

İÇİNDEKİLER

❖ Yurtiçi Ekonomi Raporu

Dış Borç Stoku Risk Unsuru Olabilir mi?...

Türkiye ekonomisinin krizle kesintiye uğrasa da gösterdiği istikrarlı büyüme performansı ve kamu kesiminin sıkı maliye politikaları dış borç stokunun daha önceki döneme göre daha az riskli bir unsur olmasını sağlamıştır. Ancak krizin ardından yaşanan toparlanma sürecinde cari işlemler açığının yeniden yüksek boyutlara ulaşması ve bu soruna karşı Merkez Bankası'nın faiz indirimine gitmesinin TL'de değer kayıplarına neden olabilecek olması dış borç stokunu önemli kılmaktadır.

2010 yılsonu büyüme beklentimizi %8.5'e revize ediyoruz...

Aralık ayı sanayi üretim endeksinin beklentilerin üzerinde %16.9 açıklanması ile birlikte 2010 yılının son çeyreğinde sanayi üretim endeksi ortalama %12.1 büyümüştür. Sanayi üretim endeksindeki söz konusu güçlü büyüme paralelinde 2010 yılının son çeyreğinde büyüme oranının %7.6 oranında gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Böylece 2010 yılının tamamında ekonomi %8.5 büyüyecektir.

TCMB politika faiz oranını %6.25 seviyesinde sabit bıraktı...

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.

2011 Yılıın En Önemli Sorunlarından Biri İşsizlik: Türkiye-Dünya

Dünya ekonomisi 2007 yılının sonlarında başlayan krizin ardından 2009 yılında sert bir biçimde küçülürken istihdam piyasası da ciddi oranda daralmış, global anlamda işsizlik oranları yüksek seviyelere ulaşmıştır.

❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

Japonya'nın Not İndiriminin Ardından Sırada ABD mi Var?

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard and Poor's (S&P) geçtiğimiz günlerde G7 ülkeleri arasında bulunan Japonya'nın kredi notunu "AA"dan "AA-"ye düşürürken, görünümünü "durağan" olarak açıkladı. Yüksek kamu borç stoku nedeniyle politika esnekliğini iyice yitiren Japonya'nın not indirimi sırada ABD mi var endişelerini yeniden gündeme getirirken, bu raporda böyle bir şeyin yakın zamanda mümkün olup olamayacağı iki ülke arasındaki benzerlikler ve farklılıklar temelinde incelenmiştir.

Geçmiş Resesyon Deneyimleri Ve Gıda Fiyatları Bağlantısı Işığında Petrol Fiyatları

Son dönemde gerek yaşanan politik riskler gerekse büyüme beklentilerinin canlı olması, petrol fiyatlarında yukarı yönlü hareketleri desteklemiş, buna ek olarak 2011 yılına ilişkin fiyat beklentilerinin de artmasına neden olmuştur. Bu durum, özellikle enflasyon kaygılarının yükseldiği bir dönemde daha dikkat çekici bir hal almıştır. Bu çalışmada, petrol fiyatlarının seyrinin geçmiş resesyonlardaki rolüne ek olarak son günlerdeki bir diğer önemli tartışma konusu olan gıda fiyatlarının artışı üzerindeki etkisi ele alınmıştır.

Tüketici Harcamaları Düşen Kaldıraç Oranları ve Nakit Alımlar

ABD ekonomisinde sürükleyici niteliğe sahip olan özel sektör harcamalarının 2010 yılına ilişkin büyüme rakamlarında katkısının büyük olduğu görülmektedir. ABD, 4. çeyrekte %3.2, 2010 yılı genelinde ise %2.9 oranında büyümüş ve bu büyümede en dikkat çekici kalem tüketici harcamaları olmuştur.

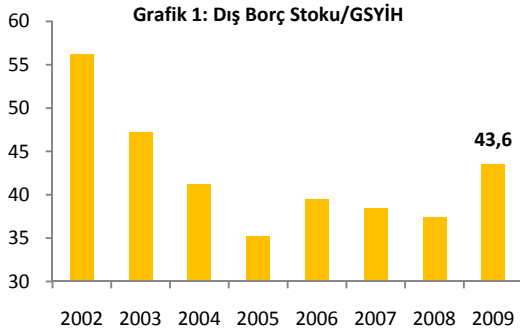
ABD'de Bütçe Tartışmaları ve Ekonomik Etkileri

Son dönemde ABD ekonomisi açısından önemli gündem maddesini oluşturan orta ve uzun vadeli bütçe tasarısı ABD ekonomisinin geleceğine ilişkin önemli ipuçları barındırmaktadır. Buna ek olarak, maliye politikaları üzerinde yaşanabilecek olası politik anlaşmazlıklar, ekonomi üzerindeki etkilerin farklı boyutlara ulaşmasına neden olabilecektir. Bu çalışmada, bütçe tasarısının temel noktaları incelenmiş, bir diğer gündem maddesi olan borçlanma limiti ile birlikte ekonomik etkileri incelenmiştir.

Dış Borç Stoku Risk Unsuru Olabilir mi?

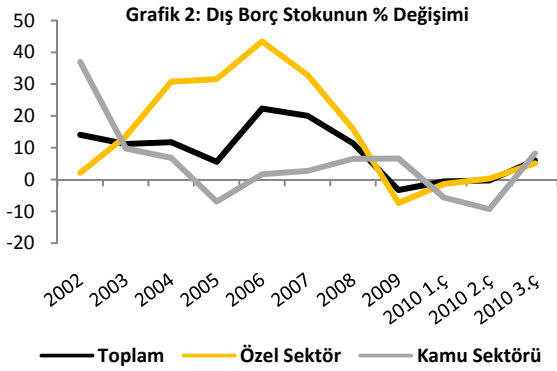
Kriz sonrası süreçte özellikle gelişmiş ülkelerin borç dengelerinde yaşanan bozulma en önemli makro ekonomik risk unsurlarından biri olarak göze çarpmaktadır. Bu konu kredi derecelendirme kararlarında başlıca kriterlerden biridir. Bu çerçevede, Türkiye ekonomisinin dış borç stokunun yüksek cari açığın devam ettiği bir ortamda yeniden ele alınması ve muhtemel risk unsurlarının ortaya konulması yararlı görülmektedir. Kriz öncesi dönemde ciddi ölçüde gerileyen dış borç stokunun GSYİH'ye oranı krizin ardından bir miktar yükselmiştir. Söz konusu oranın gelecekteki seyrini öngörebilmek için kurla ilişkisinin ortaya konulması önemli ipuçları sağlayabilecektir. Buna ek olarak Merkez Bankası'nın son politika uygulamalarının da dış borç stoku üzerinde çeşitli kanallarla yarattığı etkinin de bu aşamada tartışılması gerekmektedir.

Dış Borç Stoku Gelişimi



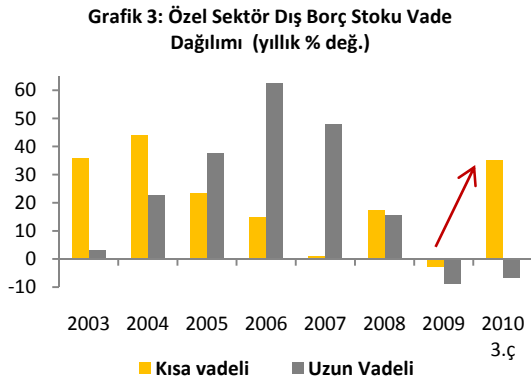
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Bir ülkenin genel kredibilitesinin ölçümünde kullanılan toplam dış borç stoku/GSYİH oranı Türkiye'de 2002 yılında %56 iken, 2002 yılından sonra uygulamaya konulan sıkı maliye politikaları ve yüksek büyüme performansı sonucu istikrarlı bir düşüş sürecine girmiştir. 2005 yılında %35 oranına gerileyen dış borç stoku/GSYİH oranı, 2006 yılında kurdaki artış sonucu geçici olarak yükselmiştir. İzleyen yıllarda düşüş eğilimini devam ettiren dış borç stoku/GSYİH oranı, 2009 yılında ise kriz döneminin etkileriyle %44 seviyesine ulaşmıştır.



