

İÇİNDEKİLER

❖ Yurtiçi Ekonomi Raporu

Enflasyon, Merkez Bankası'nın Para Politikası Duruşunu Destekliyor...

Aralık ayında gıda fiyatlarında önceki aylardaki yükselişlerin ardından yaşanan düzeltme ve oluşmaya başlayan baz etkisine bağlı olarak tüketici enflasyonunun bir önceki aya göre %0.30 gerilemesi, enflasyonun önümüzdeki aylarda gerilemeye devam edeceği beklentisini desteklemiştir. Böylece tüketici enflasyonu, 2009 yılında olduğu gibi TCMB'nin yılsonu hedefinin altında gerçekleşmiştir.

Cari Açık Genişlerken Finansman Kalitesine İlişkin Riskler de Artıyor

Türkiye'nin cari işlemler açığı Kasım 2010 itibarıyla 12 aylık toplamda 45 milyar dolar ile Ağustos 2008'de ulaştığı tarihi rekor seviyesi olan 49.2 milyar dolar'a biraz daha yaklaşmıştır. Bu durum, TCMB'nin cari işlemler açığının istikrarsızlık unsuru haline gelmesini önlemek için aldığı parasal önlemlerin doğru bir adım olduğunu gösterse de cari açığın artmaya devam etmesini önlemekte ne kadar etkili olacağı belirsizliğini korumaktadır.

TCMB politika faiz oranını %6.50 seviyesinden %6.25 seviyesine indirdi...

2008 yılında yaşanan krizin etkilerinin giderek azalması ve ekonominin toparlanmasına ilişkin olumlu sinyallerin artması ile birlikte gevşek para ve genişletici maliye politikalarının kademeli olarak geri çekilmesi gündeme gelmiştir. Bu çerçevede kriz süresince alınan likidite önlemlerini geri çekmeye başlayan TCMB son dönemde sıcak para girişinin hızlı bir şekilde artması nedeniyle finansal istikrara yönelik önlemler açıklamıştır.

Zorunlu Karşılıklardaki Artışın Bankacılık Sektörüne Etkisi...

TCMB'nin Aralık ve Ocak aylarında mevduat zorunlu karşılık oranında yaptığı değişikliklerin bankacılık sektörüne etkisinin boyutları son dönemde sıkça konuşulan bir konu haline gelmiştir.

❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

İkinci Parasal Genişleme Programına Rağmen ABD 10 Yıllık Hazine Tahvil Getirileri Neden Yükseliyor?

Amerikan Merkez Bankası Fed'in faiz oranlarını düşük seviyelerde tutarak ekonomiyi canlandırmak adına Kasım ayının başlarında açıkladığı ikinci parasal genişleme kapsamında (QE2) 600 milyar dolarlık tahvil alım programının faiz oranları üzerinde istenilen etkiyi yaratmadığı dikkati çekerken, QE1'in yarattığı etkinin aksine ABD tahvil faiz oranlarının ilk anda hafif aşağı yönlü hareket ettiği ancak sonrasında gelen satışlarla yönünü hemen yukarı çevirdiği görülmüştür.

ABD'de İstihdam Piyasasında İyileşme Başladı mı?

2008 yılında yaşanan küresel ekonomik krizin işsizlik üzerindeki etkisi bölgeler ve ülkelerde farklılık göstermekle birlikte, hemen hemen tüm ülkelerde işsizlik oranlarının tarihi rekor seviyelere yükseldiği görülmüştür. ABD'de de ekonominin güç kaybetmeye başladığı 2007 Aralık ayından beri işsizlik oranında sürekli artış yaşanmış, psikolojik sınır olan %10 seviyesinin geçilmesiyle 2009 Ekim ayında %10.1 ile son 26 yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2010 yılında krizin etkilerinin sarılmasıyla küresel ekonomi yeniden büyümeye başlasa da, büyümenin henüz işsizlik oranlarının düşüşüne önemli bir katkı sağlamadığı izlenmektedir.

Kamu Açıkları 2011 Yılında Sorun Olmaktan Çıkar Mı?

2011 yılının ilk haftalarında sorunlu Euro Bölgesi ülkelerinin tahvil ihaleleri kamu dengesizliklerini yeniden gündeme getirirse de, gelişmekte olan ülkelere artması beklenen enflasyonist baskıların bu yıl finansal istikrar için daha büyük bir tehdit olabileceği ileri sürülmektedir. Diğer bir deyişle, 2011 yılında gelişmiş ülkelere çok gelişmekte olan ülkelere kaynaklı risklerin küresel finansal istikrarı tehdit edeceği vurgulanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere ilişkin riskler nispeten artmış olsa da kamu maliyesi sorunlarının tehlike oluşturmaya devam ettiği unutulmamalıdır.

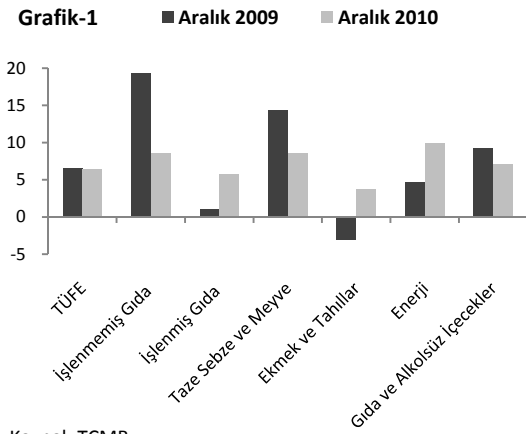
Gelişmekte Olan Ülkelerde Artan Sermaye Akımları ve Çözüm Arayışları

Küresel krizin ardından başlayan toparlanma süreci ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının yeniden hızla yükselişe geçmesi, söz konusu ülkelerin makro ekonomi politikaları üzerinde önemli değişikliklere neden olmuştur.

Enflasyon Merkez Bankası'nın Para Politikası Duruşunu Destekliyor...

Aralık ayında gıda fiyatlarında önceki aylardaki yükselişlerin ardından yaşanan düzeltme ve oluşmaya başlayan baz etkisine bağlı olarak tüketici enflasyonunun bir önceki aya göre %0.30 gerilemesi, enflasyonun önümüzdeki aylarda gerilemeye devam edeceği beklentisini desteklemiştir. Böylece tüketici enflasyonu, 2009 yılında olduğu gibi TCMB'nin yılsonu hedefinin altında gerçekleşmiştir. Aralık ayı enflasyon verilerinin önemli bir yanı da TCMB'nin yılsonundan itibaren uygulamaya başladığı geleneksel olmayan para politikası duruşu ile tutarlı bir görünüm ortaya koymasındır.

TÜFE %6.4 olarak gerçekleşerek 1968'den bu yana en düşük seviyelerini gördü...



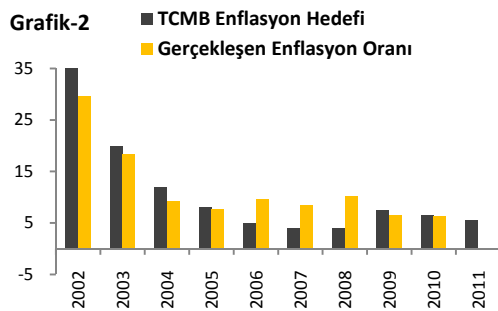
Kaynak:TCMB

Aralık ayında Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) bir önceki yılın aynı ayına göre %0.3 puan gerileyerek yıllık bazda %6.4, 12 aylık ortalamalara göre ise %8.57 artarak beklentilerin altında gerçekleşmiştir. TÜFE'nin beklenenden daha olumlu bir seyir izlemesinin temel nedenleri; işlenmemiş gıda fiyatlarında Ağustos ayından itibaren 3 ay boyunca görülen artış sonrasında Kasım ayında yaşanan aşağı yönlü düzeltmenin Aralık ayında daha belirgin hale gelmesi ve 2010 yılının ilk çeyreğinde yapılan vergi artırımları nedeniyle enflasyonda yaşanmış olan hızlı yükselişe bağlı olarak oluşan baz etkisi olmuştur.

Enflasyon verilerinin detaylarına bakıldığında gıda ve alkolsüz içecekler grubu fiyatlarının %2.66'lık düşüşle TÜFE'nin düşüşüne 0.73 puan katkı yaptığı görülmüştür. Giyim ve ayakkabı grubunda sezon indirimlerinin etkisiyle gerçekleşen %1.77'lik fiyat düşüşü ise enflasyonu 0.13 puan aşağı çekmiştir. Aralık ayında en yüksek artış %2.65 (katkısı: 0.13 puan) ile haberleşme grubunda olmuştur. Otomotivde uygulanan indirimler benzin fiyatlarındaki artışın ulaştırma grubuna verdiği yukarı yönlü baskıyı hafifletirken, ulaştırma grubunda aylık artışın %1.07 (katkısı: 0.15) ile sınırlı kaldığı görülmüştür. Diğer yandan son dönemde konut kredilerinde yaşanan sert artışların konut fiyatlarına da yansıdığı görülürken, konut ve grubu aylık bazda genel trendinin üzerinde %1.17 oranında artarak 0.20 ile enflasyona en yüksek katkı yapan grup olmuştur.

Enflasyon verilerinin detaylarına bakıldığında gıda ve alkolsüz içecekler grubu fiyatlarının %2.66'lık düşüşle

Enflasyon hedefi tutturuldu...



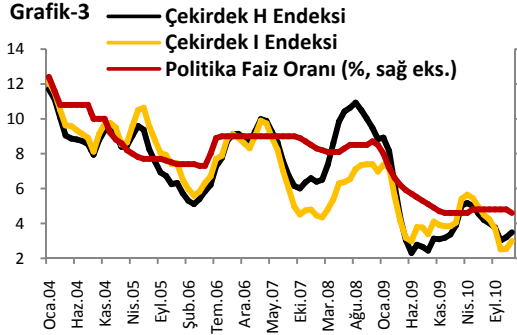
Kaynak:TCMB

Aralık ayı verileri ile birlikte 2010 yılsonu enflasyon oranı TCMB'nin hedeflediği %6.5 oranının altında kalmıştır. Böylece küresel kriz öncesinde 2006-2008 yılları arasında TCMB'nin yılsonu enflasyon hedefini aşan enflasyon gerçekleştirmelerine karşın, **2009 yılının ardından bir kez daha enflasyon hedeflenen düzeyin altında kalmıştır.** Bu sonucun en temel nedeni, 2009 yılında ekonomideki yavaşlamanın ardından 2010 yılının toparlanma süreci olması ve Türkiye ekonomisinin kriz öncesi büyüme performansını henüz yakalayamamış olmasıdır. Enflasyonun 2010 yılsonu itibarıyla hedeflenen

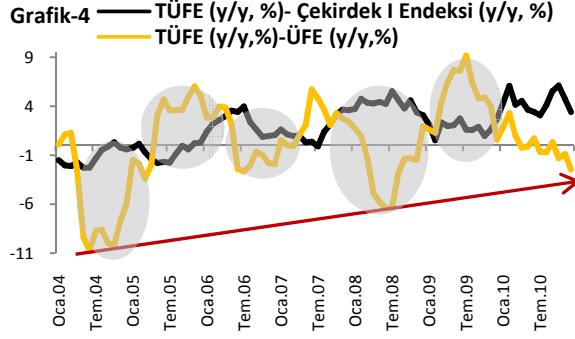
düzeğin altında kalması, son dönemde artan kısa vadeli sermaye girişleri ve cari işlemler açığı nedeniyle finansal istikrardan kaygı duymaya başlayan TCMB'nin, fiyat istikrarı hedefine odaklanma gereğini azaltması açısından önemlidir. TCMB son dönemde uyguladığı geleneksel olmayan para politikası kapsamında politika faiz oranını düşürmüştü, bunun yanında ekonominin aşırı ısınmasını önlemek için kredi genişlemesini sınırlamak amacıyla zorunlu karşılık oranlarını artırmış ve bankacılık sektörünün uzun vadeli finansmana yönelmesini sağlamak üzere Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) ve Maliye Bakanlığı ile koordineli bir şekilde

önlemler almıştır. Aralık ayı enflasyonunun beklenenin altında kalması Merkez Bankası'na uygulamaya başladığı bu yeni politikalarda güç kazandırmıştır.

Çekirdek I endeksi, manşet enflasyondan öncül hareket ediyor...



Kaynak: TÜİK

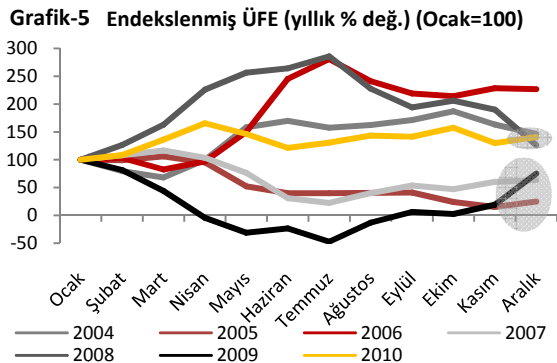


Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Manşet TÜFE'deki yükselişe karşın, gıda ve enerji gibi, fiyat hareketleri kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I Endeksi) aylık bazda değişmezken yıllık bazda %2.54 seviyesinden %2.99'a yükselmiştir. **Geçmiş dönemlerde çekirdek enflasyonun manşet enflasyondan daha önce hareket ettiği görüldüğünden, çekirdek enflasyondaki bu yukarı yönlü hareketin manşet enflasyonda yukarı yönlü baskı yaratması beklenebilir.** Öte yandan Aralık ayında TÜFE ile Çekirdek-I endeksinin yıllık değişimleri arasındaki fark incelendiğinde (Bkz. Grafik-4), Ekim ayında iki endeks arasındaki farkın yüksek seviyelere ulaşmasının ardından Aralık ayında gerilediği dikkat çekmektedir. Ayrıca, TÜFE ile Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) ve TÜFE ile Çekirdek-I endeksi arasındaki makro marjlar karşılaştırıldığında her iki fark arasındaki ilişkinin ters yönlü olması önemli görülmektedir. Geçmiş dönemlerde iki endeks marjlarının kriz yıllarındaki hafif sapmalar haricinde, genelde Nisan-Mayıs aylarında kesişmeleri dikkat çekicidir. **Bu bağlamda, TÜFE - Çekirdek-I farkının yaşanan sert yükselişlerin ardından gerilemeye başlamış olması, TÜFE-ÜFE makro marjındaki sert hareketler ve Çekirdek-I endeksindeki yıllık artışın öncül hareketi göz önüne alındığında, yılın ikinci çeyreğinden itibaren baz etkisinin de ortadan kalkmasıyla manşet enflasyonda yükseliş yaşanması mümkündür.**

Geçtiğimiz yıl TCMB, PPK özetlerinde manşet enflasyondaki sert hareketlere rağmen politika faizinde bir değişikliğe gitmemesinin sebebi olarak çekirdek enflasyonu baz aldığını belirtmiştir. Grafik-3'ten de görüleceği gibi yıllık bazda Nisan ayından beri çekirdek H ve I endeksindeki düşüş dikkat çekerken, çekirdek göstergelerin düşük olduğu bir ortamda TCMB politika faizini sabit tutmuştur. Fakat sert kredi genişlemesinin yanı sıra cari açığın finansmanının kısa vadeli varlıklara dayanmasının oluşturduğu finansal istikrara ilişkin risklerle TCMB, yılın son PPK toplantısında politika faiz oranını 50 baz puan indirerek %6.50 seviyesine çekmiştir. Böyle bir ortamda **TCMB'nin Ocak ayı toplantısında 50 baz puanlık bir indirimle politika faiz oranını %6.50 seviyesinden %6 seviyesine çekmesi mümkündür.**

ÜFE'de sınırlı bir artış yaşandı...



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Tüketici fiyatlarında aylık bazda gerçekleşen gerilemenin aksine artan petrol fiyatlarının da etkisiyle üretici fiyatları endeksi (ÜFE) aylık bazda %1.31 artış göstermiştir. Böylece 2010'un son ayında ÜFE, yıllık bazda %8.17 seviyesinden %8.9 seviyesine yükselirken, ÜFE'nin alt sektörleri içinde en yüksek paya sahip olan imalat sanayinin yıllık bazda %6.6 oranında artış sergilemesi dikkat çekmiştir. Öte yandan imalat sanayinin alt sektörlerinden ana metal sanayi, bir önceki yılın aynı dönemine göre %25.68 ile diğer alt

sektörler içerisinde en yüksek oranlı fiyat artışının gerçekleştiği alt kalem olmuştur. Ayrıca, tarım sektöründe yıllık bazda izlenen %14.52 oranındaki sınırlı yükseliş ve aylık bazda yaşanan %1.76 oranındaki düşüş, Ağustos - Ekim döneminde ÜFE'deki artışta belirleyici olan tarım fiyatlarının Aralık ayında ÜFE'nin yükselişini sınırladığını göstermektedir.

Üretici fiyatları endeksinin 2004 yılından itibaren yıllık yüzde değişimlerinin endekslenmiş grafiği incelendiğinde, 2009 yılının son ayında üretici fiyatlarında yaşanan sert yükseliş dikkat çekerken, 2010'un aynı döneminde bu artışın nispeten daha sınırlı kalması 2011 yılı rakamları açısından olumludur.

Önümüzdeki döneme ilişkin beklenti ve riskler

TÜFE önümüzdeki aylarda yıllık bazda gerilemeye devam edebilir...

Aralık ayı enflasyon rakamları 2011'in ilk çeyreğinde TÜFE'nin baz etkisiyle gerilemeye devam edeceği beklentimizi desteklemektedir. Ocak ayında giyim grubu fiyatlarının mevsimsel etkilerle sert bir şekilde gerileyebilecek olması nedeniyle TÜFE'de ilk çeyrekteki en hızlı yıllık bazda düşüşün yaşanması muhtemeldir. Ayrıca et ithalatının devam etmesi ve canlı hayvan stokunun mevsimsel olarak ilkbahar aylarında artması da gıda fiyatlarındaki olası yükselişleri sınırlayarak TÜFE'deki düşüşü destekleyecektir. Buna karşın, otomobil fiyatlarında yıl sonu olması nedeniyle yaşanan düşüşün ortadan kalkması, toplu taşıma ücretlerindeki ve akaryakıt fiyatlarındaki artışlar dolayısıyla, ulaştırma grubunun çekirdek TÜFE'deki artışa katkısı devam edebilecektir.

Enflasyondaki düşüşün, global enflasyonist baskıların da sınırlı olmasına bağlı olarak baz etkisiyle 2011'in ilk yarısı boyunca devam etme ihtimali vardır. Bu beklentimiz yukarı yönlü risklerle sınırlansa da ilk çeyrek enflasyon görünümü konusunda şu an için daha belirgin bir çerçeve çizilebilmektedir. Öte yandan, ÜFE'de Aralık ayında da fiyat baskılarının gözlenmesi, TÜFE'deki gerilemenin kısa süreli olması riskini gündeme getirmektedir.

Emtia fiyatlarındaki beklenmedik yükselişler enflasyonist baskıları artırabilir...

2010 yılında toparlanma gösteren gelişmekte olan ülkelerin, 2011'de de olumlu bir büyüme performansı göstererek enerji başta olmak üzere üretim girdilerine olan taleplerini artırmaları halinde emtia fiyatları yükselecektir. Şu an için düşük bir olasılık gibi görünse de ABD ve diğer gelişmiş ülkelerin beklenenin üzerinde bir ekonomik aktivite sergilemeleri de bu durumu destekleyecektir. Şu an için, gerek enerji gerekse tarım emtialarında 2008 yılında görülen tarihi rekor seviyelerin test edilmesi beklenmese de, piyasalarda 2010'un üçüncü çeyreğinde başlayan yükselişin devam edeceği yönündeki beklentilerin ağırlıkta olduğu görülmektedir. Bu beklenti gerçekleştiği takdirde emtia fiyatlarının yukarı yönlü bir trend kazanması, maliyet enflasyonu yaratarak manşet enflasyonda yükselişe neden olabilecektir.

