



### İÇİNDEKİLER:

#### ❖ **Yurtiçi Ekonomi Raporu**

##### **İşgücü piyasalarındaki toparlanma devam ediyor...**

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre 2009 yılının Aralık ayında işsizlik oranı %13.1 seviyesinden %13.5'e yükselmiştir. Yaşanan yükselişte mevsimsel etkilerin rol oynadığı izlenirken, mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı Aralık ayında düşüşünü sürdürerek %12.5 seviyesine gerilemiştir.

##### **Bütçe performansı Şubat'ta olumlu seyretmeye devam etti...**

Avrupa'da başta Yunanistan olmak üzere, Portekiz ve İspanya'nın bütçe açıkları ve borçlarıyla ilgili sorunların Euro Bölgesi'nin geneline yayılabileceğine yönelik kaygılar, son günlerde piyasalarda en fazla konuşulan konuların başında gelmektedir. Yurtdışı piyasalarda bütçe açıklarına yönelik risklerin arttığı bir ortamda Türkiye'ye baktığımızda ise son açıklanan Şubat ayı verilerinde de bütçe performansının olumlu seyretmeye devam ettiği izlenmektedir.

##### **2009 yılı dördüncü çeyreğinde GSYİH bir önceki yılın aynı dönemine göre %6 oranında büyümüştür...**

Sabit fiyatlarla hesaplanmış Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, 2009 yılının IV. çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %6 büyümüştür. Son çeyrek rakamlarıyla birlikte 2009 yılı genelinde ise %4.7'lik bir daralma gerçekleştiği açıklanmıştır.

##### **2010 Mart ayında çekirdek enflasyondaki sert yükseliş dikkat çekmektedir.**

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Mart ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.58 artarak beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmiştir. Böylece, yıllık bazda TÜFE %10.13 seviyesinden %9.56 seviyesine gerileyerek yeniden tek hanelere düşmüştür.

#### ❖ **Uluslararası Ekonomi Raporu**

##### **FED faizleri ne zaman artıracak?**

Bu yazımızda dünyanın en büyük ekonomisi olan ABD'nin gösterge faiz oranlarına ilişkin bir analiz yapılmış, 16 Mart 2010 tarihinde Salı günü ABD Merkez Bankası (FED) toplantısından sonra yapılan yazılı açıklamada yer alan dikkat çekici söylemlerin ışığında ve ABD'de istihdam sektör verilerine dayanılarak FED'in faiz artırım zamanı tahmin edilmeye çalışılmıştır.

##### **Tüm Dünyada Bütçe Gelişmeleri ve ABD Sağlık Reformu**

Bu yazımızda kriz öncesi ve sonrası bütçelerde görülen gelişmelerin yanısıra ABD'de onaylanan sağlık reformunun ABD bütçesine olası etkileri kısaca incelenecektir.

##### **Para Politikalarında Ayrışma Görülüyor**

Krizle birlikte tüm dünyada Merkez Bankalarının büyüme kaygıları nedeniyle faizleri indirmelerine rağmen, kriz sonrası, çıkış sinyallerinin ardından, para politikası araçlarını aynı şekilde kullanmadıkları görülmektedir. Bu yazımızda söz konusu para politikasına ilişkin ayrışmalara değinilecek olup, kriz öncesi ve sonrası dönemler için bazı ülkelerin sanayi üretim endekslerinde ve enflasyonda görülecek olası şoklara faizlerin nasıl tepki verdiği etki-tepki analizi yapılarak incelenecektir.

#### ❖ **Finans Raporu**

##### **Yuan'ın Değerlenmesinin Olası Etkileri**

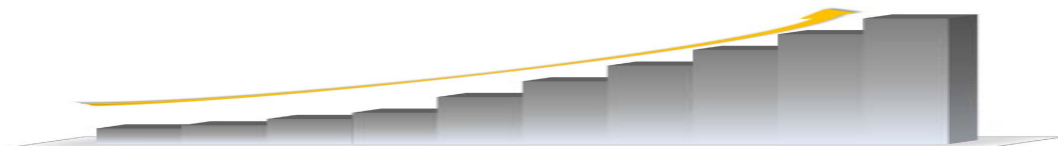
Son bir kaç yıldır global dengesizliklerin büyük bir sorun oluşturduğu ortamda, Çin'in para politikası ve yuanın değeri uzun bir süredir tartışma konusu olmaktadır. Döviz piyasasında doların eski gücünü kazanmakta zorlandığı şu günlerde özellikle Çin'in yuan konusunda atacağı adımlar önem kazanmaktadır.

##### **Euro ve AB'nin Geleceği Konusundaki Belirsizlik Artıyor**

Son günlerde Avrupa'da Yunanistan, Portekiz, İrlanda ve İspanya'nın bütçe açıkları ve borçlarıyla ilgili sorunlarının Euro Bölgesi'nin geneline yayılabileceğine yönelik kaygılar artarken, AB'nin söz konusu ülkelere müdahale edip etmeyeceği konusu gündemde yer almaktadır. Bu raporda Yunanistan gibi ülkelerin Maastricht kriterlerini karşılayamama nedenleri ile AB ve Euro'nun geleceğine yönelik belirsizlikler kısaca incelenecektir.

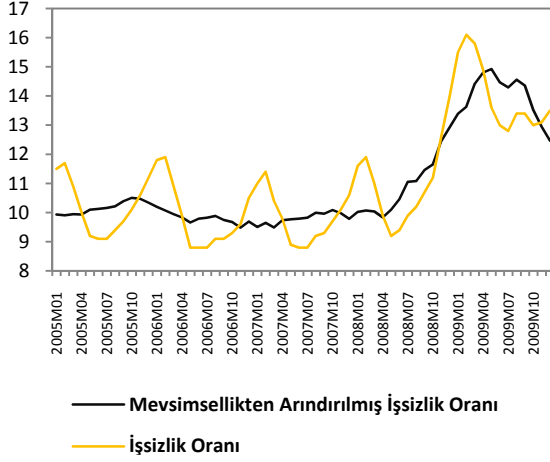
##### **Tahvil Piyasası ve Hisse Senedi Piyasası Arasındaki İlişki**

Faiz oranları ve hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi incelediğimiz bu çalışma, literatürde de çokca incelenen konulardan biri olurken, yapılan analizlerde faiz oranlarının hisse senedi piyasaları üzerinde önemli bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.



## İşgücü piyasalarındaki toparlanma devam ediyor

**Grafik-1**



Kaynak: TCMB, Vakıfbank

piyasalarındaki toparlanmanın devam ettiğini yansıtırken, önümüzdeki dönemde TCMB'nin Para Politikası kararları üzerindeki büyüme yönlü risklerin zayıfladığına işaret etmektedir.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre 2009 yılının Aralık ayında işsizlik oranı %13.1'den %13.5 seviyesine yükselmiştir. Yaşanan yükselişte mevsimsel etkilerin rol oynadığı izlenirken, mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı Aralık ayında düşüşünü sürdürerek %12.5 seviyesine gerilemiştir. Bu durumda 2009 yılı Ağustos ayından beri mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranındaki aşağı yönlü trendin devam ettiği izlenirken, mevsimsellikten arındırılmış serinin Lehman Brothers'ın iflas ettiği günlerdeki seviyeden sadece 1.5 puan yukarıda olduğu görülmektedir. İşgücü rakamlarında dikkat çeken bir diğer gelişme ise işsizlik oranının 32 ay sonra ilk defa Aralık ayında bir önceki yılın aynı ayına göre düşüş yaşamış olmasıdır. Bu durum işgücü

**Tablo.1**

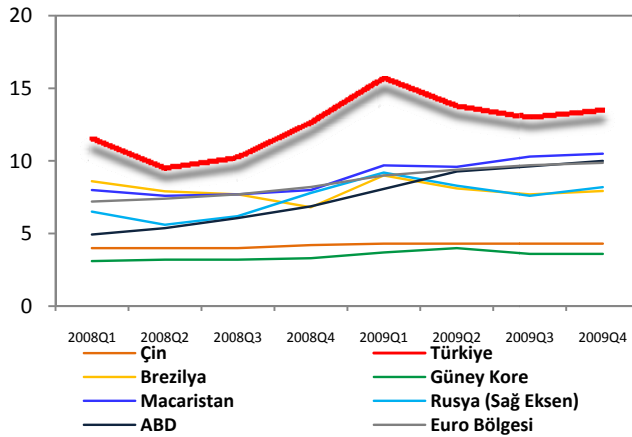
Nedenselliğin yönü	F-değeri	P-değ.	Karar
İşsizlik Or. $\rightarrow$ Büyüme Or.	42.139	0.000	Red
Büyüme Or. $\rightarrow$ İşsizlik Or	1.105	0.343	Red Etme

İşsizlik oranı ile büyüme arasındaki ilişkiyi desteklemek amacıyla Türkiye büyüme oranı ile işsizlik rakamlarını kullanarak kurduğumuz ekonometrik modelde, değişkenler arasındaki nedenselliğin işsizlik

oranından büyüme oranına doğru olduğu görülmüştür. Büyüme oranından işsizlik oranına doğru bir nedensellik ilişkisi ise bulunmamıştır.<sup>1</sup> Bir başka ifade ile işsizlik oranındaki gelişmelerin büyüme oranı üzerinde etkili olduğu söylenebilecekken, büyümede yaşanan dalgalanmaların işsizlik oranı üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi bulunmamıştır. Bu sonuç, özellikle son dönemde yaşanan krizle birlikte bozulmakla beraber, önceki dönemlerde büyüme oranında yaşanan toparlanmaya rağmen işsizlik rakamlarında yaşanan yüksek oranlarla açıklanabilir. Bu durum Türkiye'deki yapısal işsizliğe dikkat çekmektedir. Bir başka ifade ile işsizlik oranındaki yükselişin büyüme oranı ile ilişkisinin bulunmadığı, işsizliğin yüksek olmasında Türkiye'deki yapısal işsizlik oranının etkili olduğu söylenebilir.

<sup>1</sup> Modelde değişkenlerin durağanlık testleri Augmented Dickey Fuller testi kullanılarak kontrol edilmiş ve seriler durağan hala getirilerek (I(1)) Granger Causality testi ile nedenselliklerin yönüne karar verilmiştir.

## Grafik-2



Kaynak: Bloomberg

## Tablo.2

Ülkeler	Lehman Brothers İflası Öncesi İşsizlik Oranı	En son Açıklanan Veri
ABD	4.5	9.7
İngiltere	5.2	7.8
Almanya	7.6	8.2
Fransa	7.5	9.6
Japonya	3.8	4.9
İtalya	6.6	8.3
Yunanistan	7.2	9.8
Çin	4.0	4.3
Brezilya	7.2	7.2
Türkiye	10.7	13.5

Kaynak: Bloomberg

Örneğin, bu dönemde ABD’de işsizlik rakamları nemi nemi iki katına çıkmıştır. Krizle birlikte pek çok ülkede işsizlik rakamlarında sert artışlar yaşanırken, Türkiye’de işsizlik oranında yaşanan artışın daha sınırlı olması dikkat çekicidir. Bu durum, Türkiye’deki işsizlik rakamlarının konjonktürel dalgalanmalardan diğer ülkelere kıyasla daha az etkilendiğini yansıtmaktadır. İşsizlik rakamlarındaki yükselişlerin sınırlı olmasına rağmen görece olarak yüksek olması ise yapısal işsizlik rakamlarındaki yüksek oranı desteklemektedir.

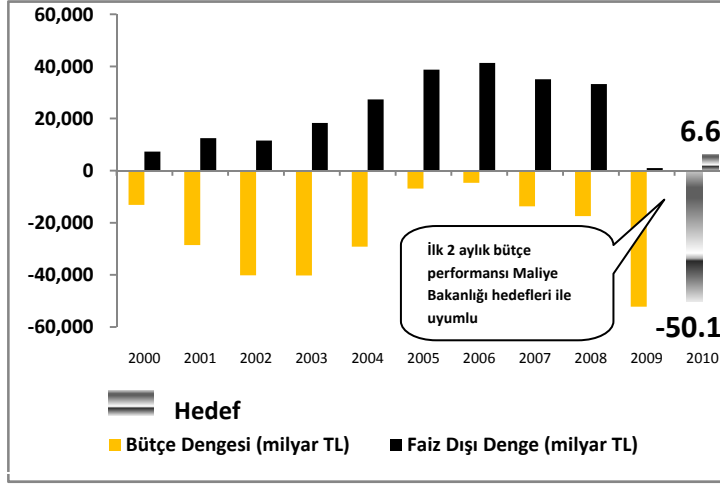
Sonuç olarak, açıklanan son işsizlik verileri işgücü piyasalarındaki toparlanmayı desteklerken, bu durum önümüzdeki dönem devam eden toparlanmanın TCMB’nin öngördüğünden daha hızlı olabileceğine işaret etmektedir. Bu durum enflasyonist baskıların devam ettiği bir ortamda TCMB’nin faiz arttırmalarını öne çekmesine neden olabilir. Özellikle son yapılan toplantıda, enflasyon beklentilerinde gözlenen artışın genel fiyatlandırma davranışlarında bozulmaya yol açması halinde, Merkez Bankası’nın Enflasyon Raporu’ndaki baz senaryoda öngörülen duruşa kıyasla daha erken bir parasal sıkılaştırmaya gidebileceğini belirtmesi, bu beklentileri güçlendirmektedir.

İşsizlik verilerinde Türkiye’nin dünya içindeki sıralamasını incelediğimizde ise, son açıklanan verilerdeki toparlanmaya rağmen, işgücü piyasalarında Türkiye’nin konumunun pek çok gelişmekte olan ekonomiden olumsuz olduğu görülmektedir. Bu durum toparlanmanın diğer ülkelere kıyasla daha yavaş olacağına işaret ederken, işsizlik rakamlarının diğer pek çok ülkenin üzerinde olması yine Türkiye’deki yapısal işsizlik rakamlarının yüksek olmasıyla açıklanabilir.

Bu sonuç aynı zamanda yandaki tablo ile de desteklenmektedir. 2007 yılında Lehman Brothers’ın iflası ile global piyasalarda 1930 yılındaki Büyük Bunalımı ardından en sert düşüşler yaşanmıştır. Hemen hemen tüm ülkelerdetoplama talepte sert daralmalar görülürken, işsizlik oranlarında hızlı artışlar yaşanmıştır. Bu dönemde işsizlik rakamlarında yaşanan yükseliş konjonktürel işsizlik oranlarında yaşanan yükselişle açıklanabileceken, ABD başta olmak üzere diğer pek çok ülkede görülen işsizlik rakamlarındaki sert artış dikkat çekmektedir.

## Bütçe performansı Şubat'ta olumlu seyretelemeye devam etti

**Grafik-1**



Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Avrupa'da başta Yunanistan olmak üzere, Portekiz ve İspanya'nın bütçe açıkları ve borçlarıyla ilgili sorunların Euro Bölgesi'nin geneline yayılabileceğine yönelik kaygılar, son günlerde piyasalarda en fazla konuşulan konuların başında gelmektedir. Yurtdışı piyasalarda bütçe açıklarına yönelik risklerin arttığı bir ortamda Türkiye'ye baktığımızda ise son açıklanan Şubat ayı verilerinde de bütçe performansının olumlu seyretelemeye devam ettiği izlenmektedir. Bütçe açığı Ocak – Şubat döneminde geçen seneye göre %48 daralarak 5.4milyar TL olarak

gerçekleşirken, faiz-dışı fazla %61 genişleyerek 5.3 milyar TL'ye ulaşmıştır.

**Tablo-1**

	Ocak-Şubat Performansı		2010 yıl sonu hedefi	Gerçekleşme Oranı(%)
(Milyar TL)	2009	2010		
<b>Harcamalar</b>	<b>44.604</b>	<b>44.936</b>	<b>286.981</b>	<b>15.66</b>
<b>1-Faiz Hariç Harcama</b>	<b>30.963</b>	<b>34.270</b>	<b>230.231</b>	<b>14.88</b>
Personel Giderleri	10.076	11.250	60.349	18.64
Sos. Güv.Kur. Dev. Pri.	1.233	1.894	11.110	17.04
Mal ve Hiz. Alım.	2.577	2.079	25.190	8.25
Cari Trans.	15.944	17.897	102.173	17.52
Sermaye Giderleri	0.323	0.229	18.924	12.10
Sermaye Trans.	0.152	0.156	3.429	4.56
Borç Verme	0.659	0.766	6.903	1.11
<b>2-Faiz Harcamaları</b>	<b>13.642</b>	<b>10.667</b>	<b>56.750</b>	<b>18.80</b>
<b>Gelirler</b>	<b>34.245</b>	<b>39.544</b>	<b>236.794</b>	<b>16.70</b>
<b>1-Vergi Gelirleri</b>	<b>27.630</b>	<b>33.441</b>	<b>193.324</b>	<b>17.30</b>
<b>2-Diğer Gelirler</b>	<b>6.615</b>	<b>6.103</b>	<b>43.471</b>	<b>14.04</b>
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-10.359</b>	<b>-5.392</b>	<b>-50.187</b>	<b>10.74</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>3.282</b>	<b>5.275</b>	<b>6.563</b>	<b>80.46</b>

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

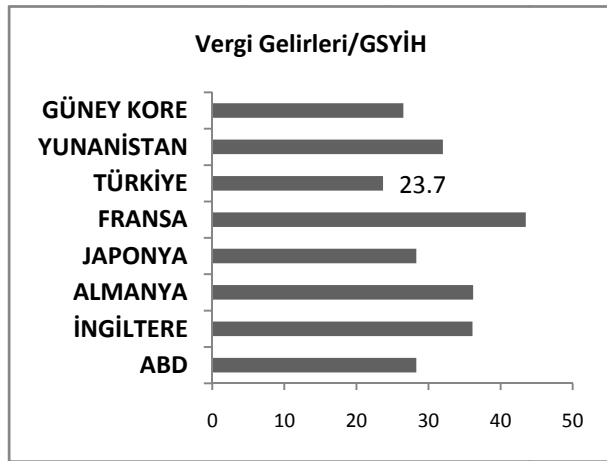
2010 yılının ilk iki ayında bütçe harcamaları reel olarak %8.5 oranında azalırken, bütçe gelirlerinin ise reel olarak %4.85 oranında artması sevindirici bir gelişme olarak dikkat çekmektedir. 44.936 milyar TL seviyesinde oluşan 2010 yılı Ocak-Şubat ayı toplam bütçe giderlerinin alt kalemlerine baktığımızda, faiz dışı harcamaların ağırlığı dikkat çekmektedir. Şubat ayında faiz dışı harcamalar %11 oranında artarken, 2010 yılı hedefinin %14.88 oranında gerçekleştiği görülmektedir.

Faiz harcamalarının ise bir önceki yılın altında kalması olumlu bir gelişme olarak algılanırken, Ocak-Şubat ayında toplam faiz giderlerinin reel olarak %28.9 oranında azaldığı görülmektedir.

Şubat ayı bütçe kalemleri içinde dikkat çeken en önemli gelişme ise vergi gelirlerindeki artış olmuştur. Ocak-Şubat döneminde ekonomik toparlanma ve vergi artışlarına paralel olarak vergi gelirlerinin %21 oranında yükseldiği görülmektedir. Vergi gelirlerinde yaşanan artışa rağmen Türkiye’de vergi gelirlerinin GSYİH’ya oranının diğer ülkelere kıyasla oldukça düşük olduğu aşağıdaki Grafik-2’den görülmektedir. AB üyesi ülkeler için bu oran %40 düzeyinde bulunurken, Türkiye’de vergi gelirlerinin GSYİH’ya oranı %23.7 seviyesindedir, dolayısıyla vergi gelirlerinin GSYİH içindeki payının düşük olması vergi oranlarının düşük olmasından kaynaklanmamaktadır. Aksine vergi oranlarının diğer pek çok ülkedeki seviyelere yakın olduğu görülmektedir (Bkz.Grafik-3).