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Türkiye'nin dış borç stokunun borçlular itibariyle dağılımına bakıldığında, 2010 yılının 3. çeyreği itibariyle 282.3 milyar dolar olan toplam dış borç stokunun, %32'si kamu kesimine, %4'ü merkez bankasına aitken %64 gibi önemli bir kısmının ise özel sektöre ait olduğu görülmektedir. 2006 yılından beri düşüş trendinde olan özel sektör dış borç stokunun 2009 yılından sonra yükselmeye başladığı görülürken, kamu sektörü dış borç stokunun ise 2010 yılının 2. çeyreğinden sonra sert şekilde arttığı dikkat çekmektedir. Dış Borç Stokuna vade itibariyle bakıldığında ise %76'sının uzun vadeli olduğu görülmektedir.

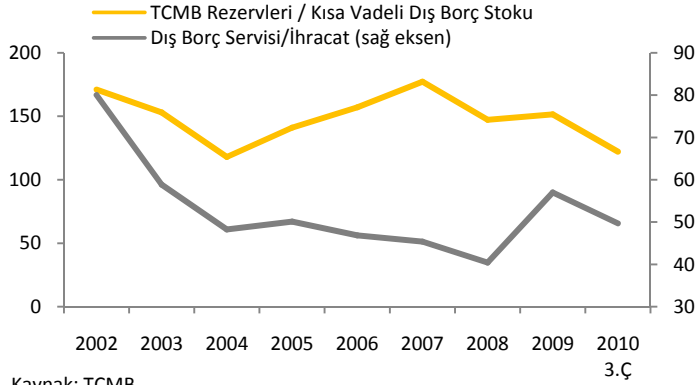


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Toplam dış borç stoku içinde en önemli paya sahip olan özel sektörün toplam dış borcunun %75'ini uzun vadeli borçlar oluştururken, söz konusu oranın 2005 yılından itibaren istikrarlı bir şekilde arttığı görülmektedir. Ancak Merkez Bankası tarafından da sıklıkla vurgulandığı gibi kısa vadeli dış fon kaynaklarının artışı ile özel sektörün dış borç stoku içinde uzun vadeli olanların payı %66'ya gerilemiştir. Özel sektörün kısa vadeli kaynaklara yönelmesi ile 2010 yılında kısa vadeli dış borç stoku bir önceki yıla göre %35 oranında artış göstermiştir.

Dış borç stokunun döviz kompozisyonuna bakıldığında ise dış borç stokunun %51'inin dolar, %35'inin euro ve %2'sinin de yen cinsi borçlardan oluştuğu görülmektedir. 2010 yılının 3. çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre euro cinsi borçlar %1 oranında azalırken, dolar cinsi borçlar %2,5 oranında artış göstermiş ve yen cinsi borçlarda ise %16.5 oranında oldukça yüksek bir artış gerçekleşmiştir.

Grafik 4: Dış borç stokunu karşılama gücüne ilişkin göstergeler



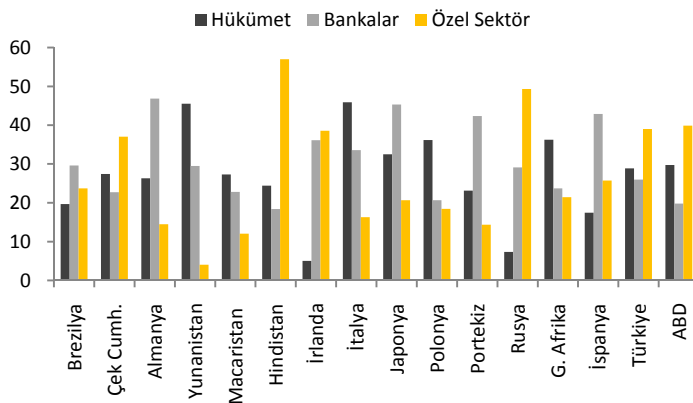
Kaynak: TCMB

Dış borç karşılama oranı olarak da değerlendirilebilen ve ülkenin ihracat gelirleriyle dış borçlarının ne kadarını ödeyebildiğini gösteren dış borç servisi/ihracat verisi ülkelerin dış borç ödeyebilme olanaklarına ilişkin önemli bir göstergedir. Son olarak %49.7 olarak açıklanan dış borç servisi/ihracat oranı ülkenin en önemli döviz kaynağı olan ihracat gelirlerinin yaklaşık yarısının dış borç ödemelerine aktarıldığını göstermektedir. Krizin ardından hızlı artış

gösteren ancak sonra bir miktar gerileyen söz konusu oranın düşüş trendini devam ettirememesi dış borç stoku üzerindeki riskleri arttırabilecektir. Buna ek olarak söz konusu durum yatırımları azaltmak suretiyle büyümeyi de olumsuz yönde etkileyebilecektir. Özel sektör dış borç stoku/ihracat oranına baktığımızda ise bu oranın %161.3 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Toplam dış borç stoku/ihracat oranının %160 düzeylerinde olması dahi yüksek olarak yorumlanırken, Türkiye'de sadece özel sektörün dış borç stokunun ihracata oranı bu limiti aşmaktadır. Özel sektör açısından bu borçlanma oranı risk oluşturabilecek düzeydedir. Dış borç stokunun sürdürülebilirliğine ilişkin bir diğer önemli gösterge de Merkez Bankası rezervlerinin kısa vadeli dış borç stokuna oranıdır. 2004 – 2007 döneminde yükselen oran Merkez Bankası rezervlerinin artış oranının kısa vadeli borç stokunun artış oranının altında kalması söz konusu oranın 2010 yılı itibarıyla %122 seviyelerine gerilemesine neden olmuştur.

Dünya genelinde özel sektörün dış borcunda kamuya oranla ciddi bir artış görülüyor

Grafik 5: Dış Borç Kalemlerinin Payları (2010 3. çeyrek, %)



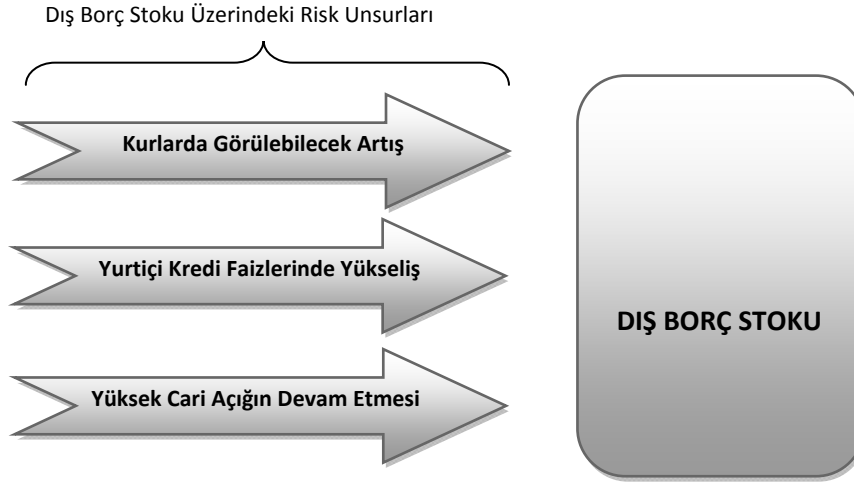
Kaynak: Dünya Bankası

Dış borçlar ülke bazında karşılaştırmalı olarak incelendiğinde ilk dikkati çeken küresel krizin etkisiyle kamunun dış borcunda gözlenen genel artıştır. Kriz öncesinde özellikle gelişmiş ülkelerde yüksek kaldıraç oranlarıyla faaliyette bulunan özel sektörün dış borcunun toplam dış borç stoku içindeki payının 2010'un üçüncü çeyreği itibarıyla 2007 yılına göre bir miktar gerilemekle beraber kriz öncesi seviyelerine yakın olduğu görülmektedir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerin kriz sonrası dönemde gelişmiş ülkelere göre nispeten hızlı büyüme

performansına sahip olmaları nedeniyle 2010'un üçüncü çeyreği itibarıyla özel sektörün dış borcunun toplam dış borç içindeki payı daha yüksektir. Bankaların dış borcunun toplam dış borç stoku içindeki payında da gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere kriz sonrasında farklı nedenlerle artış görülmektedir. Gelişmiş ülke bankaları için daha çok küresel finans krizinin yarattığı kırılganlıkların kaynak ihtiyacını artırması, gelişmekte olan ülkelere ise artan ekonomik faaliyet sonucu banka dış borçlarının payında artış yaşanmıştır.

Gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişlerinde kriz sonrasında yaşanan artışa paralel olarak özel sektör dış borçlarının da arttığı görülmektedir. Bu durum, Çin, Kore, Brezilya, Hindistan ve Rusya için daha çok istikrarlı ekonomik görünümün bir sonucu olarak değerlendirilmektedir. Türkiye'nin de bu grupta yer aldığı ve Türk firmaların kriz dönemine göre krediye ulaşma imkanının artmasının bu sonuçta etkili olduğu düşünülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler genelinde özel sektör dış borcundaki artış şu an için risk unsuru olarak görülmesi de mevcut trendin sürmesi halinde, gelişmiş ülkelerde toplam talebin kriz öncesine göre düşük olmasının da etkisiyle önümüzdeki dönemlerde kırılganlık yaratması beklenebilir.

Dış Borç Stoku Ve Temel Risk Unsurları



2002 yılından itibaren sıkı maliye politikalarının kamu sektörünün dış borç stokunu azaltması ve Türkiye ekonomisinin gösterdiği hızlı büyüme performansı ekonomiler için önemli bir kırılganlık göstergesi olan dış borç stokunun GSYİH'ye oranının düşüş eğilimine girmesini sağlamıştır. Ancak söz konusu dönemde reel sektörün dış borç stokunda artışın devam ettiği görülmektedir. Ekonominin büyüme performansı için kritik öneme sahip sektörler için risk unsuru oluşturabilecek dış borç stoku hem dışsal faktörlerden etkilenmekte hem de farklı alanlarda etkiler bırakabilmektedir. Özellikle piyasa koşullarında bir bozulma yaşanması borcun çevrilmesi üzerinde olumsuz etkiler yaratabilecektir. Buna ek olarak, döviz kurlarında görülecek artışlar yeni bir borçlanma olmasa dahi borç stokunun TL karşılığının artmasına yol açabilecektir. Özellikle, TL geliri elde edip döviz cinsi geri ödeme yapan firmalar açısından sorun yaratabilecektir. Bu çerçevede, Merkez Bankası'nın artan cari işlemler açığını yavaşlatmak amacıyla politika faiz oranlarında indirim giderek TL'nin değer kaybetmesini sağlaması, dış borç stokunun gelecekte izleyeceği yol açısından da ele alınmalıdır. Yaptığımız ekonometrik analizde döviz kurlarında %1'lik artışın dış borç stokunda %0,8'lik bir artışa neden olduğu görülmektedir. Buna ek olarak, söz konusu iki değişken arasında %72'lik yüksek bir korelasyon karşımıza çıkmaktadır.

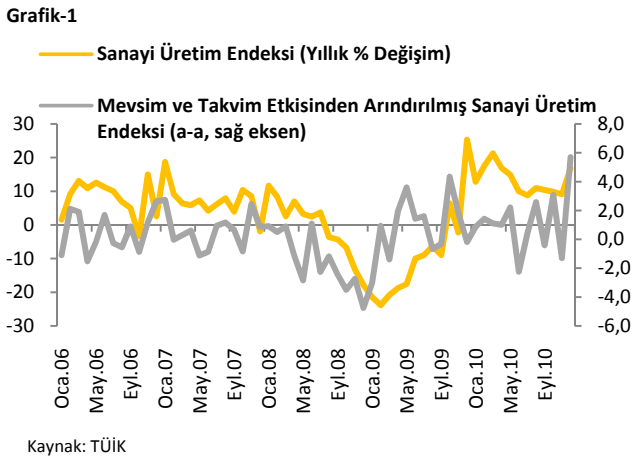
Kurların dış borç stoku üzerindeki etkisine ek olarak, Merkez Bankası'nın zorunlu karşılık oranlarında yaptığı son artırımlar yurtiçi kredi faizlerinin yükselmesine neden olarak, firmalar kesiminin dış kaynak kullanımına daha fazla yönelmesine neden olabilecektir. Ancak, artan enflasyon endişeleri ile yurtdışı faizlerin de yükselmesi reel sektör için alternatif fon kaynağının maliyetinin de yükselmesine neden olabilecektir.

Sonuç olarak, Türkiye ekonomisinin krizle kesintiye uğrasa da, gösterdiği istikrarlı büyüme performansı ve kamu kesiminin sıkı maliye politikaları dış borç stokunun daha önceki döneme göre daha az riskli bir unsur olmasını sağlamıştır. Bu süreçte, dış borç stokunun GSYİH'ye oranı Avrupa Para birliği için belirlenen kriterlerin altına inerken, birçok gelişmiş ülkeden daha sağlam görüntü çizmektedir. Dış borç stoku göstergelerinin değiştiği süreçte bir takım yapısal değişiklikler de gözlemlenmiştir. Kamu kesiminin artan tasarruf eğilimi ile cari açık içindeki payı düşerken, özellikle firmalar kesiminin ithalat kanallı büyüme süreci cari açığın reel sektör tasarruf açığından kaynaklanmasına neden olmuştur. Bu süreç dış borç stoku içinde özel sektörün payının da artmasına neden olmuştur. Krizin ardından yaşanan toparlanma sürecinde cari işlemler açığının yeniden yüksek boyutlara ulaşması ve bu soruna karşı Merkez Bankası'nın faiz indirimine gitmesinin TL'de değer kayıplarına neden

olabilecek olması dış borç stokunu önemli kılmaktadır. Yaptığımız analizler beklentilerimize paralel olarak, kurla dış borç stoku arasındaki ilişkinin yüksek olduğunu gösterirken, kurdaki olası sert yükselişler stokun yeniden yükselmesine neden olabilecektir. Her ne kadar TL'nin değer kaybetmesinin ihracat üzerinde olumlu etki yaratması beklense de, ihracatın ithalata bağımlılığı dikkate alındığında, söz konusu etkinin uzun süreye yayılması mümkün olabilecektir. Ancak kur artışlarının borç stoku üzerindeki olumsuz etkileri daha kısa sürede karşımıza çıkabilecektir. Özellikle, TL gelir elde eden firmaların dış borç servislerinde zorlanmaları söz konusu olabilecektir.

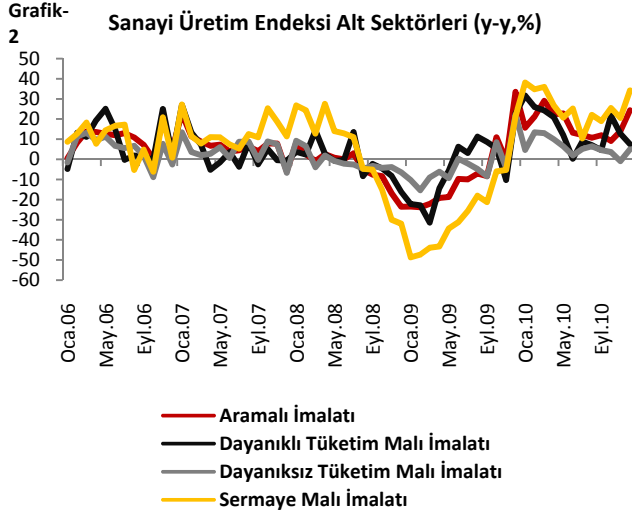
2010 yılsonu büyüme beklentimizi %8.5'e revize ediyoruz...

