksinin en yüksek seviyesini gördüğü tarihten 3 ay sonraki performansları geçmiş 17 dönem için incelendiğinde, yalnızca 5 dönemde endeksin yükseliş yaşadığı görülmektedir. Ancak 3. aydan sonra S&P 500'ün hareketinin yukarı yönlü dönmeye başladığı görülmektedir. S&P 500 endeksi bir çeyrek sonra yeniden yukarı yönlü bir ivme kazanırken, 5 ve 6 ay sonra yükselişin daha belirgin hale geldiği söylenebilir. Son olarak endeksin 2011 yılının Şubat ayında 61.4 ile

## 2- Enflasyon ve Gelişmekte olan Ülke Para Politikaları:



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: IMF

Önümüzdeki dönemde borsalardaki hareket üzerinde etkili olabilecek bir diğer faktör, son dönemde ABD’de hızla artan enflasyon oranının yönü olacaktır. Yaz aylarının başlaması ve mevsimsel olarak gıda fiyatlarının baskısının azalacağı beklentisiyle enflasyon oranlarında da aşağı yönlü hareket görülebilecektir. Grafik-3 incelendiğinde, ABD’de gıda fiyatlarındaki yükselişin 2011 yılında önceki iki yıldan daha güçlü olduğu dikkat çekmektedir. Geçmiş yıllarda Haziran-Ağustos döneminde mevsimsel olarak yükselişlerin yerini düşüşe bıraktığı görülmektedir. Bu durum önümüzdeki dönemde ABD’de enflasyonist baskıların hafifleyebileceğine işaret etmektedir. Diğer yandan, Nisan ayında emtia fiyatlarında yaşanan hızlı yükselişlerin ardından son dönemde fiyatlardaki dalgalanmanın yavaşladığı görülmektedir. Örneğin, ham petrol fiyatları Nisan ayında 120 \$/varil seviyesinden Mayıs ayındaki düşüşün ardından son dönemde ortalama 107 \$/varil seviyelerine gerilemiştir. Bu durum önümüzdeki dönemde enflasyonist baskıları zayıflatacakken, borsalardaki yukarı yönlü hareketi destekleyebilecektir. Fakat emtia fiyatlarındaki düşüşün devam etmesi özellikle enerji sektöründeki hisselerle satış getirebilecekken bu durum borsalardaki yükselişleri sınırlandırabilecek bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır.

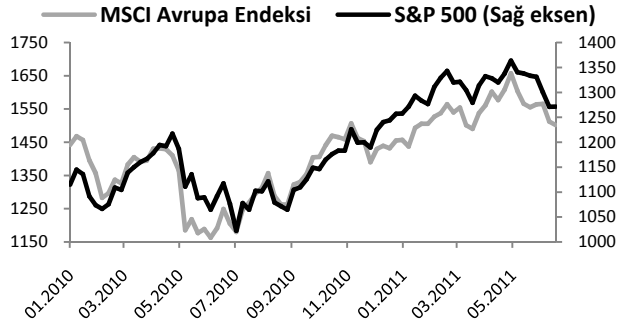
Önümüzdeki dönemde ABD’de enflasyon oranı üzerinde etkili olabilecek bir diğer unsur ise Haziran ayı sonunda bitecek olan QE2 olacaktır. QE1 ve QE2 dönemleri incelendiğinde, bu dönemlerde uzun vadeli büyüme beklentilerinin olumluya dönmesi ve artan talep ile enflasyonist baskıların yükseldiği görülmüştür. Risk iştahındaki artışa bağlı olarak borsaların gelen alımlarla, uzun vadeli tahvil getirilerinin ise gelen satışlarla yükseldiği izlenmiştir. Son dönemde piyasalarda Haziran sonunda sona erecek QE2’nin ardından yaşanacaklara ilişkin farklı senaryolar konuşulmaya başlanmıştır. Bu noktada QE2’nin sona ermesiyle likiditede yaşanacak düşüşe bağlı olarak borsalara satış geleceği beklentilerinin aksine gelişmelerin yaşanabileceği de göz ardı edilmemelidir. Olumsuz beklentilerin önceden fiyatlamasına bağlı olarak borsalarda QE2 sonrası görülebilecek olası satışların QE2 sona ermeden yaşanması muhtemeldir. Diğer taraftan QE uygulamalarının ardından dolarda yaşanan değer kaybının emtia fiyat artışlarını tetikleyerek, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist baskılara yol açtığı göz önüne alındığında, QE’nin sona ermesiyle enflasyonist baskıların azalması ve borsalarda yukarı yönlü hareketlerin yaşanması mümkün görünmektedir.