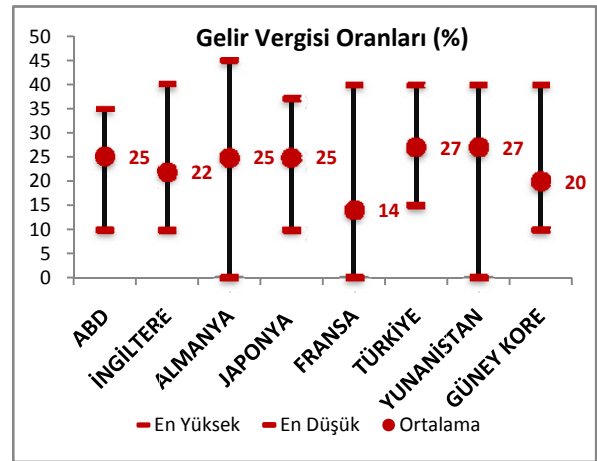
Dolayısıyla, vergi gelirlerinin pek çok ülkeye kıyasla daha düşük seviyede olmasını, düşük vergi oranları ile değil kayıt dışı ekonominin büyüklüğü ile açıklamak mümkündür. Türkiye ekonomisinin en önemli yapısal sorunlarından biri verginin tabana yayılmaması, bütçedeki vergi gelirlerinin büyük çoğunluğunun dolaylı vergiler yoluyla elde edilmesi, dolaysız vergilerin ise dünya standartlarına göre çok düşük kalmasıdır. Bunun temel sebebi ise kayıtdışı ekonominin büyüklüğüdür. Araştırılan 11 OECD ülkesinde kayıt dışı ekonominin GSYİH içindeki payının %10 seviyelerinde olduğu hesaplanırken, Türkiye %40 seviyesindeki kayıt dışı ekonomisi ile Rusya ve Polonya’nın ardından dünyada üçüncü sırada yer almaktadır. Bu nedenle Türkiye’nin hızlı büyümesini engelleyen kayıt dışı faaliyetlerin azaltılmasına yönelik vergi reformlarının düzenlenmesi son derece önemlidir. Bu çerçevede kayıtdışı ekonomi ile mücadele edebilmede en etkili yolun “Kişisel Gelir Vergisi Beyan Sistemine” geçilmesi olduğunu düşünüyoruz. Başta ABD olmak üzere pek çok ülkede uygulanan bu sistemde, 18 yaşından büyük her bireyin sahip olduğu ücret ve benzeri gelirleri ile her türlü menkul ve gayrimenkul varlıkları her yıl beyan etmesi zorunludur. Bu vergi sistemi ile herkesin bağımsız bir şekilde yıllık olarak vergi beyanında bulunması, sistemde şeffaflığı artıracak, vergi kaçırma amaçlı yapılan iktisadi faaliyetlerin ortaya çıkarılmasına yardımcı olacaktır. Kayıt dışı ekonominin azaltılması ile vergi gelirlerinin artması ise ekonomiye önemli bir kaynak oluşturacaktır.

**Grafik-2**



Kaynak:OECD

**Grafik-3**



Kaynak: OECD

Global toparlanmaya paralel olarak 2010 yılının ilk aylarında bütçe gelirlerinde yaşanan düzelmeye dikkat çekerken, bütçe açığının reel olarak gerilemesi son derece olumlu bir gelişmedir. Son dönemde Yunanistan, İspanya, İtalya, Portekiz ve İrlanda’ya yönelik mali risklerin arttığı bir ortamda; Türkiye’nin sergilediği güçlü performans dikkat çekmektedir. Artan bütçe açıkları kamu borçlanma ihtiyacını artırırken, başta Yunanistan olmak üzere bazı Avrupa ülkelerinde kamu borç stokunun GSYİH içindeki payı da yükselmiştir. Türkiye’de ise bütçe yanında borç stok rakamlarında da olumlu seyrin devam ettiği görülmektedir.

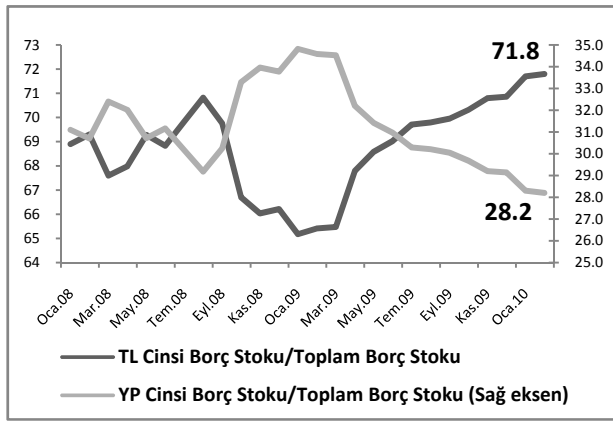
**Tablo-2**

<b>Merkezi Yönetim Borç Stoku (milyar TL)</b>				
	<b>Kas.2009</b>	<b>Ara.2009</b>	<b>Oca. 2010</b>	<b>Şub.2010</b>
<b>Toplam Borç Stoku</b>	440.7	441.4	447.8	452.7
<b>İç Borç Stoku</b>	329.2	330.0	335.9	339.4
<b>Dış Borç Stoku</b>	111.5	111.4	111.9	113.2

*Kaynak:Hazine Müsteşarlığı*

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan verilere göre, 2010 yılı Şubat ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku, bir önceki aya göre sadece 4.9 milyar TL artarak, 452.7 milyar TL'ye (221.0 milyar dolar) ulaşmıştır. İç borç stokunda 3.5 milyar TL

artış görülürken, 2009 yılı boyunca sınırlı miktarda artan dış borç stoku da 0.9 milyar TL artarak sınırlı bir şekilde artmaya devam etmiştir.

**Grafik-4**

*Kaynak:Hazine Müsteşarlığı*

borçlanma oranı %18.2'ye gerilerken, piyasaya yapılan borçlanma oranı %81.8'e yükselmiştir. Toplam iç borç stokundaki TL-YP ayrımı incelendiğinde, 2010 yılı Şubat ayında TL cinsi iç borç stoku %95.6 seviyesine kadar yükselmiştir.

Merkezi Yönetim Borç Stokunun TL-YP ayrımı incelendiğinde, TL cinsinden borcun toplam borç stoku içindeki payı, 2010 yılı Şubat ayında bir miktar artarak %71.8 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle YP cinsinden borcun toplam borç stoku içerisindeki payı %28.2'ye gerilemiştir. İç borç stokunda 2009 yılı Temmuz ayından beri kamuya yapılan borçlanma miktarının azaldığı dikkat çekerken, söz konusu düşüşün 2010 yılının ilk iki ayında da devam ettiği görülmüştür. Buna karşın piyasaya yapılan borçlanmanın ise artmaya devam ettiği izlenmektedir. Böylelikle kamuya yapılan iç

### **Mart-Mayıs Dönemi Hazine Finansman Programı**

**Tablo-3**

<b>Finansman Programı (Milyar TL)</b>	<b>Mart</b>	<b>Nisan</b>	<b>Mayıs</b>
<b>Ödemeler</b>	<b>14.7</b>	<b>18.2</b>	<b>13.2</b>
<b>İç Borç</b>	13.6	17.0	12.7
<b>Dış Borç</b>	1.1	1.2	0.5
<b>Finansman</b>	<b>14.7</b>	<b>18.2</b>	<b>13.2</b>
<b>Piyasadan İhale Yoluyla İç Borçlanma</b>	<b>10.5</b>	<b>10.0</b>	<b>7.4</b>
<b>Referans Bono İhalesi</b>	2.0	0.0	0.0
<b>Diğer</b>	8.5	10.0	7.4
<b>Kamuya Satışlar</b>	<b>0.9</b>	<b>4.2</b>	<b>0.3</b>
<b>Dış borçlanma</b>	<b>0.0</b>	<b>2.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Diğer finansman</b>	<b>3.3</b>	<b>2.0</b>	<b>5.5</b>

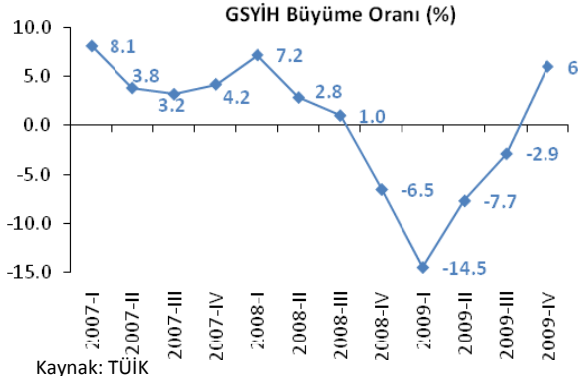
*Kaynak:Hazine Müsteşarlığı*

Hazine Müsteşarlığı 2010 yılından itibaren gelecek ayın iç borçlanma stratejisini aylık yerine üç aylık periyodlar şeklinde açıklamaya başlamıştır. Yapılan son açıklamaya göre, Nisan ayında toplam 17.0 milyar TL'lik iç borç servisine karşılık 18.2 milyar TL toplam iç borçlanma gerçekleştirilmesi programlanırken, Mayıs ayında toplam 12.7 milyar TL'lik iç borç servisine karşılık 13.2 milyar TL toplam iç borçlanma gerçekleştirilmesi

programlanmaktadır. Ocak ve Şubat aylarında yüksek miktarlarda borçlanan Hazine'nin Mart ayından sonra nispeten daha az borçlanma gerçekleştirmeyi plandığı görülmektedir. Diğer yandan, Hazine Müsteşarı İbrahim Çanakçı'nın 2010 için %99.5 olarak öngörülen borçlanma rasyosunun %90-95 arasına gerileyebileceğini açıklaması Hazine'nin bu yıl finansman konusunda önemli bir sorun yaşamayacağına işaret etmektedir.

**2009 yılı dördüncü çeyreğinde GSYİH bir önceki yılın aynı dönemine göre %6 oranında büyümüştür**

**Grafik-1**

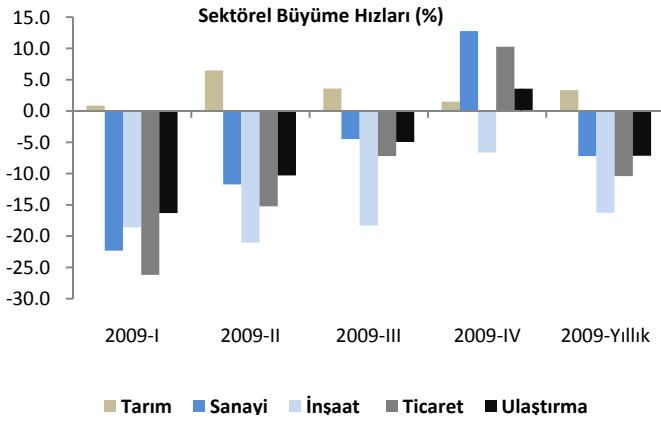


Kaynak: TÜİK

Sabit fiyatlarla hesaplanmış Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH), 2009 yılının IV. çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre beklentilerin üzerinde bir artış göstererek %6.0 büyümüştür. Türkiye İstatistik Kurumu 2008 yıl sonu büyüme oranını -%0.9'dan -%0.7 seviyesine yükseltirken, 2009 yılı I. çeyrekteki küçülme 14.7'den %14.5'e, II. çeyrekteki küçülme %7.9'dan %7.7'ye ve III. çeyrekteki küçülme %3.3'ten %2.9'a revize edilmiştir. Son çeyrek rakamları ve yapılan yukarı yönlü revizyonlarla birlikte 2009 yılı genelinde ise %4.7 oranında daralma yaşanmıştır. 2008 yılında 10 bin 436

dolar olan kişi başına milli gelir ise 2009'da 8 bin 590 dolara gerilemiştir. Takvim etkisinden arındırılmış sabit fiyatlarla GSYİH ise 2009 yılı dördüncü üç aylık dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre %4.0'lık artış gösterirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH değeri bir önceki döneme göre %2.3 artmıştır. Türkiye ekonomisinin 2009'un ilk üç çeyreğinde yaşanan daralmanın ardından dördüncü çeyrekte krizin başlangıcından beri ilk defa pozitif bir büyüme kaydettiği izlenirken, 2009'daki küçülme hızının da tahminlerin altında gelmesi olumlu bir gelişme olmuştur.

**Grafik-2**

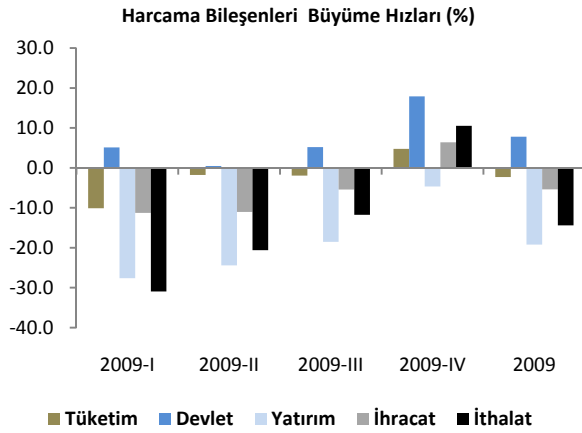


Kaynak: TÜİK

Sektörler itibariyle GSYİH verileri incelendiğinde, yılın son çeyreğinde beklentilerin çok üzerinde, %12.8'lik artış yaşayan sanayi sektöründeki yükseliş dikkat çekmektedir. Yıllık büyüme oranında ise imalat sanayisinin krizden en ağır darbeyi alan sektör olduğu ve 1.7 puanlık yıllık küçülmeye, GSYİH'daki daralmaya en büyük katkıyı yaptığı görülmektedir. Sanayi sektöründen sonra 2009 yılı son çeyreğinde ve yıl sonundaki büyümede payı yüksek olan ikinci sektör ise ulaştırma sektörü olarak dikkat çekmektedir. Fakat sektörün

IV. çeyrekte toparlanmasına rağmen yılı, %7.1 oranında düşüşle kapatarak büyümeye 1.1 puan negatif katkı sağladığı görülmektedir. IV. çeyrekte yükselişe katkısı dikkat çeken diğer bir alt sektör ise, %10 büyüme gösteren toptan ve perakende ticaret sektörü olmuştur. Toptan ve perakende ticaret, son çeyrekteki 1.3 puanlık katkısına rağmen 2009 yılını -1.3 puanlık negatif bir değişime neden olarak kapatmıştır. İnşaat sektörünün ise, 2009 yılının ilk üç çeyreğinde sert bir şekilde küçülmesi ardından son çeyrekte toparlanmasına rağmen pozitif rakamlara ulaşamadığı görülmektedir. Yıllık bazda en sert düşüşü yaşayan inşaat sektörünün yıllık büyümeye katkısı ise -0.8 puan olarak hesaplanmıştır. Önemli sektörlerden bir diğeri olan tarım sektörünün ise 2009 IV. çeyrek ve yılsonu büyümeye yaptığı olumlu katkı dikkat çekmektedir. Sektör, Grafik-2'de de görüldüğü gibi 2009 yılı büyümesine 0.3 puan katkı yapan ve yılı pozitif kapatan en önemli sektör olarak dikkat çekmektedir.

**Grafik-3**



Kaynak: TÜİK

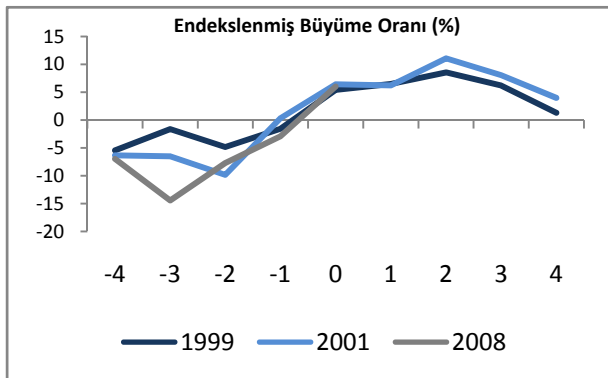
**Tablo-1**

Harcama Grubu	Payı (%-2009 yılı)	2009 IV.çey. büy. katkısı (puan)	2009 yılı büy. katkısı (puan)
Yurtiçi Tüketim	70.6	3.3	-1.6
Yatırım	19.9	-0.97	-3.82
Devlet Harcamaları	11.4	2.5	0.9
İhracat	25.3	1.63	-1.36
İthalat	25.3	-2.75	3.64

Kaynak: TÜİK

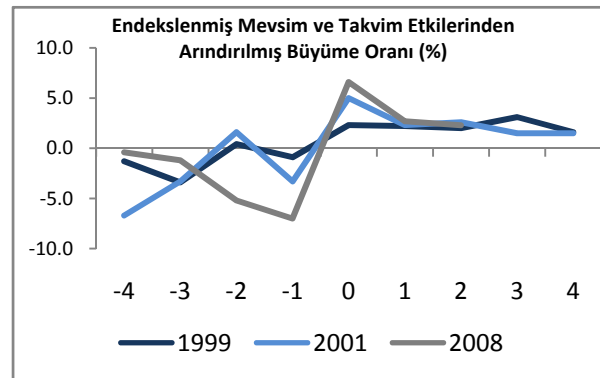
Büyüme rakamları harcamalar yöntemiyle incelendiğinde, dördüncü çeyrekte toplam iç talepteki canlanma dikkat çekmektedir. Tüketim harcamaları ilk üç çeyrekte süregelen küçülmelerin ardından son çeyrekte %4.7 oranında yükseliş yaşayarak 2008'den bu yana gerçekleşen en yüksek artışı kaydetmiştir. Yılın ilk üç çeyreğinde daralan grubun yıllık olarak ise büyümeye -1.60 puanlık negatif katkısı göze çarpmaktadır. 2009 yılı son çeyreğinde büyüme oranının beklentilerden yüksek gerçekleşmesinde ise kamu sektöründe yaşanan yükselişin etkili olduğu görülmektedir. Kamu harcamalarındaki yaklaşık %11'lik artışla mal ve hizmet piyasalarının ayakta tutulmaya çalışıldığı izlenirken, söz konusu harcama grubunun büyümeye katkısının son çeyrekte 2.5 puan olduğu görülmektedir. 2009 yılı ilk üç çeyreğinde en sert düşüşlerin yaşandığı yatırımların ise dördüncü çeyrekte daralmaya devam ettiği fakat düşüş hızının yavaşladığı izlenmektedir. 2009 yılı içinde harcamalar yönteminde en büyük negatif katkıyı 3.82 puan ile yatırımlardaki düşüşün yaptığı dikkat çekerken, kapasite kullanım oranlarındaki düşük seviyeler paralelinde özellikle özel sektör yatırımlarındaki sert düşüş dikkat çekmektedir. İthalat ve ihracat kalemlerinde ise ilk üç çeyrekte görülen düşüşlerin ardından son çeyrekte artış yaşanmıştır. Özellikle yılın ilk üç çeyreğinde net ihracatın büyümeye pozitif katkı yapmasının ardından dördüncü çeyrekte ithalatta yaşanan artışın ihracata kıyasla daha yüksek olması nedeniyle net ihracatın büyümeye negatif bir katkı (-1.12 puan) yaptığı görülmektedir. Yıllık bazda ise net ihracatın büyümeye katkısı 2.3 puan olarak gerçekleşmiştir.

**Grafik-4**



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

**Grafik-5**

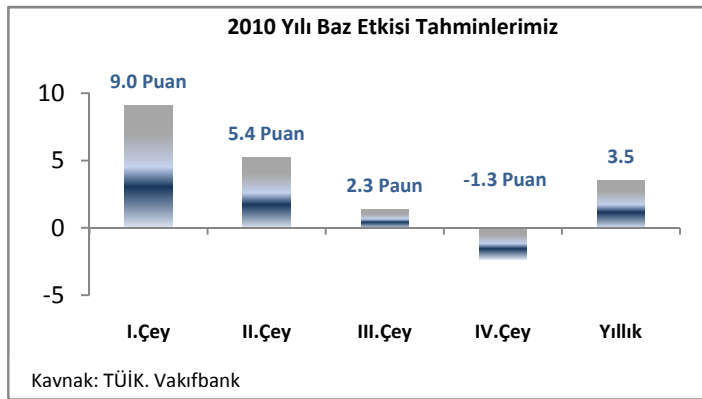


Kaynak: TÜİK, Vakıfbank



Yukarıdaki Grafik-4'te Türkiye'de daha önce yaşanan resesyon dönemlerini karşılaştırmak için GSYİH verileri krizden çıkış tarihleri t=0 olarak kabul edilerek endekse dönüştürülmüştür. Krizlerin milli gelire etkisinin şiddetini daha iyi görebilmek için Grafik-5'te ise mevsimlik hareketlerinden ve çalışma günü sayılarından arındırılmış GSYİH verileri incelenmektedir. Krizden çıkış zamanları eşitlenerek hazırlanan endekslenmiş büyüme oranlarındaki hareketin detaylarına baktığımızda, krizlerden çıkış süresinin diğer yaşanan krizlerde olduğu gibi son krizde de dört çeyrek sürdüğü görülmektedir. Diğer yandan, GSYİH'daki düşüşün son krizde daha sert olduğu özellikle mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış seri incelendiğinde, düşüşün diğer krizlerin aksine oldukça sert olduğu gözükmektedir. Sayısal olarak 2001 krizinde GSYİH en yüksek %9.8 oranında daralırken, 2009 yılının birinci çeyreğinde ise %14.5 oranında küçüldüğü izlenmektedir.