Aralık ayı sanayi üretim endeksinin beklentilerin üzerinde %16.9 açıklanması ile birlikte 2010 yılının son çeyreğinde sanayi üretim endeksi ortalama %12.1 büyümüştür. Sanayi üretim endeksindeki söz konusu güçlü büyüme paralelinde 2010 yılının son çeyreğinde büyüme oranının %7.6 oranında gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Böylece 2010 yılının tamamında ekonomi %8.5 büyüyecektir. Sanayi üretim endeksinin büyümeye dair güçlü bir öncül veri olduğu değerlendirildiğinde, endeksin önümüzdeki dönemde nasıl bir seyir izleyeceği önemli bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle son dönemde TCMB'nin uyguladığı karışık para politikalarının Türkiye büyüme dinamiklerine nasıl yansıtacağı tartışılan bir konuyken, raporumuzda 2010 yılında büyümede izlenen güçlü performansın 2011 yılında devam edip etmeyeceği sorusu tartışılacaktır ve yılın ilk çeyreğine ilişkin açıklanan öncül veriler değerlendirilecektir.



Dünya ekonomisinde tedirginlikler devam ederken, Türkiye ekonomisinde açıklanan güçlü ekonomik verilerin yanı sıra, sanayi üretiminin olumlu seyri 2010 yılsonu büyüme rakamlarının beklenenden güçlü olacağı yönünde sinyaller vermektedir. Sanayi üretim endeksi, Aralık ayında, 2009 yılının aynı ayına göre, %9.0 olan beklentimizin ve %11.0 olan piyasa beklentisinin çok üzerinde %16.9 oranında artarak 136.4 düzeyine yükselmiştir. Bir önceki aya göre ise endekste %16.8 oranında artış yaşanmıştır. Böylece sanayi üretim endeksi 2010 yılında yıllık bazda ortalama %13.1 oranında güçlü bir performans

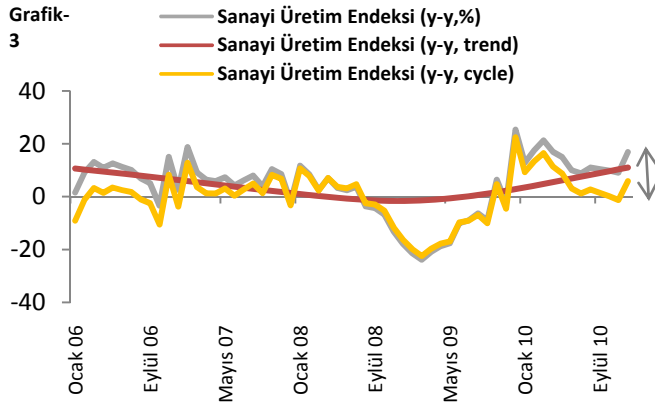
sergilemiştir. Endekste yıllık bazda yaşanan artışta olumlu baz etkisi rol oynarken, aylık bazda yaşanan artışta ise Aralık ayında ihracat rakamlarındaki hızlı artış ile bayram ardından çalışma günü sayısının normale dönmesi etkili olmuştur. Aylık bazdaki artışın yanı sıra, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi de bir önceki aya göre %5.7 artış göstermiştir. Bu oran, bu senenin en yüksek artış oranına işaret etmektedir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksindeki artış sanayi sektöründeki büyümenin devam ettiğini göstermektedir.



Kaynak: TÜİK

Sanayi Üretim Endeksi alt gruplar halinde incelendiğinde, 2010 yılı Aralık ayında 2009 yılı aynı ayına göre, hemen hemen tüm sektörlerde yaşanan artışın devam ettiği görülmektedir. Özellikle sermaye malı imalatında yaşanan %34.2 oranındaki güçlü artış üretiminin sürdürülebilmesi açısından olumlu bir tablo çizmektedir. Diğer yandan ara malı imalatı bir önceki yıla göre %24.4 oranında, dayanıklı mal imalatı ise %7.5 oranında artmıştır. Ara malı ve yatırım malı üretiminin artmasının Aralık ayı sanayi üretim endeksindeki yükselişte etkili olduğu görülmekte ve bu veriler ekonomik canlanmanın devam ettiğini göstermektedir.

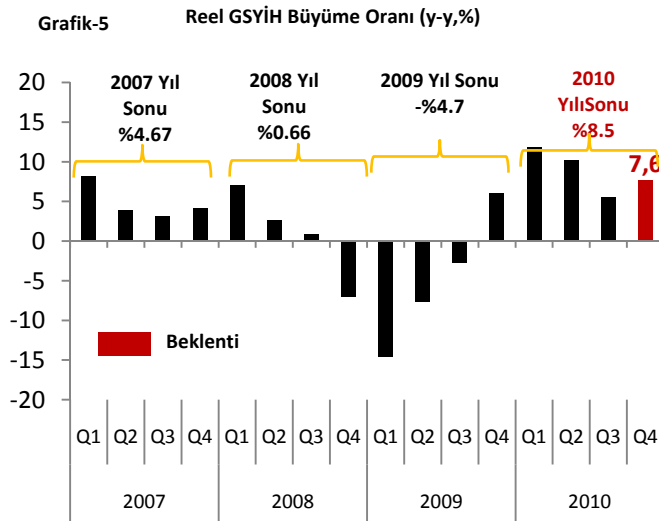
Aralık ayında imalat sektörü sanayi üretim endeksi ise 2010 yılının başında olumlu baz etkisi ile yakalanan rakamlara yakın %18.9 oranında artmıştır. Üçer aylık ortalama değerleri incelendiğinde ise imalat sanayinde %13.4 ile sert artış dikkat çekmektedir. İmalat sanayindeki olumlu performansa karşın, kapasite kullanım oranının kriz öncesi seviyelerin altında seyretmeye devam etmesi sektördeki kapasite kullanımına ilişkin tablonun olumsuz olduğuna işaret etmektedir.



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Sanayi üretim endeksinin yıllık bazda artış oranı mevsimsellikten arındırıldıktan sonra HP filtreleme veya ayırıştırma tekniği kullanılarak trend ve konjonktür (cycle) kısımlarına ayırıştırıldığında, 2010 yılının sonlarına doğru ayırıştırılmış pozitif trend serisi endekste hızlı büyümeyi göstermektedir. Ayırıştırılmış konjonktür serisine bakıldığında ise, 2010 yılının başından itibaren yaşanan ayrışma dikkat çekmektedir. Konjonktürel seri ile orijinal seri arasındaki farkın açılması sanayi üretim endeksinin Aralık ayında yaşadığı beklentilerin üzerinde gelen %16.9

seviyesindeki artışın bir göstergesidir. Tüm bu gelişmeler ışığında, %8.0 olan 2010 yıl sonu büyüme beklentimizi yükseltmemiz gerekliliği doğmuştur.



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Aralık ayı sanayi üretim endeksinin beklentilerin üzerinde %16.9 açıklanması ile birlikte 2010 yılının son çeyreğinde sanayi üretim endeksi ortalama %12.1 büyümüştür. Söz konusu güçlü büyüme 2010 yılının son çeyreğinde büyüme oranında da olumlu bir performans yaşanacağına işaret etmektedir. 2010 yılının son çeyreğinde büyüme oranını tahmin etmek amacıyla kurduğumuz ekonometrik modelimizin sonuçları ışığında, son çeyrekte ekonominin %7.6 oranında büyümesini bekliyoruz. Böylece 2010 yılının

tamamında ekonomi %8.5 büyüyecektir. 2010 yılının son çeyreğinde dış ticaretin bir önceki yılın aynı çeyreğine göre artış hızının sertleşmesi dış ticaretin büyümeye negatif katkısının artacağına işaret etmesine karşın, özellikle son çeyrekte öncül iç talep göstergelerindeki hızlı artışlar söz konusu negatif etkiyi karşılayabilecektir. Bankacılık sektörünün kredi büyümesi hızlanırken, bu durum yurtdışı ekonomideki canlanmanın da bir göstergesi niteliğindedir. 2010 yılının son çeyreğinde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksinin bir önceki çeyreğe göre %8.7 oranı ile krizden sonra en yüksek artışı yaşamış olması güçlü büyüme beklentimizi desteklemektedir. Ancak söz konusu güçlü performansın 2011 yılında devam ettirilemeyeceği konusunda riskler bulunmaktadır.