TCMB 20 Ocak'ta yapacağı toplantısında politika faizini 50 baz puan düşürebilir...

TÜFE'de Aralık ayında gerçekleşen hızlı düşüş Merkez Bankası'na finansal istikrarı korumaya odaklı yeni para politikası çerçevesinde 20 Ocak tarihli toplantısında hızlı ve etkili bir adım atma imkanı sağlayacaktır. TCMB'nin yalnızca bir seferlik faiz indirimi ile amaçlarına ulaşabilme imkanı sınırlı olup, yeni politikasının etkisini artırma gereği duyacağı düşünülmektedir. Öte yandan, TL'de son haftalarda yaşanan değer kaybı cari işlemler açığının azaltılması açısından olumlu görülse de, TCMB'nin başlangıçta çok daha kuşkuyla yaklaşılan son politika çerçevesine olan güvenin artması, global faiz oranlarının çok düşük seviyelerde olduğu bir ortamda, kısa vadeli sermaye girişlerinin devam etmesini sağlayabilir. Bu ihtimal TL'deki değer kaybının sınırlı olmasına yol açarak cari işlemler açığındaki artışın devam etmesine neden olabilecek olup, bu gelişmeler sonucunda ekonominin aşırı ısınması da önlenemeyebilir.

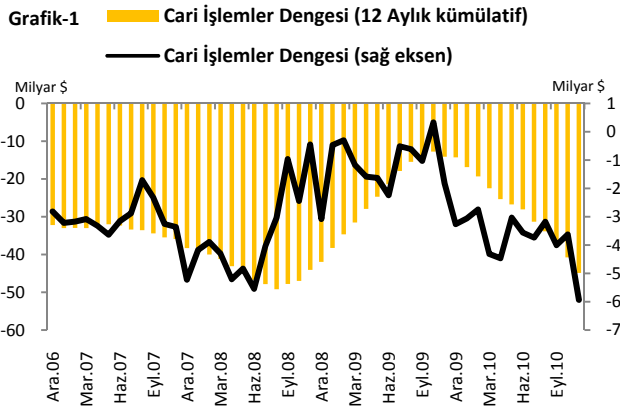
Enflasyonun 2011'in ilk yarısında baz etkisiyle gerilemeye devam edeceği beklentisine karşılık, dünya genelinde mevcut gıda arzı görünümü ve stokların azalabilme ihtimali enflasyonist baskıların artabileceğine işaret

etmektedir. Enflasyonda gıda ve maliyet kaynaklı yukarı yönlü bir hareket oluşmasına bağlı olarak TCMB'nin Temmuz 2011'de faiz artırımına gitmesi mümkündür.

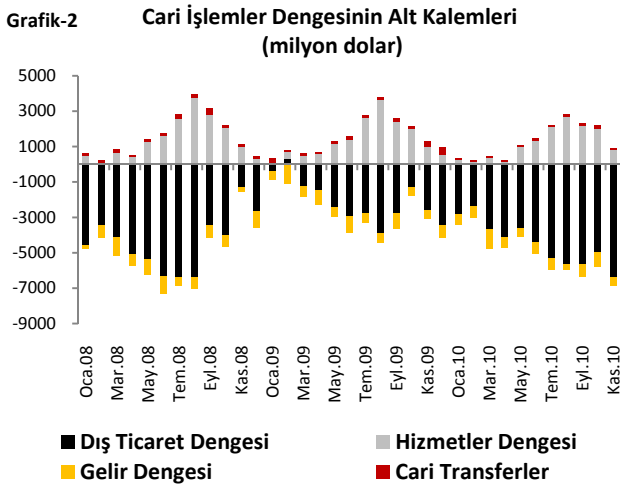
Cari Açık Genişlerken Finansman Kalitesine İlişkin Riskler de Artıyor...

Türkiye'nin cari işlemler açığı Kasım 2010 itibariyle 12 aylık toplamda 45 milyar dolar ile Ağustos 2008'de ulaştığı tarihi rekor seviyesi olan 49.2 milyar dolar'a biraz daha yaklaşmıştır. Bu durum, Merkez Bankası'nın cari işlemler açığının istikrarsızlık unsuru haline gelmesini önlemek için aldığı parasal önlemlerin doğru bir adım olduğunu gösterse de, cari açığın artmaya devam etmesini önlemekte ne kadar etkili olacağı belirsizliğini korumaktadır.

Kasım ayında cari işlemler açığındaki artışın temel belirleyicisi ithalattaki hızlı artıştır...



Cari işlemler açığı Kasım ayında 5.7 milyar dolar olan piyasa beklentisinin üzerinde, 6.3 milyar dolar olan beklentimizin ise altında 5.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece bir önceki yılın Ocak-Kasım döneminde 11.38 milyar dolar açık veren cari işlemler dengesi, bu yılın aynı döneminde %276 artışla 41.53 milyar dolar tutarında açık vermiştir (Bkz. Grafik-1). 12 aylık kümülatif cari işlemler açığı ise genişlemeye devam ederek Kasım ayında 45 milyar dolara ulaşmıştır.



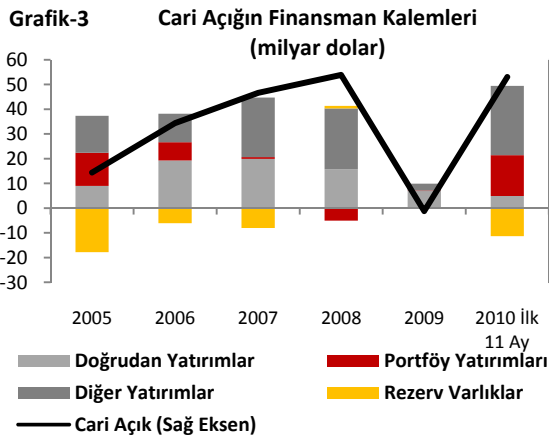
Cari işlemler dengesinin alt kalemlerine bakıldığında, Kasım ayında cari işlemler açığının hem aylık hem de yıllık olarak büyük oranda artış göstermesinde **dış ticaret açığındaki yüksek oranlı artışın etkili olduğu** görülmektedir. Dış ticaret açığı 2009 yılının Kasım ayına göre %144.5 oranında artarak 6.37 milyar dolar olmuştur. Dış ticaret açığındaki bu artışta 2009 yılının Kasım ayına göre artış gösteren ihracat gelirlerine rağmen, ithalat harcamalarının daha yüksek oranda artması etkili olmuştur. Dış ticaret istatistiklerine göre ihracatın ithalatı karşılama oranının da son 5 yılın en düşük seviyesi olan %55.1 oranına gerilediği görülmektedir. Bu gelişmede, iç

talepteki canlanmaya karşın, dış talebin zayıf seyri etkilidir. Özellikle en büyük dış ticaret ortağımız olan Euro Bölgesi ülkelerinin mali sorunları nedeniyle 2009 yılında yaşanan resesyonun ardından büyümede istenen ivmeyi yakalayamamış olmaları da ihracat imkanlarımızı sınırlamaktadır.

Ödemeler bilançosunun **hizmetler dengesi** kaleminde yaşanan düşüş ise ayrıca dikkat çekicidir. 2009 yılının Ocak-Kasım döneminde 15.96 milyar dolar fazla veren bu kalem 2010 yılının aynı döneminde %18 azalarak 13.1 milyar dolar fazla vermiştir. **Bu azalışta turizmden sağlanan net gelirlerin %8 ve özellikle taşımacılıktan sağlanan gelirlerin %87 azalması etkili olmuştur.** 2010 yılı Kasım ayında taşımacılık giderleri bu sektörden sağlanan gelirlerin üzerine çıkmış ve net taşımacılık giderleri 48 milyon dolara ulaşmıştır. Gelir dengesindeki açık

ise 2010 yılının ilk 11 ayında 2009 yılının aynı dönemine göre %7 oranında azalmış ve 2010 yılının Ocak-Kasım döneminde 6.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Cari transferler kaleminde ise 2009 yılının ilk 11 ayına göre %35 oranında azalış yaşanmıştır. Cari transferler kalemindeki, özellikle de genel hükümet alt kaleminde yaşanan %49 oranındaki azalış da cari işlemler açığının artışında rol oynamıştır.

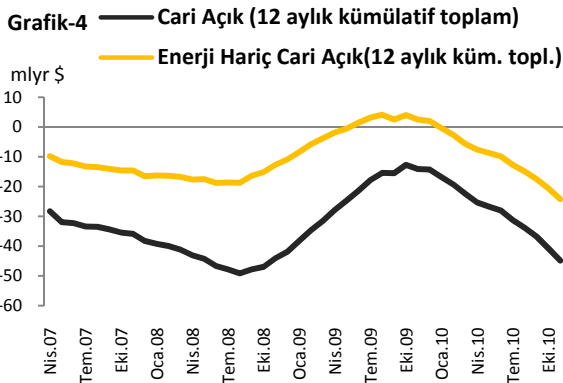
Ödemeler dengesinin ikinci ana hesabı olan Sermaye ve Finans Hesabının detayları incelendiğinde ise; finans hesabında, bir önceki yılın Ocak-Kasım döneminde 7.26 milyar dolar net sermaye girişi gerçekleşirken, 2010 yılının aynı döneminde toplam net sermaye girişi 38.1 milyar dolar olmuştur. Doğrudan yatırımlar 2010 yılının Ocak-Kasım döneminde 2009 yılının aynı dönemine göre %25 azalarak 4.89 milyar dolar olmuştur. Portföy yatırımları ise, 2009'un Ocak-Kasım döneminde 851 milyon dolar tutarında gerçekleşmişken, 2010'un aynı döneminde 16.51 milyar dolara yükselmiştir. Kasım ayı verilerine göre yabancı yatırımcılar hisse senetlerindense tahvillere daha çok ilgi göstermeye devam etmiştir. Buna göre 2010 yılının ilk on bir ayında yabancıların yurtiçinde devlet tahvili alımları 10.3 milyar dolar'a ulaşmıştır.



Kaynak: TCMB

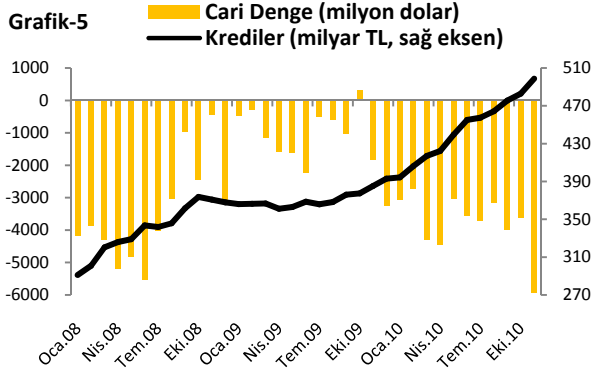
Diğer yatırımlar kalemi 28 milyar dolar ile Ocak-Kasım döneminde cari işlemler açığının finansmanında en büyük paya sahiptir. Gerek portföy yatırımları gerekse diğer yatırımlar kalemi altında özel kesim ile bankaların yurtdışından sağladığı kredilerdeki artış, cari açığın finansmanının giderek daha çok kısa vadeli fonlarla karşılandığını ve böylece finansman kalitesinin giderek bozulduğuna işaret etmektedir. Doğrudan yatırımların cari işlemler açığına oranının 2005-2009 dönemi ortalaması olan %47'nin altında %11.7 oranına gerilemesi de finansman kalitesine ilişkin endişe verici bir tablo oluştuğunu göstermektedir.

Ödemeler Bilançosu ile ilgili dikkat çeken bir diğer gelişme de rezerv varlıkların Hazine'nin gerçekleştirdiği eurobond ihraçlarının ve Merkez Bankası'nın döviz alımlarının etkisiyle yılın ilk on bir ayında 11.4 milyar dolar'a ulaşmış olmasıdır. Net hata noksan kaleminde ise geçen yılın aynı dönemine göre düşüş görülmektedir. 2009 Ocak-Kasım döneminde 3.778 milyar dolar olan bu kalem 2010'un aynı döneminde 3.530 milyar dolar seviyesine gerilemiştir.



Kaynak: TCMB, TÜİK

Türkiye'nin enerji ithalat eden bir ülke olmasının tarihsel olarak cari işlemler açığının yüksek seviyelere ulaşmasında önemli rolü vardır. Kasım ayı verilerine göre enerji hariç cari açık ile cari açık arasındaki farkın bir miktar arttığı görülmektedir. Ancak bu dönemde cari işlemler açığındaki artışın temel sebebi enerji maliyetindeki artıştan çok iç talebin canlılığı nedeniyle ithalatın artmasıdır. Önümüzdeki dönemde petrol ve diğer üretim girdilerinin fiyatlarının global ekonominin büyüme temposunun artmasına bağlı olarak yükselmesi durumunda Türkiye'nin enerji ithalat faturasının da artması riski vardır.



Kaynak: TCMB, BDDK

Son dönemde, Merkez Bankası tarafından da vurgulandığı üzere yurtiçi kredi genişlemesinin cari açık üzerinde genişletici bir etkisi olduğu görülmektedir. Kasım ayında toplam kredilerin 510 milyar TL'ye ulaştığı, cari açığın da kriz öncesi seviyelerine yaklaştığı dikkat çekmektedir. Ancak kriz döneminde azalan kredilerde, krizin sona ermesiyle beraber artış yaşanması sürpriz olmamıştır. Cari açıktaki artış sadece yurtiçi kredilerdeki artışa bağlı olmayıp, döviz kurundaki değerlenme, emtia fiyatları ve gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz ortamı gibi bir çok faktöre aynı anda bağlıdır.

Cari İşlemler Açığı ve Önümüzdeki Döneme İlişkin Değerlendirmeler...

Cari açığın finansman kalitesi düşüktür. 2010 Ocak-Kasım döneminde cari açıktaki hızlı artışın başlıca nedenleri iç ve dış talep arasındaki ayrışma, yurtiçinde hızlı kredi genişlemesi ve emtia fiyatlarındaki artış olarak özetlenebilir. Cari açığın 12 aylık toplamda 45 milyar dolar'a yaklaşması, yoğun biçimde ithal girdi kullanarak hızlı büyüme performansı kaydeden bir ülke için normal olarak değerlendirilebilse de, uzun vade için makroekonomik ve finansal istikrar açısından önemli riskler içermektedir. **Söz konusu açığın kısa vadeli fonlarla finanse edilmesi bu risklerin başında gelmektedir.**

Enflasyonist baskılar kırılganlık yaratabilir. Kısa vadeli fonlar, beklenti ve algılamalardaki ani değişikliklere hızla tepki vererek çok kısa sürede geldikleri ülkeden çıkabilmektedir. Türkiye'de bütçe açığının nispeten azalmış olması, büyüme performansı, düşük fiyat baskıları ve bankacılık sektörünün sağlam yapısı ekonomik ve finansal istikrar açısından olumlu bir tablo çizerken, artan cari işlemler açığı sermaye çıkışına neden olabilecek başlıca ekonomik kırılganlık unsurudur. Her ne kadar şu an için gerilemiş olsa da iç talebin güçlü olması nedeniyle artabilecek olan enflasyonist baskıların da kırılganlık yaratması riski vardır.

Dünya ekonomisi 2010 yılını yaz aylarına göre nispeten sınırlı enflasyonist baskılarla tamamlamıştır. 2011'e ilişkin genel beklenti ise gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist baskıların 2010 yılına göre daha güçlü olacağı yönündedir. [25 Ekim 2010 tarihli Haftalık Uluslararası Ekonomi Raporumuzda](#) belirttiğimiz gibi Amerikan Merkez Bankası FED'in parasal genişleme adımlarının (QE2) da özellikle gelişmekte olan ülkeler üzerinde sermaye akımları kanalıyla enflasyonist etkileri olacağı düşünülmektedir. Dolayısıyla, **Türkiye'de enflasyonist baskıların diğer gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi yabancı sermaye girişlerinin de katkısıyla artması riski göz ardı edilmemelidir.**

Merkez Bankası'nın son dönemdeki politika kararlarının enflasyonist baskı yaratacağı ileri sürülmektedir. Halen ABD'nin büyüme performansına dair beklentilerde olumlu yönde belirgin bir değişim görülmezken, enflasyon beklentileri ise sınırlıdır. Euro Bölgesi ülkelerinin mali sorunları devam etse de Almanya'da olumlu büyüme ve işsizlik rakamları nedeniyle enflasyon tehlikesi karşısında parasal sıkılaştırmanın beklenenden daha erken gündeme gelmesi mümkündür. Gelişmekte olan ülkelere de faiz artırımları gündemde iken Türkiye'de Merkez Bankası'nın faiz indirimine gitmesi karşısında ihtiyatlı tepkiler ortaya konmuştur. Merkez Bankası'nın esas olarak portföy girişlerini sınırlamak amacıyla aldığı sıradışı para politikası kararları ile ekonomik canlanmanın güçlü olduğu bir ortamda faiz indirimine gitmesinin ek bir enflasyon baskısı yaratacağı ileri sürülmektedir. **Ancak, yukarıdaki değerlendirmeler ışığında Merkez Bankası'nın bu adımlarının arkasında zaten potansiyel enflasyonist baskılara dair endişeleri yatmaktadır.**

Para politikasına ilişkin başlıca risk Merkez Bankası'nın düşük faiz oranları sonucu ekonomide aşırı kredi genişlemesi oluşmasını önleyememesidir. Merkez Bankası her ne kadar faiz indirim kararının yanısıra zorunlu karşılık oranlarına ilişkin düzenlemelere gitmiş olsa da **bankaların, maliyetlerin düşük olması sebebiyle daha**

fazla yabancı kaynağa başvurarak artan rekabet ortamında kredi portföylerini genişletmeye çalışmaları ihtimali vardır. Bunun yanında, uzun vadeli mevduatları artırmak üzere yapılan zorunlu karşılık düzenlemesine rağmen, faizlerdeki düşüşün tasarruf eğilimini azaltıcı etkisi bankaların mevduat dışı kaynak arayışını daha da artırabilecektir.

TL'deki aşırı yükselişlerin finansal istikrar ile ilişkisi

TL'nin 2010 yılının başından beri reel olarak değer kazanması ithalatı artırarak cari işlemler açığının artmasında önemli bir etkidir. Reel kurda Kasım ayında görülen hafif gerilemenin Aralık ve Ocak aylarında devam ettiği görülmüştür. Reel kurdaki bir birimlik düşüşün cari işlemler açığını bir dönem sonra etkilemeye başladığı değerlendirildiğinde, **kurdaki yükselişle birlikte Aralık ayından itibaren özellikle hisse senedi piyasasında yaşanan yabancı çıkışlarının portföy yatırımlarını azaltarak cari işlemler açığındaki artışı sınırlayabileceği düşünülmektedir.** Bu durum, 2010 yıl sonu enflasyon verilerinde olduğu gibi Merkez Bankası'nın yeni politika adımları açısından olumlu olacaktır.