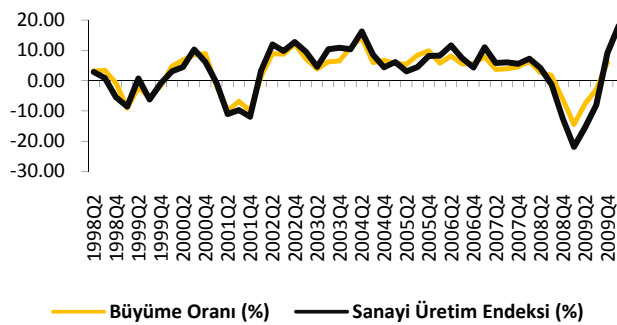
### Grafik-6



Yukarıdaki grafiklerde son krizin diğer krizlere kıyasla daha sert olduğu izlenirken, bundan sonra toparlanmanın nasıl olacağı ise daha önemli bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır. Son dönemde sık sık altı çizilen baz etkisinin, diğer krizlerle karşılaştırıldığında bu krizde daha güçlü olacağı söylenebilir, çünkü düşüşün bu krizde daha sert olduğu görülmektedir. Diğer yandan, baz etkisi diğer krizlerde de görüldüğü gibi 2010 yılı ilk üç çeyreğinde

etkili olacakken, söz konusu etkinin her dönem zayıflaması mümkün olabilir. GSYİH'yı çeyrekler bazında incelediğimizde, GSYİH'nın dördüncü çeyreğinin ardından mevsimsel etkiler dışında hiç artış yaşanmayacağı varsayımı altında baz etkisinin Grafik-6'te 2010 yılı büyüme oranları üzerinde oldukça etkili olacağı gözükmektedir. Özellikle 2009 yılının birinci çeyreğinde %14.5 oranında daralan ekonominin 2010 yılı birinci çeyrek büyüme oranlarında çift haneli sayıların görülebileceğine işaret etmektedir. Nitekim, hiç büyüme yaşanmaması varsayımı altında sadece baz etkisiyle %9.0 büyüyecek olan GSYİH'nın, sanayi üretim endeksi, ihracat ve bütçe harcamaları gibi öncül veriler ışığında daha güçlü bir performansa sahip olabileceği düşünülebilir. Diğer yandan sadece baz etkisiyle yılın tamamında ise %3.50 oranında bir büyüme yakalanabileceği söylenecekken, daha önceki yılsonu büyüme beklentimiz olan %4.0 seviyesinin üzerinde yukarı yönlü baskıların oldukça güçlü olduğu görülmektedir.

### Grafik-5



Kaynak: TCMB

endeksi bir önceki aya göre % 1.6 artış göstermiştir. Böylece mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış serinin Şubat ayı verileriyle Lehman Brothers'ın iflas ettiği dönemdeki seviyelerine yükseldiği görülmektedir. Sanayi üretim endeksi Aralık ayında yaşanan sert yükselişin ardından baz etkisiyle Ocak ayında pozitif seyrini

Açıklanan sanayi üretim endeksi de büyümedeki aşağı yönlü risklerinin zayıfladığına işaret etmiştir. Şubat ayı sanayi üretimi endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %18.1 oranında artarak Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak %17.5 olan beklentilerimize yakın gerçekleşmiştir. Takvim etkisinden arındırılmış endeks 2010 yılı Şubat ayında bir önceki yılın aynı ayına göre, %18.2 artış gösterirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim

sürdürürken, Şubat ayında yükselişteki hızın bir miktar arttığı görülmektedir. Mart ayında ise çalışma günü sayısının, açıklanan ihracat verilerindeki güçlü rakamların ve baz etkisinin vereceği destekle artış hızının devam etmesi mümkün olabilir. Dolayısıyla yılın birinci çeyreğinde sanayi üretim endeksinde güçlü bir performans izlenecekken, ilk çeyrek için büyüme oranı beklentimiz çift haneli seviyelere işaret etmektedir.

**Tablo-1**

Tahminlerimiz (%)	GSYİH
2010-I.çey	11.4
2010-II.çey	6.0
2010-III.çey	3.3
2010-IV.çey	1.3
2010-Yıl sonu	5.2

Kaynak: VakıfBank

Açıklanan büyüme verileri ve bu hafta açıklanan sanayi üretim endeksi rakamları ışığında büyüme beklentilerimizi revize ediyoruz. Baz etkisiyle yılın tamamında %3.50 oranında bir büyüme yakalanabileceği söylenebilecekken, daha önceki yılsonu büyüme beklentimiz olan %4.0 seviyesinin üzerinde yukarı yönlü baskıların oldukça güçlü olduğu görülmektedir. Bu bağlamda açıklanan son çeyrek verileriyle hazırladığımız ekonometrik modelimizin tahminleri ışığında yıl sonu büyüme tahminimizi %5.2 seviyesine yükseltiyoruz (Tablo-2). Büyüme beklentilerimiz ışığında Türkiye'nin 2009 yılında yaşanan resesyonun ardından 2010 yılında trendin üzerinde bir büyüme performansına sahip olabileceği söylenebilir.

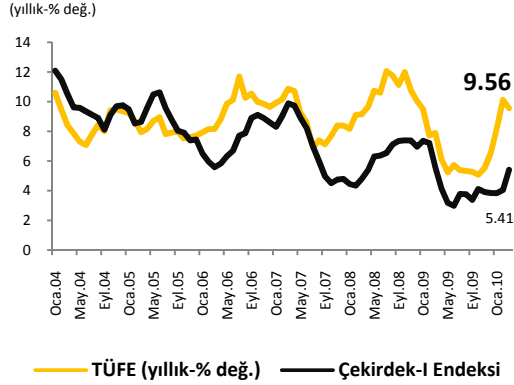
**Tablo-2**

2010 yılsonu Tahminlerimiz	Makro ekonomik göstergelere ilişkin beklentilerimiz
Büyüme (%)	5.2
İşsizlik Oranı (%)	13.2
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-2'de görülmektedir. Büyüme verilerindeki toparlanma beklentimize paralel olarak 2010 yıl sonu işsizlik oranının %13.2 oranında gerçekleşmesini bekliyoruz. Enflasyon rakamlarında önümüzdeki dönemde yukarı yönlü trend devam edecekken yılın son çeyreğinde ise yıllık enflasyondaki yükselişin zayıflayarak %8.15 seviyesinde yılı sonlandıracağını düşünüyoruz. Cari İşlemler Açığının ise 2010 yılında toplam 28 milyar \$ olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Açıklanan son verilerle TCMB'nin ilk faiz artırımına Temmuz ayında başlamasını bekliyoruz yıl sonunda ise faizlerin %8.00 seviyelerine yükseltilmesi mümkün olabilir.

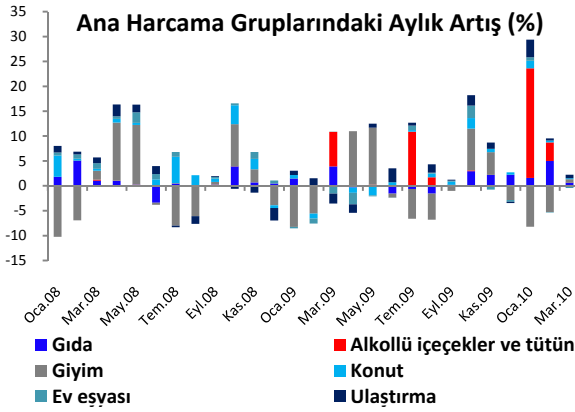
## 2010 Mart ayında çekirdek enflasyondaki sert yükseliş dikkat çekmektedir

**Grafik-1**


Kaynak:TÜİK

TCMB'nin önümüzdeki dönemde faiz kararları açısından son derece olumsuz bir görünüm sergilemektedir.

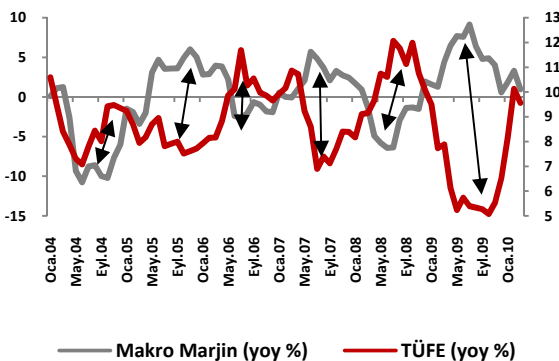
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Mart ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.58 artarak beklentilerimizin üzerinde (beklentimiz: %0.27) gerçekleşmiştir. Böylece, yıllık bazda TÜFE %10.13 seviyesinden %9.56 seviyesine gerileyerek yeniden tek hanelere düşmüştür. Çekirdek enflasyon olarak bilinen enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç "I Endeksi" ise aylık bazda %0.60 oranında artmış böylece, yıllık çekirdek enflasyon baz etkisiyle de %4.05'ten %5.41 seviyesine yükselmiştir. Çekirdek enflasyonda yaşanan bu sert artış

**Grafik-2**


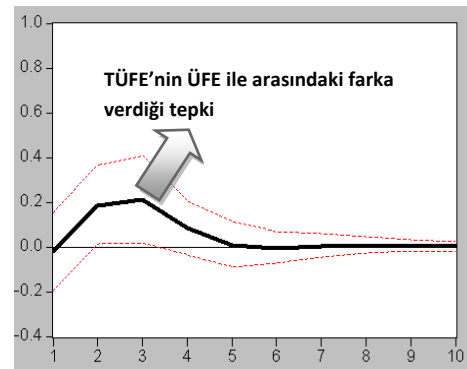
Kaynak:TÜİK

sürdüğü izlenmektedir. Aylık TÜFE'ye 0.10 puan katkı yapan ulaştırma grubunun yıllık katkısı ise 1.77 puan olmuştur. Önümüzdeki aylarda ÖTV indirimleriyle düşük baz etkisi bu gruptaki yıllık artışların yükselmesine neden olabilir. Mart ayında giyim grubundaki sınırlı artış dikkat çekerken, Grafik-1 incelendiğinde, fiyat artışlarında gıda grubunun katkısının Mart ayı itibariyle yavaşladığı, giyim grubunun ise özellikle Nisan ayı itibariyle yeni sezon ürünlerinin fiyatlanmasıyla sert bir şekilde yükseldiği görülmektedir. Nisan ve Mayıs aylarında giyim grubunun enflasyona katkısının ortalama 2 puan olduğu söylenebileceken, bu durum enflasyondaki yukarı yönlü trendin önümüzdeki dönemde devam edebileceğine işaret etmektedir.

TÜFE'nin beklentilerimizden yüksek gelmesinde işlenmemiş gıda fiyatlarında geçtiğimiz ay yaşanan artışların ardından düzeltme yaşanacağı beklentimizin gerçekleşmemiş olması etkili olmuştur. Gıda fiyatlarının aylık bazda %0.60 oranında artmasının TÜFE'yi 0.17 puan yükselttiği izlenmektedir. Mart ayında sabit telefon görüşme ücretlerinde yapılan artışların ise haberleşme grubunda aylık enflasyonu yaklaşık 0.16 puan yükseltmiştir. Son dönemde ulaştırma grubunda gözlenen artışlarla yükselen ulaştırma grubu yıllık enflasyonunun bu eğilimini Mart ayında da

**Grafik-3**


Kaynak:TÜİK,Vakıfbank

**Grafik-4**


Kaynak: Vakıfbank

Mart ayında çekirdek enflasyonda yaşanan yükseliş yanında üretici fiyatlarındaki artışların da son derece sert olduğu izlenmektedir. 2010 yılı Mart ayında Üretici Fiyatları Endeksi bir önceki aya göre %1.94 (beklentimiz: %0.54) oranında beklentilerin oldukça üzerinde bir artış gerçekleştirmiştir. Yıllık bazda ise ÜFE %8.58 oranına yükselerek 2008 yılı Kasım ayının ardından en yüksek seviyesine ulaşmıştır. ÜFE’de yaşanan artış önümüzdeki dönemde üreticilerin fiyatlarını tüketicilere yansıtmasıyla TÜFE üzerinde yukarı yönlü baskıları arttıracaktır. Grafik-3’te TÜFE yıllık enflasyonundan ÜFE yıllık enflasyonunun çıkarılmasıyla hesaplanmış makro marjin ve TÜFE arasındaki ilişki incelendiğinde, önümüzdeki dönemde TÜFE ve ÜFE’deki artışların devam etmesi beklenebilir. Grafik-4’te TÜFE ve ÜFE arasındaki ilişkiyi daha iyi incelemek için hazırlanan ekonometrik model<sup>2</sup> sonuçlarına göre TÜFE’nin ÜFE ile arasındaki farka verdiği tepki görülmektedir. Bu grafikten TÜFE’nin ÜFE ile arasındaki farka gelebilecek bir şoka ilk ay hemen tepki vermediği ardından sert bir şekilde yükselerek üçüncü ayda maksimuma ulaştığı ve söz konusu şokun etkisinin 5 ay sürdüğü görülmektedir. Dolayısıyla yukarıdaki Grafik-4 ÜFE’de yaşanan artışların TÜFE üzerinde önümüzdeki dönemde yukarı yönlü baskı yaratacağına işaret etmektedir.

Çekirdek enflasyon göstergelerindeki artışlar, Merkez Bankası Nisan ayı birinci dönem beklenti anketinde yıl sonu TÜFE beklentisinin %8.06’dan %8.24’e yükselmesi ve ÜFE’deki sert yükselişler değerlendirildiğinde, TCMB para politikası kararı üzerinde enflasyonist baskıların oldukça yükseldiği izlenmektedir. Açıklanan son verilerde büyümedeki aşağı yönlü risklerin ise zayıfladığı görülmektedir. Bu durum TCMB’nin faiz arttırmalarına yaza doğru başlayabileceği beklentilerini gündeme getirebilecekken, beklentimiz TCMB’nin ilk faiz arttırımına Temmuz ayında başlaması yönündedir. Bu hafta Merkez Bankası’nın 13 Nisan’da yapacağı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında faiz oranlarında değişikliğe gitmesini beklemiyoruz fakat toplantının ardından yapılan açıklamalarda TCMB’nin daha temkinli bir tutum sergilemesi mümkün olabilir. PPK toplantısında faiz kararı yanında çıkış stratejisini ele alacak olan TCMB sözkonusu stratejiyi 14 Nisan’da açıklayacaktır. Merkez Bankası geçtiğimiz sene krizin önüne geçebilmek için faiz indirimleri yanında, repo ihaleleri, FX depo piyasası ve zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi gibi başka genişletici para politikası önlemlerini devreye sokmuştu. Çıkış stratejisiyle TCMB’nin bu adımlara yönelik politikalarını açıklaması beklenmektedir.

---

<sup>2</sup> Değişkenler durağanlaştırılarak VAR modeli kullanılmıştır.

## FED faizleri ne zaman arttıracak?

Küresel krizin başlamasıyla birlikte, Merkez Bankalarının politika aracı olarak kullandığı gösterge faiz oranları daha dikkatle takip edilmeye başlanmıştır. Bu çerçevede bu raporda dünyanın en büyük ekonomisi olan ABD'nin gösterge faiz oranlarına ilişkin bir analiz yapılmış, geçtiğimiz hafta Salı günü (16 Mart 2010 tarihinde) ABD Merkez Bankası (FED) toplantısından sonra yapılan yazılı açıklamada yer alan dikkat çekici söylemlerin ışığında ve ABD'de istihdam sektör verilerine dayanılarak FED'in faiz artırım zamanı tahmin edilmeye çalışılmıştır.

ABD Merkez Bankası (FED), 2007 yılının ortasında başlayan krizin etkisiyle Aralık 2008 itibarıyla gösterge faiz oranını %5.25 seviyelerinden tarihi en düşük seviye olan %0-%0.25 aralığına indirmiştir. Mart ayında yapılan ve faizlerin %0.25 seviyesinde sabit tutulduğu son toplantıya ilişkin açıklamalarda, beklentiler doğrultusunda faizlerin uzun bir süre daha düşük seviyelerde kalmasına karar veren FED, yine beklendiği gibi Mart ayının sonunda varlık alımlarını sonlandıracağı sinyallerini vermiştir. 27 Ocak'ta yapılan önceki toplantıya ait kısa yazılı açıklama ile son açıklama arasındaki belirgin farklılıklar aşağıdaki tabloda yer almaktadır (Bkz. Tablo 1).

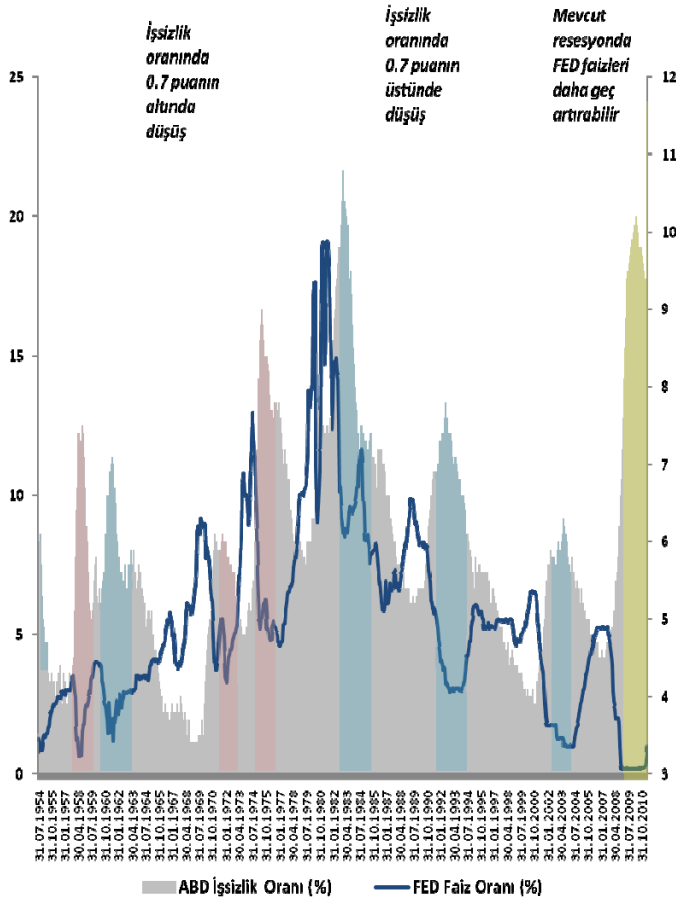
**Tablo 1. Karşılaştırma**

27 Ocak 2010	16 Mart 2010
✓ İstihdam piyasasındaki bozulma azalıyor.	✓ İstihdam piyasası <b>dengeleniyor.</b>
✓ Hanehalkı tüketimi ılımlı oranlarda artıyor, fakat bu büyüme zayıf istihdam piyasası tarafından engelleniyor.	✓ Hanehalkı tüketimi ılımlı oranlarda artıyor, fakat bu büyüme <b>yüksek işsizlik yüzünden engelleniyor.</b>
✓ Teçhizat ve yazılım üzerine yapılan harcamalar artmaya başlıyor.	✓ Teçhizat ve yazılım üzerine yapılan harcamalar <b>önemli ölçüde artıyor.</b>
✓ FED tarafından yapılan menkul kıymet satın alımları devam ediyor.	✓ FED tarafından yapılan menkul kıymet satın alımları <b>sonlandırılmak üzeredir.</b>
✓ FED, gerek duyduğu takdirde sürdürmekte olduğu ek tedbirleri değiştirerek devam ettirebilir.	✓ <b>Finansal piyasalardaki gelişmeler ışığında, ekonomik toparlanma ve fiyat dengesini korumak için FED gerekli politika araçlarını kullanabilir.</b>

FED açıklamaları arasında özellikle istihdam sektörüne yönelik söylem farkı dikkat çekmiş ve FED'in ne zaman faiz artırmaya başlayacağı konusu yeniden gündeme gelmiştir. Piyasalarda FED'in istihdam piyasasında açık bir düzelme görmediği sürece faiz artırımına gitmesi beklenmemektedir. İşsizlik oranı ile FED faiz oranlarına tarihsel olarak bakıldığında, 90'lı yıllarda görülen en yüksek işsizlik oranının yaklaşık %14 düşmesinin ardından FED'in faizleri arttırdığı görülmektedir. Aynı şekilde 2000'li yılların başında görülen yüksek işsizlik oranının 2003 ve 2004 yıllarında %11 oranında düşmesinin ardından FED'in faiz artırımına gittiği görülmektedir. Bu durumda son küresel krizin etkisiyle Ekim 2009'da %10.1'e yükselen işsizlik oranının yaklaşık bu oranlarda düşmesi halinde yani, işsizlik oranının %9 seviyelerinin bir miktar altına inmesi durumunda, FED'in faizleri artırabileceği söylenebilir. İçinde bulunduğumuz krizin işgücü piyasasında ciddi bozulmalara neden olduğu dikkate alındığında ise, kısa vadede işsizlik oranının %9 seviyesinin altına inmesi zor görünmektedir. Bundan dolayı, kısa vadede FED'in faizleri artırması beklenmeyebilir.