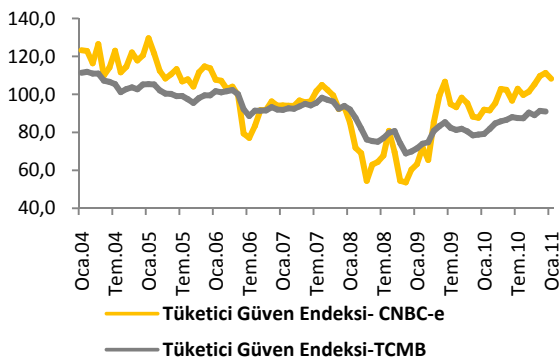
2010 yılında yıllık bazda ortalama %13.1 oranında güçlü bir büyüme performansı sergileyen sanayi üretim endeksinin büyümeye dair güçlü bir öncül veri olduğu değerlendirildiğinde, endeksin önümüzdeki dönemde nasıl bir seyir izleyeceği önemli bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle son dönemde TCMB'nin uyguladığı karışık para politikalarının Türkiye büyüme dinamiklerine nasıl yansıtacağı tartışılan bir konuyken, raporumuzun bundan sonraki bölümünde 2010 yılında büyümede izlenen güçlü performansın 2011 yılında devam edip etmeyeceği sorusu tartışılacaktır ve yılın ilk çeyreğine ilişkin açıklanan öncül veriler değerlendirilecektir.

- 2011 Yılı İçin Öncül Göstergeler ve Beklentiler

TCMB, son dönemde kısa vadeli faizlerle birlikte likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif araçları da kullanıldığı bir politika karışımı ile finansal istikrara yönelik önlemler almıştır. Bu kapsamda politika faiz oranlarının düşürülmesi genişleyici bir politika iken, zorunlu karşılık oranlarındaki artış sıkılaştırıcı bir politika olarak dikkat çekmektedir. Dolayısıyla yeni politika çerçevesinde alınan ve alınması öngörülen tedbirlerin 2011 yılı içinde büyüme üzerindeki net etkisinin ne olacağı önemli bir soru olarak görülmektedir. TCMB yayınladığı Enflasyon Raporu'nda uyguladığı politikanın net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olduğunu vurgularken, diğer bir ifade ile zorunlu karşılıkların ağırlıklı ortalamasının artırılması yoluyla gerçekleşen parasal sıkılaştırmanın faiz indirimlerinin genişletici etkisini ters yönde fazlasıyla telafi edebileceğini belirtmiştir. Bu kapsamda parasal sıkılaştırma son dönemde güçlü giden yurtdışı talebi zayıflatarak büyüme hızını bir miktar yavaşlatabilecektir. Bununla birlikte, uygulanan para politikası bileşiminin etkisinin boyutu ve zamanlaması, para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelere bağlı olarak farklılaşabileceken, önümüzdeki dönemde gelen verilerin takip edilmesi gerekmektedir. Yılın ilk çeyreğine ilişkin öncül veriler değerlendirildiğinde ise büyümenin ilk çeyrekte yavaşlayabileceği söylenebilir.

1-İç Talep Göstergeleri

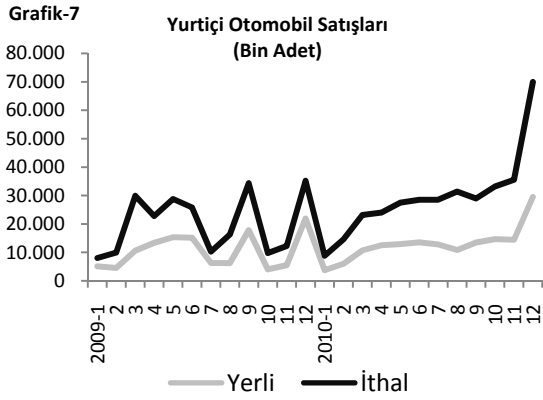
Grafik-6



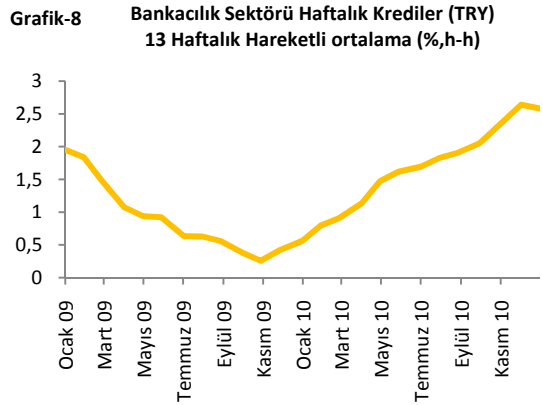
Kaynak: TCMB, CNBC-e

önümüzdeki aylarda da devam etmesi mümkün olabilir. Bu durum yurtdışı talebe ilişkin görünümün bir miktar bozulduğuna işaret etmektedir.

Son dönemde açıklanan üretim ve ithalat verileri yurt iç talepteki toparlanmanın son çeyrekte hızlandığına işaret ederken, söz konusu artışın gelen öncül veriler ışığında 2011 yılında yavaşlayabileceği görülmektedir. Özellikle açıklanan CNBC-e Tüketici Güven Endeksinin bir önceki aya göre %5.3 düşüş göstererek 108.28 düzeyine gerilemesi iç talebin Ocak ayında hız kaybettiği sinyalini vermektedir. Döviz kurları ile tüketici güveni arasında güçlü bir ilişki olduğunu dikkate alındığında, endeksteki düşüşte son dönemde TL'de yaşanan değer kaybının önemli payı olduğu söylenebileceken, endekste yaşanan düşüşün



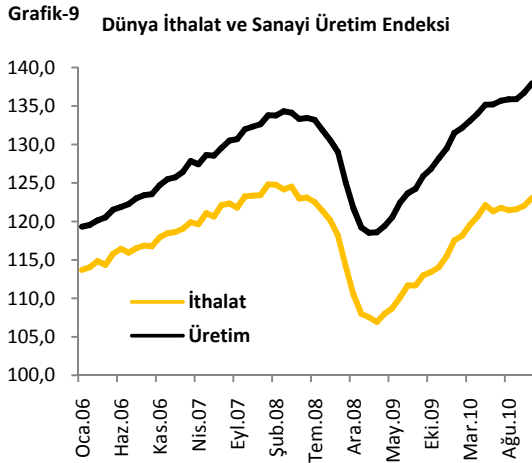
Kaynak: TCMB, CNBC-e



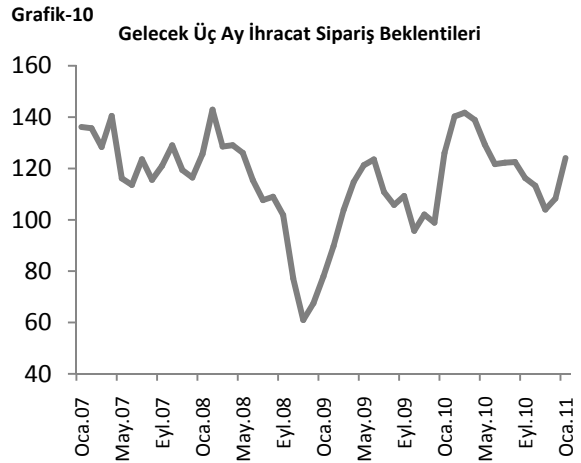
Kaynak: BDDK

Aralık ayında otomobil satışlarının rekor seviyelere yükselmesi yine yılın son çeyreğinde yurtiçi talepteki toparlanma beklentilerini desteklerken, alınan ve net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olacağı öngörülen politika tedbirlerinin önümüzdeki dönemde kredi kullanımını ve yurt içi talebin toparlanma hızını sınırlayacağı tahmin edilmektedir. Dolayısıyla Grafik-8’de izlenen kredilerdeki düşüş hızı yine yurtiçi talebe ilişkin risklere işaret etmektedir.