Dünya ve Türkiye ekonomisine Mayıs 2006'dan farklı koşullar hakimdir. Merkez Bankası'nın yeni politikasının sermaye girişlerini ve kredi genişlemesini önleyememesi halinde ekonomideki aşırı ısınma enflasyonun da hızla artmasına neden olabilecektir. Bu durumda Merkez Bankası faiz oranlarını hızla artırmaya başlasa bile, **Mayıs 2006'da olduğu gibi yaşanabilecek güven kaybının sermaye çıkışı ile birlikte döviz kurunun da hızla yükselmesine neden olabileceği ileri sürülmektedir.** Ancak, içinde bulunduğumuz dönem Mayıs 2006 ile farklı ve kendine özgü niteliklere sahiptir. Mayıs 2006'da tüm dünyada enflasyonist baskılar yıl başından beri hissedilirken genel büyüme trendleri de yukarı yönlü idi. Mevcut durumda ise gelişmekte olan ülkelerin artan büyüme tempolarına karşın, gelişmiş ülkelerin genişletici para politikalarını destekleyen bir büyüme görünümü söz konusudur. **Dolayısıyla kriz sonrası oluşan farklı konjonktürde, enflasyonist baskılar artsa bile sadece Türkiye'yi kapsayan bir volatilité yaşanması olasılığının nispeten düşük olduğu düşünülmektedir.**

Son dönemde Türkiye'nin kredi notunun artırılması gerektiği yönündeki düşünceler sıkça dile getirilir olmuştur. Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesi ihtimali daha önce olmadığı kadar artmıştır. Bu koşullar altında uygulanan politikaların etkisiz olmasının yaratabileceği güven kaybının, global yatırım imkanlarının azalması ile birlikte değerlendirildiğinde geçmiş dönemlere göre daha sınırlı olması mümkündür. Merkez Bankası'nın Aralık ayında yaptığı faiz indirimine piyasaların aşırı bir tepki vermemiş olması da Türkiye'nin görünümünün geçmişte olduğundan daha farklı olduğunu göstermektedir. Öte yandan, **söz konusu yatırım imkanlarındaki azalış ve son yıllarda gelişmiş ülkelerde yaşanan finansal kayıpların yatırımcıları muhtemel zararlara karşı daha hassas hale getirdiği de bir gerçektir.**

TL'nin değer kaybetmesinin, ihracatı olumlu etkilemenin yanında ithalat faturasını artıracığı da dikkat edilmesi gereken bir konudur. Dış talep halen düşük iken TL'deki aşırı değer kaybının ihracatı kriz öncesine göre daha az artırması olasılığı vardır. Bu durumda, piyasalarda oluşabilecek dalgalanmanın maliyeti yüksek olabilir. Ayrıca, Türkiye'nin ihraç mallarının ağırlıklı olarak ithal girdi ile üretiliyor olması nedeniyle, kurdaki aşırı yükselişlerden, dış ticaret fazlasına sahip gelişmekte olan ülkeler kadar kazanç sağlayabilme imkanı sınırlıdır.

Türkiye'den global bir dengesizlik sonucu sermaye çıkışına neden olabilecek en büyük etkinin şu an için Euro Bölgesi ülkelerinin mali sorunlarından kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise enflasyon tehdidi ve yüksek yabancı sermaye girişleri potansiyel global risk unsurlarıdır.

Merkez Bankası'nın parasal önlemlerinin etkili olması halinde cari açığa oluşabilecek gerilemenin süreklilik kazanması global ekonomide nispi faiz farklarının azalması ile yakından ilişkilidir. 2011'de ABD ekonomisinin sürpriz bir büyüme kaydetmesi ve Euro Bölgesi'nde enflasyon beklentisinin artması gelişmiş ülkelerin faiz artırımlarını öne alabilir. Bu yöndeki beklentiler, Merkez Bankası'nın da 2011'in son çeyreğinden önce başlamayacağını ifade ettiği faiz artırımlarını daha erken bir tarihe almasına neden olabilecektir.

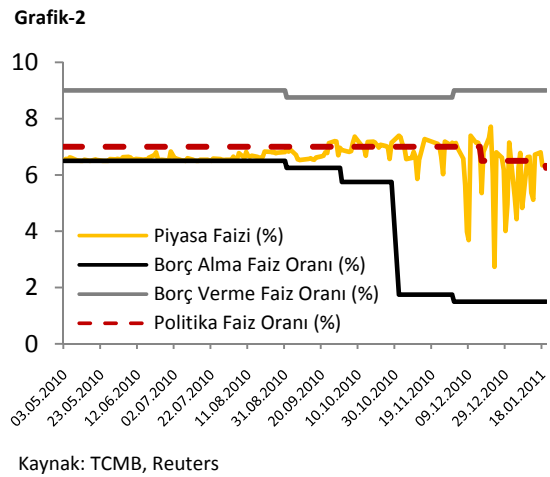
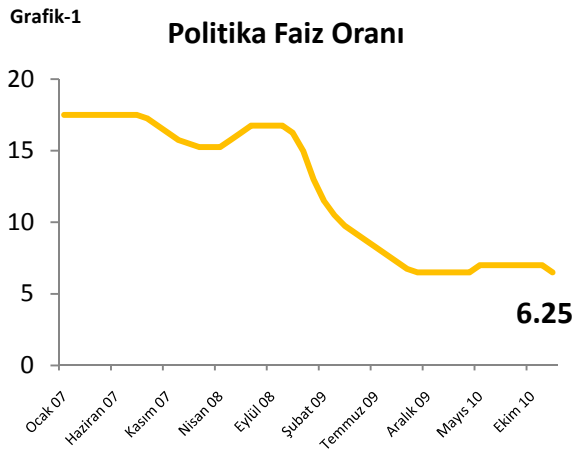
Tüm bu risklere karşın, enflasyonun 2011'in ilk çeyreğinde beklendiği gibi sınırlı artışlar kaydetmesi, büyüme temposunun korunması ve özellikle **yılın ikinci yarısında Türkiye'nin kredi notunun piyasa beklentileri doğrultusunda yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesi halinde doğrudan yatırımların artması** beklenebilir.

TCMB'nin geleneksel olmayan para politikası gelecek döneme ilişkin belirsizlikleri artırmıştır... Merkez Bankası'nın, diğer gelişmekte olan ülkelerde ekonominin aşırı ısınmasını önleme kaygısıyla faiz artırımlarının başladığı bir ortamda faiz indirimine gitmesi ve bunun sonucunda oluşabilecek talep artışını alternatif politika araçlarını kullanarak önlemeye çalışması, piyasalarda ilk aşamada şaşkınlık yaratmıştır. Yatırımcılar, bu politikaya aşırı tepkiler vermekte acele etmeyip beklemeyi tercih etmiştir. Ancak, **Türkiye'nin diğer gelişmekte olan ülkelerle faiz farkının artması, ani bir sermaye çıkışı yaşanabileceği ve döviz kurunun aşırı değer kaybedeceği endişesini de giderek artırmaktadır.**

TCMB'nin 20 Ocak'taki toplantısında faiz oranını değiştirmeyeceğini düşünüyoruz... TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz'ın açıklamaları doğrultusunda, TCMB'nin Aralık ayında aldığı kararların Ocak ayından itibaren uygulanmaya başlanmış olması nedeniyle ekonomiye etkilerini görebilmek ve global enflasyonist baskıların artacağı endişesi karşısında ihtiyatlı davranabilmek amacıyla bu ayki toplantısında politika faiz oranını değiştirmeyeceğini düşünüyoruz.

TCMB politika faiz oranını %6.50 seviyesinden %6.25 seviyesine indirdi...

2008 yılında yaşanan krizin etkilerinin giderek azalması ve ekonominin toparlanmasına ilişkin olumlu sinyallerin artması ile birlikte gevşek para ve genişletici maliye politikalarının kademeli olarak geri çekilmesi gündeme gelmiştir. Bu çerçevede kriz süresince alınan likidite önlemlerini geri çekmeye başlayan TCMB, son dönemde sıcak para girişinin hızlı bir şekilde artması nedeniyle finansal istikrara yönelik önlemler açıklamıştır. Bu çalışmada Ocak ayında gelen sürpriz faiz indirim kararı ile zorunlu karşılık oranlarını artıran TCMB'nin politika durumu ve son faiz kararı üzerindeki riskler incelenmiştir.



TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) 20 Ocak 2011 tarihinde yaptığı toplantıda politika faizi olan bir hafta vadeli repo faiz oranını, piyasa beklentilerinin aksine 25 baz puan düşürerek %6.50'den %6.25 seviyesine indirmiştir. Gecelik faiz oranlarında ise, borçlanma faiz oranını %1.5, borç verme faiz oranını %9.0 seviyesinde sabit bırakmıştır. Son PPK toplantı kararında, son dönemdeki iktisadi faaliyetlere dair açıklanan verilerin Ekim ayı Enflasyon Raporu'nda sunulan görünümle büyük ölçüde uyumlu olduğu, iç talepteki güçlü artışın desteğiyle iktisadi faaliyetlerin toparlanmaya devam ettiği belirtilmiş, buna karşılık dış talebin zayıf seyri nedeniyle imalat sanayinde kapasite kullanımının kriz öncesi seviyelerin altında seyrettiği söylenmiştir. İstihdam koşullarında ise iyileşmenin sürdüğü ancak işsizlik oranlarının hala yüksek seviyelerde olduğuna dikkat çekilerek, toplam talep koşullarının enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturduğu vurgulanmıştır. Bu kapsamda, yıllık enflasyonun

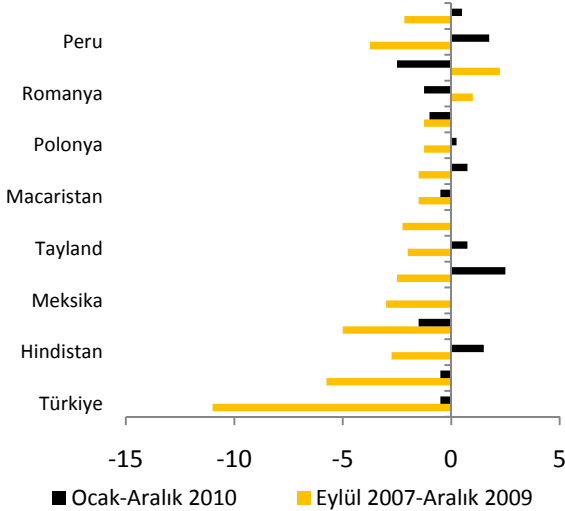
Ocak ayında belirgin bir düşüş göstereceği, yılın ilk çeyreği boyunca 2011 yılı hedefi olan %5.5 düzeyinin altında seyrettikten sonra ikinci çeyrekte itibaren dalgalı bir seyir izleyerek, yıl sonunda hedefle uyumlu gerçekleşeceği öngörülmüştür.

PPK toplantı kararında ayrıca, Aralık ayında alınan tedbirlerin kredi arzı üzerindeki sıkılaştırıcı etkisinin önümüzdeki günlerde başlayacağı ve bir sonraki kurul toplantısına kadar alınacak kredi genişlemesini sınırlayıcı yönde tedbirlerin para politikasının hareket alanını genişleteceği belirtilmiş, bu doğrultuda kısa vadeli yükümlülükler için tesis edilecek zorunlu karşılık oranlarında ilave bir artırım yapılacağı vurgulanmıştır. Geçtiğimiz ay uygulamaya koyulan politika faizinin sınırlı düzeyde düşürülmesi, buna karşılık zorunlu karşılık oranlarının artırılması şeklindeki politikanın, finansal istikrarı ve fiyat istikrarını birlikte gözetebilmek için en uygun seçenek olduğu söylenerek, bu doğrultuda yeni politika çerçevesinde alınan ve alınması öngörülen tedbirlerin net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olacağı vurgulanmıştır.

Aralık ayı PPK toplantısının ardından son dönemde USD/TRY kurunda yaşanan yukarı yönlü hareketler, yabancı girişlerinin azalması ve TCMB'nin açıklamaları sonucunda Ocak ayında faiz oranlarında değişiklik olmayacağı yönündeki piyasa beklentilerine rağmen, politika faiz oranında 25 baz puan indirime gidilmesinin bir takım riskleri de beraberinde getirdiği düşünülmektedir. Raporumuzun bundan sonraki bölümünde söz konusu faiz indirim kararı üzerindeki riskler iki başlık altında incelenecektir.

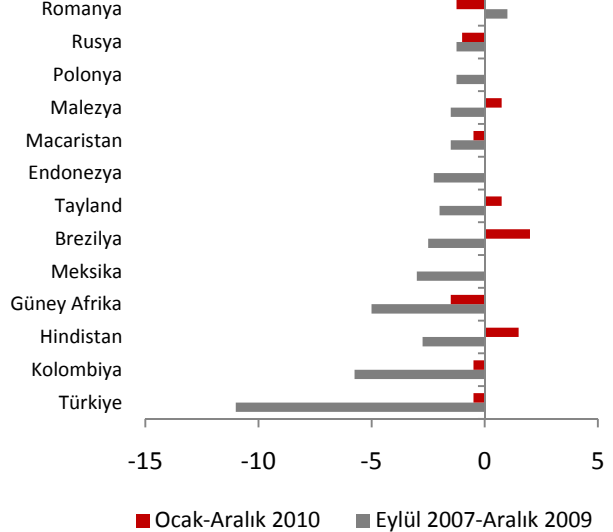
1- Birçok gelişmekte olan ülkenin faiz artırımına başlaması ve bu ülkelerle Türkiye arasındaki faiz farkının artması...

Grafik-3 Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler



Kaynak: Reuters

Grafik-4 Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Beklentileri



Kaynak: Reuters

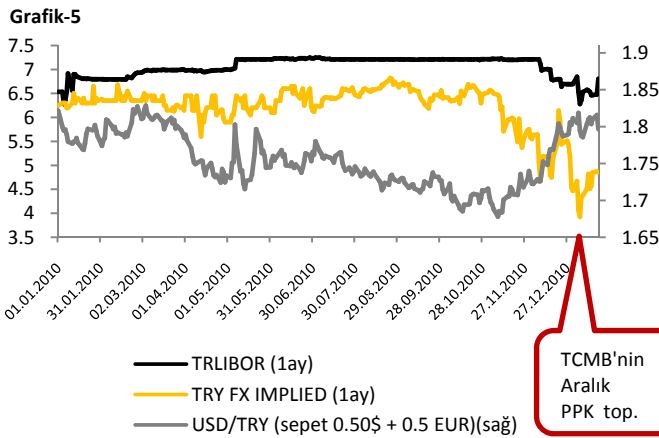
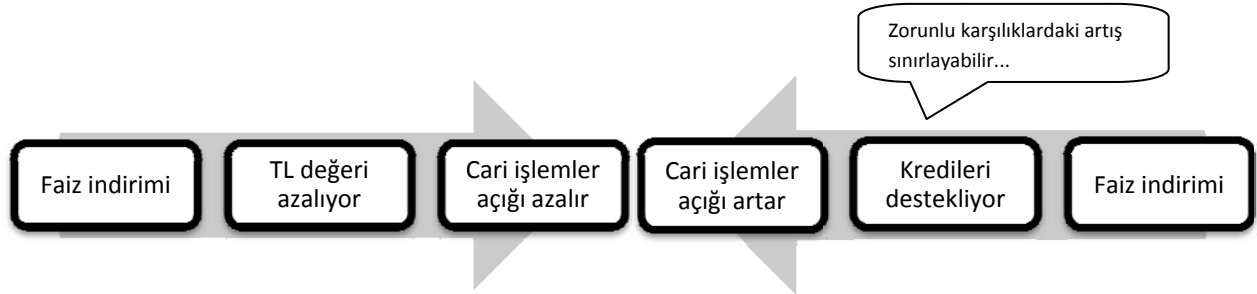
Mevcut konjonktürde gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) giren yoğun sermaye akışı ve sermaye akımlarının geçmiş dönemlerin aksine doğrudan yatırım yerine kısa vadeli portföy ağırlıklı gerçekleşmesi, ekonomilerde aşırı ısınma, aşırı borçlanma ve varlık balonları oluşması riskine neden olmaktadır. Bu çerçevede birçok GOÜ'de politika faizinin yanı sıra zorunlu karşılık ve likidite gibi ek para politikası araçlarının kullanılmaya başlandığı dikkat çekmektedir. Türkiye'ye hem ekonomik hem de piyasa yapısı açısından yakın olduğunu düşündüğümüz GOÜ'lerin faiz oranları incelendiğinde, söz konusu ülkelerde artan enflasyonist baskılara bağlı olarak politika faizlerinin artış trendine girdiği görülmektedir. Doğu Avrupa ülkelerinden Polonya'nın 2011 yılında faiz artırımlarına başlaması, Güneydoğu Avrupa ülkelerinden Sırbistan'ın Ocak 2011'de faizlerini 50 baz puan artırarak %12 seviyesine yükseltmesi, Latin Amerika'da ise Peru'nun 25 baz puan, Brezilya'nın 50 baz puanlık faiz artırımına gitmesi, TCMB'nin faiz indirim aralığının daha sınırlı olmasına neden olmaktadır. Asya tarafında 2010 yılında politika faizi ve zorunlu karşılık gibi para politikası araçlarını etkin olarak kullanan Çin'in de 2011

yılında faiz artırımına gitmesi beklenmektedir. Diğer Asya ülkeleri Kore ve Tayland'da ise 25 baz puanlık sürpriz faiz artırımları dikkat çekmektedir.

Türkiye'nin diğer GOÜ'ler gibi dış kaynak ihtiyacı yüksek olduğundan, faizleri düşürürken sadece enflasyon ve büyüme rakamlarını değil, diğer ülkelerin faiz oranlarını da esas alması gerekmektedir. Bunun arkasındaki temel neden ise yabancı yatırımcının en yüksek faiz kazancının olduğu yere yönelecek olması ve Türkiye'nin bu alandaki rekabetçiliğini korumak istemesidir. 2008 yılından sonra Türkiye gibi faiz indirim sürecine giren GOÜ'lerin 2010 yılında faiz artırımlarına başlamasıyla, Türkiye ve bu ülkeler arasındaki farkın kapanmaya başladığı, hatta Türkiye'nin faizlerinin pek çok ülkenin gerisinde kaldığı görülmektedir. Bu durum, TCMB'nin faizleri 25 baz puan indirmişken faiz indirimlerine devam etmesi durumunda karşılaşılabilecek önemli bir risk unsuru olarak dikkat çekmektedir.

2-Yapılan son faiz indiriminin ve alınan önlemlerin kredi büyümesini engelleme ve cari açığındaki artışın önüne geçme konusunda istenilen etkiyi gösterememesi...

Son dönemde artan sermaye girişleri, iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışmayı belirginleştirmekte, bu durum hızlı kredi genişlemesi ve uyarılan ithalat talebi kanalıyla cari dengede bozulmaya yol açmaktadır. Son iki PPK toplantısında sıcak para girişinin hızlı bir şekilde artması nedeniyle TCMB, fiyat istikrarına yönelik risklerin zayıfladığı gerekçesiyle, finansal istikrara yönelik önlemler almaya başlamıştır. Bu önlemler çerçevesinde TCMB politika faiz oranını Aralık ayında 50, Ocak ayında 25 baz puan olmak üzere toplam 75 baz puan indirirken, zorunlu karşılık oranlarını artırarak genişleyici ve daraltıcı para politikalarını bir arada kullanmıştır. Politika araçlarından bir yandan genişleyici, bir yandan daraltıcı önlemleri devreye sokan TCMB, bu politika ile özellikle cari açığındaki genişlemeyi frenlemek istemiştir. Fakat faiz indirimlerinin cari işlemler açığını hem azaltıcı hem de arttırıcı olmak üzere iki ayrı kanalla etkileyebileceği değerlendirildiğinde (Bkz. Şekil-1), TCMB'nin faiz indirerek cari açığı düşürme hedefini gerçekleştirmesi üzerinde riskler bulunduğuna işaret etmektedir.