Ayrıca, kriz dönemlerinde işsizlik oranı ve FED'in faiz arttırmaları arasındaki ilişki incelendiğinde; FED'in ortalama işsizlik oranında 0.7 puanlık gerileme meydana geldikten ortalama 6 ay sonra yeniden parasal sıkılaştırmaya gittiği görülmektedir. Bu da, işsizlik oranının %9.3 seviyesine düşmesinden bir süre sonra FED'in faiz artırımlarına başlayacağını göstermektedir. Resesyon dönemleri ayrı ayrı incelendiğinde ise; işsizlik oranında 1960-1961 resesyonunda 1.6, 1990-1991 resesyonunda ise 1.2 puanlık gerileme meydana geldikten sonra FED faiz artırımına başlamıştır. (Bkz. Şekil 1) FED faiz artırımından önce en uzun bekleme de bu resesyon dönemlerinde yapmıştır. Bunun nedeni çekirdek enflasyonun düşük seviyelerde seyretmesi olmuştur. Diğer resesyon dönemlerinde ise faiz artırımını, o dönemlerde enflasyonun yüksek seviyelerde gerçekleşmesinden dolayı, işsizlik oranının zirveyi görmesinden hemen sonra yaşadığı gerilemenin ardından gerçekleştirmiştir. FED'in son resesyonda da çekirdek enflasyon düşük seviyelerini koruduğu için işsizlik oranının gerilemeye başlamasından çok daha sonra faiz artırımlarına gitmesi beklenmektedir.

**Şekil 1.**

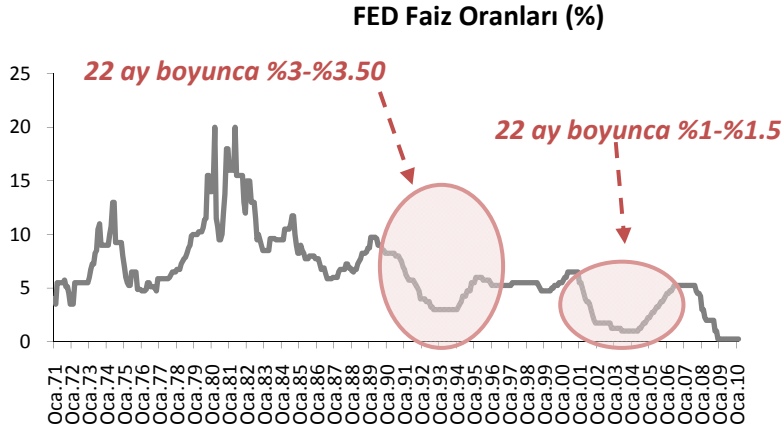


Kriz sonrası dönemlerde FED'in ilk parasal sıkılaştırmaya başlama tarihi	İşsizlik oranının zirve yaptığı seviyeden sonra meydana gelen gerileme (%)	İşsizlik oranının zirve yaptığı tarihten sonra geçen süre (ay)
Aralık 1954	-%1.1	3
Ağustos 1958	-%0.1	1
Şubat 1962	-%1.6	9
Nisan 1971	-%0.2	4
Haziran 1975	-%0.2	1
Eylül 1980	-%0.3	2
Haziran 1983	-%0.7	6
Şubat 1994	-%1.2	20
Haziran 2004	-%0.7	12
<b>Ortalama</b>	<b>-%0.7</b>	<b>6</b>

Kaynak: Bloomberg

Her iki analizde de FED'in faizleri artırması için istihdam piyasasındaki düzelmeye şart olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ayrıca, IMF'nin ABD için 2010 yıl sonu beklentisinin %10.1 seviyesinde olduğu düşünüldüğünde ise, FED'in 2011 yılından önce faizleri artırmayacağı sonucu çıkmaktadır.

Grafik 1.



düşünüldüğünde, FED'in Japonya'nın yaptığı hatayı yapmamak için ekonomideki toparlanmanın kesinleşmesinin ardından faizleri artıracığı düşünülebilir. Bu durum da FED'in 2011 yılından önce faizleri artırmayacağı şeklinde yorumlanabilir.

Sonuç olarak, yukarıda yapılan çıkarımlar ışığında, FED'in 2011 yılından önce faizleri artırması beklenmezken, piyasalarda en erken olarak 2010 yılının son aylarında FED'in faizleri artırabileceği konuşulmaktadır.

Son olarak, FED'in önceki faiz kararları incelendiğinde, düşük sayılabilecek seviyelerde 2 yıldan daha az sürede belli bir aralık seviyesinde olması dikkat çekmektedir. (Bkz. Grafik 1) Söz konusu durum, FED'in faizlerini 2008 yılının Aralık ayında tarihi düşük seviyesine gerilemesinden dolayı, 2010 yılının son aylarında FED'in faizleri artırabileceği söylenebilmektedir. Fakat halihazırda içinde bulunduğumuz küresel krizin 1930 Büyük Buhran'ından sonra yaşanan en derin resesyon olduğu

## Tüm Dünyada Bütçe Gelişmeleri ve ABD Sağlık Reformu

2007 yılının sonunda başlayan ve 2008 yılında tüm dünyayı ciddi şekilde etkileyen küresel krizde hanehalkı, finans ve özel kesimde görülen tüketim kaybını engelleyebilmek, piyasaların ayakta kalabilmesini sağlayabilmek için, kamu kesiminin ekonomileri yüksek miktarlarda teşviklerle desteklediği görülmüştür. Bu da ülkelerde ciddi bütçe açıklarına neden olurken, borç/GSYİH oranlarını son dönemde görülmemiş yüksek seviyelere çıkarmıştır. Bu yazımızda kriz öncesi ve sonrası bütçelerde görülen gelişmelerin yanısıra geçtiğimiz hafta sonunda ABD’de onaylanan sağlık reformunun ABD bütçesine olası etkileri kısaca incelenecektir.

1929 Büyük Buhran’ından sonraki en büyük resesyon olduğu söylenen finansal krizin etkilerinin, Hükümetlerin ve Merkez Bankalarının hızlı bir şekilde aldığı önlemlerle hafiflediği söylenebilir. Diğer taraftan yürürlüğe konan teşvik paketleri bütçe dengelerinde ciddi bozulmalara yol açmış, yeni bir krizin kapıda olduğu şeklinde yorumlara neden olmuştur. Krizin, ABD kaynaklı olarak ortaya çıkması ve türev ürün piyasaları aracılığıyla hızla yayılması sebebiyle özellikle gelişmiş finansal yapıya sahip ülkeleri daha sert bir şekilde etkilemiştir. Bu durum, gelişmiş ülkeler başta olmak üzere, birçok ülkede rekor bütçe açıklarının görülmeye başlamasına neden olmuştur. Aşağıdaki tabloda, ABD’de 2007 yılında %2.8 olan bütçe açığının GSYİH’ya oranının 2009 yıl sonu itibariyle %11.2’ye yükseldiği, Euro Bölgesi’nde %2.5 olan bu oranın 2009’da %6.1’e yükseldiği görülmektedir. (Bkz.Tablo 1)

**Tablo 1. Mali dengeler**

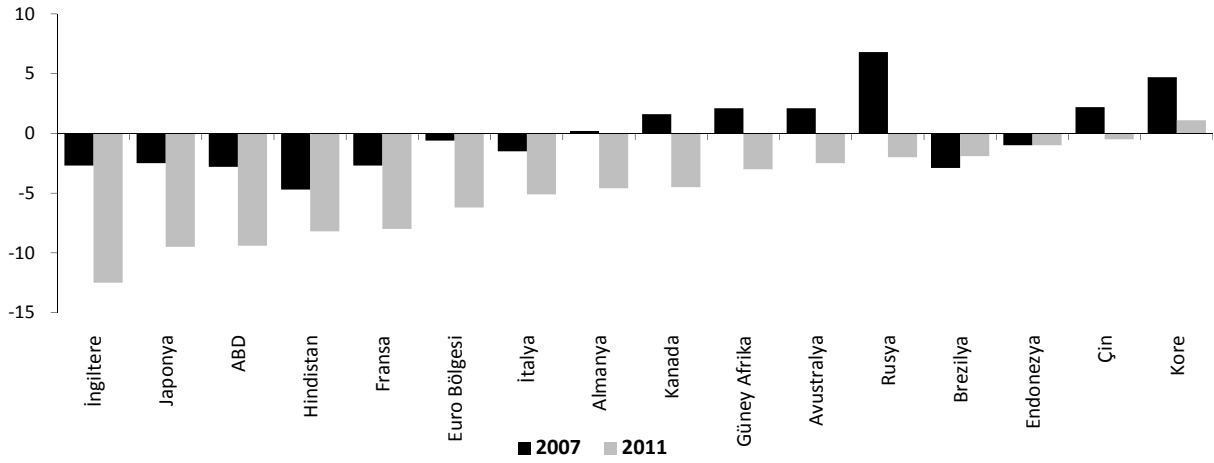
(%)	2007	2008	2009	2010*	2011*
<b>ABD</b>					
Bütçe Dengesi/GSYİH	-2.8	-6.5	-11.2	-10.7	-9.4
Borç Stoku/GSYİH	61.8	70.0	83.9	92.4	99.5
<b>Japonya</b>					
Bütçe Dengesi/GSYİH	-2.5	-2.7	-7.4	-8.2	-9.4
Borç Stoku/GSYİH	167.1	172.1	189.3	197.2	204.3
<b>Euro Bölgesi</b>					
Bütçe Dengesi/GSYİH	-0.6	-2.0	-6.1	-6.7	-6.2
Borç Stoku/GSYİH	70.9	73.2	81.8	88.3	93.2
<b>OECD (Meksika ve Türkiye hariç)</b>					
Bütçe Dengesi/GSYİH	-1.3	-3.5	-8.2	-8.3	-7.6
Borç Stoku/GSYİH	73.1	78.4	90.0	97.4	103.5

Kaynak: OECD Economic Outlook

\*OECD Tahmini

Yukarıda bahsedilen yardım ve teşviklerin miktarı ve niteliği ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte, hemen hemen bütün ülkelerde krizin tüketim üzerindeki etkisini azaltmak için yapılan vergi indirimleri bütçe açıklarında rekor artışa yol açmıştır. Fakat kriz öncesi düşük borçlanma miktarı ve sağlıklı mali yapıya sahip ülkelerin, kamu harcamalarındaki artışları nispeten daha iyi kompanse edebildikleri görülmektedir (Bkz. Grafik 1). Örneğin, ülkemizde görülen sıkı maliye politikasında olduğu gibi, Çin’in de kriz öncesi yüksek miktarlarda bütçe fazla vermesi ve negatif net borçluluk miktarına sahip olması, Çin’in krizden sonra orta vadede daha esnek bir şekilde hükümet harcaması yapabilmesine olanak sağlamıştır.



**Şekil 1. Kriz Öncesi ve Sonrası Bütçe Dengeleri**


Kaynak: OECD, 2011 yılı verisi OECD tahminidir.

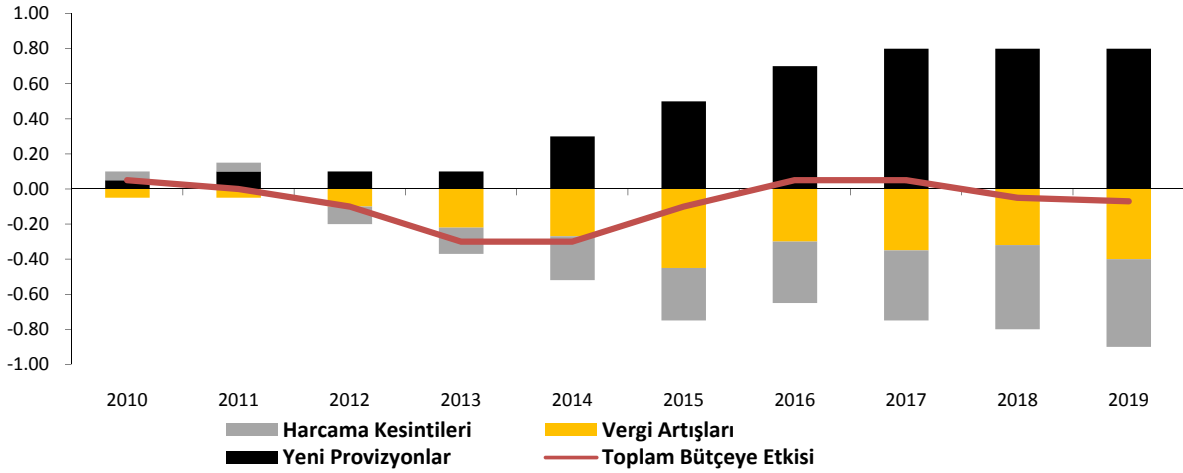
Yukarıda bahsedilen bütçe açıklarını ve borçlanma miktarlarını düzenleyebilmek için hükümetler harcama kısıtlamalarına gitmesi vergi oranlarını yeniden artırmaya başlamış ve yeni mali politikalar yürürlüğe koymuştur. Fakat alınan bu katı önlemler gerek deflasyon riski yaratması gerekse sosyal istikrarsızlığa neden olması bakımından dikkatle uygulanmalıdır. Kemer sıkma politikaları ülkelerin kriz çıkış stratejilerine uyumlu bir şekilde yürürlüğe konmalı, ülke ekonomik yapısı dikkate alınmalıdır. Ayrıca sıkı maliye politikalarının yanında para politikasının da bu sürece destek vermesi önemlidir. Çünkü ekonomi literatüründe çok fazla araştırılan bir konu olan faiz oranları ile bütçe açığı arasındaki ilişki, pozitif yönlü olup çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğu düşünülmektedir. Yani bütçe açığındaki artış, faiz oranlarını artırabilirken, faiz oranlarının artması da bütçe açığını genişletebilmektedir. Bilindiği üzere, bütçe açığının temel olarak iki nedenden dolayı, faizleri yükseltebileceği beklenebilir. Bunlardan ilki bütçe açıklarının özel yatırımları dışlaması yoluyla faiz oranlarını artırması olurken, diğeri ise bütçe açığının bir sonraki dönemlerde enflasyonist ortama destek verebilecek olmasından dolayı, enflasyonu dengeleyebilmek için faizlerin artması olabilecektir. Diğer yönlü ilişki ise, faiz oranlarının artması durumunda faiz giderlerinin yükselmesi kanalıyla bütçe açıklarının daha da artmasıdır. Söz konusu ilişki, orta vadede ABD Merkez Bankası'nın (FED) faizleri artırmasının kaçınılmaz olduğu yönünde bir sonuca ulaşabilmesine rağmen, ekonomik ortamda yaşanan gelişmeler veya olası yeni krizler söz konusu ilişkinin gerçekleşmesini engelleyebilir.

Son dönemde kamu harcamalarını kısıtlayıcı önlemler, başta Euro Bölgesi ülkelerinde olmak üzere, tüm dünyada ardı ardına alınırken, ABD Senatosu da geçtiğimiz hafta sonunda sağlık reformuna ilişkin paketi kabul etmiştir. Söz konusu paketin, ABD bütçesi üzerine etkisi tartışılırken, piyasalarda sağlık şirketlerinin karlarının düşeceği söylentileriyle kısa süreli olarak satışlar görülmüştür.

ABD'de kabul edilen sağlık reformunun kapsamına bakıldığında ise, yeni provizyonlar, vergi artışları ve sağlık harcama kesintileri gibi ana başlıkların bulunduğu görülmektedir. Congressional Budget Office (CBO) tarafından yapılan çalışmaya göre, söz konusu sağlık reformunun bütçe açığını 2012 yılında %0.1, 2013 ve 2014 yıllarında %0.3 oranında daraltacağı tahmin edilmektedir. (Bkz. Grafik 2) Bu düşüş, vergi gelirlerindeki artış ve harcamalardaki kesintiden kaynaklanabilecektir. Uzun vadede bütçe dengesi üzerinde önemli katkı yapacağı düşünülen bu reformun, 2020-2029 yılları arasında GSYİH'nin %0.5'i civarında ekstra bir tasarruf sağlayacağı hesaplanmaktadır. Söz konusu olumlu katkının yanında bu reformun maliyet bazlı riskleri de bulunmaktadır. CBO tahminlerine göre, sağlık reformunun gelecek 10 yıl içinde 940 milyar dolar civarında bütçeye ek maliyet sağlayacağı hesaplanmıştır. Bazı analistler ise, maliyet tutarının CBO'nun tahmin ettiğinin çok üzerinde, 2 trilyon dolardan fazla, olacağını düşünmektedir. Bunun yanında, demografik olarak yüksek oranlarda göç alan bir ülke

olan ABD’de, AB ülkelerinin aksine yaş ortalaması hala düşüktür. Ancak ileriki dönemlerde ekonomilerde beklenen iyileşmenin yaşanmaması ve işsizlik oranında yüksek seyrin devam etmesi durumunda, göç olaylarının azalması ve doğal olarak yaşlı nüfusun artması gündeme gelecektir. Ayrıca “baby boom” olarak bilinen İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra doğan neslin, 2010 yılından itibaren emekli olacak olmasından dolayı, yaşlı nüfusun toplam nüfus içerisindeki oranı artacaktır. Bu iki durum dolayısıyla sağlık reformunun gelecek dönemlerde beklentilerin çok üzerinde bir maliyete neden olabileceği düşünülebilir.

**Grafik 2. Sağlık Reformunun ABD Bütçesine Etkisi**



Kaynak: Congressional Budget Office (CBO)

Sağlık reformunun kabul edilmesinin piyasaya etkisinin kısa sürmesindeki asıl neden olarak ise, Obama hükümetinin bütçe planı çerçevesinde adımlar atmaya başlamasının yanında gelecek birkaç hafta içinde Kongre’de görüşülmeye başlanacak olan 2011 yılı bütçe planı gösterilmektedir. Söz konusu bütçe toplantısında dikkatle takip edilecek konu, 2010 yılı sonunda süresi dolacak olan vergi indirimleri projesidir(2001/2003 vergi indirimleri). ABD Hükümeti’nin bu uygulamayı uzatmayı teklif etmesi beklenirken, üzerinde bazı değişiklikler yapılmasının kaçınılmaz olduğu düşünülmektedir. Bütçedeki dengesizliklerden dolayı, özellikle yüksek gelirli hanehalkı üzerinden alınan vergi oranlarının bir miktar artırılması öngörülmüşken, bu yükselişin 2011 yılı bütçesinden sonra etkisinin görülmesi bekleniyor.

Sonuç olarak, tüm dünyada bütçe açıklarının ciddi boyutlara ulaşmış olması, kemer sıkma politikalarının yeniden gündeme gelmesine neden olmuştur. Krizin tam olarak bitmesinin ardından söz konusu sıkılaştırma politikalarını daha hızlı bir şekilde yürürlüğe gireceği düşünülmektedir.

## Para Politikalarında Ayrışma Görülüyor

Merkez Bankaları, ABD’de konut sektörü kaynaklı olarak 2007 sonunda başlayan ve 2008 yılında tüm dünyayı ciddi şekilde etkileyen küresel krizin etkilerini azaltmak için piyasaya yüksek miktarlarda likidite enjekte etmişlerdir. Ayrıca, krizle birlikte tüm dünyada Merkez Bankalarının büyüme kaygıları nedeniyle faizleri indirmelerine rağmen, kriz sonrası, çıkış sinyallerinin ardından, para politikası araçlarını aynı şekilde kullanmadıkları görülmektedir. Bu yazımızda söz konusu para politikasına ilişkin ayrışmalara değinilecek olup, kriz öncesi ve sonrası<sup>3</sup> dönemler için bazı ülkelerin sanayi üretim endekslerinde ve enflasyonda görülecek olası şoklara faizlerin nasıl tepki verdiği etki-tepki analizi yapılarak incelenecektir.

2007 yılının ikinci yarısında konut sektöründe başlayan krizin fazla yayılmayacağı ve resesyona neden olmayacağı şeklindeki görüşlerin bulunmasına rağmen, ABD Merkez Bankası (FED) 2007 Eylül’ünden itibaren faizleri ani ve sert bir şekilde indirmeye başlamıştır. Daha sonra türev piyasaları aracılığıyla krizin tüm dünyayı etkilemeye başlaması diğer merkez bankalarının da 2008 yılında aynı şekilde hem faizleri indirmelerine hem de çeşitli yollarla piyasaya likidite enjekte etmelerine yol açmıştır. 2009 yıl sonu itibariyle de pozitif büyümelerin görülmeye başlanması, piyasalarda resesyondan çıktığı şeklinde yorumlara neden olmuştur. Söz konusu yorumlar, bazı merkez bankalarının çıkış stratejileri üzerine yoğunlaşmalarını sağlamış, bu çerçevede kimi merkez bankaları kısa vadeli gösterge faiz oranlarını artırmayı tercih ederken kimi merkez bankaları da uygulamaya koydukları satın alma programlarını bitirme kararı almışlardır. Bu çeşitli çıkış stratejilerinin yanında faiz indirimlerine devam eden merkez bankalarının da olması, para politikalarındaki ayrışmayı gündeme getirmiştir. Söz konusu ayrışma, sadece gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında değil, kendi içlerinde de olması bakımından önem taşımaktadır.