2-Dış Talep Göstergeleri

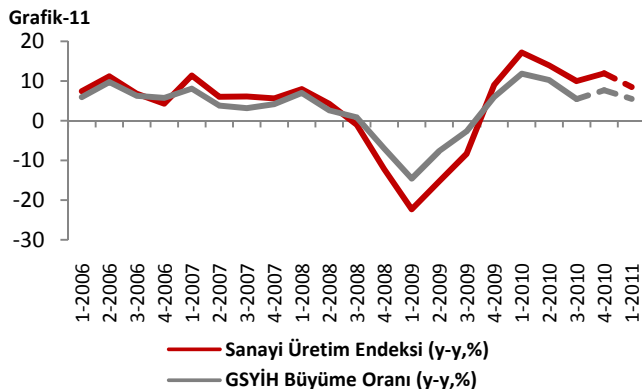


Kaynak: CBP Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis



Kaynak: TCMB

İç talep göstergeleri 2011 yılı ilk çeyreğine ilişkin olumlu bir tablo çizmezken, dış talep göstergelerinde toparlanmanın kademeli ve yavaş olacağı görülmektedir. 2010 yılının üçüncü çeyreğinde yavaşlayan küresel büyüme eğiliminin yılın dördüncü çeyreğinde bir miktar toparlandığı izlenirken (Bkz. Grafik-9), önümüzdeki döneme ilişkin beklentilerde olumlu bir seyir izlenmekle birlikte kriz öncesi seviyelerin altında yer alan ihracat sipariş beklentilerinde belirgin bir ivmelenme görülmemektedir (Bkz Grafik-10).



Kaynak: TCMB, Vakıfbank

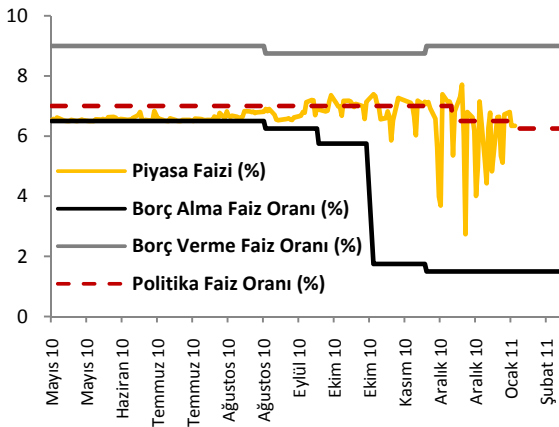
Tüm bu gelişmeler ışığında, 2011 yılı ilk çeyreğinde büyümenin devam edeceğini fakat yılın son çeyreğindeki performansının altında bir artış yaşayacağını düşünüyoruz. Büyümenin öncül verisi olan sanayi üretim endeksi için oluşturduğumuz model kapsamında yılın ilk çeyreğinde olumlu bazın devam etmesiyle

sanayi üretim endeksindeki artışın sürmesi mümkün olabilir. Fakat artış hızının bir miktar yavaşlaması mümkün olabilir. Özellikle TCMB'nin son dönemde aldığı ve net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olacağı öngörülen politika tedbirlerinin önümüzdeki dönemde kredi kullanımını ve yurt içi talebin toparlanma hızını sınırlaması bu beklentileri güçlendirmektedir. Açıklanan veriler ışığında hazırladığımız model çerçevesinde sanayi üretim endeksinin yılın ilk çeyreğinde ortalama %8.5 oranında artacağını buna paralel olarak birinci çeyrek büyümenin %5.5 seviyelerinde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.

TCMB politika faiz oranını %6.25 seviyesinde sabit bıraktı...

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 düşük politika faizi, geniş faiz koridoru ve yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan bir politika izlerken, son faiz kararında ise aldığı önlemlerin etkilerini bekleyip görmek için politika faiz oranlarını sabit bırakmıştır. Bu çalışmada, Şubat ayında beklentiler doğrultusunda gelen TCMB'nin bu kararı ile önümüzdeki dönemde TCMB'nin olası politika duruşu incelenmiştir.

Grafik-1



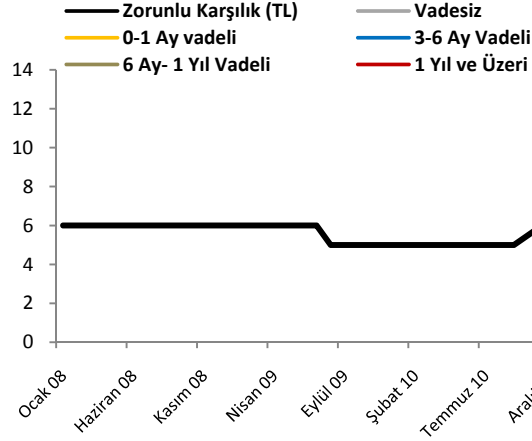
Kaynak: TCMB, Reuters
sabit bırakılmıştır.

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) 15 Şubat 2011 tarihinde yaptığı toplantıda politika faizi olan bir hafta vadeli repo faiz oranını, piyasa beklentilerine paralel olarak %6.25 seviyesinde sabit bırakmıştır. Likidite koridoru çerçevesinde ise bir önceki toplantıda olduğu gibi TCMB borçlanma faiz oranını %1.50 seviyesinde, borç verme faiz oranını %9 seviyesinde sabit bırakmıştır. Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı ise %8 seviyesinde sabit tutulmuştur. Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde, Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16.00–17.00 arası gecelik vadede uygulanan TCMB borçlanma faiz oranı %0 düzeyinde, borç verme faiz oranı %12 seviyesinde

Son PPK toplantı kararında, son dönemdeki iktisadi faaliyetlere dair açıklanan verilerin Ocak 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 yakın dönemde bir miktar hızlanmakla birlikte görece olarak zayıf seyrettiği söylenmiştir. İstihdam koşullarında ise iyileşmenin sürdüğü ancak işsizlik oranlarının hala yüksek seviyelerde olduğuna dikkat çekilmiştir. Bu kapsamda, yıllık enflasyonun Şubat ayında düşüş gösterdikten sonra, ikinci çeyrekte itibaren dalgalı bir seyir izleyerek yıl sonunda Ocak Enflasyon Raporu'ndaki tahmine yakın bir düzeyde gerçekleşebileceği belirtilmiştir.

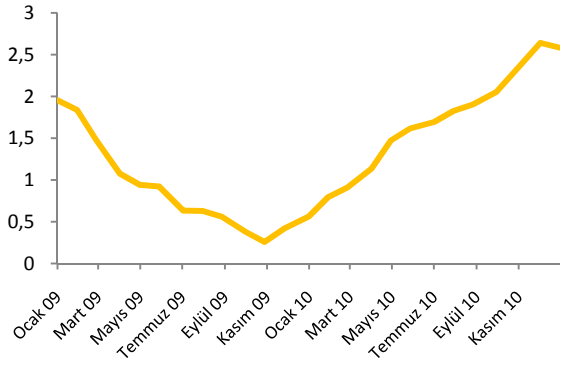
PPK toplantı kararında ayrıca, TCMB'nin Kasım ayından bu yana aldığı tedbirlerin özellikle ithalat talebindeki yavaşlama kanalıyla toplam talebin bileşimini dengeleyerek makro finansal riskleri azalttığı vurgulanmıştır. Bunun yanı sıra, alınan parasal sıkılaştırma kararlarının enflasyon üzerindeki iç talep kaynaklı baskıları sınırlayacağına ve enerji ile diğer emtia fiyatlarında gözlenen hızlı artışların enflasyon üzerinde arz yönlü ilave bir risk unsuru teşkil ettiğine dikkat çekilmiştir.

Grafik-2



Kaynak: TCMB

Grafik-3 Bankacılık Sektörü Haftalık Krediler (TRY)
13 Haftalık Hareketli Ortalama (%h-h)



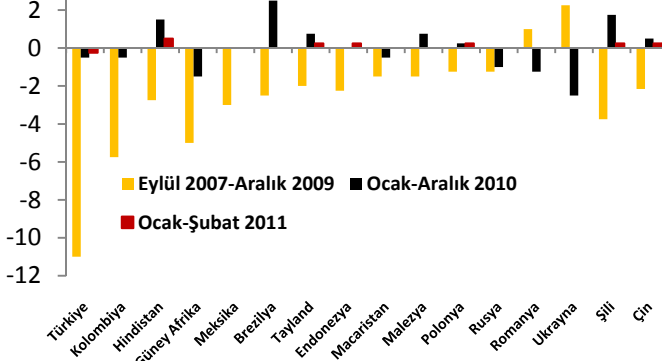
Kaynak: BDDK

Aralık ayından beri zorunlu karşılık oranlarını yükselten TCMB, uyguladığı politikaların krediler üzerindeki etkisini tam olarak görebilmek için zorunlu karşılık oranlarını değiştirmemiştir.