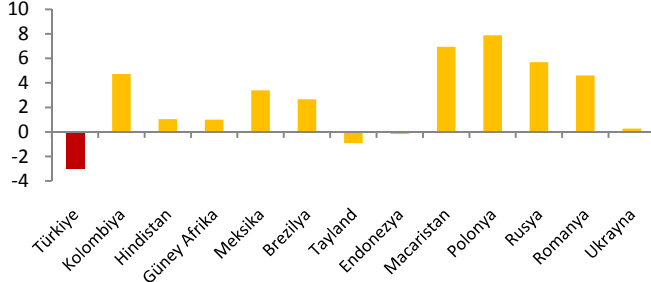


Kaynak: Bloomberg

TCMB faiz indirimleri ile öncelikle, FED'in ve ECB'nin niceliksel gevşeme politikasına devam etmesine bağlı olarak Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye girişlerinin artmasının önüne geçmek istemiş, TL'nin değerinin azalmasını sağlayarak iç talep kaynaklı büyüme nedeniyle artan ithalat ve cari açığa karşı önlem almayı amaçlamıştır. Faiz indirimi ardından kurda izlenen yukarı yönlü hareket TCMB'nin amacına paralel bir görüntü çizerken, aynı zamanda döviz piyasasında volatilitenin oldukça arttığına

dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik-5). Bu durum alınan kararların finansal piyasalarda istikrar yerine, belirsizlik yarattığına işaret etmektedir.

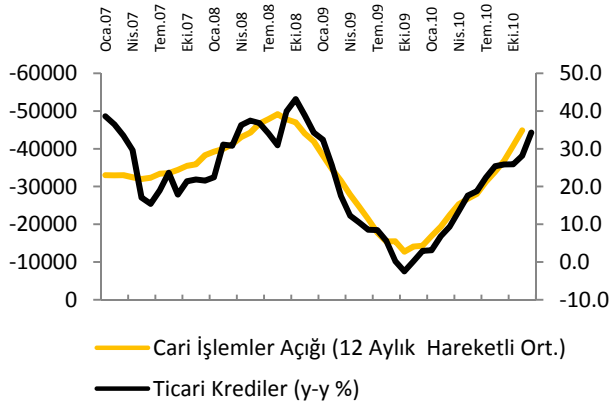
Grafik-6 Kasım 2010 sonundan itibaren GOÜ para birimlerinin USD karşısındaki değer değişimleri (%)



Kaynak: Reuters

Diğer yandan, TL'nin Aralık ayında başlayan faiz indirim sinyalleri ile birlikte USD karşısında %3 civarında değer kaybetmesi, diğer pek çok GOÜ para biriminin değer kazandığı bir ortamda TCMB'nin faiz indirim politikası üzerindeki risklere işaret etmektedir. Krizden çıkış süresince TL diğer GOÜ para birimlerinden bir ayrışma göstermezken, son dönemde yaşanan ayrışma dikkat çekmektedir. Faiz indirim söyleminin ardından TL'nin diğer gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) para birimlerinden daha hızlı değer kaybetmesi, TCMB'nin kurdaki artışı destekleyen politikasına uygun bir tablo çizmekle birlikte, gelecek dönem için önemli bir risk unsuru olabileceğini düşündüğümüz maliyet enflasyonunu arttırıcı nitelikte olabilecektir.

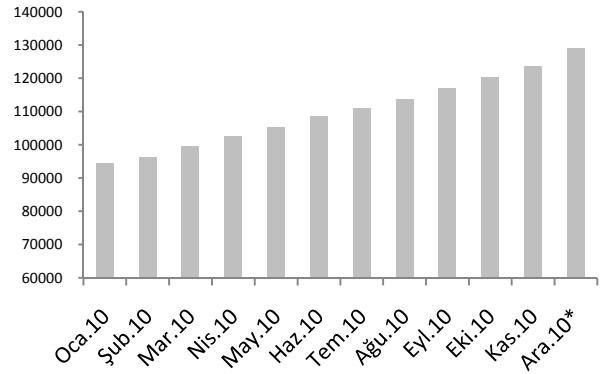
Grafik-7



Kaynak: TCMB, BDDK

Grafik-8

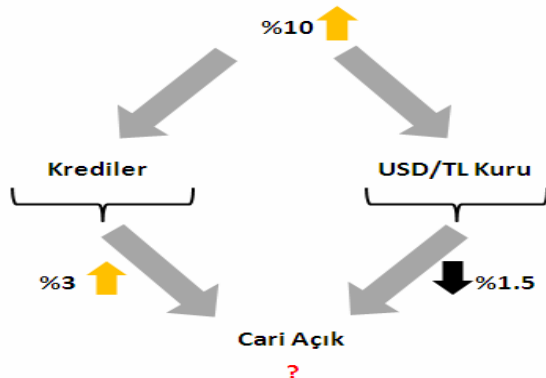
Tüketici Kredileri



Kaynak: BDDK

* Aralık 2010 geçici verilerden alınmıştır.

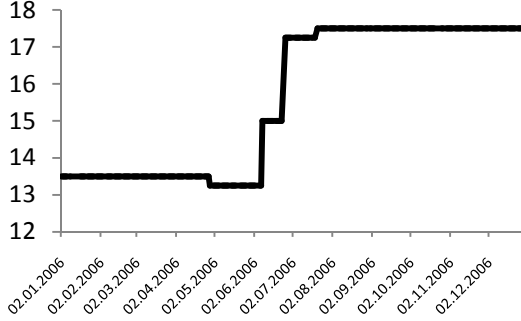
Diğer taraftan faiz indirimleri kur kanalı ile cari açığı düşürücü yönde etkileyebilmesi dışında, kredilerde artışı destekleyerek cari işlemler açığının genişlemesine neden olabilir. TCMB zorunlu karşılık oranlarını yükselterek borçlanmanın maliyetini arttırması ve tüketici kredilerine ek vergi getirilmesi yoluyla kredilerdeki artışı sınırlamaya çalışmaktadır. Ancak faiz indirimi aynı zamanda tüketici talebini canlandırarak kredilerdeki artışı destekleyebilecektir. Açıklanan son verilere baktığımızda, kredilerdeki yükselişin devam ettiği dikkat çekerken, önümüzdeki dönemde TCMB'nin aldığı önlemlerin krediler üzerindeki etkisi takip edilmelidir (Bkz. Grafik-8).



Yukarıdaki değerlendirmelerimiz ışığında, kurdaki hareketlerin ve kredilerdeki genişlemenin cari işlemler açığı üzerindeki etkilerini, sayısal bir şekilde ifade etmenin daha açıklayıcı olacaktır. Bu amaçla hazırlanan model çerçevesinde, kredilerde yaşanabilecek %10'luk artışın cari işlemler açığını %3 arttırdığı, kurda yaşanabilecek %10'luk artışın ise cari işlemler açığını %1.5 azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Söz konusu artışların nominal rakamlar üzerinden hesaplandığı göz önüne alındığında, değişkenlerdeki değişimleri karşılaştırmak zor olmakla birlikte, analizimiz kredilerin cari işlemler açığı üzerindeki önemine dikkat

çekmektedir. Bu çerçevede, TCMB'nin faiz indirimi yoluyla cari açığı daraltma hedefine ulaşması üzerindeki riskler güçlü görülmektedir.

Grafik:-10 O/N Borç Alma Faiz Oranı (%)



Kaynak: Bloomberg

Sonuç olarak, Ocak ayı PPK toplantısında TCMB son dönemde aldığı kararlar açısından Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye girişlerinin büyük ölçüde artmasının etkili olduğu görülmektedir. Bu kapsamda özellikle bazı Latin Amerika ülkeleri tarafından uygulamaya konulan kısa vadeli sermaye girişlerine vergi konulması yerine enflasyonist baskıların zayıf olması nedeniyle faiz indirimleri tercih edilmiştir. İzlenen bu süreç gelecek döneme ilişkin bir takım risk faktörlerini de ele alınması gerekliliğini de doğurmaktadır. Öncelikle, başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki artış ve buna el olarak TL'deki olası değer kayıpları Türkiye ekonomisinin maliyet enflasyonu ile karşılaşma riskini arttırabilecektir. 2006 yılında benzer bir tabloda faiz indirimine giden TCMB'nin ardından hızla faizleri yükselttiği görülmektedir (Bkz. Grafik-10). Bu çerçevede önümüzdeki dönemde faiz oranlarının mevcut seviyelerde kalması zor olabilecektir.

Zorunlu Karşılıklardaki Artışın Bankacılık Sektörüne Etkisi...

TCMB'nin Aralık ve Ocak aylarında mevduat zorunlu karşılık oranında yaptığı değişikliklerin bankacılık sektörüne etkisinin boyutları son dönemde sıkça konuşulan bir konu haline gelmiştir. Bu haftaki yazımızda zorunlu karşılıklardaki artışların bankacılık sektörünü etkileme mekanizması detaylı bir şekilde incelendikten sonra söz konusu değişiklikler karşısında bankacılık sektörünün neler yapabileceği tartışılacaktır.

i. Zorunlu Karşılıklardaki Artışın Bankacılık Sektörüne Likidite Etkisi:

Tablo 1: Zorunlu Karşılık Oranlarındaki Değişiklikler ve Likiditeye Etkisi (2010-2011)

Tarih	TL	Değişim (baz puan)	TL Likidite (milyar TL)	Yabancı Para	Değişim (baz puan)	YP Likidite (milyon dolar)
26/04/2010	%5	0 bp	0	%9.5	50 bp	-693
29/07/2010	%5	0 bp	0	%10	50 bp	-720
23/09/2010	%5.5	50 bp	-2.100	%11	100 bp	-1.500
12/11/2010	%6	50 bp	-2.100	%11	0 bp	0
17/12/2010	Farklaştırılmıştır.*		-7.600			-200
24/01/2011	Farklaştırılmıştır.**	Ortalama 200bp	-9.800	%11	0 bp	0
Toplam		100 bp	-21.600		200 bp	-3.113

* TL	Vadesiz ve 0-1 Ay Vadeli	3-6 Ay Vadeli	6 ay-1 Yıl Vadeli	1 Yıl ve Üzeri Vadeli
17/12/2010	%8	%7	%6	%5

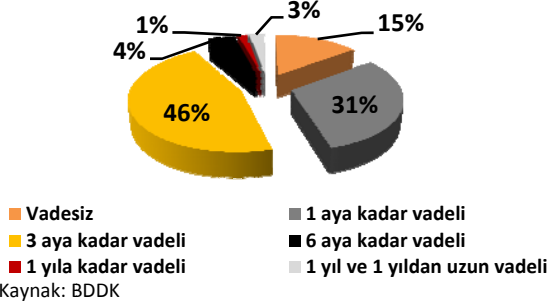
** TL	Vadesiz	0-1 Ay Vadeli	1-3 Ay Vadeli	3-6 Ay Vadeli	6 Ay-1 yıl Vadeli	1 Yıl ve Üz. Vad.
24/01/2011	%12	%10	%9	%7	%6	%5

Kaynak: TCMB

Çıkış stratejisi kapsamında Türk parası ve döviz likiditesine yönelik olarak alınan tedbirlere ek olarak, son dönemde kredilerde görülen artışlar da dikkate alınarak, TCMB Türk parası için zorunlu karşılık oranında beklentilerin üzerinde bir artırıma gitmiştir. Türk Lirası zorunlu karşılık oranları; vadesiz, ihbarlı mevduatlar ve özel cari hesaplarda %8'den %12'ye, 1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları için %8'den %10'a, 3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve özel fon havuzları için %7'den %9'a, mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülükler için ise %8'den %9'a yükseltmiştir. Türk Lirası zorunlu karşılık oranları, 6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları için %7, 1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları için %6, 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mevduatlar/katılma hesapları ile birikimli mevduatlar/katılma hesapları için %5, 6 aya kadar

ve daha uzun vadeli özel fon havuzları için ise vadesine karşılık gelen ilgili oranlar olarak sabit tutulmuştur. Böylece mevcut verilere göre TCMB piyasadan yaklaşık 9.8 milyar TL likidite çekmeyi planlamaktadır. Çekilen bu likidite M1'in yaklaşık %10'unu, M2'nin ise %3'ünü oluşturmaktadır.¹ Bu kararlar bir taraftan kredi genişlemesinin yavaşlatılması amaçlanırken, diğer taraftan bankacılık sisteminin pasif vadesinin uzatılarak aktiflerle pasifler arasındaki vade uyumsuzluğunun azaltılması hedeflenmiştir. TCMB, bu süreçte, yeni politika bileşimi kapsamında aldığı kararların parasal koşullar üzerindeki net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olması gerektiğini vurgulamıştır. Zorunlu karşılık oranlarında gerçekleşen artışın maliyet ve likidite kanallarından kredi büyümesi üzerindeki sınırlayıcı etkisinin önümüzdeki dönemde belirginleşeceği öngörülmektedir.

Grafik-1 Vade Türlerine Göre Mevduatların Toplam Mevduat İçindeki Payı



Kaynak: BDDK göre %9.5'ini karşılık olarak ayırmak zorunda kalacaktır.

Kasım ayı mevduat rakamlarına bakıldığında, 1-3 ay arası vadeli mevduatların toplam mevduatlar içinde %46 ile en yüksek paya sahip olduğu görülmektedir. Zorunlu karşılık oranlarında yapılan artırımla birlikte, bankaların 1-3 ay arası TP mevduatlar için ayırması gereken karşılık %28.6 oranında artacaktır. Vadesiz mevduatlar için ayrılması gereken karşılık ise %50 oranında artacaktır. Toplamda ise ayrılması gereken karşılık yaklaşık olarak %30 artacaktır, bankacılık sektörü topladığı TP mevduatın ağırlıklı ortalamaya

ii. Zorunlu Karşılıklardaki Artışın Bankacılık Sektörüne Maliyet Etkisi:



Aralık ve Ocak toplantılarında TCMB kısa vadeli zorunlu karşılıkları sert bir şekilde arttırarak toplam 17.4 milyar TL likiditeyi piyasadan çekmeyi planlarken, bu durum bankacılık sektöründe son dönemde yaşanan hızlı kredi büyümesini zayıflatabilir. Zorunlu karşılıklardaki artış kredi maliyetlerini artırırken, bu durum önümüzdeki dönemde kredilerdeki artış hızını yavaşlatabilecektir. Sayısal bir şekilde ifade etmek amacıyla hazırladığımız model çerçevesinde, Türk Lirası zorunlu karşılık oranlarındaki 100 baz puanlık artışın kredileri iki period sonra %2

düşürdüğü söylenebileceken, son kararlar TCMB'nin kısa vadeli Türk Lirası zorunlu karşılık oranlarındaki artışın kredilerdeki artış hızını %5 düşürebileceği hesaplanmaktadır. Yabancı para zorunlu karşılık oranındaki 100 baz puanlık artışın ise kredileri iki period sonra -%0.8 ile daha sınırlı etkilediği görülmektedir.

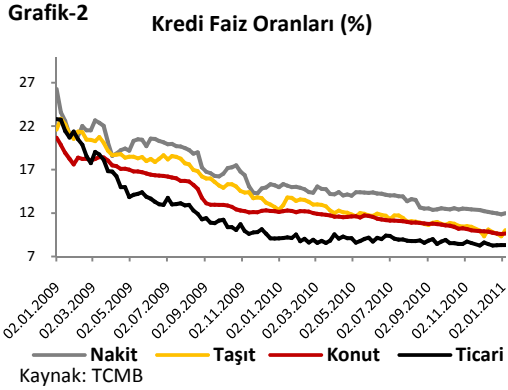
Zorunlu karşılık oranlarında yaşanan sert yükseliş bankaların kredi ve diğer aktiflerine daha az kaynak ayırmasına neden olabileceken, bu durum kredi maliyetlerini artırarak karlılık oranının düşmesine neden olabilir. 2002 yılından itibaren TL cinsinden zorunlu karşılık oranları ile bankacılık sektörü karlılığı korelasyonuna bakıldığında, korelasyonun %70 (-0.7) gibi oldukça yüksek bir seviyede olması bu düşüncemizi desteklemektedir. Bu etkiyi belirlemek amacıyla kurduğumuz modelimizin sonuçlarına göre, TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarındaki Aralık ve Ocak aylarındaki düzenlemelerinin net dönem karında %2.5 oranında bir düşüşe neden olabileceğini düşünüyoruz.

¹ M1= Dolaşımdaki para+Vadesiz Mevduat, M2= M1+Vadeli Mevduat

Zorunlu Karşılık Oranlarındaki Değişikliklerin Ardından Bankacılık Sektörü Ne Yapabilir?

TCMB kısa vadeli faizlerle birlikte likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif araçları da etkin bir şekilde kullanmaya başlayarak kredi büyümesinin ve beraberinde hızla artan cari işlemler açığının önüne geçmeye çalışmıştır. TCMB'nin aldığı önlemlerin bankacılık sektöründe de bir takım reaksiyonlara neden olması kaçınılmaz görünmektedir. Bankacılık sektörünün yeni önlemler karşısında yapabileceklerini iki yönden inceleyebiliriz.

i. Aktif Kalemler ile Alınabilecek Önlemler



TCMB'nin mevduat zorunlu karşılık oranlarını artırmasının ardından kredi maliyetlerinin de artacağına yukarıda değinmiştik. Geçtiğimiz yılın sonlarına doğru artan rekabet ortamında gerileyen kredi faizlerinin artırılması söz konusu maliyet artışını tek başına üstlenmek istemeyen bankacılık sektörü açısından bir seçenek olabilecektir. Aralık ayında TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarında artışa gitmesinin ardından ilk etkilerin Ocak ayında görülmeye başladığını söyleyebiliriz. TCMB'nin haftalık olarak yayınladığı TL cinsi kredilerin ortalama kredi faizlerine baktığımızda aşağı yönlü hareketin

Ocak ayının ilk haftasında terse döndüğü ve özellikle ortalama taşıt kredisi faizinin 0.70 baz puan yükseldiği görülmektedir. Önümüzdeki dönemde özellikle zorunlu karşılık oranlarındaki son sert artışın ardından kredi faizlerinde yükselişin devam etmesi olası görünmektedir. Ancak faiz oranlarının tarihi düşük seviyelere gerilediği bir ortamda menkul kıymet portföyünden aktif genişlemesi yaratamayan ve toplam aktiflerini küçültmek istemeyen sektörün yoğun rekabet ortamında kredi faizlerinde sınırlı artışa gitmesi mümkün olabilir. Bankaların kredi yavaşlamasını hafifletmek için özellikle ticari kredilere önümüzdeki dönemde önem vermesi beklenebilir.

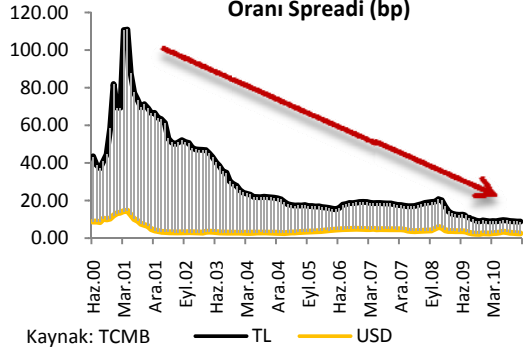
Diğer yandan TCMB'nin faiz indirdiği bir ortamda USD/TL'nin son dönemde izlediği yukarı yönlü hareketin devam etmesi durumunda, kurdaki yükselişin özel sektör için yaratacağı kur riskinin, hali hazırda çok yüksek olan özel sektör borçlanması değerlendirildiğinde bankaların kredi riskine dönüşmesi ihtimali gözardı edilmemelidir.

ii. Pasif Kalemler ile Alınabilecek Önlemler

Bankaların maliyetlerini azaltmak için mevduat faizlerini düşürmesi de bir seçenek olabileceken, hali hazırda faiz oranlarının tarihi dip seviyelere geldiği bir ortamda mevduat faizlerinin düşürülmesi zor görünmektedir. Mevduat faizlerinin düşmesi durumunda ise hane halkı tasarruf eğilimi azalacağı için bu durum ekonomi açısından risk taşımaktadır.