### A.Gelişmiş Ülkeler

Gelişmiş Ülkeler	İndirimlere Başladığı Tarih/Seviye	İndirimlerin Bittiği Tarih /Seviye	Sabit Bıraktığı Süre
ABD	Eylül 2007 / %5.25	Aralık 2008 / %0.25	16 ay
Euro Bölgesi	Ekim 2008 / %4.25	Mayıs 2009 / %1	11 ay
Japonya	Ekim 2008 / %0.5	Aralık 2008 / %0.1	16 ay

Krizin başlamasıyla, 2007 yılının Ağustos ayında ilk önce iskonto faiz oranını düşürerek piyasaları rahatlatmaya çalışan FED, Eylül ayında gösterge faiz oranını da 50 baz puan indirerek faiz indirimlerine başlamıştır. Haziran 2006 tarihinden

itibaren %5.25 seviyesinde olan FED gösterge faiz oranları toplamda 500 baz puan indirilerek Aralık 2008 itibariyle %0.25 seviyesine düşürülmüştür. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise, faiz indirimlerine daha geç başlamış, asıl önemli olanın enflasyon olduğu görüşünden dolayı, büyüme dinamiklerini daha sonra dikkate almaya başlamıştır. Japonya’nın uzun süredir içerisinde bulunduğu deflasyonist ortamdan dolayı, zaten düşük seviyelerde olan faiz oranlarında Japonya Merkez Bankası (BOJ) kriz süresince sadece 40 baz puan indirim yapabilmıştır.

### B.Gelişmekte Olan Ülkeler I

Gelişmekte Olan Ülkeler (I)	İndirimlere Başladığı Tarih /Seviye	İndirimlerin Bittiği Tarih /Seviye	Faiz Artırımına Başladığı Tarih/Seviye
İsrail	Şubat 2008 / %4.25	Ağustos 2009 / %0.75	Kasım 2009/%1.50
Hindistan	Ekim 2008 / %7	Temmuz 2009/ %3.25	Aralık 2009/ %3.5
Çin*	Ekim 2008 / %16.5	Aralık 2008 / %15.5	Ocak 2010 / %16.5
Brezilya	Ocak 2009 / %13.75	Temmuz 2009 / %8.75	Sabit /9 ay

\*Rezerv Karşılık Oranı

<sup>3</sup> Kriz Öncesi Dönem: Ocak 1999- Haziran 2007. Kriz Sonrası Dönem: Haziran 2007- Şubat 2010

Gelişmiş ülkelerin aksine, gelişmekte olan ülkelerde asıl ayrışma görülürken, bir kısım gelişmekte olan ülkeler enflasyon ve varlık balonları kaygılarından dolayı, 2009 yılı sonu itibarıyla faiz artırımların gitmişlerdir. En son olarak İsrail Merkez Bankası, %3.6 olan enflasyonun %1 ila %3 arasında bulunan enflasyon hedefinin üzerinde olmasından dolayı, 25 baz puan artırım yaptığını açıklarken, Hindistan Merkez Bankası ise enflasyonun son 16 ayın en yüksek seviyesine çıkması sebebiyle arttırdığını açıklamıştır. Çin Merkez Bankası ise enflasyon kaygılarının yanısıra varlık balonlarının oluşabileceği endişesiyle faiz artırım sürecine başlayan Merkez Bankaları arasında olmuştur.

Brezilya Merkez Bankası ise, faizleri sabit tuttuğu son toplantı tutanaklarında olduğu gibi Çarşamba günü yayınlanan Enflasyon Raporunda, enflasyonist ortama ilişkin kaygıları ön plana çıkararak gelecek aylarda faizleri artırtabileceği sinyalini vermiştir.

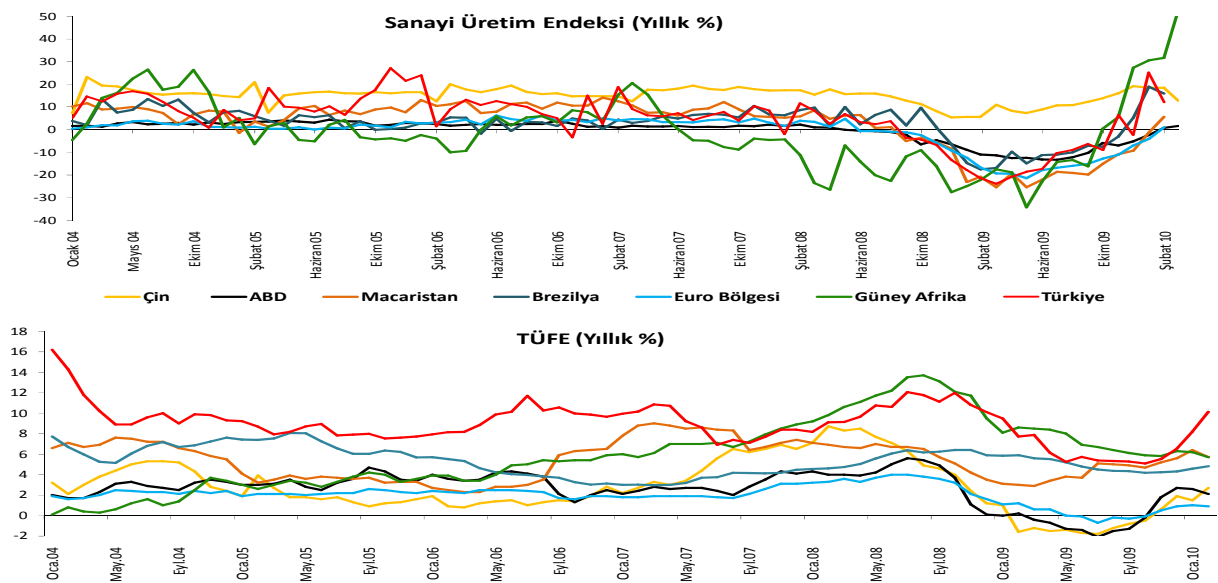
### C.Gelişmekte Olan Ülkeler II

Gelişmekte Olan Ülkeler (II)	İndirimlere Başladığı Tarih/Seviye	İndirimlerin Bittiği Tarih /Seviye	Sabit Bıraktığı Süre
Güney Afrika	Haziran 2008 / %12	Devam ediyor / %6.5	---
Macaristan	Ekim 2008 / %11.5	Devam ediyor / %5.5	---
Rusya	Nisan 2009 / %12.5	Devam ediyor / %8.25	---
Romanya	Şubat 2009 / %10	Devam ediyor / %6.5	---
Türkiye	Eylül 2007 / %17.5	Kasım 2009 / %6.5	5 ay

Faiz artırımına başlayan bazı gelişmekte olan ülkelerin aksine, daha yavaş toparlanan gelişmekte olan ülkelere, enflasyonun nispeten daha düşük olmasının yanısıra krize girmeden önceki faiz oranlarının daha yüksek seviyelerde olması sebebiyle, faiz indirimlerine hala devam edildiği görülmektedir. Türkiye'nin hala faiz indirimlerine devam eden ülkelere farklı olarak faiz indirimlerine daha önce başladığı ve daha erken ara verdiği görülmektedir.

### Sanayi Üretim Endeksi ve Enflasyon Performansları

Grafik 1. Seçilen Ülkelerin Sanayi Üretim Endeksi ve TÜFE'si



Sanayi üretim endeksleri yukarıda belirlenen gruplar itibariyle incelendiğinde, gelişmiş ülkelerde 2009 yılı son çeyreğinde nispeten daha iyi performans görülmesine rağmen, yıllık olarak negatif seviyelerin devam ettiği görülmüştür. 2010 yılında ise sınırlı yükselişler görülmeye başlanmıştır. Bu durum halihazırda düşük seviyelerde olan gelişmiş ülke gösterge faiz oranlarının sabit tutulmasına neden olurken, sanayi üretimindeki bu toparlanmanın bir süre daha devam etmesi durumunda, gelişmiş ülke merkez bankalarının faizleri artıracığı düşünülmektedir. Ayrıca, gelişmiş ülkelerde işsizlik oranının ciddi boyutlara ulaşması ve çıktı açığının eski seviyelerine kısa süre içerisinde dönemeyecek olması sebebiyle, özellikle Euro Bölgesi ve Japonya için 2010 yılında bir faiz artırım beklentisi bulunmamaktadır. ABD’de ise, faizlerin belki 2010 sonunda veya 2011 yılı başında artırılması beklenmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin ilk grubunda yer alan ülkelerin sanayi üretim endekslerine bakıldığında ise, Çin ve Hindistan’daki yüksek sanayi üretim artışları faiz artırımlarını açıklarken, İsrail’de halen sanayi üretiminde görülen negatif seyre rağmen, İsrail Merkez Bankası, enflasyonist kaygılarla faiz artırımına gitmiştir. Brezilya’da ise, Sanayi Üretim Endeksi’nin 2010 yılından itibaren yükselmeye başlamasına rağmen, enflasyonun %4.1’lerden %4.8’lere kadar yükselmesi kaynaklı olarak gelecek aylarda faizlerin artırılmasına kesin gözüyle bakılmaktadır. Bu ülkelerin enflasyon rakamlarına bakıldığında, Çin’de %2.7’lerde olan enflasyona rağmen, faizlerde artışların görülmesi, Çin Merkez Bankası’nın varlık balonlarından ve yüksek büyüme oranlarının gelecek dönemlerde enflasyonu hızlı bir şekilde artırabileceği endişeleri taşıdığını göstermektedir. Hindistan’da ise, enflasyonun %16’lara kadar yükselmesi endişe verirken, bu durumdan dolayı Hindistan Merkez Bankası’nın gelecek dönemlerde de faiz artırımlarına devam edeceği düşünülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin diğer grubundaki ülkelerin ise, 2010 yılında yavaş yavaş toparlanmaların görülmesi sebebiyle faiz indirimlerini sürdürdükleri düşünülürken, Türkiye hariç yıllık enflasyonlardaki düşük seyrin devam ettiği görülmektedir. Söz konusu ülkelerin Merkez Bankaları bu durumun baz etkisi nedeniyle bir süre daha devam edeceğini asıl belirleyicinin enflasyon olduğunu belirtmektedirler. Türkiye’de ise, son 13 aydır görülmeyen çift haneli enflasyonun yeniden etkili olmasına rağmen, bu yükselişin geçici olduğunu düşünen TCMB’nin, yılın ikinci yarısından önce faizlerde bir değişikliğe gitmesi beklenmemektedir. Türkiye’nin sanayi üretim endeksindeki bu grupta bulunan diğer ülkelerden daha sert daralmasından dolayı, bir miktar daha iyi durumda olması dikkat çekerken, enflasyonda görülen hızlı yükseliş, piyasa faizlerindeki artışın bu sene içinde kaçınılmaz olacağını göstermektedir.

### **Etki-Tepki Analizi**

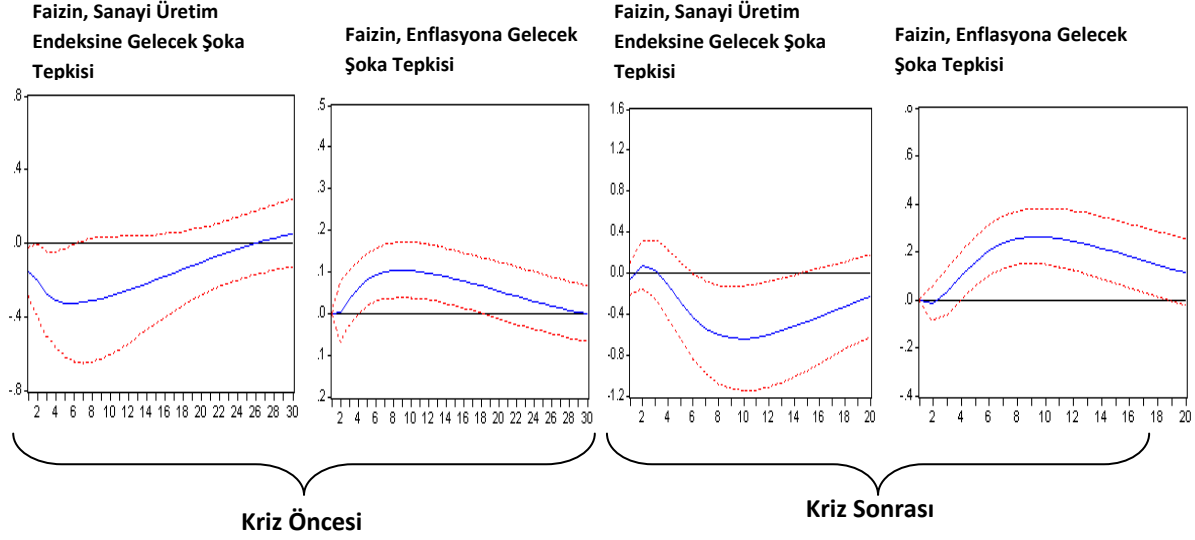
Seçilen bazı ülkelerin enflasyon ve sanayi üretimlerine gelebilecek olası şoklara karşı gösterge faiz oranının tepkisi, etki-tepki analizi ile incelenmiştir. Etki-tepki analizi Ocak 1999’da başlayıp 2010 yılı Şubat ayını kapsarken, kriz öncesi ve sonrası olarak iki ayrı dönem için yapılmıştır.

Gelişmiş ülkelere Euro Bölgesi ve ABD verileriyle yapılan analize göre, kriz sonrasında öncesine göre, hem sanayi üretim endeksindeki hem de enflasyondaki değişimlere Merkez Bankası faiz oranının daha fazla tepki verdiği görülmüştür. (Bkz.Grafik 2) Tepkilerdeki artışın aynı oranlarda artmış olması gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının piyasaya verdiği güven dolayısıyla beklentileri yönetmedeki başarısı olarak yorumlanabilir.

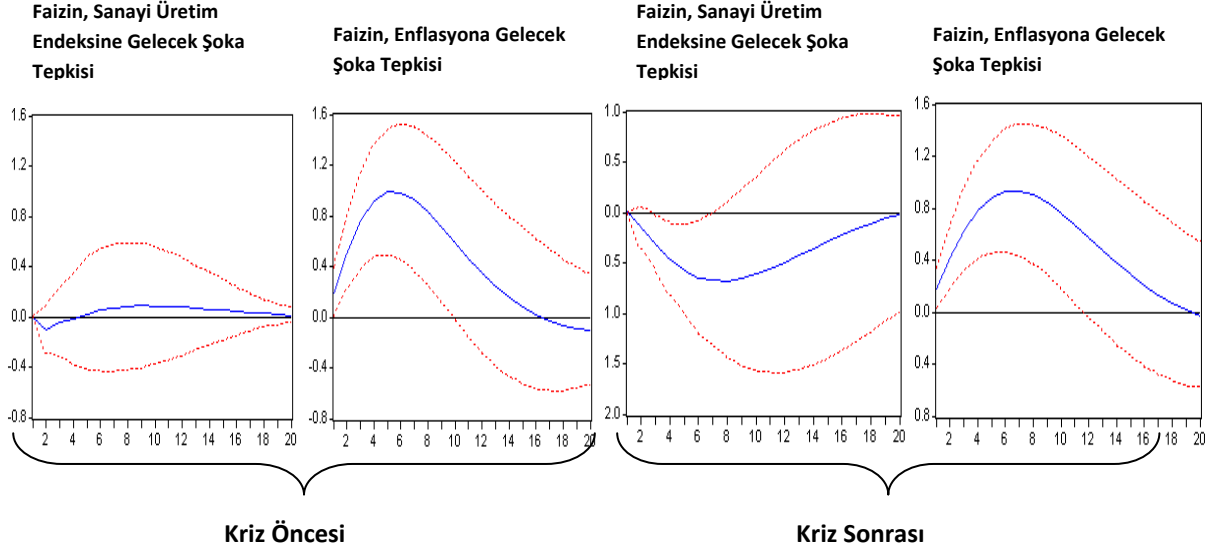
Gelişmekte olan ülkelerin ilk grubunda olan Brezilya incelendiğinde, kriz öncesinde Sanayi Üretim Endeksindeki 1 standart sapmalı şoka faizlerin %0.1 standart sapmadan daha az tepki verdiği görülürken, kriz sonrasında %0.5’e yakın tepki verdiği görülmüştür. Enflasyondaki 1 standart sapmalı şoka ise, kriz öncesi ve sonrası dönemlerde faizlerin aynı oranlarda tepki verdiği görülmesine rağmen, tepkinin süresi kriz sonrası 4 periyot daha uzun olmuştur. Enflasyon ile sanayi üretim endekslerine verilen tepkinin şiddeti karşılaştırıldığında ise, Brezilya Merkez Bankası faizinin enflasyona sanayi üretim endeksinden yaklaşık iki kat daha duyarlı olduğu görülmüştür(Bkz. Grafik 3). Bu durum son dönemde sanayi üretim endeksinde sınırlı toparlanma görülmesine

rağmen enflasyonda artış görülmesi kaynaklı olarak Brezilya Merkez Bankası'nın kısa süre içinde faizleri artıracığı beklentilerini desteklemektedir.

**Grafik 2. ABD Etki-Tepki Analizi (1 Standart Sapmalılık Şok için)**



**Grafik 3. Brezilya Etki-Tepki Analizi (1 Standart Sapmalılık Şok için)**

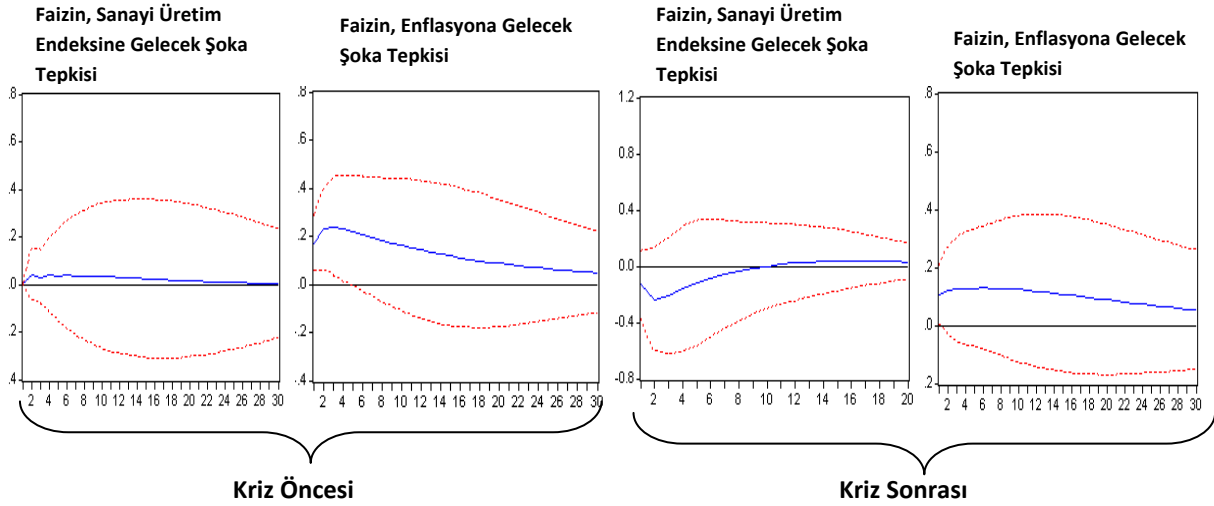


Gelişmekte olan ülkelerin ikinci grubunda yer alan Macaristan'da ise, sanayi üretim endeksine gelen bir standart sapmalılık şoka, kriz öncesinde faizlerin hemen hemen hiç tepki vermediği gözlenirken, kriz sonrasında %0.2'ye yakın standart sapmayla cevap verdiği görülmüştür. Aynı şekilde enflasyona verilen bir şoka, kriz öncesi %0.2'den fazla tepki gösterdiği görülürken kriz sonrasında bu oranın %0.1'e düşmesi dikkat çekmektedir(Bkz. Grafik 4). Bu analizle, Macaristan'da 2010 yılı başında yıllık enflasyonun 2008 yılına oranla 2 kata yakın artmasına rağmen, Ocak ayında 17 aydan sonra ilk defa pozitif yıllık sanayi üretim artışının görülmesinden dolayı, Merkez Bankasının faiz indirimlerine devam etmesi açıklanabilir. Ayrıca, söz konusu etki-tepki analizine göre, enflasyondaki artışın bir süre görmezden gelinerek Sanayi Üretim Endeksi'nde bir süre daha pozitif seyirin görülmesinin ardından faizleri sabit tutabileceği yorumu yapılabilmektedir.