Son günlerde gerek ekonomi gerekse finansal piyasalar açısından Merkez Bankası'nın para politikasına yönelik attığı adımlar dikkat çekici bir gelişme olarak göze çaparken, raporumuzun bundan sonraki bölümünde TCMB'nin önümüzdeki dönemde nasıl bir politika izleyebileceği incelenecektir. Özellikle TCMB'nin faiz indirimlerine neden ara verdiği ve önümüzdeki dönemde devam edip etmemesi sorusu üç başlık altında değerlendirilerek, faiz kararının piyasalar üzerindeki etkisi incelenecektir.

1- Birçok GOÜ'nün faiz artırımına devam edeceği beklentileri...

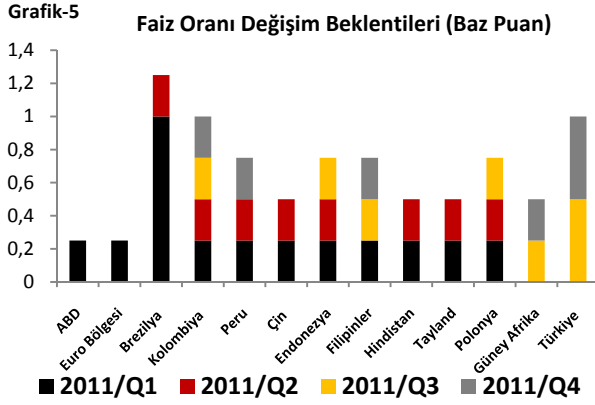
Grafik-4 Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler



Kaynak: Reuters

olmaktadır. Bu çerçevede, 2011 yılı başından itibaren pek çok GOÜ'nün enflasyonist baskılardan korunmak için faiz artırımına gittiği bir ortamda, TCMB'nin geçmiş iki PPK toplantısında faiz indirimine gitmesi, piyasalar tarafından sürpriz bir gelişme olarak karşılanmıştır. Merkez Bankası'nın ne yapacağına ilişkin belirsizlikler ve yeni bir faiz indirimi kaygısı ise yabancı yatırımcıların endişelenmesine neden olmuştur.

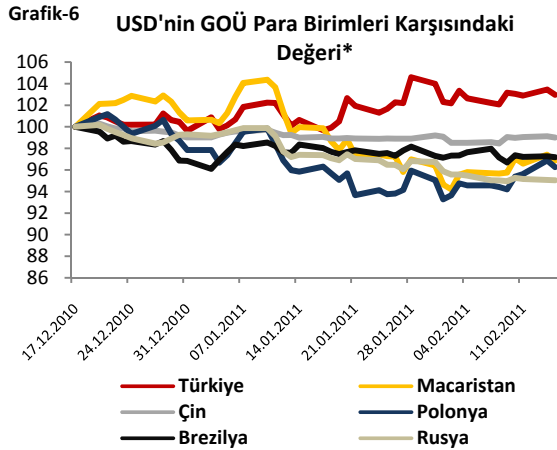
Krizin ardından gelişmiş ülkelerde (GÜ) genişletici para politikaları uygulanmaya devam ederken, GÜ'lere kıyasla daha hızlı toparlanan ve buna bağlı olarak da enflasyonist kaygıların giderek arttığı gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) sıkılaştırıcı para politikalarının uygulanmaya başlanmasıyla, bu ülkelere giren sermaye akımlarında artış yaşanmıştır. Söz konusu sermaye akımlarının geçmiş dönemlerin aksine daha çok portföy ağırlıklı gerçekleşmesi, ekonomilerde aşırı ısınma, aşırı borçlanma ve varlık balonları oluşması riskine neden



Kaynak: Bloomberg

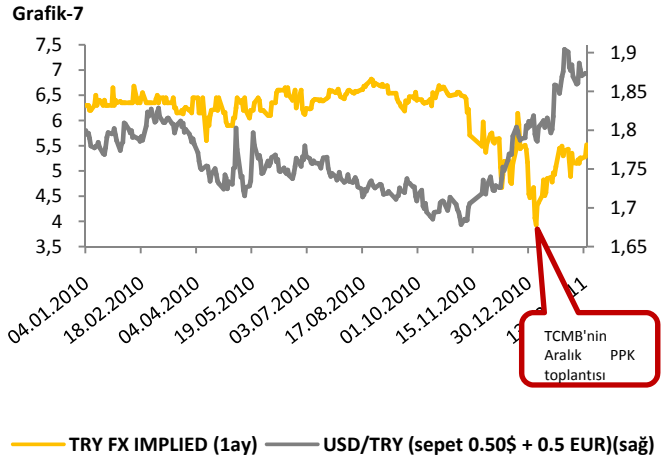
gıda fiyatlarında yaşanan artışa bağlı olarak yükselen enflasyonist kaygıları tetikleyerek, GOÜ'lere yönelik risk algılamasını artırmıştır. Bu çerçevede, gelişmekte olan piyasalara giren sıcak para akışının yavaşladığı bir dönemde, Merkez Bankası, son toplantıda faiz indirmeyerek bir sonraki toplantıya kadar "bekle-gör" stratejisine geçmeyi tercih etmiştir. TCMB'nin "bekle ve gör" stratejisine geçmesinin bir diğer nedeni de, GOÜ'lerin 2010 yılında faiz artırımlarına başlamasıyla, Türkiye ve bu ülkeler arasındaki farkın kapanmaya başlaması, hatta Türkiye'nin faizlerinin pek çok ülkenin gerisinde kalmaya başlamasıdır. Bu durumun önümüzdeki dönemde faiz indirimi konusunda TCMB'nin elini zorlaştırması beklenmektedir.

2- Son dönemde kurda yaşanan sert hareketler



* 17.12.2010=100 olarak endekslenmiştir.

Kaynak: Reuters



Kaynak: Bloomberg

TCMB Aralık ve Ocak aylarında gerçekleştirdiği 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. 2011 yılı başından itibaren birçok GOÜ'nün, enflasyonist baskılardan korunmak için faiz artırımına gittiği bir ortamda, TCMB'nin son iki PPK toplantısında faiz indirimine gitmesi piyasalar tarafından sıra dışı olarak değerlendirilirken, bu durum yukarıdaki Grafik 7'de görüldüğü gibi diğer GOÜ para birimlerine nazaran TL'nin global piyasalarda değer kaybetmesine yol açmıştır. Faiz indirimi ardından kurda izlenen yukarı yönlü hareket TCMB'nin amacına paralel bir görüntü çizerken, TL'de yaşanan değer kaybının hızlı ve yüksek volatiliteli olması (Bkz. Grafik-8), TCMB'nin Şubat ayında faizleri sabit bırakmasında etkili olmuştur. Ayrıca yapılan yazılı açıklamada belirtildiği gibi başta petrol ve emtia fiyatlarında görülen artışın, kurdaki değer kaybıyla beraber önümüzdeki dönemde enflasyonist baskıları arttırabileceği endişeleri de TCMB'nin faizleri sabit bırakmasında etkili olmuştur.