Son dönemde petrol ve gıda fiyatlarında yaşanan yukarı yönlü hareketlerin GOÜ enflasyon oranlarına etkisi incelendiğinde ise, söz konusu artışların düşünülenden daha fazla enflasyon riski oluşturduğu görülmektedir. Hatta geçtiğimiz haftalarda Dünya Bankası GOÜ’lerin enflasyonist baskıları kontrol altına almak için çok daha hızlı bir parasal sıkılaştırmaya gitmesi gerektiği uyarısında bulunmuştur. Fakat özellikle son 6 aydır artan gıda fiyatlarında yaşanan hareketin olumlu mevsim koşulları ile terse dönebileceği değerlendirildiğinde, ilk yarıda

enflasyonun en önemli belirleyicisi konumunda olan gıda fiyatlarının ikinci yarıda enflasyona olumlu katkı yapması da mümkün olabilecektir. Bu durum Dünya Bankası'nın uyarısına rağmen GOÜ'lerin faiz artırımlarını bir süre daha ötelemesine neden olabilecektir. ABD'de düşük faiz ortamında böyle bir senaryo altında ise borsalardaki yükselişlerin devam etmesi mümkün olabilir.

### 3- Euro Bölgesi Ülke Borç Krizi Riski:

Grafik-5



Kaynak: Bloomberg  
krizinin borsalardaki yükselişi sınırlayabileceği görülmektedir.

Hisse senedi piyasaların üzerinde etkili olabilecek bir diğer etken ise çevre Euro Bölgesi ülkelerinde yaşanan borç krizi ve temerrüt riski olurken, bu durum ekonomik kaygıları artırarak dünya borsalarını olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Euro Bölgesi ülkelerine dair belirsizliklerin devam etmesi durumunda borsalardaki yükselişlerin de sınırlı kalmaya devam etmesi söz konusu olabilecektir. S&P 500 ve MSCI Avrupa Endeksinin birlikte hareket ettiği göz önüne alındığında Avrupa'daki borç



|                        |                   |  |                |
|------------------------|-------------------|--|----------------|
| Serkan Özcan           | Baş Ekonomist     | <a href="mailto:serkan.ozcan@vakifbank.com.tr">serkan.ozcan@vakifbank.com.tr</a>                   | 0312-455 70 87 |
| Cem Erođlu             | Kıdemli Ekonomist | <a href="mailto:cem.eroglu@vakifbank.com.tr">cem.eroglu@vakifbank.com.tr</a>                       | 0312-455 84 80 |
| Nazan Kılıç            | Ekonomist         | <a href="mailto:nazan.kilic@vakifbank.com.tr">nazan.kilic@vakifbank.com.tr</a>                     | 0312-455 84 89 |
| Bilge Özalp Türkarşlan | Ekonomist         | <a href="mailto:bilge.ozalpturkarşlan@vakifbank.com.tr">bilge.ozalpturkarşlan@vakifbank.com.tr</a> | 0312-455 84 88 |
| Ümit Ünsal             | Ekonomist         | <a href="mailto:umit.unsal@vakifbank.com.tr">umit.unsal@vakifbank.com.tr</a>                       | 0312-455 84 18 |
| Seda Meyveci Dođanay   | Ekonomist         | <a href="mailto:sedameyveci.doganay@vakifbank.com.tr">sedameyveci.doganay@vakifbank.com.tr</a>     | 0312-455 84 85 |
| Halide Pelin Kaptan    | Araştırmacı       | <a href="mailto:halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr">halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr</a>       | 0312-455 84 83 |
| Emine Özgü Özen        | Araştırmacı       | <a href="mailto:emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr">emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr</a>               | 0312-455 84 87 |
| Naime Dođan            | Araştırmacı       | <a href="mailto:naime.dogan@vakifbank.com.tr">naime.dogan@vakifbank.com.tr</a>                     | 0312-455 84 86 |
| Fatma Özlem Kanbur     | Araştırmacı       | <a href="mailto:fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr">fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr</a>         | 0312-455 84 82 |
| Elif Artman            | Araştırmacı       | <a href="mailto:elif.artman@vakifbank.com.tr">elif.artman@vakifbank.com.tr</a>                     | 0312-455 84 90 |
| Senem Güder            | Araştırmacı       | <a href="mailto:senem.guder@vakifbank.com.tr">senem.guder@vakifbank.com.tr</a>                     | 0312-455 84 76 |
| İbrahim Taha Durmaz    | Araştırmacı       | <a href="mailto:ibrahimtaha.durmaz@vakifbank.com.tr">ibrahimtaha.durmaz@vakifbank.com.tr</a>       | 0312-455 84 93 |

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