Aralık ayında alınan önlemlerin ardından Ocak ayında bankacılık sektörünün swap currency işlemlere yöneldiği görülmüştür. Bunun temel nedeni TCMB'nin henüz bilanço dışı varlıklar için uygulanacak zorunlu karşılıklara ilişkin bir düzenlemeye gitmemiş olmasıdır. Ancak önümüzdeki dönemde TCMB'nin bilanço dışı varlıklar için yeni zorunlu karşılık düzenlemelerine gitmesi mümkün olabileceken, bu durum BDDK'nın bankaların tahvil ihracına izin vermesinin ardından kaynak arayışında olan bankaların tahvil ihracına gitmesine neden olabilir.

Grafik-3 3 Aya Kadar Vadeli TL- USD Mevduat Faiz Oranı Spreadi (bp)



Geçmiş dönemlerdeki TL-USD mevduat faiz oranları arasındaki spread, mevduatların %41'inin 3 aya kadar vadede yoğunlaşması nedeniyle 3 aya kadar vadeli mevduat faiz oranları için incelenmiştir. Son dönemde söz konusu spreadin 3 aya kadar mevduat faiz oranları için tarihi düşük seviyelere gerilediği dikkat çekerken, spreadin düşmesi ile birlikte kur riskini yönetmek de zor hale gelmiş görünmektedir. TCMB'nin Kasım ayında izlemeye başladığı cari açığın azaltılması amacıyla kısa vadeli faizlerin düşürülmesi politikası TL'nin USD karşısında değer kaybetmesine neden olurken, TL faizi ile USD faizi arasındaki spreadin tarihi

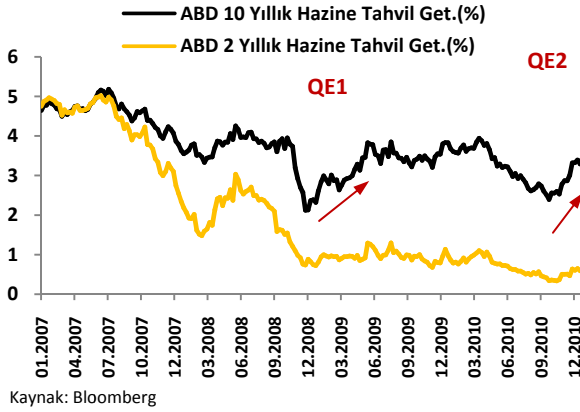
düşük seviyelere gerilemesi ve TL'nin diğer para birimleri karşısında değer kaybının devam edeceği beklentisi TL cinsi tasarruf sahipleri için TL faizinin cazibesinin yetersiz kalmasına neden olabilir. Açıklamak gerekirse, geçmişte söz konusu spreadin geniş olması kurdaki artışa rağmen TL mevduatı cazip kılarken, şu an spreadin daralması özellikle TCMB'nin faiz indirdiği bir ortamda kurdaki yukarı yönlü beklentiler altında TL mevduatının cazibesini düşürebilir. Bu sebeplerle, bankacılık sektörünün yeni maliyetleri kredilere yansıtılma gücünün olduğu görülürken, söz konusu maliyetleri pasif tarafta mevduat faizlerine yansıtılma gücünün sınırlı olması mümkün olabilir. Diğer bir ifade ile TL-USD faiz farkının azalması TL cinsi tasarruf sahiplerinin kur riskini telafi etmeyebilir.

Son günlerde bankaların özellikle taşıt ve konut kredi faizlerinde artış yapmaları ilk aşamada kredi talebini olumsuz etkilese de ekonominin gelişmeye devam ettiği ve risk iştahının arttığı bir ortamda kredi hacmindeki düşüş sınırlı kalabilir. Diğer bir ifade ile zorunlu karşılık oranlarındaki artışın kredi büyümesini yavaşlatmakta başarılı olup olamayacağı risk algılamalarına bağlı görünürken, risk alma iştahının devam etmesi özellikle firmaların ticari kredi taleplerini destekleyebilir.

Sonuç olarak, gerek aktif gerek pasif tarafta maliyet baskısının artacağını ancak güçlü rekabet ortamında mevduat ve kredi faizlerindeki değişimlerin sınırlı kalacağını söyleyebiliriz. Bu durumda sektörün kar marjını daraltarak artan maliyetleri kendisinin üstlenmesi de olası görünmektedir. Zorunlu karşılık oranlarındaki artışların sektörün net dönem karına olumsuz etkilerinin yanı sıra TCMB'nin yılın ikinci yarısında faiz artırımına geçeceği beklentisi altında net faiz marjının daralmaya devam etmesi, toplam aktiflerinin yaklaşık %30'unu oluşturan menkul değerler cüzdanının, faizlerdeki yukarı yönlü hareketten zarar yazacak olması ve bunlara karşın kredilerin uzun vade ve sabit faiz yapısı nedeniyle faizlerdeki yukarı yönlü hareketin kredi faizlerine aynı hızda yansımaması karlılığın daha sert gerileyeceği yönündeki beklentimizde rol oynamaktadır.

İkinci Parasal Genişleme Programına Rağmen ABD 10 Yıllık Hazine Tahvil Getirileri Neden Yükseliyor?

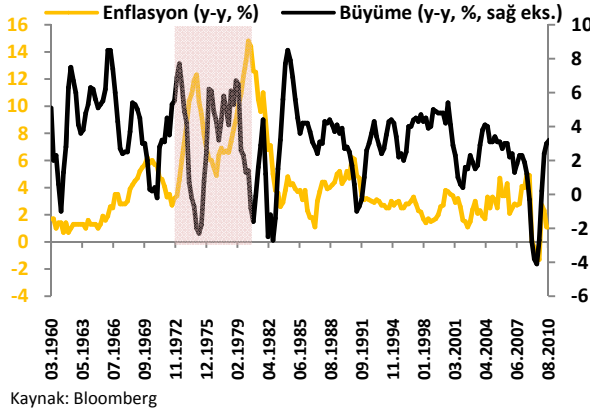
Amerikan Merkez Bankası Fed'in faiz oranlarını düşük seviyelerde tutarak ekonomiyi canlandırmak adına Kasım ayının başlarında açıkladığı ikinci parasal genişleme kapsamında (QE2) 600 milyar dolarlık tahvil alım programının faiz oranları üzerinde istenilen etkiyi yaratmadığı dikkati çekerken, QE1'in yarattığı etkinin aksine ABD tahvil faiz oranlarının ilk anda hafif aşağı yönlü hareket ettiği ancak sonrasında gelen satışlarla yönünü hemen yukarı çevirdiği görülmüştür. Bu nedenle raporda QE2'nin faiz oranları üzerinde başarıya ulaşamamasının altında yatan faktörler detaylı bir şekilde incelenmiştir.



ABD'de Hazine tahvilleri Fed'in açıkladığı 600 milyar dolarlık tahvil alım programının ardından beklenilen aksine çeşitli nedenlerle satış ağırlıklı bir seyir izlerken, 2010 yılının Ekim ayında %2.40 seviyelerine dek gerileyen ABD 10 yıllık Hazine tahvil getirileri açıklanan programın ardından 100 baz puanlık bir artışla %3.40 seviyelerinin üzerine yükselmiştir. Bu yükselişin aslında 2008 yılının sonlarında uygulamaya konulan QE1 programının ardından da yaşandığı dikkate alındığında çok da büyük bir sürpriz yaratmadığı görülmektedir. Her iki parasal genişleme kararının ardından yaşanan bu

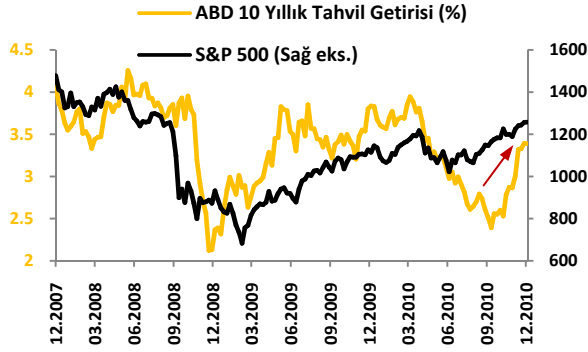
yükselişin altında yatan nedenleri dört temel başlık altında toplamak mümkün görünmektedir:

1- ABD'de ekonomik büyüme beklentilerinin iyileşmesi ve buna bağlı olarak enflasyon endişelerinin artması:



ABD'de son dönemde açıklanan gerek imalat sanayine ilişkin veriler gerekse de tüketici güvenine ilişkin verilerin olumlu bir büyüme performansına işaret etmesi ABD'de büyüme beklentilerinin iyileşmesine neden olurken, yüksek seviyelerde seyreden işsizlik oranı ekonominin hala kırılgan olduğunu göstermektedir. Buna karşın Fed'in aldığı önlemlerin likidite artışını desteklediği görülürken, ekonomik iyileşme beklentileriyle birlikte desteklenen bir likidite artışının enflasyon endişelerini de artırdığı dikkati çekmektedir. Bu gelişmeler birlikte değerlendirildiğinde, ABD Hazine tahvillerindeki satışa bağlı olarak getirilerdeki yükselişi açıklamak zor olmamaktadır. Ancak henüz şu aşamada herhangi bir endişeye mahal vermeyen enflasyon rakamlarının önümüzdeki dönemde çeşitli nedenlerle yükselme olasılığı giderek artmaktadır. Hem likidite artışına bağlı olarak hem de gerek likidite artışına gerekse de ekonomik toparlanmaya bağlı olarak yükselmesi beklenen emtia fiyatlarındaki artışın 2011 yılında enflasyondaki yükselişi desteklemesi beklenirken, yüksek enflasyon ve yüksek işsizlik oranı birlikte değerlendirildiğinde ABD ekonomisinin 1970'li yılların başından 1980'li yıllara kadar devam eden stagflasyon süreci gibi bir sürece girme olasılığını da göz ardı etmemek gerekmektedir. Böyle bir durum ise ülkeyi çok daha zor bir duruma itmekte ve politika çıkmazına sebep olabilmektedir. Çünkü enflasyon ve işsizlik oranı ile mücadele etmekte uygulamaya konulacak politikalar birbirleriyle çelişmektedir. Birine iyi gelen politika diğer problemin daha da kötüleşmesine yol açabilecektir. Bu olasılık ise ABD ekonomisinin aslında hala çok kırılgan olduğunu ve ekonomiye dair belirsizliklerin ve endişelerin bulunduğunu yansıtmaktadır.

2- Büyümenin isaret ettiği olumlu performansla güvenli liman alımlarının azalması:



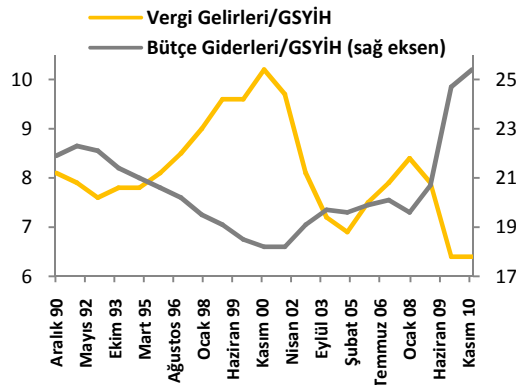
Kaynak: Bloomberg

söz konusu bu dönemde, hisse senedi piyasalarından S&P 500 Endeksi'nin yaklaşık %8, altın fiyatlarının %5 ve petrol fiyatlarının ise %10 yükseliş yaşadığı dikkati çekmektedir. Hisse senedi piyasalarındaki yükselişi risk algılamasının azalmasına bağlamak mümkün görünürken, altın fiyatlarındaki artış hem ABD dolarının değer kaybetmesine hem de artan enflasyon endişelerine bağlanabilir. Petrol fiyatlarındaki yükselişi ise global ekonomik toparlanmaya ilişkin olumlu beklentilerle açıklamak mümkün görünmektedir.

3- Vergi indirimleri gibi alınan çeşitli tedbirler nedeniyle mali dengelerin daha da bozulacağına ve bütçe açığının artacağına ilişkin endişeler:

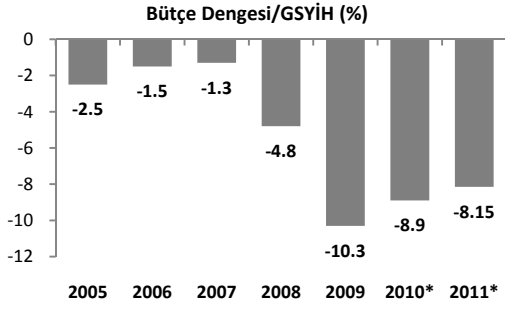
ABD'de Cumhuriyetçi liderler ile Bush döneminde uygulanmaya başlanan ve 31 Aralık'ta süresi dolan vergi indirimlerinin 2 yıl daha uzatılmasını öngören tasarının yasalaşmasıyla birlikte önümüzdeki dönemde ABD bütçe açığının daha da artacağı beklentisi ABD'de tahvil getirilerinin yukarı yönlü hareket etmesine neden olan bir diğer önemli etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca vergi indirimlerinin toplumun tüm kesimleri için uzatılması yönünde varılan anlaşmanın ülkenin çıkarı açısından en iyi olduğunun belirtilmesi ile bazı yatırımcıların risk primlerini artırarak başka varlıklara yönelmesi de ABD'de tahvil getirilerinin sert bir biçimde yükselmesinde vergi indirimleri yönünde alınan kararın başka bir yansıması olmuştur.

ABD'de bütçe harcamaları artarken düşük büyüme performansı ve yüksek işsizlik oranı ekonominin hala kırılgan olduğunu göstermekle birlikte; ekonomiyi desteklemek için gündeme getirilen vergi indirimleri sonucunda önümüzdeki dönemde bütçe gelirlerinin azalması da söz konusu olabilecektir. Böyle bir durumda ise bütçe gelirleri azalırken, bütçe giderlerinin artması kamunun borçlanma ihtiyacını artırırken, artan kamu borçlanma gereği ABD tahvil getirileri üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecektir. Ayrıca kamunun borçlanma gereğinin artmasının dışlama etkisi yoluyla (crowding out) reel GSYİH'ı olumsuz etkilemesi de söz konusu olabileceken, ABD Kongre Bütçe Ofisi de (CBO) ABD'de yüksek borç stokunun ekonomiye yapacağı dışlama etkisinin GSYİH'ı 2020 yılına kadar giderek artan bir şekilde olumsuz etkileyeceğini belirtmiştir.



Kaynak: Bloomberg

Bütçe giderleri/GSYİH oranının yaşanan krizin etkisiyle 2007 yılından itibaren, hükümetin daralan ekonomiye destek olmak amacıyla harcamalarını artırması sonucu sert bir biçimde yükseldiği görülürken, Bush döneminde getirilen vergi teşvikleri uygulamasının ardından vergi gelirlerinin sert bir biçimde azaldığı ve buna bağlı olarak da vergi gelirleri/GSYİH oranının %6.4 ile tarihi düşük seviyelere gerilediği görülmektedir. Krizin ardından bütçe giderleri ile vergi gelirleri arasındaki farkın gittikçe arttığı da dikkat çekmektedir. Karşılaşılan bu tablo mali dengelerdeki bozulmaya ilişkin endişelerin artmasına neden olmaktadır.



Kaynak: Bloomberg

*: Tahmin

Diğer yandan, kredi derecelendirme kuruluşları da ABD'nin kamu maliyesi göstergelerinin hiç parlak olmadığını her fırsatta dile getirmektedir. Grafikten de görüldüğü gibi ABD'de 2009 yılında sert bir biçimde %10.3'e yükselen bütçe açığı/GSYİH oranının 2010 ve 2011 yılında sırasıyla %8.9 ve %8.15 seviyelerinde gerçekleşmesi beklenirken, bu seviyelerin hala kriz öncesi seviyelerin üzerinde olduğu dikkat çekmektedir. Bu durumda ABD'de hükümetin vergi indirimlerinin ekonomik büyümeyi destekleyeceği beklentilerinin aksine; vergi paketinin kamu maliyesine getirdiği yükün, vergi indirimleriyle sağlanması muhtemel ekonomik büyümeden daha ağır olabileceği ihtimali de olasılıklar dahilinde bulunurken, ABD'nin 2011 yılında bütçe açığı hedefini tutturma konusunda sıkıntıya düşmesi de söz konusu olabilecektir.

4- Fed'in toplam 2 trilyon \$ civarında bir tahvil alımı yapacağı beklentilerine karşın açıklanan rakamın 600 milyar dolar olması ve programın 600 milyar dolarla sınırlı kalacağı beklentisi:

2010 yılında ABD verilerinin karışık bir görünüm çizmesine ek olarak konut sektörünün ve istihdam piyasasının zayıf seyri piyasalarda Fed'in toplamda 2 trilyon dolar civarında bir tahvil alımı yapacağı beklentilerini artırırken, bu beklenti Ekim ayında tahvil getiri oranlarının da 2010 yılının dibini görmesinde etkili olmuştur. Ancak sonraki aylarda açıklanan verilerin toparlanma yönünde işaretler vermeye başlaması sonucu piyasalarda Fed'in alım yapacağı tutara ilişkin beklentiler düşmeye başlamıştır. Nitekim Fed de Kasım ayının başlarında tahvil alımı yapacağı miktarı 600 milyar dolar olarak açıklarken, programın 600 milyar dolarla sınırlı kalacağı beklentisi tahvil piyasalarına gelen satışların da bir diğer önemli nedeni olmuştur.

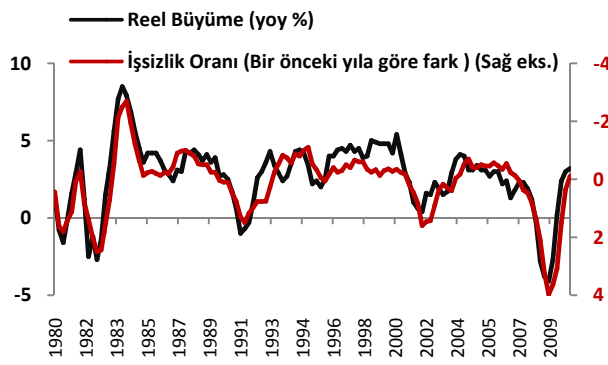
Sonuç:

Sonuç olarak ABD'nin ikinci tahvil alımı programının uygulamaya koyulmasının ardından amaçlananın aksine faizlerde yukarı yönlü bir hareket görülmüştür. Bu hareketin önümüzdeki dönemde de devam edip etmeyeceği pek çok açıdan önemli görünmektedir.