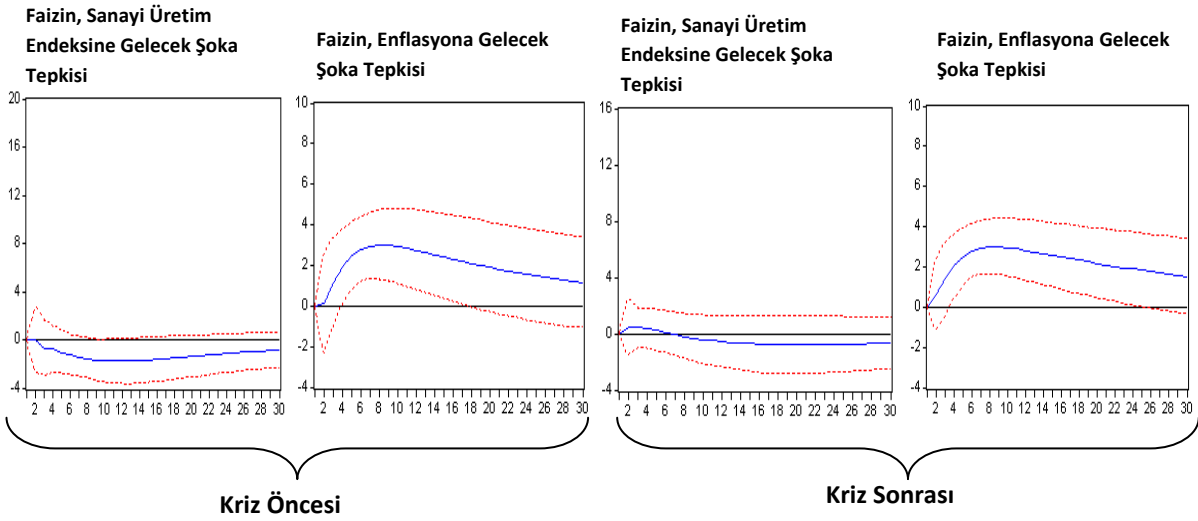
Gelişmekte olan ülkelerin ikinci grubunda yer alan Türkiye için aynı analiz yapıldığında, çıkan sonuçlar Macaristan'dan farklı olup kriz stratejilerine bir miktar ters düştüğü görülmüştür. Kriz öncesinde Sanayi Üretim Endeksine gelen şoka 10 periyot sonra %0.1 gibi küçük bir oranda tepki verdiği görülürken, kriz sonrasında bu

tepkinin kaybolduğu gözlenmiştir. Enflasyona gelen şoka ise, faizler hem kriz sonrası hem de kriz öncesi yaklaşık aynı oranlarda ve sürelerde tepki verdiği görülmüştür. (Bkz. Grafik 5) Söz konusu analize göre, TCMB'nin beklentilerden önce faizlerde artırım yapma olasılığının yüksek olduğu şeklinde yorum yapılabilmektedir.

**Grafik 4. Macaristan Etki-Tepki Analizi (1 Standart Sapmalı Şok için)**



**Grafik 5. Türkiye Etki-Tepki Analizi (1 Standart Sapmalı Şok için)**

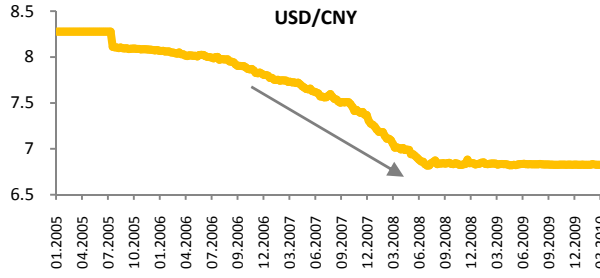


Sonuç olarak, tüm dünyadaki Merkez Bankaları kriz öncesinde hızlı bir şekilde faiz değişikliğine gitmiş olmasına rağmen, kriz sonrasında aynı uyumu gösteremedikleri görülmüştür. Söz konusu durumun ülkelerin farklı iç dinamiklerinden dolayı, farklı para politikaları izlemelerinden kaynaklandığı düşünülebilir. Etki-tepki analizlerinde özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki farklılaşma dikkat çekmiş, ekonomik ortamın değişmeyeceği varsayımı altında, gelişmiş ülkeler dahil tüm dünyada 2011 yılında faiz artırımlarının başlamış olacağı sonucuna varılabilecektir.

## Yuan'ın Değerlenmesinin Olası Etkileri

### Yuan'ın Tarihçesine Kısa Bir Bakış

Grafik-1



Kaynak: Bloomberg

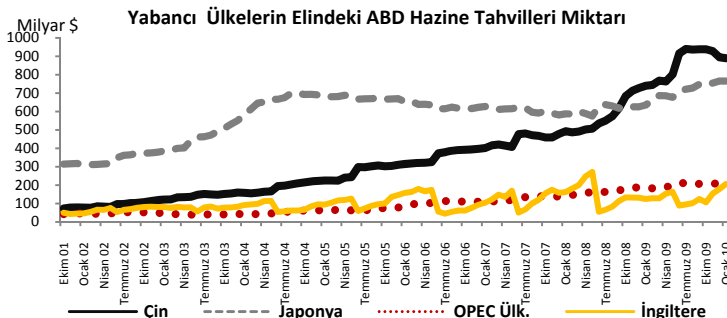
Son bir kaç yıldır global dengesizliklerin büyük bir sorun oluşturduğu ortamda, Çin'in para politikası ve yuanın değeri uzun bir süredir tartışma konusu olmaktadır. Yuan-Renminbi'nin (CNY-RMB) kısaca tarihçesini incelediğimizde, 1970'li yıllarda 1 USD'nin 2.46 yuana sabitlendiği görülürken, 1980'li yıllara kadar yuanın 1.50 seviyelerine kadar değerlendiği izlenmiştir. 1980'li yıllarda Çin ekonomisinin yavaş yavaş dışa açılmasıyla birlikte, Çin ihracatının rekabetçi bir yapıya kavuşması için CNY'nin devalüe edildiği ve USD/CNY'nin 1994 yılına kadar tarihinin en düşük seviyeleri olan 8.62 seviyelerine kadar düşürüldüğü görülmüştür. 1997 – 2005 yılları arasında Çin hükümeti yuanı dolar karşısında bir miktar değerlendirerek 1 dolar 8.27 yuan olarak sabitlemiştir. 8 yıl aradan sonra 21 Temmuz 2005 itibarıyla yuan yeniden %2 oranında değerlendirilerek 8.11 seviyesine çekilmiştir. Günlük olarak yuanın dolar karşısındaki işlemleri %0.5 bandında gerçekleşirken, 2008 yılında yaşanan krizle birlikte, 10 yılı aşkın bir süredir ilk defa yuan 7.00 doların altında işlem görmüştür.

### Yuanın Değerlenmesinin Finans Piyasaları Üzerindeki Olası Etkileri

Çin, para birimi yuanı baskı altında tuttuğu ve küresel ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği gerçeğiyle yıllardır suçlanmakta birlikte, başta ABD olmak üzere pek çok ülkenin yuanın değerinin artırılması çağrılarını karşılıksız bırakmaya devam etmektedir. Bunun arkasındaki temel nedeni Çin'in ekonomisinin iç tüketimden çok ihracata dayalı olması ve ihracatçıları ve dünya ticaretindeki rekabet gücünü korumak için yuanın değerini düşük tutmasıdır. Döviz piyasasında doların eski gücünü kazanmakta zorlandığı şu günlerde özellikle Çin'in yuan konusunda atacağı adımlar ve referans alınacak döviz sepetinde doların ağırlığı konusundaki belirsizlikler piyasalarda endişe yaratmaktadır. Bu çerçevede yuanda yaşanacak sınırlı bir artışın rezerv para birimleri üzerinde bir etkisi olması beklenmezken, yuanın önemli ölçüde değer kazanması ve rezerv döviz sepetinde doların ağırlığının azatılması durumunda piyasaların etkilenmesi kaçınılmaz olacaktır.

Yuanın değerlenmesinin global ekonomi açısından ABD tahvil getirileri ve döviz piyasaları olmak üzere piyasalarda çift yönlü bir etki yaratabileceği düşünülmektedir. Konuyu tahvil getirileri açısından ele alırsak;

Grafik-2



Kaynak: Bloomberg

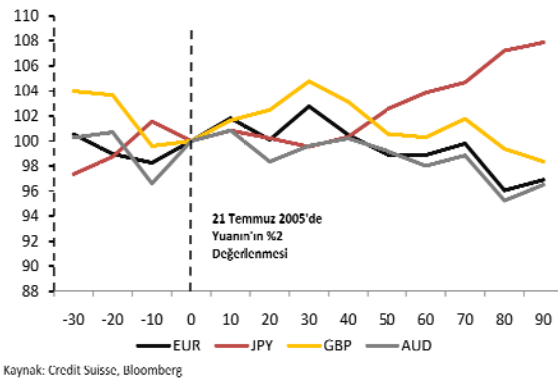
Çin'in geçen yıl 453 milyar dolar artarak 2.4 trilyon dolara ulaşan döviz rezervi bulunmaktadır. Rezervlerdeki yüksek artış, 284 milyar dolara ulaşan cari fazla ve 37 milyar dolar tutarındaki doğrudan yabancı yatırımlardan kaynaklanmaktadır. Çin'in döviz rezervlerinin ne kadarının dolar ne kadarının euro ve yen olduğu bilinmemekle birlikte doların %70 ile oldukça yüksek bir ağırlığa sahip olduğu



tahmin edilmektedir. Nitekim, ABD Hazine Bakanlığı tarafından açıklanan son veriler Çin'in elindeki hazine bonosu miktarını azaltmasına karşın halen Japonya'dan fazla ABD tahvili taşımaya devam ettiğini göstermektedir.

Çin'in elinde bulundurduğu ABD tahvil miktarını azaltacağı yönündeki tehdidine karşın, bu durumun pek de mümkün olmadığı görülmektedir. Olası bir tahvil satışı, piyasalarda yüksek borçluluk oranı nedeniyle ABD'ye yönelik endişeleri daha da artırarak gerek ABD ekonomisini gerekse global ekonomiyi 2008'de yaşanan krizden daha ağır bir krizle karşı karşıya bırakabilecektir. Buna ek olarak Çin'in dolar rezervlerini azaltması durumunda doların değer kaybetmesi yani USD/CNY paritesinin aşağı yönlü hareket etmesi kaçınılmaz olacaktır. Bu da Çin'in aslında çok da tercih etmeyeceği bir sonucu doğurarak, ABD Merkez Bankası'nın gevşek para politikasından çıkmaya ve piyasadaki likidite miktarını azaltmaya çalıştığı bir ortamda Fed faiz oranlarının yükselmesine yol açabilecektir. Böylece Çin döviz rezervlerinde değer kaybı yaşanacaktır. Bu değerlendirmeler sonucunda, Çin açısından dolar rezervlerini azaltmanın en iyi yolu yuanın değer artışına izin vermek gibi gözükmektedir.

**Grafik-3**



Diğer taraftan yuanın değerlenmesinin diğer para birimleri üzerinde önemli bir etki yaratmayacağı, ancak rezerv sepetindeki dağılımın değişmesi bakımından önemli bir etki yaratabileceği düşünülmektedir. Yandaki Grafik-3'de Çin'in 21 Temmuz 2005'de yuanın %2 değerlenmesine izin verdiği dönemde diğer para birimlerinde önemli bir değişiklik yaşanmaması bu görüşü desteklemektedir. Önümüzdeki dönemde Çin'in rezerv döviz sepeti dağılımının nasıl şekilleneceği ve bu konudaki gelişmelerin dolar ve parite üzerindeki olası etkileri detaylı incelendiğinde şu değerlendirmeler

yapılmıştır;

Çin'in rezervlerinde dolara alternatif olarak görülen euronun Euro Bölgesi'nde yaşanan Yunanistan kaynaklı problemler nedeniyle bu konumunu kaybettiği düşünülürken, önümüzdeki dönemde Euro Bölgesi'nin mali problemlerini çözmesi buna karşılık ABD'nin yüksek borçluluk oranının artmaya devam etmesi durumunda euronun yeniden alternatif rezerv para birimi özelliği kazanması mümkün olabilecektir. Ancak bu durumun kısa vadede gerçekleşmesi beklenmemektedir.

### **Yuanın Değerlenmesinin Global Ticaret Üzerindeki Olası Etkileri**

Çin ekonomisinin piyasa mekanizmasından bu kadar uzak olduğu müddetçe yuanın değerlenmesi zor görünürken, ABD'nin küresel ekonominin sağlığı açısından Çin'in 'daha piyasaya dayalı bir döviz kuruna geçmesi' gerektiği açıklamalarına karşılık Çin'den güçlü bir yuanın global ticari dengesizliklere/dengeye bir katkısının olmayacağı açıklamaları gelmiştir. Bu çerçevede yuandaki değerlerlenmenin Çin'in ihracatına etkisini incelemek amacıyla oluşturduğumuz ekonometrik modelimizde Yuan'ın USD karşısındaki değeri ve dünya ticaret hacminin gelişimini ifade eden kukla değişken kullanılmıştır.

	<b>Ekonomik Koşullar İyi (Kukla Değişken=1)</b>	<b>Ekonomik Koşullar Kötü (Kukla Değişken=0)</b>
<b>Yuan'ın %1 değerlenmesi</b>	<b>%1.38</b>	<b>-%2.95</b>

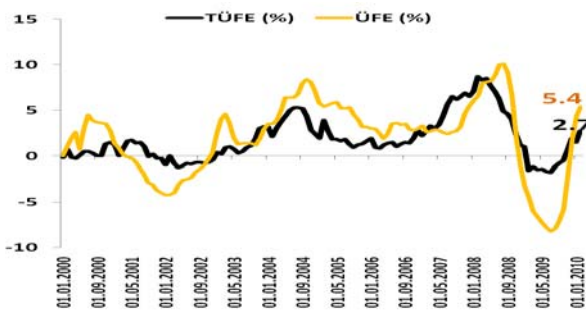
Çin ekonomisinin ihracata dayalı olduğu dikkate alındığında, ihracatı Yuan'ın değeri ile açıklamak uygun görülmesine karşın yeterli olmamaktadır. Çin'de iç tüketimin oldukça sınırlı olduğu dikkate alındığında dış tüketim

dolayısıyla dış koşullar Çin'in ihracatında önemli rol oynamaktadır. Bu nedenle Yuan'daki değerlenmenin Çin'in ihracatına etkisini iki koşul altında değerlendirmek kritik önem taşımaktadır. Ekonomik koşulları ortaya koymak

amacıyla modelimize eklediğimiz kukla değişkende dünya ticaret hacmi temel alınmıştır. Teoride ülke para birimlerinin değerlendirilmesinin ihracat üzerinde olumsuz bir etkiye neden olması beklenirken, dünya ticaret hacminin iyi olduğu koşullarda diğer bir değişle kriz dönemleri dışında ve diğer değişkenler sabitken Yuan'daki %1'lik bir değerlendirilmenin Çin'in ihracatında yaklaşık %1.38 artışa neden olduğu görülmüştür. Temmuz 2005 ve Haziran 2007 arasında Yuan'ın %6.50 değerlendirilmesine karşın söz konusu dönemde Çin'in ihracatının %65 civarında artması da modelimizin bu bulgusunu destekler niteliktedir. Ancak ekonomilerin durgunluğa girdiği dönemlerde dünya ticareti hızla daralmaktadır. Böyle bir durumda ise Yuan'ın %1 değerlendirilmesi Çin'in ihracatında %2.95'lik bir azalışa işaret etmektedir. Bu nedenle Yuan'daki olası bir değerlendirilmenin ihracata etkisinde global koşullar önemli bir ağırlığa sahip bulunmaktadır.

### Çin'in Politika Çıkmazı

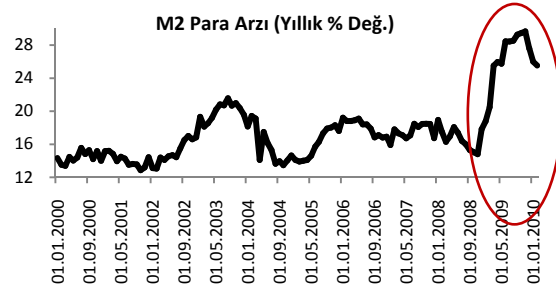
Grafik-4



Kaynak: Bloomberg

Çin'in piyasaya yuan vermesi ve dolar alımlarını arttırması ile mümkün olabilecektir. Bu da doğal olarak enflasyonu arttırıcı bir uygulama olarak karşımıza çıkmaktadır. Enflasyonun önüne geçebilmek içinse Çin Merkez Bankası'nın sterilizasyon önlemlerine başvurması gerekmektedir.

Grafik-5



Kaynak: Bloomberg

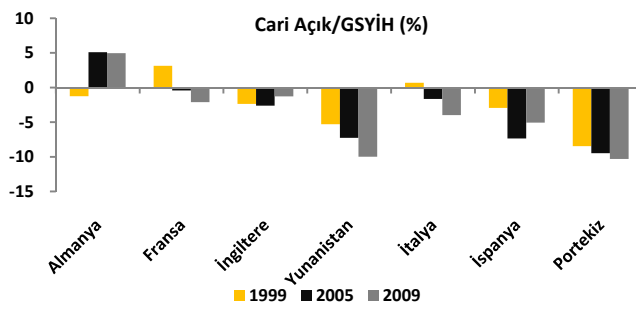
Bu sterilizasyon önlemleri arasında merkez bankasının APİ yoluyla aşırı likiditeyi piyasadan çekmesi ve bankaların merkez bankasında tutmak zorunda oldukları gerekli rezerv oranını arttırması yer alırken, başvuru bu önlemler yüksek maliyete ve finansal sistemde çeşitli bozulmalara neden olmaktadır. Bu tür uygulamalar hem para arzının artmasına hem de hazinenin aşırı derecede tahvil satmasına yol açacaktır. 2008 yılı itibariyle para arzında yaşanan sert artış dikkati çekmektedir. Bu nedenle aslında USD/CNY'yi belli bir bant içerisinde sabit tutmak merkez bankasının zor bir durumda kalmasına neden olurken, Çin'in bu politikayı ne kadar daha sürdürebileceği merak konusu olmaktadır. Buradaki handikap, aslında Çin'in yuanın değerini düşük tutarak sadece faiz oranlarını yükseltmek yoluyla ekonomideki ısınmanın önüne geçmek istemesine karşın, bu durumun istenilen sonucu doğurmayarak, aksine sıcak para girişini teşvik ederek enflasyonist baskıları arttıracak olmasıdır. Yuanın değerlendirilmesi Çin'e gelen yabancı yatırımını daha pahalı hale getireceğinden, daha ılımlı bir yatırım girişi sağlanacak, ihracatın azalması ve ithalatın artması ise Çin Merkez Bankası'nın para arzını azaltacaktır. Piyasalarda oluşan genel beklenti ise yıl sonuna kadar yuandaki değerlendirilmenin %5 olacağı yönündedir.

## Euro ve AB'nin Geleceği Konusundaki Belirsizlik Artıyor

Son günlerde Avrupa'da Yunanistan, Portekiz, İrlanda ve İspanya'nın bütçe açıkları ve borçlarıyla ilgili sorunlarının Euro Bölgesi'nin geneline yayılabileceğine yönelik kaygılar artarken, AB'nin söz konusu ülkelere müdahale edip etmeyeceği konusu gündemde yer almaktadır. Bu yazımızda Yunanistan gibi ülkelerin Maastricht kriterlerini karşılayamama nedenleri ile AB ve Euro'nun geleceğine yönelik belirsizlikler kısaca incelenecektir.

1957 yılında kurulan ve bugün toplam 27 ülkeden oluşan Avrupa Birliği, Euro'nun 2000 yılında parasal birliğin tek parası olarak sisteme alınmasıyla birlikte bir takım sorunlar yaşamaya başlamıştır (Ekonomik ve Parasal Birliğin kurulması ve Euro'ya geçişin kronolojik aşamaları EK 1'deki tabloda yer almaktadır). Parasal birlik oluşturulması sırasında üye ülkeler arasındaki ekonomik farklılıkları giderebilmek amacıyla bazı makro ekonomik büyüklükler için Maastricht Kriterleri olarak adlandırılan yaklaşma kriterlerinin uygulanmasında da sıkıntılar baş göstermiştir.

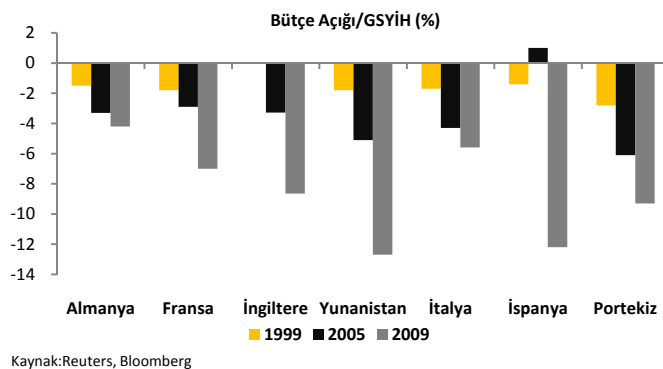
**Grafik-1**



Bir başka ifadeyle ekonomik yapısı birbirine çok benzemeyen ülkelerin ortak para politikası uygulamalarına rağmen farklı maliye politikaları uygulamaları, yani her ülkenin kendine göre farklı vergi oranları olması, para biriminin ortak olmasıyla faiz oranının tüm ülkelerde aynı olmasına karşın enflasyon oranlarının ülkeden ülkeye farklılık göstermesi genel ekonomi ve para politikası konusunda sorunlar yaşanmasını sağlamıştır. Euro'ya geçişle daha büyük ve daha

rekabetçi ekonomiye sahip Almanya ve Fransa gibi ülkeler cari fazla vermeye başlarken, düşük büyüme oranına sahip İtalya ve yüksek enflasyon ve yüksek işsizlik oranına sahip İspanya'nın rekabetçi konumları giderek olumsuz etkilenmeye başlamıştır. Söz konusu ülkelerin Almanya ve Fransa gibi işgücüne yönelik güçlü politikalar uygulayamaması ve esnek istihdam sağlayamamaları da zaman içinde verimliliklerinin düşmesine ve cari açık vermelerine yol açmıştır.

**Grafik-2**



Maastricht Kriterleri gereğince, Birlik içinde enflasyonun yıllık %2 gibi oldukça düşük bir düzeyde gerçekleşmesine birincil öncelik verilmesi ve bunu sağlamak için de kamu maliye politikalarının hareket alanının daraltılması ve bütçe açığının milli gelire oranının %3'ü geçmemesi kuralı, politika esnekliğini yok etmiştir. Düşük büyüme oranlarının vergi gelirlerini azaltarak, %3'lük bütçe açığı/milli gelir oranının gerçekleşmesini zora sokması pek çok

ülkede sınırlamaların aşılmasına neden olmuştur. 2007 yılında başlayan kriz ile beraber vergi gelirlerinin iyice gerilemesiyle pek çok ülkede bütçe açıkları rekor seviyelere yükselmiştir. Son yıllarda mevcut problemlere

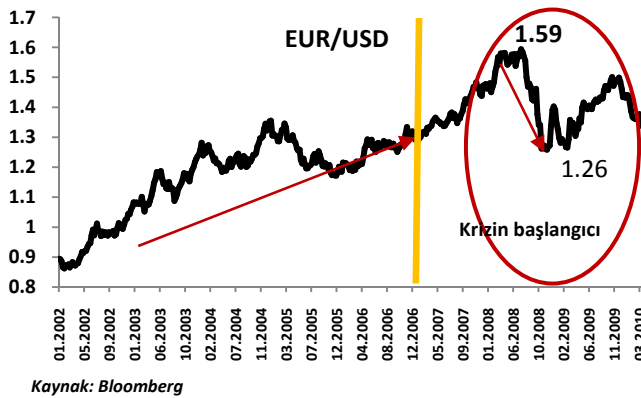
euronun değeri düşmesi sonucu iç talebin daralması eklenince, sıkıntılar daha da büyümeye başlamıştır. Bu ülkelerin cari işlemler açığı da giderek artmıştır. Sonuç olarak Euro Bölgesi'nin genelinde ikiz açıklar görülmeye başlanmıştır. Tüm bunların sonucunda bölge ekonomilerinde büyüme duraksamış, rekabet azalmış ve verimlilik de düşmüştür.

Birlik üyesi ülkelerin esnek mal ve işgücü piyasalarının varlığını sağlayamamaları, birliğin ekonomide oluşan sorunların üzerine hemen gidebilecek ve çözebilecek esneklikte makro ekonomik politikalar üretememesi, bugün Yunanistan'da yaşanan problemlerin alt yapısını hazırlamıştır.

### Euro'nun Gelişimi ve İçinde Bulunduğu Durum

Tüm bunlar yaşanırken 2007 kriziyle birlikte ABD ekonomisindeki bozulmalar, doların euro karşısında gerilemesine neden olmuştur. Euronun, dolar karşısında değer kazanması birliğin ihracatını ve üretimini dolayısıyla ekonomisini olumsuz etkileyerek başta Çin olmak üzere, para birimleri dolara endeksli uzakdoğu ülkelerinin ucuz işçilik kullanarak, Avrupa ile rekabet etme kabiliyetlerini artırmıştır. Bu çerçevede son yıllarda merkez bankalarının rezervlerinde tuttukları dolar miktarını azaltarak euro miktarını artırması ile ilk etapta euronun yeni rezerv para birimi olabileceği tartışmaları gündeme gelirken, sonradan Euro Bölgesi'nde başlayan sorunlarla euronun rezerv para birimi tartışmaları, yerini euronun geleceği ve AB dağılacak mı tartışmalarına bırakmıştır.

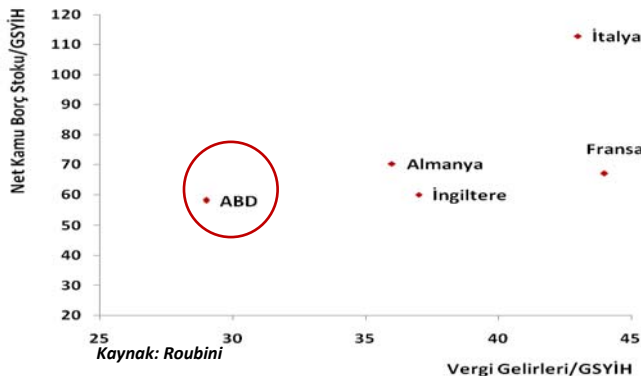
Grafik-3



2007 yılının Ağustos ayında başlayan ABD kaynaklı krizle birlikte ilk aşamada ABD'nin içinde bulunduğu zor durum nedeniyle dolar karşısında sert bir yükseliş yaşayan EUR/USD paritesi, yaklaşık bir yıl aradan sonra 2008 yılının Temmuz ayında 1.59 ile tarihi rekor seviyelere yükselmiştir. Temmuz ayından sonra ise krize karşı alınan önlemlerin yetersiz bulunmasıyla Euro Bölgesi'nde artan endişeler dört ay içinde euronun dolar karşısında %21 oranında değer kaybetmesine ve EUR/USD

paritesinin sert bir şekilde gerileyerek 1.26 seviyelerine kadar düşmesine neden olmuştur. Şimdilerde dalgalı bir seyir izleyen EUR/USD paritesi, 2009 yılının sonlarında yeniden 1.50 seviyelerine kadar yükselmiş olsa da, Yunanistan'la başlayan İtalya, İspanya, İrlanda ve Portekiz'i de içine alan borç endişeleri ile yeniden dolar karşısında değer kaybetmeye başlamıştır.

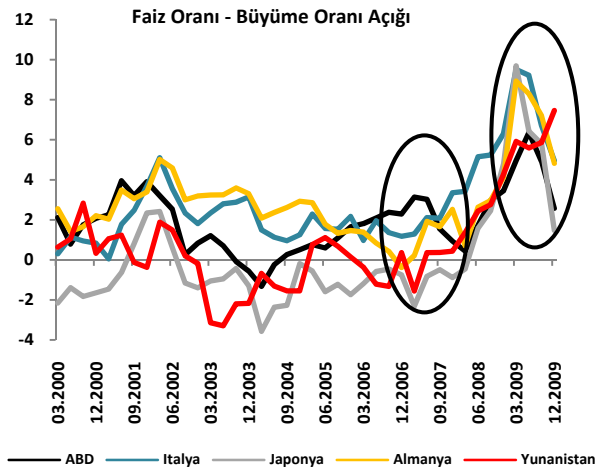
Grafik-4



Farklı ülkelerin makro ekonomik verileri karşılaştırılarak yapılan analizimizde, Euro Bölgesi'nin diğer ülkelere göre çok daha zor durumda olduğu görülmektedir. Böylece euronun doların rezerv para konumunu sarsacak bir durumunun kısa vadede söz konusu olamayacağı analizimizin sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. İncelenen ülkeler arasında ABD, hem net kamu borç stoku hem de ileride oluşabilecek enflasyon

tehlikesiyle başa çıkma konusunda incelenen ülkeler arasında en avantajlı ülke konumunda bulunmaktadır. ABD'nin vergi gelirlerinin GSYİH içindeki payının diğer gelişmiş ülkelere göre çok düşük kalması, ABD'ye hem kamu borcunu finanse etme açısından hem de düşük faizlerin neden olabileceği harcamalara bağlı enflasyon artışını önleyebilme açısından vergi oranlarını arttırabilme avantajı sağlamaktadır.

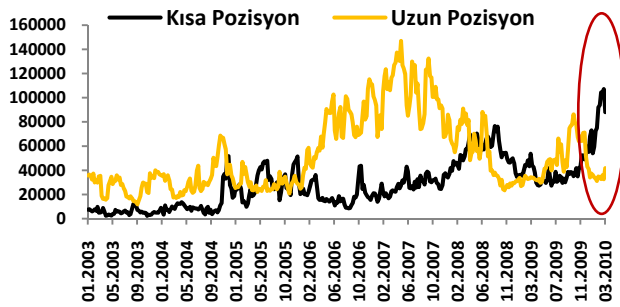
**Grafik-5**



Kaynak: Commerzbank, Bloomberg, Ekonomik Araştırmalar

azaltma kapasitesi de o kadar artmaktadır. Ülkelerin büyüme oranı faiz oranından büyükse, bu durumda ülkelerin borçlarının azalması bile mümkün olabilmektedir. Bu analize göre uzun vadede İtalya, Almanya ve Yunanistan ABD'den çok daha fazla endişe yaratmaktadır. Grafikten de görüldüğü üzere faiz oranlarındaki düşüşten sorunlu ülkelerin borçlanma maliyetlerini aşağı çekme konusunda efektif olarak faydalanamadıkları dikkati çekerken, Yunanistan gibi ülkelerde ise aksine risk primindeki yükselişten dolayı borçlanma maliyetlerinde yaşanan artış dikkati çekmektedir. Bu nedenle doların statüsünü bozacak bir para biriminin henüz bulunmadığını söylemek mümkün görünürken, Avrupa Birliği kurumuna yönelik endişelerle de euronun dolar karşısındaki zayıf seyrini uzun vadede sürdürmesi beklenebilir.

**Grafik-6**



Kaynak: Commerzbank, Bloomberg, Ekonomik Araştırmalar

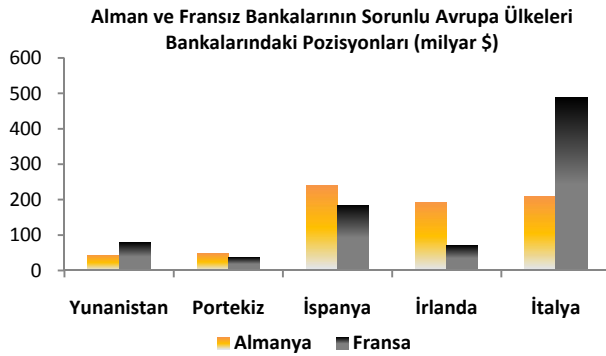
Doların değer kaybının en önemli nedenlerinden biri sayılan ABD'nin kamu borcunun sürdürülebilir olup olmadığı incelendiğinde ise; ABD'nin diğer gelişmiş ülkelere göre daha avantajlı bir konumda olduğu dikkati çekmektedir. Ülkelerin 5 yıllık hükümet tahvili ile büyüme oranları arasındaki fark bulunarak hesaplanan "Faiz Oranı - Büyüme Oranı Açığı" incelendiğinde; ABD'nin ve buna ek olarak Japonya'nın kamu borçlarını stabilize etmekte çok daha başarılı olacağı ortaya çıkmaktadır. Kriz sırasında diğer ülkelere nazaran yüksek görünen "Faiz Oranı - Büyüme Oranı Açığı" ABD'nin hızlı faiz indirimleri sonucunda daha olumlu bir yapıya kavuşmuştur. Bir ülkenin faiz oranı ile büyüme oranı arasındaki fark ne kadar küçükse borçlarını

Euronun son dönemde yaşadığı dalgalanma euroda açılan kısa ve uzun pozisyonlara bakarak da değerlendirilebilir. Eurodaki gerilemede son dönemde euroya gelen satışların etkili olduğu görülürken, kısa pozisyonlar tarihinde ilk kez bu kadar yüksek seviyelere ulaşmıştır. Ancak kısa ve uzun pozisyonlar arasındaki makasın yeniden daralmaya başladığı görülmektedir.

## Zor Durumdaki Avrupa Ülkeleri İçin Gündemde Tartışılan Olası Çözümler

Tüm bu analizler çerçevesinde, Euro Bölgesi'nde asıl sorunun Yunanistan değil, Euro Bölgesi içindeki ülkelerin borç sorunlarının nasıl çözüleceği olduğunu göz ardı etmemek gerekmektedir.

**Grafik-7**



*Kaynak: BIS*

çözüp çözemeyeceği sorusu akıllara gelmektedir. Euro Bölgesi'nin içinde bulunduğu durumu sadece Yunanistan'a bağlamak büyük bir yanılğı olmakla birlikte Yunanistan'a yardım yapılması durumunda İrlanda, Portekiz, İspanya ve İtalya'nın da kaynak ihtiyacının sağlanması zorunluluğu doğmaktadır. Almanya ve Fransa'nın Yunanistan'a tahvil alımı yoluyla kaynak sağlaması mümkün görünmekle birlikte, borç krizinin diğer sorunlu ülkelere de yayılması durumunda farklı riskler ön plana çıkmaktadır. Almanya ve Fransa bankalarının Yunanistan, İspanya İrlanda, Portekiz ve İtalya bankalarındaki risklerinin 1.5 trilyon dolar olduğu dikkate alındığında, borç krizinin Yunanistan'dan bu ülkelere yayılması durumunda Fransa ve Almanya da risk altına girebilecektir. Alman ve Fransız bankalarının sorunlu Avrupa ülkelerindeki pozisyonlarının toplam Euro Bölgesi pozisyonları içindeki payının %35 gibi yüksek bir orana işaret etmesi, krizin yayılması durumunda Almanya ve Fransa'nın düşeceği durumun boyutlarını yansıtmaktadır. Yukarıda değindiğimiz gerekçeler Almanya ve Fransa'nın hareket alanını daraltırken, son günlerde piyasalarda tartışılan bir diğer konu da Yunanistan'ın Birliğin dışına çıkarılmasıdır. Yunanistan'ın Birliğin dışına çıkarılması durumunda yüklü kamu borcu ile karşı karşıya kalan diğer ülkelerin de Birlikten çıkarılması yolu açılmış olacaktır. Böyle bir durumda ise AB'nin dağılması kaçınılmaz olacaktır.

Yüksek kamu borcu ve bütçe açığı ile mücadele eden ülkelere kaynak sağlamak amacı ile IMF benzeri bir kuruluşun Euro Bölgesi içinde kurulması önerilen diğer bir fikir olarak dikkat çekmekteydi. Ancak geçtiğimiz hafta Perşembe günü Brüksel'de yapılan Avrupa zirvesinden Yunanistan için Avrupa Birliği ve IMF ortaklığında bir çözüm kararı çıkması ile Avrupa Para Fonu (EMF) şu an için gündemden düşmüş görünse de, Yunanistan'da başlayan borç krizinin sorunlu diğer Avrupa ülkelerine de yayılması durumunda EMF'nin yeniden gündeme gelmesi mümkün olabilecektir.

Şimdilik EMF'yi geri planda bırakan Avrupa Zirvesi'nden çıkan karara göre, Yunanistan ağır zorluklarla karşılaşırse Euro Bölgesi'ndeki ülkelere eş güdümlü ikili kredi ve IMF'den parasal yardım alabilecektir. Ancak, Avrupa Birliği üyesi bir ülkenin IMF'den yardım alması birliğin zayıflığı olarak algılanacağından, yardım planında üçte iki ağırlık Euro Bölgesi'ne üçte bir ise IMF'e verilecektir. Diğer yandan IMF ile birlikte Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Avrupa Konseyi (EC) de faiz oranının belirleyicisi olarak dikkat çekmektedir. Yunanistan'ın yüksek borçlanma maliyeti ile karşı karşıya kalması yerine, diğer Avrupa ülkelerinin faiz oranlarından borçlanabilecek olması önemli görünmektedir. IMF ile ortaklaşa yapılacak yardımın 20-22 milyar euro olacağı belirtilirken, bu planla birlikte euroya güvenin tekrar sağlanması amaçlanmaktadır.

Euro Bölgesi'nin içinde bulunduğu yüklü kamu borcu sorununu nasıl aşacağı ve euronun geleceği son günlerde merak uyandırırken, değişik ekonomi çevreleri tarafından farklı öneriler sunulmaktadır. Son günlerde en sık tekrar edilen görüş ise Birliğin diğer ülkelerinin Yunanistan'a kaynak aktarması yönündedir. Almanya'nın bu öneriye şiddetle karşı çıkmasına karşın, Fransa daha ılımlı bir tavır sergilemektedir. Bu noktada Yunanistan'a kaynak aktarılmasının Euro Bölgesi'nin sorununu

Yüklü kamu borcu ile karşı karşıya kalan ülkelerin dışarıdan bir kaynak sağlasa bile , ülkelerin kendi sorunlarını kendileri çözmeleri gerektiği vurgusu önemli görünmektedir. Ancak vergilerin artırılması, harcamaların kısılması ve ücretlerin düşürülmesi gibi sıkı maliye politikası önlemlerinin işsizliğin %20 civarında olduğu İspanya başta olmak üzere borç sorunu ile mücadele eden diğer Avrupa ülkelerinde uygulanması zor görünmektedir. Sendikal eylemler ve grevler söz konusu hükümetleri baskı altına alabileceğinden Avrupa Birliği açısından yeni riskler oluşturabilecektir. Bu nedenle Avrupa Birliği'nin kendi içinde yapısal reformlar gerçekleştirme yoluna gitmesi gerekmektedir.

## Ek 1

### Euro'ya Geçiş Aşamaları (1989-2002)

Şubat 1986	Avrupa Topluluğu üye devletleri arasındaki kurumsal ve ekonomik engelleri kaldırmayı amaçlayan ve ortak Avrupa pazarı hedefini gerçekleştiren Tek Avrupa Yasası kabul edildi.
Nisan 1989	Ekonomik ve Parasal Birliğin (European and Monetary Union) üç aşamada gerçekleşmesini öngören Delors raporu 1989 yılında Avrupa Konseyi tarafından kabul edildi.
Haziran 1989	Madrid Zirvesi'nde Avrupa Konseyi Ekonomik ve Parasal Birliğe geçişin 1 aşamasının Temmuz 1990'da başlaması kararlaştırıldı.
Ekim 1990	Roma Zirvesi'nde Ekonomik ve Parasal Birliğe geçişin 2 aşamasının Ocak 1994'de başlaması kararlaştırıldı.
Aralık 1990	Dublin Zirvesi'nde Ekonomik ve Parasal Birliğe geçiş için döviz kuru üzerindeki denetimler kaldırılıp, AET içinde sermaye hareketleri serbest bırakıldı.
Şubat 1992	Maastricht Antlaşması'nın imzalanarak AB kuruldu.
Haziran 1992	Danimarka Maastricht Antlaşması reddetti.
Eylül 1992	1992 yılında yaşanan ekonomik kriz nedeniyle İngiltere ve İtalya Ortak Döviz Kuru Mekanizması'nı terk etti.
Temmuz 1993	1993 yılında Avrupa Paraları arasında meydana gelen aşırı dalgalanmalar nedeniyle döviz kuru mekanizmasında dalgalanma aralığı tüm para birimleri için artı-eksi %2,25'den %15'e genişletilmiştir.
Ocak 1994	Avrupa Para Birliği'nde, 1 Ocak 1994 tarihinde yürürlüğe giren ikinci aşamada, Avrupa Para Enstitüsü (European Monetary Institute) kurulmuştur. Ülkelerarası ekonomik uyumun sağlanması Maastricht Antlaşması'nda belirlenen uyum kriterleri ile daha katı bir hale getirildi.
Mayıs 1995	Avrupa Komisyonu ortak para birimine geçiş konusunda Yeşil Kitap (Green Paper: Birleşmiş bir konuda çıkarılan tartışma ve tartışma sürecini başlatmak amacıyla yayımlanan doküman) yayınladı.
Aralık 1995	Avrupa Birliği üye ülkeler hükümet ve devlet başkanları 1995 yılında gerçekleştirdikleri Madrid Zirvesinde Avrupa Tek Para Birimi ECU'nün (The European Currency Unit) adının Euro olmasına karar verdi.
Mayıs 1998	Avrupa Komisyonu 11 üye ülkenin ortak para birimine geçiş kriterlerini sağladığını açıkladı.
Haziran 1998	Avrupa Merkez Bankası ve Eurosistem kuruldu.
Ocak 1999	EMU'nun üçüncü aşaması başladı. Euro fiziksel olmayan biçimde kabul edildi ve 15 üye devletin 11'nin para birimleri için döviz kurları 1998'in son günü sabitlendi. Döviz Kuru Mekanizması (ERM), mevcut euro para birimi bağlamında ilk ERM ile benzer şekilde işlem gören ERM-II'ye yerini bıraktı. ECB, her üye devletin Merkez Bankalarının desteğiyle tek para politikasını uygulamaya başladı ve Madrid'de belirlenen ve 1 Ocak 2002'ye kadar sürecek üç yıllık geçiş süreci başladı.
Ocak 2001	Yunanistan'ın 1 Ocak 2001 tarihinde tek para birimi uygulamasına katıldı.
Ocak 2002	Euro tüm Euro Bölgesinde tek yasal para haline geldi.