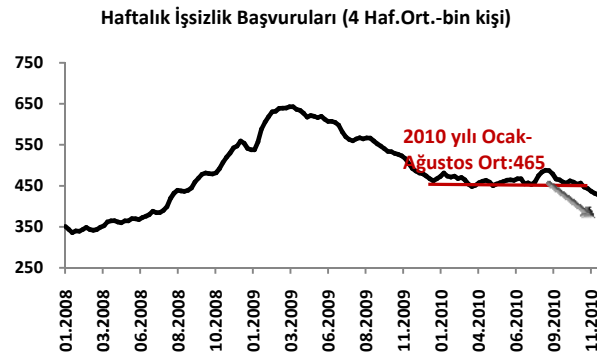
Piyasa beklentilerine bakıldığında, genel kanı ekonomik toparlanmanın başladığı yönündedir. ABD açısından, işsizlik oranının hala yüksek seviyelerde seyredeceği ancak kişisel gelir, tüketim ve ücretlerde yavaş da olsa bir artış olacağı beklenmektedir. Ayrıca vergi indirimlerinin ekonominin canlanmasına katkı sağlayacağı, bunun sonucunda ekonomik büyümenin 2011 yılında artış göstereceği düşünülmektedir. ABD'deki toparlanma beklentilerinin yanı sıra Çin'de de sanayi üretiminin yeniden artmaya başlaması bu ülkeye dair zaten olumlu olan beklentileri arttırmıştır. Euro Bölgesi borç krizine dair endişeler ve 2011'de başka Euro Bölgesi ülkelerinin de yardım paketlerine ihtiyaçları olacağına dair beklentiler devam etse de, Almanya güçlü konumunu sürdürmekte ve Euro Bölgesi'ne dair endişeleri bir miktar da olsa hafifletmektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelere dair yükselen beklentiler 2011 yılında da devam edecektir. Bu beklentiler ışığında yatırımcıların güvenli liman olarak görülen yatırım araçlarından çıkarak riskli varlıklara yönelmesi ile FED'in planladığının aksine ABD uzun vadeli tahvillerine gelen satışların devam etmesi ve getirilerdeki artışın sürmesi beklenmektedir. Ancak piyasadaki genel kanı, tahvil getirilerinin 2011'in ilk yarısında bir miktar gevşeyeceği ve ardından 2011'in ortalarından itibaren yeniden %3.50 seviyelerine kadar yükseleceği yönündedir. FED'in tahvil alım programını 2011 yılının ilk yarısında sonlandırmasıyla beraber piyasaya toplamda 600 milyar dolarlık bir para enjekte edilmiş olacaktır. Bu paranın ABD'de hem enflasyon beklentilerini arttırmasıyla hem de global ekonomik toparlanmanın devam edeceği beklentisiyle faizlerdeki yukarı yönlü hareketin devam etmesi beklenmektedir. Ancak faizlerdeki yukarı yönlü hareketlerin hem hanehalkının hem de şirketler kesiminin borçlanma maliyetlerini artırarak tahvil alım programının ekonomiye yapması beklenen olumlu etkiyi sınırlaması da söz konusu olabilecektir. Böyle bir durumda ise ABD tahvil faizlerinin yönünü yeniden aşağı çevirmesi ihtimaller dahilinde bulunmaktadır.

ABD'de istihdam Piyasasında İyileşme Başladı mı?

2008 yılında yaşanan küresel ekonomik krizin işsizlik üzerindeki etkisi bölgeler ve ülkelerde farklılık göstermekle birlikte, hemen hemen tüm ülkelerde işsizlik oranlarının tarihi rekor seviyelere yükseldiği görülmüştür. ABD'de ekonominin güç kaybetmeye başladığı 2007 Aralık ayından beri işsizlik oranında sürekli artış yaşanmış, psikolojik sınır olan %10 seviyesinin geçilmesiyle 2009 Ekim ayında %10.1 ile son 26 yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2010 yılında krizin etkilerinin sarılmasıyla küresel ekonomi yeniden büyümeye başlasa da, büyümenin henüz işsizlik oranlarının düşüşüne önemli bir katkı sağlamadığı izlenmektedir. Bu noktada, 2007-2009 dönemindeki küresel krizin kaynağı olan ve tek başına dünya ekonomisinin yaklaşık %22'sini oluşturan ABD'de işsizliği azaltacak biçimde istikrarlı bir istihdam artışı yaşanıp yaşanmayacağı, yatırımcıların 2011 yılında odaklandığı öncelikli konuların başında yer almaktadır. Bu çalışmada ABD ekonomisinde ve istihdam piyasasındaki yaşanan gelişmeler incelenerek, 2011 yılına yönelik olası riskler ele alınmıştır.

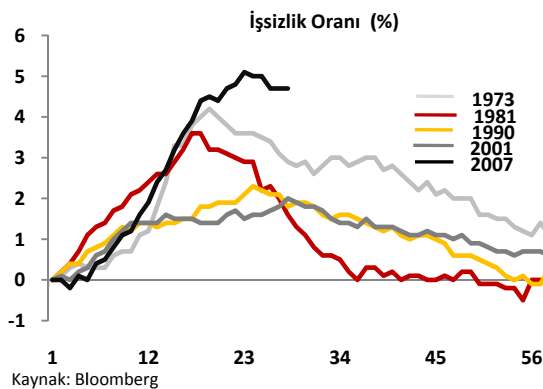


Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

göstermekle beraber, işsizlik oranındaki görece yüksek seviyeler ekonomik kırılganlığın devam ettiğinin bir göstergesi olarak yorumlanabilir. Ancak yine de son dönemde açıklanan veriler Ocak-2008'den beri süregelen daralmanın sona erdiğini ve istihdam piyasasında toparlanma olduğunu göstermektedir.



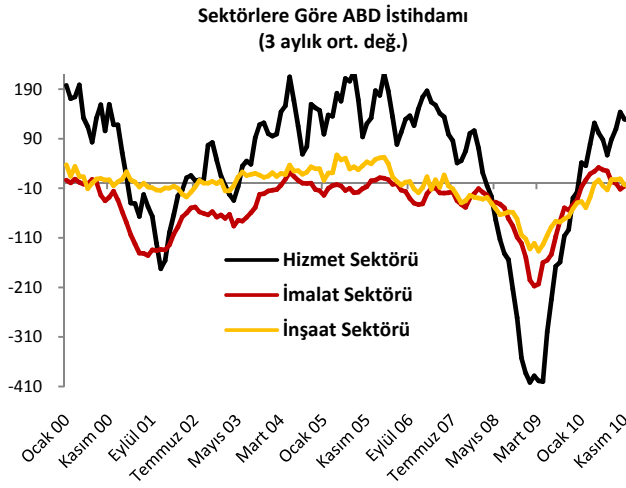
Kaynak: Bloomberg

ABD'de açıklanan büyüme ve işsizlik oranları bu ülkenin, global ekonomiye yön veren bir ülke olması nedeniyle kritik öneme sahiptir. ABD büyümesi ve işsizlik oranı tarihsel olarak incelendiğinde yüksek büyüme oranlarının işsizlik oranını azalttığı, düşük ya da negatif büyüme oranlarının ise işsizlik oranını arttırdığı tezinin (Okun Yasası) gerçekleştiği açıkça görülmektedir. Bu iki değişken arasındaki ilişkinin yüksek olması nedeniyle ABD ekonomisinde %4 civarında bir büyüme beklentisi altında işsizlik oranının da 2011 yılı sonuna kadar %9 seviyelerine gerilemesi mümkün görünmektedir.

İstihdam piyasasındaki iyileşme haftalık işsizlik başvurularında görülen düşüşten de yakından takip edilebilmektedir. 2010 yılının dördüncü çeyreğiyle birlikte ABD'de açıklanan verilerde görülen toparlanma eğilimi haftalık işsizlik başvurularında da gerilemeye yol açmıştır. 2010 yılının Ocak-Ağustos döneminde haftalık işsizlik başvurularının yaklaşık 465 bin seviyelerinde bir seyir izlediği dikkati çekerken, özellikle Ekim ayından itibaren haftalık işsizlik başvurularında da ciddi bir gerileme yaşandığı görülmektedir. Bu durum özellikle son dönemde Fed'in aldığı önlemlerin işe yaradığını

Geçmiş resesyon dönemlerinde istihdam piyasalarının nasıl bir seyir izlediği incelendiğinde, geçmiş resesyon dönemlerinde de büyüme beklentilerinin artmasına karşın istihdam piyasasının daha yavaş bir toparlanma süreci yaşadığı görülmektedir. Yandaki grafikten de görüldüğü üzere, resesyon dönemlerinde artan işsizlik oranının, resesyununun bitiş tarihinden itibaren ortalama 5-6

yıl sonra resesyondan önceki seviyelere gerilediği görülmektedir. 2007 yılında başlayan son resesyonda birlikte işsizliğin tarihi rekor seviyelere yükseldiği göz önüne alınırsa, istihdam piyasasında toparlanmanın geçmiş dönemlere göre daha uzun sürede gerçekleşmesi olasıdır. Öte yandan yapılan çalışmalarda, ABD'de işsizlik oranının stabilize olması için aylık olarak 100 bin civarında istihdam yaratılması, sağlıklı bir ekonomik büyüme için ise bu rakamın aylık olarak 200 bin civarında olması gerektiği tahmin edilmektedir. Son açıklanan Ekim ve Kasım aylarına yönelik yapılan revizyonlarla ise yaklaşık 70 bin kişilik istihdam artışı hesaplanırken, işsizlik oranının stabilize olması için uzun bir süreç gerektiği açıkça görülmektedir.



Kaynak: Bloomberg, Vakıfbank

ABD istihdam piyasası sektörler bazında incelendiğinde, iyileşmeye en fazla katkının hizmet sektöründen geldiği görülmektedir. Günümüz gelişmiş ekonomilerinde hizmet sektörü, GSYİH ve istihdamın büyük bir bölümünü oluşturmasının yanı sıra uluslararası ticaretin ve geleneksel imalat sanayindeki maliyetlerin de oldukça büyük ve giderek genişleyen bir kısmını oluşturmaktadır. Kriz döneminde hizmet sektöründe iş gücü kayıplarının çok daha sert olduğu dikkati çekerken, yine bu sektörün 2009 yılının Mart ayından itibaren ise diğer sektörlerle göre çok daha hızlı toparlandığı gözlenmiştir.

Sonuç:

Sonuç olarak, geçmiş resesyon dönemleri de baz alındığında istihdam piyasalarındaki iyileşmenin GSYİH'da yaşanan toparlanmaya rağmen çok daha yavaş olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda yapılan incelemelerde işsizlik oranının kriz öncesi seviyelerine ulaşmasının yaklaşık 5-6 yıl gibi bir süreç aldığı dikkati çekerken, işsizlik oranındaki gerilemeye rağmen ABD'de işsizlik oranının hala çok yüksek seviyelerde olduğu görülmektedir. Nitekim Fed Başkanı Bernanke de 7 Ocak'ta yapılan Senato Bütçe Komitesi toplantısı öncesinde üyelere yaptığı sunumda istihdam piyasalarının tamamen normale dönmesinin 4-5 yıl gibi bir süre alabileceğinden bahsetmiştir. Ayrıca 1946-1960'lı yıllar arasındaki bir dönemi kapsayan ve "baby boom" olarak adlandırılan dönemde dünyaya gelen nüfusun işgücü piyasasından çekilmeye başlamasıyla bu sürecin istihdam piyasalarına olası etkilerinden bahsetmekte fayda bulunmaktadır. İkinci dünya savaşı sonrasında ABD'de nüfusun oldukça azalmasından dolayı Roosevelt başkanlığındaki hükümet tarafından uygulanan bir politika ile doğum oranlarını artırmak için kampanyalar başlatılmış ve bunun sonucunda 1946 yılında başlayan bebek doğumlarındaki patlama 'baby boom' 1960'lı yıllara kadar devam etmiştir. Söz konusu patlamada doğan nüfusun toplam nüfusun yaklaşık %22'si oluşturduğu ve bu nüfusun 2010-2025 yılları arasında emekli olacağı düşünüldüğünde, söz konusu nüfusun iş gücü piyasalarından çekilmediği sürece (2025 yılına kadar) işsizlik oranında belirgin bir iyileşmeden söz etmek zor görünmektedir.

Ancak tabii 2011 yılına ait riskler değerlendirildiğinde bu sürecin daha da uzayabileceği göz önüne alınması gerekirken, söz konusu riskleri birkaç başlık altında toplamak mümkün görünmektedir:

- **ABD'de artan hanehalkı tasarruf oranının ekonomik iyileşme önünde engel teşkil etmesi:**

Tüketici harcamalarının büyük bir paya sahip olduğu ABD ekonomisinde tüketicilerin davranışları ABD ekonomisindeki toparlanmanın ya da daralmanın boyutlarını belirlerken, tüketicilerin kararları ekonomide

yaşanan bu ekonomik döngülerin (economic cycle) beklenenden daha sert ya da yumuşak olmasına neden olabilmektedir. Kriz öncesi dönemde %2 seviyelerinde seyreden hanehalkı tasarruf oranının yaşanan krizin ardından %5.5 seviyelerine yükseldiği dikkate alındığında, ABD’de giderek artan hanehalkı tasarruf oranının ekonomik iyileşme önünde bir engel teşkil etmesi olasılıklar dahilinde bulunmaktadır. Tabii burada tasarruf oranındaki artışın varlık fiyatlarındaki yükselişle birlikte gerçekleşmesi de dikkate değer bir unsur olarak karşımıza çıkarken, bu durum hanehalkının ekonomiye olan güvensizliğini ve harcama yapma konusundaki isteksizliğini yansıtmaktadır.

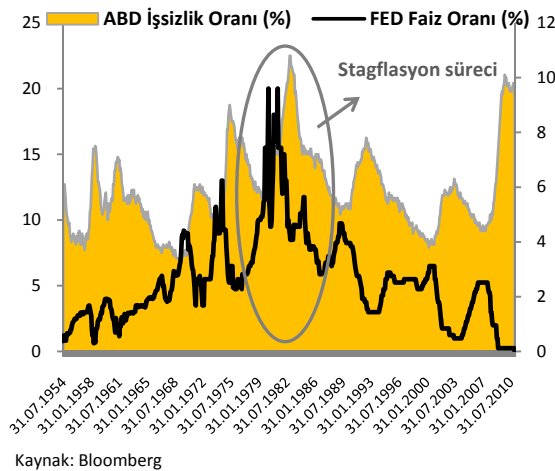
- **Piyasaların Fed’in politikalarına karşı güven kaybetmesi:**

Son dönemde ABD ekonomisine dair gelen olumlu sinyaller büyüme beklentilerinin iyileşmesine neden olurken, iyileşen büyüme beklentileri bankacılık sektörünün de kredi standartlarını gevşeterek kredi hacminde de bir artışa yol açabilecektir. Kredi hacmindeki artışın sert olması durumunda enflasyon riskinin de artması beklenirken, böyle bir durumda Fed’in çıkış stratejisini zamanında uygulamaya koymaması hem Fed’in kredibilitésini azaltabilecek hem de, piyasaların da Fed’in politikalarına karşı güven kaybetmesine yol açabilecektir.

- **Euro Bölgesi gibi diğer ülkelerde ortaya çıkan krizlerin ABD’yi etkilemesi:**

ABD’deki krizlerin çok az bir kısmının dış kaynaklı olduğu göz önüne alındığında, beklenmeyen büyük bir şok olmadığı takdirde ABD ekonomisinin bu dışsal krizlerden fazla etkilenmesi beklenmemektedir. Ancak Euro Bölgesi ülkelerindeki problemlerin giderek artması ve başka ülkeleri de içine alacak şekilde genişlemesi durumunda, global finansal sistemin ciddi boyutlarda sekteye uğraması ve ABD ekonomisi üzerinde de büyük bir şok yaratması mümkün görünmektedir. Böyle bir durumda ise güvenli liman olarak görülen varlıklara olan talebin artması, şirketlerin yatırım kararlarını durdurması ya da ertelemesi ve talebin düşmesi yaşanacak olası sonuçlar olarak dikkat çekmektedir. Ancak şu aşamada böyle bir risk çok fazla olasılık dahilinde bulunmazken, Euro Bölgesi hükümetlerinin böyle bir riski bertaraf edebilmek için her türlü imkanı kullanabilecekleri beklenmektedir.

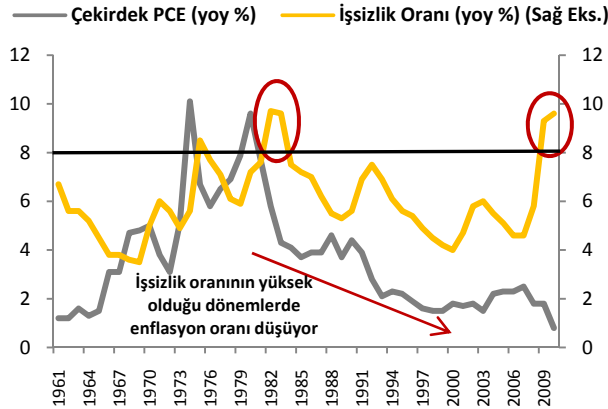
*Olası tüm bu riskler birlikte değerlendirildiğinde henüz büyümenin sürdürülebilirliğine dair soru işaretleri bulunurken, bu risklerin realize olması durumunda işsizlik oranındaki iyileşmenin Fed’in tahminlerinden daha da uzun sürmesi mümkün görünmektedir. Böyle bir durumda ise enflasyonun uzunca bir süre daha risk oluşturması beklenmezken, Fed’in 2012 yılından önce faiz artırımına başlaması zor görünmektedir. **Bu noktada Fed’in faiz kararını hem işsizlik oranı hem de enflasyon oranındaki gelişmelerle birlikte değerlendirmek gerekirken, işsizlik oranı ve enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemekte fayda bulunmaktadır.***



Kriz sonrası dönemde Fed’in ilk sıkılaştırmaya tarihi	parasal başlama	İşsizlik oranının zirve seviyesinden 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
Ortalama		-%0.7	6

Kaynak: Bloomberg

Kriz dönemlerinde işsizlik oranı ve Fed'in faiz artırımları arasındaki ilişki incelendiğinde; Fed'in ortalama işsizlik oranında %0.7 gerileme meydana geldikten, 6 ay sonra yeniden parasal sıkılaştırmaya gittiği görülmektedir. Resesyon dönemleri ayrı ayrı incelendiğinde ise; Fed, işsizlik oranında 1960-1961 resesyonunda %1.6, 1990-1991 resesyonunda ise %1.2 oranında gerileme meydana geldikten sonra faiz artırımına başlamıştır. Fed faiz artırımından önce en uzun bekleme de bu resesyon dönemlerinde seçmiştir. Bunun nedeni çekirdek enflasyon oranlarının düşük seviyelerde seyretmesi olmuştur. 1970'li yılların başından 1980'li yıllara kadar devam eden stagflasyon sürecinde (yüksek işsizlik oranı-yüksek enflasyon) ise Fed'in işsizlikteki yükselişe karşın zaman zaman faiz artırımına gittiği görülmektedir. Bu gibi dönemlerde ise Fed'in faiz artırımını, o dönemlerde enflasyonun yüksek seviyelerde gerçekleşmesinden dolayı işsizlik oranının zirveyi görmesinden hemen sonra yaşadığı gerilemenin ardından gerçekleştirmiştir. Çekirdek enflasyonun hala oldukça düşük seviyelerde olduğu dikkate alındığında Fed'in para politikasını sıkılaştırmak için işsizliğin tepe noktasını gördükten sonraki ortalama süre olan 6 ayın üzerinde 1994 veya 2004 yılında yaşanan resesyonlara benzer bir süreyi beklenmesi mümkün olabilir. Bu bağlamda işsizlik oranının zirve seviyesi olan %10.1'den %9.4'e gerilediği göz önüne alındığında, işsizlik oranındaki ortalama %0.7'lik gerilemenin gerçekleştiğinin görülmesine karşın, Fed üyelerinin işsizlik oranının uzunca bir süre daha %9 seviyesinin altına gerilemeyeceği yönünde fikir birliğinde bulunmaları, Fed'in 6 ay sonrasında yani Haziran ayında Faiz artırımına gitme ihtimalini azaltmaktadır. Bu ihtimali azaltan bir diğer etken ise, enflasyon cephesinden gelmektedir. ABD'de enflasyonun hala düşük seviyelerde bulunması ve hatta deflasyon riskinin enflasyon riskinden çok daha yüksek olması Fed'in faiz kararını ötelemesinde etkili olan bir diğer unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle en önemli indikatör olan işsizlik oranında belirgin bir düzelleme olmaksızın FED'in 2012 yılına kadar faiz oranını %0.00-%0.25 aralığında tutmaya devam etmesi beklenmektedir.