## Tahvil Piyasası ve Hisse Senedi Piyasası Arasındaki İlişki

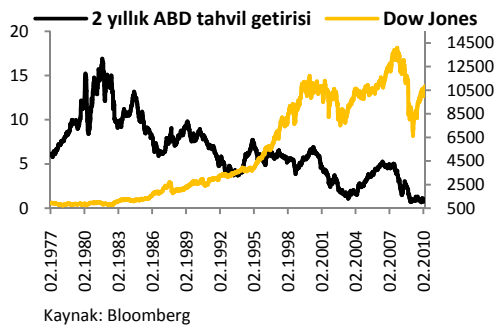
*Faiz oranları ve hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi incelediğimiz bu çalışma, literatürde de çokça incelenen konulardan biri olurken, yapılan analizlerde faiz oranlarının hisse senedi piyasaları üzerinde önemli bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.*

Faiz oranları ve hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkinin teorideki açıklamasına göre, faiz oranlarındaki bir değişim, şirketin stok ve hisse fiyatını etkilerken, faiz oranlarındaki yükselme yatırım yapmanın maliyetini arttıracığından, şirket karlılığında ve stok değerinde bir düşüşe yol açacaktır. Ayrıca yüksek faiz oranı yatırımcıların daha fazla tasarruf etmesine neden olurken, hisse senedi piyasaları gibi daha riskli görülen alanlardan çıkış başlayacaktır. Faiz düşüşlerinde ise tersi bir durum yaşanacaktır. Mishkin de 1977 yılında yaptığı çalışmada, düşük faiz oranlarının hisse senedi fiyatlarını yükselttiğini ispatlamıştır. Ancak, ilişkinin yönü ekonomiden ekonomiye değişirken, ilişkinin yönü üzerinde de net bir şey söylemek mümkün olmamaktadır. Yapılan çalışmaların bazılarında bu iki değişken arasında karşılıklı ilişkinin olduğu görülürken, bazılarında hiç bir ilişki bulunamamış, bazılarında ise sadece tek yönlü ilişkiler bulunmuştur. Bu nedenle de teorik ve ampirik çalışmalarda bu konu çözümsüz kalmaya devam etmektedir.

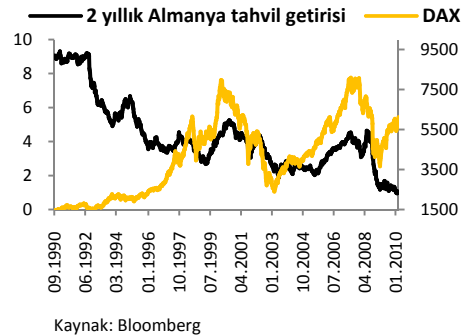
Faiz oranları ve kredi riskleri sabit getirili yatırımlar açısından kritik öneme sahip olmakla birlikte, beklenen enflasyon ve faiz oranı patikası yatırım kararlarında birincil öneme sahiptir. Enflasyon endekli tahvil olmadıkça, enflasyondaki artış tahvillerin fiyatını olumsuz etkilemektedir. Merkez bankalarının doğrudan kontrol ettiği faiz haddi aslında reeskont oranı olmakla birlikte, bu oran nakit sıkıntısı çeken bankaların merkez bankasından kredi istediğinde söz konusu kredide uygulanan faiz haddidir. Merkez bankası bu faizi artırıp azaltarak bankaların faizlerini dolayısıyla kredi verme davranışlarını, aynı zamanda da para arzının artışını etkilemektedir. Merkez bankası reeskont oranını düşürdüğünde, bankalar merkez bankasından kolay bir şekilde borçlandığından kredi kullandırımları artmakta ve para arzı bollaşmaktadır. Söz konusu para arzı bollaşması ise para ve sermaye piyasalarında faiz hadlerini etkilemektedir.

Aşağıda grafiklerle gösterdiğimiz ülkeler bazında yaptığımız çalışmada da, faiz oranlarının hisse senedi piyasaları üzerindeki etkileri incelenirken, bu etkinin yaşanan son krizle birlikte daha da güçlendiği görülmektedir. ABD örneğini ele alacak olursak, 1980’li yıllarda faiz oranlarının düşüş trendinde olmasına karşın, Dow Jones’un yukarı yönlü bir seyir izlediği dikkat çekerken, piyasaları yönlendiren asıl önemli etkinin beklentiler olduğu görülmektedir. Bu ise Amerikan Merkez bankasının faiz beklentilerini başarılı bir şekilde yönlendirmesi sonucunda olmuştur. Bu duruma yardımcı olan diğer unsur ise 1974 petrol krizi ve 1980’lerin başında ABD de ortaya çıkan enflasyon ile Merkez Bankasının başarılı bir şekilde mücadelesi olmuştur. Ancak 2007 yılından itibaren ise tahvil – hisse senedi piyasalarındaki ilişkinin teoriye uygun bir seyir izlediği gözlenirken, faiz oranlarının tarihi en düşük seviyelere gerilemesi ve artık faiz arttırımı beklentilerinin hisse senedi piyasalarına yansması çok daha belirgin ortaya çıkmıştır. Diğer ülkelerde de bu dönemde benzer gelişmeler yaşanmıştır. Bu durumu ise o zamana kadar başarılı şekilde yönetilen faiz hadlerinde uzun aşağı trendin (FED put) finans piyasalarında risk alma iştahının artması ile açıklamak mümkün olmaktadır.

**Grafik 1**

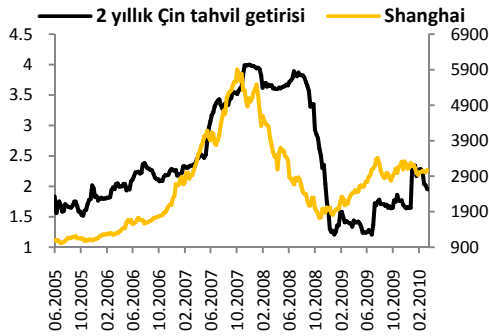


**Grafik 2**



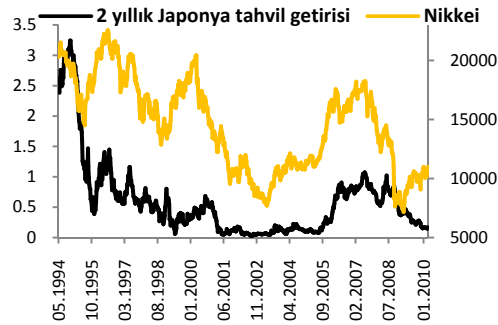


**Grafik 3**



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 4**



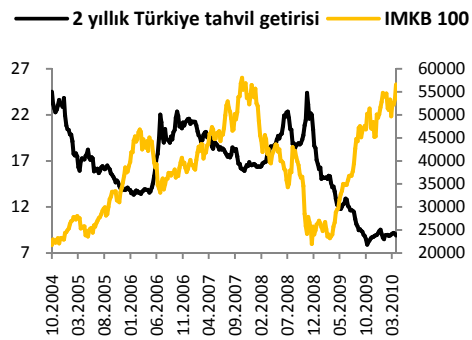
Kaynak: Bloomberg

**Grafik 5**



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 6**



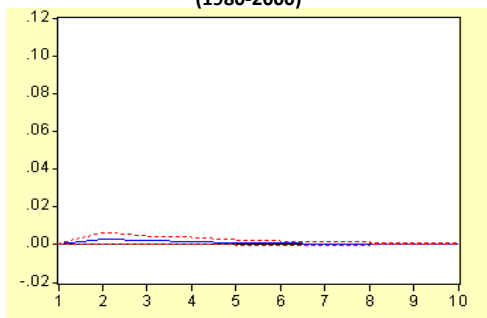
Kaynak: Bloomberg

2007 yılında yaşanan krizle birlikte, merkez bankaları tarafından uygulanan faiz indirim sürecinin etkisiyle piyasa faiz oranları hızla gerilemeye başlamıştır. Piyasa faiz oranlarındaki bu düşüş, faiz oranlarından sağlanan yatırımların cazibesini azaltarak, yatırımcıların daha yüksek getiriler elde etme isteğiyle hisse senedi piyasalarına yönelmesine neden olmuştur. Hisse senedi piyasalarına yapılan yatırımlardaki artış ise kriz ortamının henüz tamamiyle sona ermemesine rağmen, 2009 yılından itibaren hisse senedi piyasalarının hızla yukarı yönlü hareket etmesini sağlamıştır. Düşük faiz oranları aynı zamanda iş çevreleri açısından da reel yatırımları arttırıcı bir etki yaratarak, reel sektörün kredi maliyetlerinin azalmasına destek vermiştir. Ucuz borçlanma maliyetleri ise şirketlerin gelecekteki kazançları üzerinde olumlu etkiler yaratabilecektir. Sonuç olarak faiz indirimlerinin yatırımcılar ve tüketiciler açısından psikolojik bir etkisi olduğu görülmektedir. Yatırımcılar ve tüketiciler düşük faiz oranlarını borçlanma için bir fırsat olarak görmekte, bu da uzun vadede ekonominin büyümesine olanak sağlamaktadır.

**Faiz Oranı Ve Hisse Senedi Fiyatlarındaki Değişimlerin Etki Tepki Analizi**

**Grafik 7**

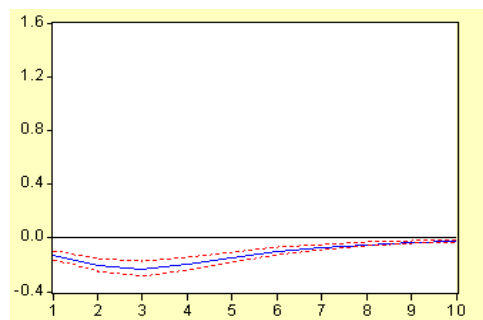
Faiz Oranının Hisse Senedi Fiyatlarındaki Şoka Tepkisi (1980-2000)



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 8**

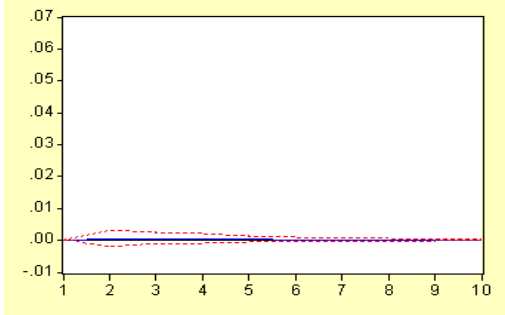
Hisse Senedi Fiyatlarının Faiz Oranındaki Şoka Tepkisi (1980-2000)



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 9**

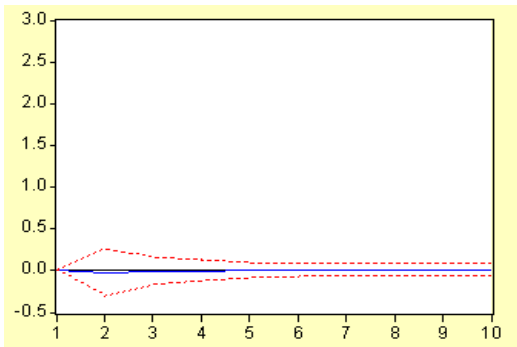
**Faiz Oranının Hisse Senedi Fiyatlarındaki Şoka Tepkisi  
(2000-2007)**



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 11**

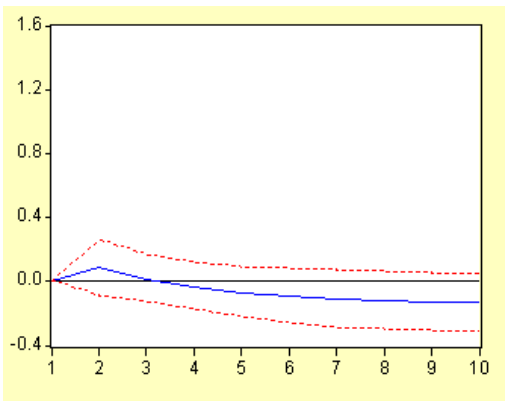
**Faiz Oranının Hisse Senedi Fiyatlarındaki Şoka Tepkisi  
(2007-2009)**



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 13**

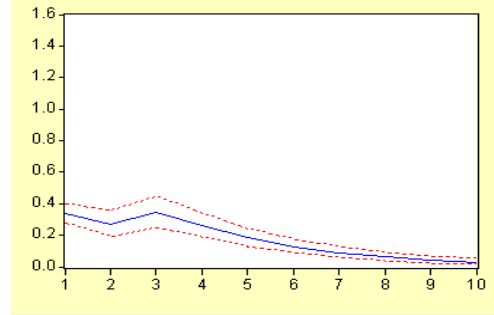
**Faiz Oranının Hisse Senedi Fiyatlarındaki Şoka Tepkisi  
(2009-2010)**



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 10**

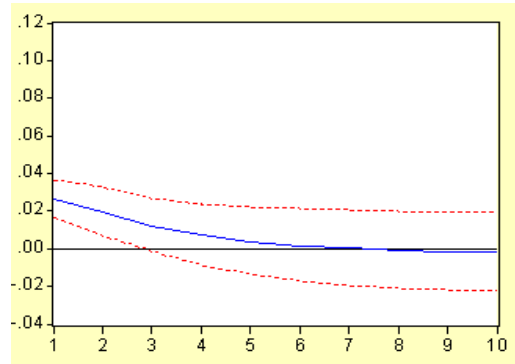
**Hisse Senedi Fiyatlarının Faiz Oranındaki Şoka Tepkisi  
(2000-2007)**



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 12**

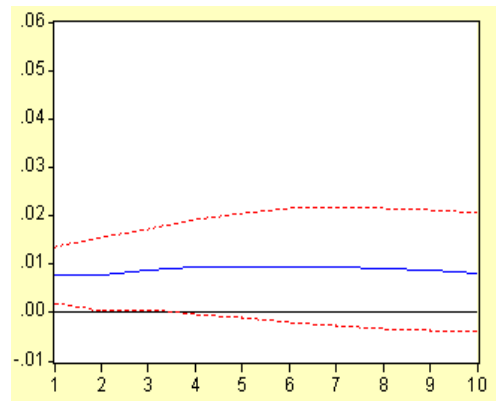
**Hisse Senedi Fiyatlarının Faiz Oranındaki Şoka Tepkisi  
(2007-2009)**



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 14**

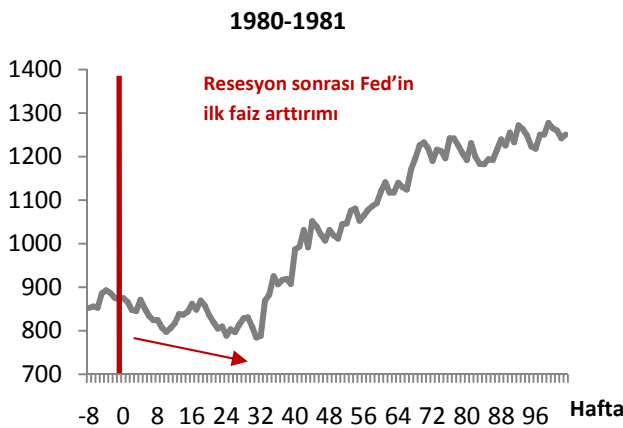
**Hisse Senedi Fiyatlarının Faiz Oranındaki Şoka Tepkisi  
(2009-2010)**



Kaynak: Bloomberg

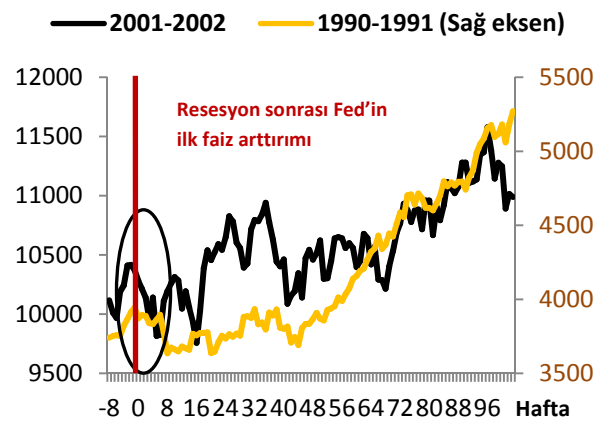
Yukarıda 1980-2000, 2000-2007, 2007-2009, 2009-2010 dönemlerine ilişkin faiz oranı ve hisse senedi fiyatlarının etki tepki grafikleri incelendiğinde, 1980-2000 ve 2000-2007 dönemlerinde faiz oranının hisse senedi fiyatlarındaki şoklara tepki vermediği gözlenirken, 2007-2009 ve 2009-2010 dönemlerinde sınırlı bir tepki verdiği görülmüştür. Ancak hisse senedi fiyatlarının faiz oranındaki değişime tepkisi söz konusu dönemler için farklılık göstermektedir. 1980-2000 yılları arasında faiz oranındaki düşüşlerin hisse senedi fiyatlarında ters yönlü bir tepkiye neden olduğu görülürken, bu harekette finansal piyasaların gelişmesine bağlı olarak düşük faiz oranı beklentileri ile faiz oranlarında görülen aşağı yönlü harekete karşın hisse senedi piyasalarına gelen alımlar etkili olmuştur. 2000-2007 yıllarında ise hisse senedi fiyatlarının faiz oranındaki şoklara aynı yönlü olarak hemen tepki verdiği görülmektedir. 2007-2009 yıllarında ise hisse senedi fiyatlarının faiz oranındaki değişimlere hemen ve 2000-2007 yıllarına benzer bir tepki verdiği izlenmektedir. 2009 yılının Mart ayından sonra ekonomide düzelmeye başladığı dikkate alındığında ise, 2009-2010 yıllarında hisse senedi fiyatlarının faiz oranındaki şoklara tepkisi azalırken, krizden çıkış dönemlerinde hisse senedi piyasasındaki şokların da getiriler üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Bu harekette faizlerin tarihinin en düşük seviyelerine kadar gerilemesi sonucu yatırımcıların düşük faiz oranını cazip bulmamaları ve faizlerde artık yukarı yönlü beklentilerin oluşması rol oynamaktadır. Genel bir değerlendirme yapmak gerekirse, ekonomilerin daralma sürecine girdiği dönemlerde hisse senedi fiyatlarının faiz oranlarındaki değişime tepkisi daha güçlü görünürken, krizden çıkış sırasında hisse senedi fiyatlarının da faiz oranlarını etkileme yeteneği artmaktadır.

**Grafik 15**



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 16**



Kaynak: Bloomberg

Geçmiş resesyon dönemlerinde (1990, 2001) ABD Merkez Bankası Fed'in ilk faiz artırımına gittiği dönemler incelendiğinde, Dow Jones'un ilk etapta yaklaşık 8 hafta boyunca sert satışlarla karşılaştığı görülürken, 10- 14 ay boyunca da dar bir bantta hareket ettiği gözlenmiştir. 1980 – 1981 krizinde ise bu satıcı seyrin faiz artırımından sonraki 8 ay boyunca devam etmiştir. Bu değerlendirmeler ışığında önümüzdeki dönemde Fed'in ilk faiz artırımını gerçekleştirdiği durumda Dow Jones'a satış gelmesi muhtemel görünürken, sonraki aylarda Dow Jones'taki yükselişlerin de sınırlı olması beklenmektedir.

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 Türkarıslan	Ekonomist	<a href="mailto:bilge.ozalpturkars@vakifbank.com.tr">bilge.ozalpturkars@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 88
Zeynep Burcu Çevik	Ekonomist	<a href="mailto:zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr">zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 93
Seda Meyveci	Araştırmacı	<a href="mailto:seda.meyveci@vakifbank.com.tr">seda.meyveci@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	<a href="mailto:emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr">emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 87
Naime Doğan	Araştırmacı	<a href="mailto:naime.dogan@vakifbank.com.tr">naime.dogan@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 86
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	<a href="mailto:halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr">halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 83

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