Kaynak: Bloomberg

ABD Merkez Bankası FED'in faiz politikasını belirlerken dikkate aldığı göstergelerden biri olan ABD çekirdek kişisel tüketim harcamaları (PCE) ve işsizlik oranı arasındaki ilişki tarihsel olarak incelendiğinde ise, son 50 yıldır işsizlik oranının yüksek olduğu dönemlerde (özellikle %8 seviyesinin üzerine çıktığı dönemlerde) çekirdek enflasyonda artış yaşanmadığı, aksine düşüş yaşandığı görülmektedir. Krizin ardından son 50 yılın en düşük seviyesine gerileyen çekirdek enflasyonda, mevcut tabloda ekonomik durgunluğun hala devam etmesine bağlı olarak enflasyonda aşağı yönlü risklerin devam etmesi

beklenmektedir. Bu nedenle ABD'deki mevcut ekonomik görünüm enflasyon artış beklentilerinin aksine deflasyon riskinin devam ettiğine işaret etmektedir.

Kapasite kullanım oranının hala daha oldukça düşük seviyelerde olması, ücret artış hızının hala oldukça yavaş olduğu bir ortamda çekirdek enflasyonda artış olası gözükmemektedir. Bu da yakın gelecekte para politikasında bir değişikliğe gidilmesinin zor olacağını, yani faiz artırımının şimdilik 2011 yılında söz konusu olmayacağına işaret etmektedir.

Kamu Açıkları 2011 Yılında Sorun Olmaktan Çıkar Mı?

2010 yılında global finans sistemi için en büyük tehdit Euro Bölgesi ülkelerinin yüksek kamu açıklarının sürdürülebilirliğine dair endişelerden kaynaklanmıştır. Diğer iki önemli riskten varlık balonları oluşması riski, ABD başta olmak üzere dünya genelinde devlet tahvili alımlarının artması ve gelişmekte olan ülkelere artan sermaye akımları ile gündeme gelmiştir. Korumacı önlemler ise Çin'e döviz kurunun değerini düşürmesi yönünde ABD ve diğer gelişmiş ülkelere baskı gelmesi ile tartışma konusu olmuştur. 2011 yılının ilk haftalarında

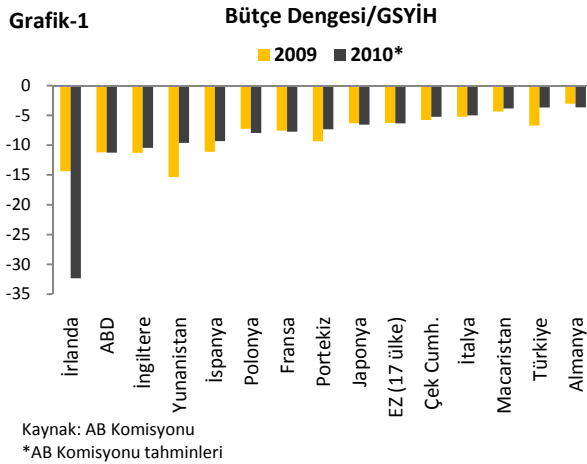
sorunlu Euro Bölgesi ülkelerinin tahvil ihaleleri kamu dengesizliklerini yeniden gündeme getirirse de, gelişmekte olan ülkelerde artması beklenen enflasyonist baskıların bu yıl finansal istikrar için daha büyük bir tehdit olabileceği ileri sürülmektedir. Diğer bir deyişle, 2011 yılında gelişmiş ülkelere çok gelişmekte olan ülkeler kaynaklı risklerin küresel finansal istikrarı tehdit edeceği vurgulanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere ilişkin riskler nispeten artmış olsa da kamu maliyesi sorunlarının tehlike oluşturmaya devam ettiği unutulmamalıdır.

Kriz döneminde oluşan bütçe açıklarının azaltılması için zamana ihtiyaç var

Küresel kriz sonrası toparlanmayı tehdit edebilecek finansal istikrarsızlık unsurları genel olarak aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır:

- i) Yüksek kamu açıkları nedeniyle artan ülke riskleri
- ii) Varlık balonları
- iii) Dış ticarete korumacılığın artması

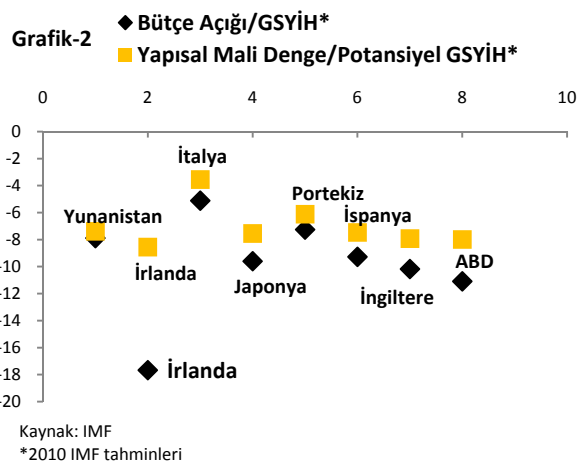
2010 yılında bu risklerin hepsi dönem dönem gündeme gelmiş ve tartışmalara neden olmuştur. Ancak, yüksek kamu açıkları Euro Bölgesi ülkeleri özelinde 2010'un ilk yarısında global finansal sistem için en uzun süreli ve en ciddi tehdit olarak dikkat çekmiştir. 2010'un üçüncü çeyreğinden itibaren gelişmekte olan ülkelere artan sermaye akımları ve global ekonominin toparlanma hızına dair belirsizliklerin artmasına bağlı olarak varlık balonları oluşması riski yükselse de, Euro Bölgesi ülkelerinin mali güçlüklerinin devam etmesi nedeniyle yüksek kamu açıkları global ekonomik ve finansal istikrarı tehdit edebilecek kadar önemlidir. Ülkelerin 2009 ve 2010 yılı



bütçe performansları karşılaştırıldığında, 2009 sonu itibarıyla en sorunlu ülke olan Yunanistan'ın 2010'da ilerleme kaydettiği, buna karşın İrlanda'nın kamu açığının 2010 yılında ciddi biçimde arttığı görülmektedir. Bankacılık sistemine ilişkin sorunlar nedeniyle kamunun yükümlülüklerini artırmak zorunda kalan İrlanda'nın bütçe açığı/GSYİH oranının 2011 yılında %10 seviyelerine gerilemesi beklenmektedir. Euro Bölgesi'nin diğer sorunlu ülkeleri olan İspanya, Portekiz ve İtalya'da alınan sıkı maliye politikası önlemlerinin etkili olması ve bütçe açığı/GSYİH oranlarının 2011'de de azalmaya devam edeceği öngörülmektedir.

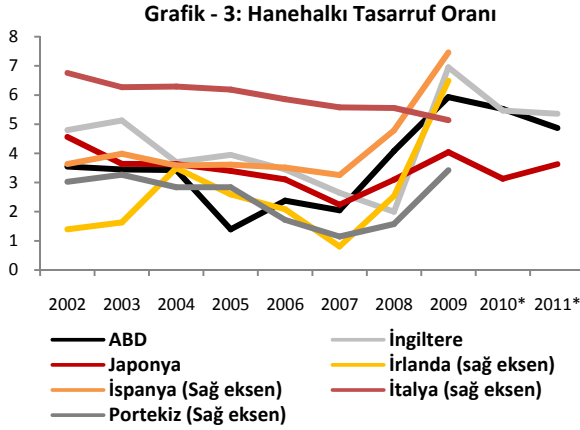
Bu açıdan, Euro Bölgesi ülkelerinin bütçe disiplinine dair sorunların orta vadede aşılabileceği bulunsa da, bu durum ülke bankacılık sistemlerinin gücü ile de yakından ilişkilidir. Mayıs 2010'da Avrupa bankalarına uygulanan stres testlerinin 2011'de daha ağır şartlarla tekrarlanacak olması Avrupa finans sistemine güveni artıracaktır.

Bütçe rakamları açısından en olumsuz görünüme sahip ülkelerin mevcut durumunu yapısal mali denge açısından da incelemekte fayda vardır.



Devletin gelir ve giderlerinin konjunktürel hareketlerden arındırılmasıyla bulunan yapısal mali denge hesaplanırken ekonominin potansiyel GSYİH seviyesine ulaştığında konjunktürel hareketlerin mali denge üzerinde herhangi bir etkisinin olmayacağı varsayılmaktadır. Grafik 2'de yüksek bütçe açığına sahip ülkeler için IMF'nin 2010 yılına ilişkin yapısal mali denge/potansiyel GSYİH tahminleri ve yine

2010 yılına ilişkin bütçe açığı/GSYİH tahminleri gösterilmektedir. Yunanistan haricinde seçilen ülkelerde yapısal mali denge ile bütçe açığı arasında farklılık olduğu görülmektedir. Özellikle 2010 yılında borç kriziyle karşı karşıya kalan İrlanda'da bu farkın oldukça yüksek olduğu dikkat çekmektedir. Bu durum, Yunanistan'da 2010'un ilk yarısında alınan önlemlerin etkili olmaya başladığını gösterirken, İrlanda'nın da aldığı mali önlemler ve AB yardımlarının etkisiyle daha iyimser bir görünüme kavuşması beklenmektedir.



Kaynak: IMF, Eurostat
*IMF tahmini

gerçekleşmiştir. IMF 2010 ve 2011 yılında ABD ve İngiltere'de tasarruf oranlarının nispeten azalacağını öngörmektedir. **Tasarruf oranlarında beklenen azalış gerçekleştiği takdirde bu ülkelerde kamu harcamalarının da azaltılması için uygun bir ortam oluşacaktır. Sorunlu Euro Bölgesi ülkelerinde ise tasarruf oranlarının 2011 yılında azalması ihtimali uygulanan mali önlemler ve yaşanan sıkıntıların henüz ortadan kalkmamış olması nedeniyle şu an için düşüktür.**

Borçlanma ve Bütçe Açığının Ülke Ekonomilerine Etkileri

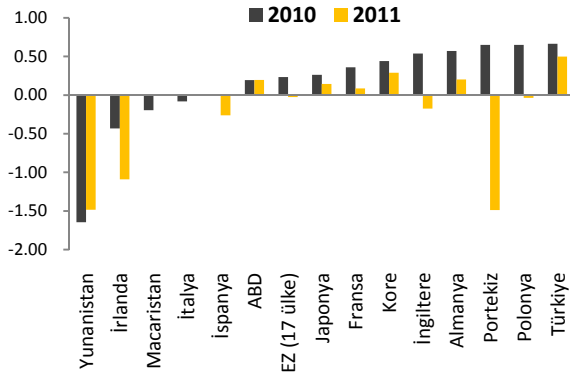
Borçlanma, devletin kamu hizmetlerini finanse etmek için kullandığı finansman araçlarından biridir. Bir kamu finansman aracı olarak borçlanma, zamanla vergi gibi olağan bir gelir kaynağı haline gelmiştir. Küresel kriz sürecinde ise kamunun, özel kesim harcamalarındaki keskin düşüşü telafi edebilmek için genişletici maliye politikası uygulamak zorunda kalmasıyla hemen hemen tüm ülkelerde artmıştır. 2010 yılında sorunlu Euro Bölgesi ülkelerinde sürdürülebilir seviyeleri aşarak ülke risklerini artırmıştır. Borçlanmanın belli seviyelerin üzerine çıkması, borçların ödenmesinde problemler yaşanmasına sebep olmaktadır, sözkonusu problemler ise artan vergiler yoluyla özel sektöre aktarılmaktadır. Bu aktarım orta ve uzun vadede özel sektör yatırımlarının azalmasına ve ekonominin yavaşlamasına sebep olmaktadır. Diğer bir deyişle, kamu kesimi borçlanma gereğinin uzunca bir süre yüksek seviyelerde olması, özel sektör yatırımlarının dışlanması etkisi (crowding out) yaratmaktadır.

Ayrıca, sürekli artan kamu borçları finanse edilirken dışarıdan gelen sermaye akımları da önem taşımaktadır. Yabancı sermaye girişi ülke parasının değer kazanmasına ve ithalatın artmasına sebep olurken, bu durum cari açığın yanısıra enflasyonist baskıların da artmasına sebep olmaktadır.

Küresel kriz sonrası oluşan ekonomik tabloda ABD, İngiltere ve Japonya gibi önde gelen ülkelerin yanında Euro Bölgesi ülkelerinin yüksek bütçe açıkları dikkat çekmiştir. Yunanistan odaklı bu endişeler daha sonra İspanya, Portekiz, İrlanda ve İtalya'yı da kapsayacak şekilde genişlemiş, bu ülkelerle ilgili temel sorun Avrupa Para Birliği'nin dayanağı olan Maastricht kriterlerinin uzunca bir süredir ihlal ediliyor olması nedeniyle bütçe açığı ve borç stoğundaki artışın sürdürülebilirliğine dair kuşku olmuştur. Sorunların daha da büyüyerek global ölçekte veya gelişmiş ülkeleri zincirleme etkileyebilecek yeni bir krize yol açmaması için AB ve IMF tarafından Mayıs –

Haziran döneminde ortaklaşa bir istikrar fonu oluşturulmuştur². Şu ana kadar Euro Bölgesi tarafından fona sağlanan kaynaklar kullanılarak Yunanistan ve İrlanda'ya geçici finansal destek sağlanmıştır. Söz konusu yardımlar ilgili ülkelerde bir takım önlemler alınması koşulu ile sağlanırken, yardım talebinde bulunmayan ülkelerde de finansal sıkılaştırma paketleri açıklanarak istikrar sağlanmaya çalışılmıştır. Bu önlem paketleri vergi sisteminin yapılandırılması, vergilerin tabana yayılması, istihdam maliyetlerinin azaltılması, harcamaların kısılması, etkin ve bağımsız bir borç yönetimi oluşturulması ve sosyal güvenlik sistemi ile ilgili uzun vadeli düzenlemeleri içermektedir.

Grafik-4 Kamu Harcamalarının Büyüme Katkısı*



*AB Komisyonu tahminleri
Kaynak: AB Komisyonu

Alınan önlemler ilgili ülkelerde kısa vadede büyümenin yavaşlamasına ve işsizliğin artmasına sebep olsa da uzun vadede ekonomik istikrarın sağlanması, büyüme performansının ve istihdamın artırılması açısından zorunludur. Avrupa Komisyonu tahminlerine göre 2010 yılında uygulanmaya başlanan daraltıcı maliye politikası önlemlerinin Yunanistan'ın 2010 büyüme performansını %1.65 azaltacağı öngörülmektedir. 2011 yılında ise kamu harcamalarının büyüme negatif katkısının Portekiz ve İrlanda'da en yüksek olacağı tahmin edilmektedir. Komisyon'un Türkiye'ye ilişkin tahminleri ise kamu harcamalarının büyüme pozitif katkısının 2011'de nispeten azalacağını göstermektedir. Türkiye'nin,

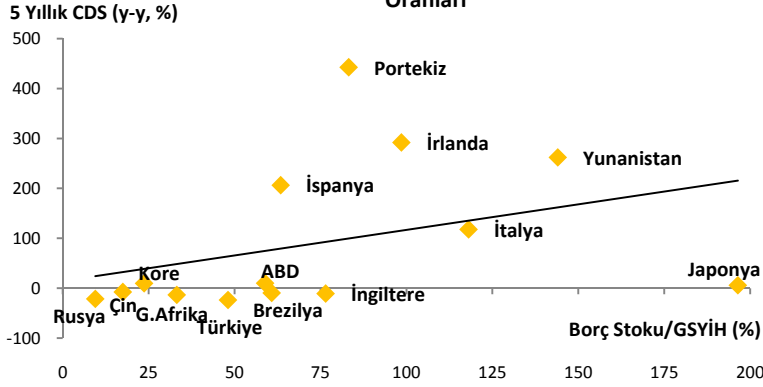
Grafik-4'te görüldüğü gibi kriz döneminde bütçe disiplininin çok fazla taviz vermemesi nedeniyle bütçe performansı açısından 2011 yılında da AB ülkelerinin ilerisinde olacağı öngörülmektedir.

Euro Bölgesi Ülkelerinin Borç Stokunun Sürdürülebilirliğine Dair Endişeler Devam Ediyor

Grafik-5'te borç stoku yüksek seviyelerde bulunan gelişmiş ülkeler ile önde gelen gelişmekte olan ülkelerin 5 yıllık CDS performanslarının 2009 yıl sonuna göre yüzde değişimi ve borç stoku/GSYİH oranı verilmektedir. Grafik incelendiğinde, PIIGS olarak adlandırılan ülke grubunda yer alan Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan ve İspanya'nın CDS'lerinde yaşanan sert artışlar ve bu ülkelerin yüksek borç stokları dikkat çekmektedir. 2009 yılının Aralık ayına göre %442 oranında artış gösteren Portekiz'in 5 yıllık CDS'leri 497 seviyesine yükselirken, Yunanistan'ın CDS'leri %262 oranında artarak 1026 seviyesi ile tarihi rekor seviyelere ulaşmış ve borç stoku/GSYİH oranı 2010 yılında %144 seviyelerine kadar yükselmiştir. Son haftalarda, söz konusu ülkelerin CDS'lerinde yaşanan sert artışlar ülkelere yönelik endişelerin artmasına neden olurken, özellikle Euro Bölgesi ülkelerinin zor durumda olan finansal sektörü desteklemesinin maliyeti, ülkelerin finansal esnekliğini daha da zayıflatacağı endişelerini gündeme getirmiş ve bu durum önümüzdeki dönemde borç stokunun GSYİH'ye oranının yükseleceği ve hükümetin orta vadeli mali hedeflerini tutturmasının daha da güçleşeceği beklentilerinin doğmasına neden olmuştur.

² Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (European Financial Stability Mechanism – EFSM) olarak adlandırılan bu fonun toplam tutarı 750 milyar euro olup, 250 milyar euro'luk kısmı IMF tarafından taahhüt edilmiş, 440 milyar euro'sunun 16 Euro Bölgesi ülkesi tarafından kurulan Avrupa Finansal İstikrar Kuruluşu (EFSF) tarafından gerektiğinde borçlanma araçları ihraç edilerek, 60 milyar euro'sunun ise AB Komisyonu tarafından sağlanması kararlaştırılmıştır. Söz konusu fonlar gerek duyulduğunda geçici bir süre için talep eden ülkelere yardım sağlamak amacıyla tahsis edilecektir. Son dönemde EFSF'in genişletilerek tutarının artırılması tartışılmışsa da bu fikir Euro Bölgesi Maliye Bakanlarınca reddedilmiştir.

Grafik - 5: Seçilmiş Ülkelerin CDS Seviyesi-Borç Stoku/GSYİH Oranları

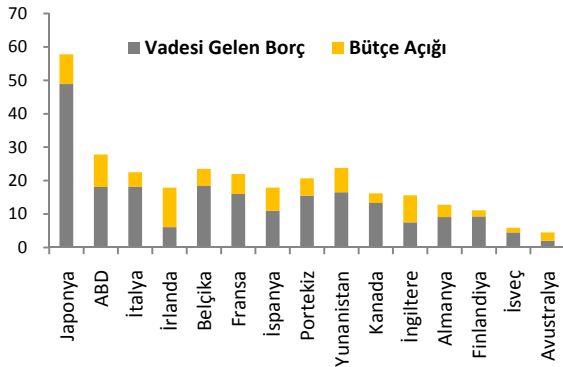


Kaynak: Bloomberg

stokundaki artışın deflasyonu ortadan kaldırma çabalarının zorunlu bir sonucu olmasıdır.

Euro Bölgesi'nin sorunlu ülkeleri halen geçmiş dönemlere göre yüksek faizle borçlansa da toplam borçlarının ortalama faizi gelişmekte olan ülkelere kıyasla düşük olup orta ve uzun vadeli borçları ağırlıktır³. Bu durum borçlarını yeniden yapılandırmaları gereğinin düşük olduğuna işaret etmektedir. Ancak, AB nezdinde hazırlanan yardım fonu kapsamında bu ülkelere ilişkin risklerin azaltılması için gereken çaba ve arayışların sürmekte olduğu da bir gerçektir.

Grafik-6: Gelişmiş Ülkeler Finansman Gereksinimi (% GSYİH)



Kaynak: IMF Fiscal Monitor, Kasım 2010

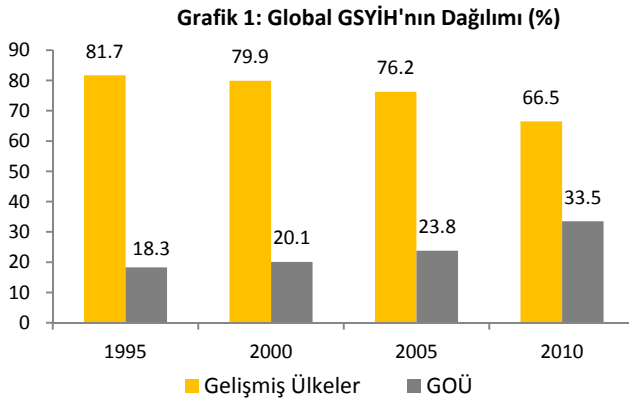
Ayrıca, önde gelen gelişmiş ülkelerin ve özellikle sorunlu Euro Bölgesi ülkelerinin finansman gereksiniminin 2011 yılında da yüksek seviyelerde olmasının öngörülmesi söz konusu ülkeler için kamu açıklarının önemini koruduğunu göstermektedir. **Dolayısıyla halen global finansal istikrar için bir tehdit olan kamu açıkları küresel finansal istikrar açısından göz ardı edilemeyecek kadar önemlidir.**

Gelişmekte Olan Ülkelerde Artan Sermaye Akımları ve Çözüm Arayışları

Küresel krizin ardından başlayan toparlanma süreci ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının yeniden hızla yükselişe geçmesi, söz konusu ülkelerin makro ekonomi politikaları üzerinde önemli değişikliklere neden olmuştur. 2007 yılında başlayan küresel kriz öncesinde rekor seviyeye ulaşan sermaye

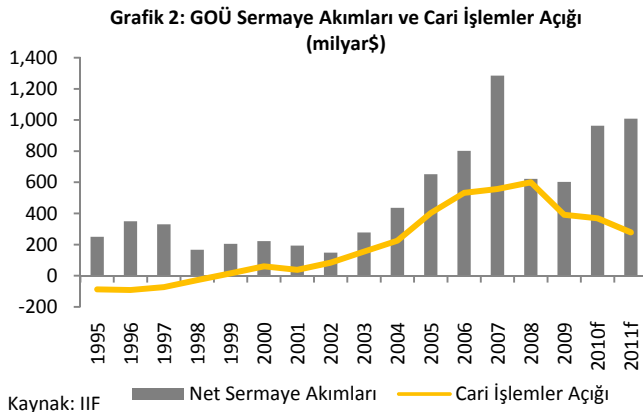
³ IMF Fiscal Monitor, Kasım 2010.

girişleri, küresel krizle birlikte keskin bir düşüş yaşasa da 2010 yılında tekrar yükselmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Merkez Bankalarını daha aktif politikalar geliştirmek zorunda bırakmıştır.



Kaynak: IMF

tahminler bu oranın 2015 yılında %40 seviyelerine çıkacağını öngörmektedir. GOÜ'lerin global büyümeye katkıları da incelendiğinde küresel ekonomideki artan ağırlıkları göze çarpmaktadır. GOÜ'lerin dünya ekonomisi içindeki paylarının yükselişi söz konusu ülkelerdeki politika değişikliklerinin dünya ekonomisi açısından daha önemli hale gelmesi sonucunu doğurmuştur.



Kaynak: IIF

özellikle ABD'nin uyguladığı niceliksel genişleme politikalarının global likiditeyi arttırması 2010 yılında GOÜ'lere sermaye girişinin yeniden hızlanmasına neden olmuştur. Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) tarafından yapılan tahminler 2011 yılında da söz konusu akımların yüksek seviyesini koruyacağını öngörmektedir.

Son dönemde kendilerine yönelik sermaye girişlerinin hızlı artışı ve bu duruma karşı alınan önlemlerle gündemde önemli yer tutan Gelişmekte Olan Ülkelerin (GOÜ) küresel ekonomi içindeki payları açısından uzun bir süredir değişim göze çarpmaktadır. Global Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'nın (GSYİH) ekonomik gruplar itibarıyla kompozisyonuna bakıldığında söz konusu tablo net olarak görülmektedir. 1995 yılında küresel ekonomi içindeki payı %18.3 seviyelerinde olan GOÜ'ler 2010 yılında dünya ekonomisinin %33.5'ini oluşturmuştur. Buna ek olarak, IMF tarafından yapılan

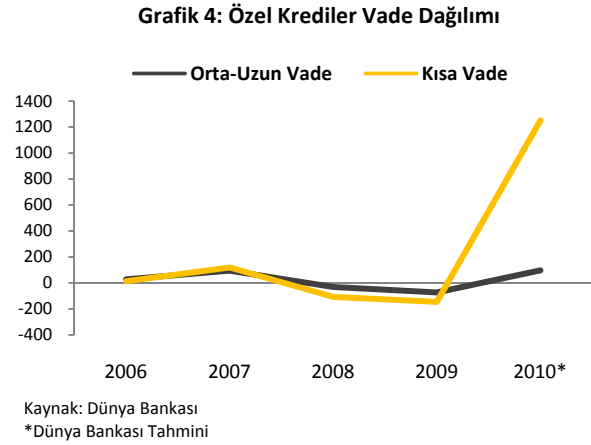
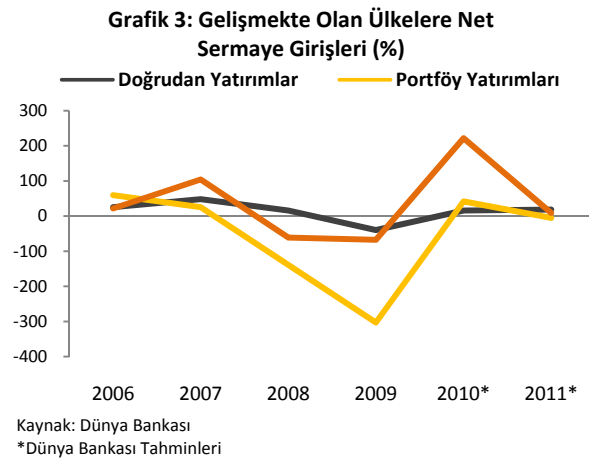
Ekonomilerindeki hızlı büyüme performansına paralel olarak, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları da ciddi boyutlara ulaşmıştır. GOÜ'lere sermaye akımlarında 2003 yılından itibaren hızlı bir artış göze çarpmaktadır. 2007 yılında 1.3 trilyon dolar ile rekor seviyeye ulaşan sermaye akımları 2007 yılında başlayan küresel krizin etkisiyle hızla daralmıştır. Kriz sonrası yaşanan süreçte gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler fazlalarında da bir gerileme yaşanmıştır. Ancak küresel krizin ardından bir toparlanma sürecinin başlaması ve

Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımlarındaki Artışın Başlıca Nedenleri:

- 1- Gelişen Makro Ekonomik Yapı:** GOÜ'ler büyüme ve enflasyon oranlarındaki oynaklığın azalması, ticaret ortaklarındaki çeşitlenme ve yüksek rezervleri sayesinde uluslararası yatırımcılar için daha uygun yatırım olanakları sunmaktadır.
- 2- Bollaşan Global Likidite:** Gelişmiş ülkelerin uyguladıkları politikaların önemli etkisiyle giderek artan global likidite GOÜ'lerin finansal entegrasyonunun giderek yükseldiği bir ortamda sermaye akımlarını arttırıcı dışsal bir etken olmuştur.
- 3- Artan Tasarruf Oranı:** GOÜ'lerde artan tasarruf oranı ve buna bağlı olarak ortaya çıkan yüksek cari işlemler fazlaları yabancı sermayenin ani çıkışında (sudden stop) ortaya çıkabilecek riskleri hafifletmiştir.

GOÜ'lere Giren Sermaye Akımlarının Kompozisyonu

2007-2008 dönemindeki sert daralmanın ardından GOÜ'lere net özel sermaye akımları 2010 yılında 2009'a göre yaklaşık %45 artarak 753 milyar dolar'a ulaşırken, sermaye akımlarının kompozisyonu ve vade yapısında belirgin bir değişim yaşanmıştır. GOÜ'lerin istikrarlı ekonomik ve finansal görünümüne bağlı olarak 409.6 milyar dolar düzeyindeki doğrudan yatırımlar bu ülkelere net sermaye akımlarında 2010 yılında da en büyük paya sahip olmuştur. Dünya Bankası tahminlerine göre GOÜ'lere net doğrudan sermaye girişlerinin GSYİH'ye oranı 2010 yılında %2.18'e yükselmiştir. Bu oranın 2006-2007 döneminde ortalama %3.36 olduğu ve 2009 yılında %2.09'a kadar gerilediği dikkate alındığında çok önemli bir artışa işaret etmediği görülmektedir. Buna karşılık, 2007 yılında 135.1 milyar dolar düzeyinde olan portföy yatırımları ise 153.4 milyar dolar'a yükselerek kriz öncesi seviyelerinin üzerine çıkmıştır. Net portföy girişlerinin GSYİH'ye oranı da kriz öncesi seviyelere yaklaşmıştır.



Küresel finans krizini tetikleyen kredi daralması sonucu 2008 ve 2009 yıllarında sert şekilde gerileyen özel krediler ise GOÜ'lere giren net sermaye akımları içinde 2010 yılında en hızlı artışın yaşandığı kalem olmuştur. Ancak, 2010 yılında 190 milyar dolar seviyelerine ulaştığı tahmin edilen özel kredilerin 2007 yılındaki 467.2 milyar dolar seviyesinin bir hayli altında olması, kredi piyasalarının henüz tam olarak toparlanmadığını ve belirsizliklere karşı duyarlılığının yüksek olduğunu yansıtmaktadır. Bu durum GOÜ'lere giren sermayenin daha çok tahvil ve hisse senedi piyasalarına yönelen kısa vadeli sermaye niteliğinde olmasında da etkilidir. Kredi maliyetlerinin nispeten yüksek olması ve gelişmiş ülkelerde geçerli olan düşük faiz oranları yatırımcıların sermaye piyasalarına yönelerek tahvil ve hisse senedi ihraç ederek borçlanmayı tercih etmelerine neden olmaktadır. Öte yandan, GOÜ'lere özel krediler biçiminde giren fonların yapısına bakıldığında ise kısa vadeli kredilerin 2010 yılında 2009'a göre yaklaşık 14 kat arttığı görülmektedir.

Sermaye Akımlarındaki Artışın GOÜ'lere Etkisi

GOÜ'lere sermaye girişlerinin artmasının potansiyel etkileri aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- 1) Kredi Genişlemesi:** Kompozisyonu ne olursa olsun sermaye girişleri, ekonomik faaliyetler için daha fazla kaynak sağlanabilmesi anlamına gelmekte ve kredi genişlemesine yol açmaktadır.
- 2) Kredi Genişlemesinin Enflasyonist Etkileri:** Hızlı ve yüksek miktarda sermaye girişi iç talebin istenenden fazla artmasına neden olarak enflasyonist baskıları artırabilir. Bu durum para politikasının kontrolünü zorlaştırabilir.
- 3) Ekonomik ve Finansal İstikrarın Kırılganlaşması:** Gerek portföy yatırımları gerekse kısa vadeli kredilerdeki hızlı artışa karşılık doğrudan yatırımların toplam sermaye girişleri içindeki payının nispeten azalması, GOÜ'lere giren yabancı sermayenin vadesinin kıaldığını göstermektedir. Kısa vadeli fonlar bir ülkeyi ani ve çok hızlı bir şekilde terk edebildiğinden kırılganlık yaratma potansiyeli yüksektir.
- 4) Döviz Kurunun Aşırı Değerlenmesi:** Sermaye girişleri para biriminin aşırı değerli hale gelmesine ve böylece rekabet gücünün azalmasına ve ekonominin yavaşlamasına neden olmaktadır.

- 5) **Finansal Piyasaların Yapısı:** Nispeten sıg bir finans sistemine sahip ülkeler için ani sermaye çıkışlarının gerçekleşme ihtimali ve yaratacağı tahribat nispeten yüksektir.
- 6) **Varlık Balonları Oluşması Riski:** GOÜ varlıklarına olan talepteki artışın geçici olmayıp uzunca bir süre devam etmesi kredi piyasaları başta olmak üzere pekçok alanda aşırı talep nedeniyle balon oluşmasına neden olabilecektir. Varlık balonları son küresel krizde de görüldüğü gibi bir ekonominin finansal krizlere karşı direncini ciddi biçimde düşürmektedir.

GOÜ'ler halen kriz sonrası toparlanma dönemleri için genel olarak öngörüldüğü şekilde hızlı bir toparlanma süreci içindedirler. Bu koşullar altında sağlam ve istikrarlı görünümeleri nedeniyle yüksek miktarda yabancı sermaye çekmeleri ekonomide aşırı ısınmaya ve varlık balonlarına neden olarak uzun vadeli sorunlara yol açabilecektir.

Alınan Önlemler ve Sermaye Kontrolleri

GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının ve özellikle kısa vadeli sermaye girişlerinin krizin ardından hızlı bir yükseliş sürecine girmesi bu ülkelere yönelik risk faktörlerinin artmasına neden olurken, ülke politika yapımcılarını çeşitli önlemler almaya zorlamıştır. Söz konusu önlemler çerçevesinde, Türkiye örneğinde olduğu gibi geleneksel uygulamalardan farklı olarak, politika faiz oranında indirimde gidilmesi zorunlu karşılıklar gibi farklı politika bileşenleriyle kullanılmaya başlanılmıştır. Buna ek olarak, Latin Amerika ülkelerinde görüldüğü gibi bir takım sermaye kontrolü uygulamaları karşımıza çıkmıştır.

Bazı ülkeler (özellikle ekonomisi ihracata dayalı ya da cari açığı yüksek olan ülkeler), gelen sermaye akımları nedeniyle finansal istikrarlarını korumak için alışılagelmşin dışında önlemler almışlardır. Bu önlemlerden bazıları, banka kredilerinin büyüklüklerine müdahale edilmesi ve zorunlu rezerv oranlarının yükseltilmesidir. Sözü geçen önlemler aslında piyasadaki fazla likiditeyi çekmek için kullanılmıştır. Likiditeyi dolaylı yoldan piyasadan çekmek yerine açık piyasa işlemleri ile müdahalede bulunan ülkeler de olmuştur. Ayrıca kısa vadeli faiz oranları indirilerek uzun vadeli yatırımlar daha avantajlı hale getirilmiştir. Bununla amaçlanan, özellikle cari açık veren ve bu açığı büyük ölçüde kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse etmek zorunda kalan ülkelerde ani sermaye çıkışları yaşanması durumunda finansal istikrarın bozulması olasılığını azaltmaktır. Bu amaçla kısa vadeli sermaye hareketlerine vergi uygulamaya başlayan ülkeler de söz konusudur.

Sermaye girişlerinin ülke parasının değerlendirilmesine neden olması ihracatçı ülkeleri olumsuz etkilemiştir. Değerlenen kur nedeniyle ithalat da ucuz hale gelmiş, artan ithalat ve azalan ihracat nedeniyle dış ticaret açıkları artmıştır. Ayrıca, artan iç talep nedeniyle enflasyonist baskılar artmaya başlamıştır. Bu ülkeler kurlarının daha fazla değerlendirilmesinin için önlemler almak, döviz kurlarına müdahale etmek durumunda kalmışlardır.

Bazı ülkelerin yakın zamanda finansal istikrarlarını korumak için aldıkları önlemler:

Ülkeler	Alınan Önlemler
Brezilya	Finansal işlemlerden alınan vergi oranları %2'den %6'ya, türev sözleşmelerinden alınan depozito oranları da %0.38'den %6'ya çıkarıldı.
Şili	İhracatçıların işlem maliyetlerini düşürmeye yönelik idari önlemler alındı.
Kolombiya	Tarifeler düşürüldü. Spot piyasada 20 milyon dolarlık günlük alımlar 4 ay süre ile durduruldu ve dış borçlanmada vergi muafiyeti kaldırıldı.
Meksika	Rezerv birikim politikası kapsamında merkez bankası tarafından aylık 600 milyon dolarlık satış opsiyonu alındı.
Çin	Yabancı bankaların yuan cinsi Çin tahvil alımında karşılaştıkları kısıtlamalar azaltıldı.
Endonezya	Merkez bankası para piyasası yatırım araçlarına elde en az 1 ay tutulması zorunluluğu getirildi.
Kore	Bankaların döviz dayalı türev araçları hesabına üst limit getirildi.
Tayland	Yabancı yatırımcıların faiz gelirleri ve sermaye kazançlarına %15 oranında vergi konuldu.
Rusya	Merkez Bankası rublenin 0.55\$/0.45€ sepeti için kullandığı R26-41 bandını uygulamadan kaldırdı.
Türkiye	Bankaların zorunlu rezerv oranları artırıldı. Kısa vadeli faiz oranları indirildi. Günlük döviz satış ihalelerindeki 140 milyon dolar olan sınır artırıldı.
Güney Afrika	Rezervleri arttırmak için döviz piyasasına müdahalede bulunuldu. Gelecekte yerleşiklerin döviz rezervlerinin kontrollerinin daha esnek olacağını sinyalleri verildi.

Kaynak: Dünya Bankası

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye kontrolleri kısa vadeli girişlerin vergilendirilmesi gibi çeşitli yöntemlerle uygulanmaya konulurken, Türkiye faiz oranlarını düşürerek nispi getiri oranını azaltmak yolunu seçmiştir. Cari işlemler açığının yüksek olduğu bir ortamda faiz indirimleri, son dönemde artan kısa vadeli sermaye girişinin yavaşlamasını amaçlamaktadır. Ayrıca Merkez Bankası zorunlu karşılık oranlarında artışa giderek kredi genişlemesinin hızını yavaşlatmaya çalışması da cari işlemler açığı üzerinde düşürücü etki yapabilecektir. Politika faiz oranındaki indirimle birlikte diğer politika bileşeni olan zorunlu karşılık oranlarındaki arttırımın kredi genişlemesini ne ölçüde yavaşlatacağı önemli bir ölçüt olarak dikkat çekmektedir.

Merkez Bankaları'nın para politikalarıyla birlikte sıkı maliye politikaları da son dönemin politika uygulamalarının önemli bir sac ayağını oluşturmaktadır. GOÜ'lerin kamu harcamalarını azaltmaları artan sermaye girişlerinin yol açtığı kredi genişlemesini telafi edebilecek önlemlerden biri olarak değerlendirilebilir.

Serkan Özcan	Baş Ekonomist	serkan.ozcan@vakifbank.com.tr	0312-455 70 87
Cem Erođlu	Kıdemli Ekonomist	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0312-455 84 80
Nazan Kılıç	Ekonomist	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0312-455 84 89
Bilge Özalp Türkarşlan	Ekonomist	bilge.ozalpturkarşlan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 88
Ümit Ünsal	Ekonomist	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0312-455 84 18
Zeynep Burcu Çevik	Ekonomist	zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Seda Meyveci	Ekonomist	seda.meyveci@vakifbank.com.tr	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0312-455 84 87
Selin Düz	Araştırmacı	selin.duz@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Naime Doğan	Araştırmacı	naime.dogan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 86
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0312-455 84 82
Elif Artman	Araştırmacı	elif.artman@vakifbank.com.tr	0312-455 84 90
Senem Güder	Araştırmacı	senem.guder@vakifbank.com.tr	0312-455 84 76
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 83

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