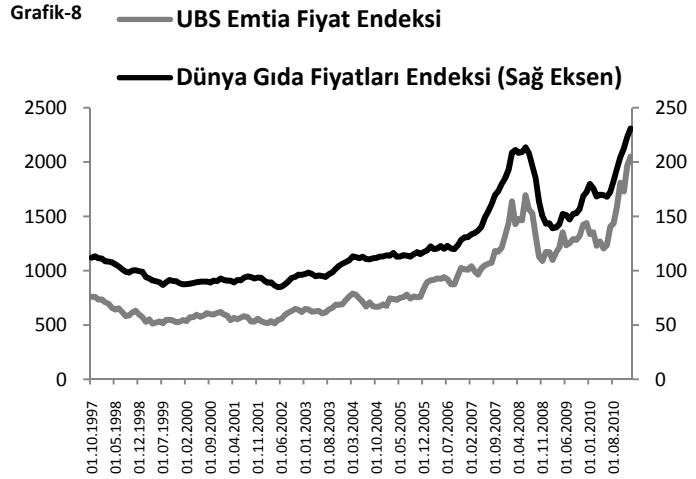
3- Son dönemde artan enflasyonist baskılar

Tablo-1

TÜFE üzerinde Emtia ve Kurun Önemi			
P(TÜFE= ↑) *	>0.5	<0.5	>0.5
Kur	↑	↓	↑
Gıda	↑	↑	↓
Emtia	↑	↑	↓

*Kur, gıda ve petrol fiyatlarındaki değişim biliniyorken, TÜFE'nin artış olasılığı-Koşullu Olasılık

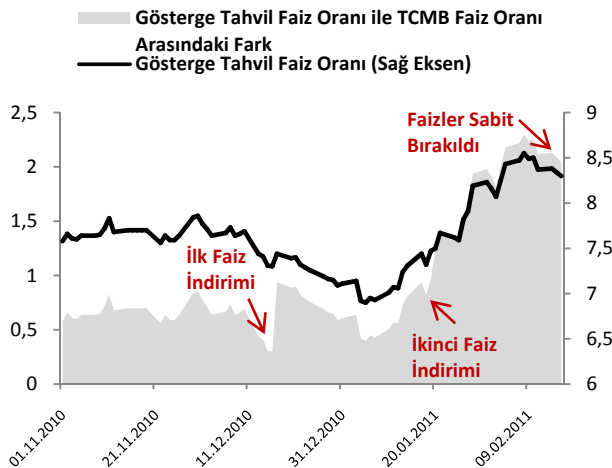
Grafik-8



Kaynak: Bloomberg

Kaynak: Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar
Kurda yaşanan yükselişlerle birlikte, son dönemde başta petrol ve gıda olmak üzere emtia fiyatlarında yaşanan sert artış, önümüzdeki dönemde enflasyonist baskıların artabileceğine işaret etmektedir. Açıklanan rakamlarda işsizlik oranındaki düşüş ile sanayi üretimindeki toparlanmanın büyümeye yönelik beklentileri güçlendirerek talep yönlü enflasyon baskısına işaret etmesine karşın, net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olacağı düşünülen Merkez Bankası'nın son dönemde aldığı önlemlerle, talep kaynaklı enflasyonun sınırlı olması beklenmektedir. Buna karşın önümüzdeki dönemde maliyet kaynaklı (arz şoku) risklerin enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı yapması ihtimali bulunmaktadır. Maliyet enflasyonu üzerinde en etkili faktörler ise emtia fiyatları ve döviz kurları olacaktır. Türkiye'nin üretiminde ithal ara malı payının yüksek olması, emtia ve ithal malların fiyatlarında oluşabilecek artışlar enflasyonist baskı yaratmaktadır. Yukarıdaki Tablo-1 incelendiğinde, TÜFE'deki artışların emtia, gıda ve kur artışlarından etkilendiği görülmektedir. Tabloda dikkat çeken unsur ise TÜFE'deki artışın emtia ve gıda endekslerindeki artıştan çok kurdan etkilenmesidir. Emtia ve gıda endeksi düşerken kurun artması durumunda TÜFE enflasyonunun artmaya devam ettiği izlenirken, emtia ve gıda endeksinin artmaya devam ettiği dönemde kurun düşmesi durumunda ise enflasyonun yükselme olasılığının daha düşük olduğu görülmektedir. Hatırlanacağı üzere dünyada yaşanan finansal kriz öncesi başta petrol olmak üzere birçok emtianın fiyatları hızla artmıştı. Örneğin 2004 yılı başında 30 dolar olan petrolün varil fiyatı 2008 Haziran'ında 150 dolara kadar yükselmişti. Aynı şekilde bir çok emtianın fiyatında da yükselişler görülmesine karşın, Türkiye'de enflasyonun aynı dönemde düştüğü görülmüştü. Bu durumun en önemli nedenlerinden birisi Türkiye'nin görece yüksek reel faize sahip olması, dolayısıyla Türk Lirası'nın özellikle Dolar karşısında değer kazanması olmuştur. Şimdiki durumda ise TCMB'nin faiz indirimleriyle birlikte TL'nin değer kaybettiği bir ortamda artan emtia fiyatlarının enflasyonist baskıları artıracağı görülmektedir. Bu durum TCMB'nin önümüzdeki dönemde daha fazla faiz indiremeyebileceğine işaret etmektedir.

Grafik-9



Kaynak: Bloomberg, TCMB

TCMB'nin Aralık ve Ocak aylarında yaptığı faiz indirimlerinin ardından gösterge tahvile satış geldiği ve tahvil getirisinin yükseldiği görülmüştür. Gösterge tahvil getirisiyle TCMB politika faiz oranı arasındaki fark ise, faiz indirim kararlarının ardından sert şekilde yükselmiştir. TCMB'nin 15 Şubat tarihindeki son PPK toplantısında ise politika faiz oranını sabit bıraktığını açıklamasının ardından gösterge tahvilin getirisinde aşağı yönlü bir hareket görülmüş ve gösterge tahvil getirisi ile politika faizi arasındaki fark da azalmıştır. Bu durum

politika faiz oranlarının sabit bırakılmasının piyasa tarafından olumlu karşılandığını göstermektedir. Ancak, önümüzdeki dönemde TCMB'nin faiz kararlarında nasıl bir yön izleyeceğine dair piyasada oluşacak beklentiler ve Türkiye'de olası enflasyon risklerinden dolayı bu düşüş devam etmeyebilir ve tahvil getirisinde yeniden yukarı yönlü hareketler görülebilir. TCMB'nin Aralık ve Ocak aylarında faiz indirimlerine gitmesinin piyasalar üzerinde yarattığı olumsuz baskıların son kararda faizlerin sabit bırakılması nedeniyle bir miktar zayıfladığı görülse de, önümüzdeki dönemde özellikle GÜ'lere yönelik beklentilerin toparlandığı bir ortamda söz konusu baskıların yeniden yükselmesi mümkün olabilir.

Sonuç olarak, TCMB'nin önümüzdeki günlerde **"bekle gör politikasına"** bir süre daha devam etmesini bekliyoruz. Yukarıda belirttiğimiz nedenler ile önümüzdeki dönemde manşet ve çekirdek enflasyon oranlarında olumlu bazı zayıflaması ile yükselişlerin başlayacağı değerlendirildiğinde, TCMB'nin faiz oranlarını daha fazla indiremeyeceğini düşünüyoruz. TCMB'nin faiz artırımlarına yılın üçüncü çeyreğinde başlayacağı beklentimize paralel olarak önümüzdeki dönemde zorunlu karşılıklardaki artışlar ise devam edebilir.

2011 Yılı'nın En Önemli Sorunlarından Biri İşsizlik: Türkiye-Dünya

Dünya ekonomisi 2007 yılının sonlarında başlayan krizin ardından 2009 yılında sert bir biçimde küçülürken istihdam piyasası da ciddi oranda daralmış, global anlamda işsizlik oranları yüksek seviyelere ulaşmıştır. 2010 yılında ise reel global büyüme, özel tüketim, sabit yatırımlar ve dünya ticaretinde yaşanan toparlanmaya karşın, işsizlik oranının hala yüksek kalmaya devam ettiği görülmektedir. 2011 yılında da küresel ekonominin önündeki en önemli sorunlardan birisinin işsizlik olmaya devam edeceği anlaşılırken, pek çok gelişmekte olan ülkede işsizlik oranı açısından nispeten ılımlı bir tablo yaşanmaktadır. Buna karşılık, gelişmiş ülkelerde özellikle de Avrupa ülkelerinde işsizliğin artmaya devam ettiği izlenmektedir. Türkiye'de ise işsizlik oranının ekonomideki toparlanmaya karşın yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmesi ve bir süre daha kriz öncesi seviyelerin üzerinde kalması beklenmektedir. Bu raporda tüm bu gelişmeler ve beklentiler paralelinde Türkiye diğer ülke gurupları ile birlikte değerlendirilmiş ve Türkiye'nin global istihdam trendleri içerisinde nerede olduğu ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir.

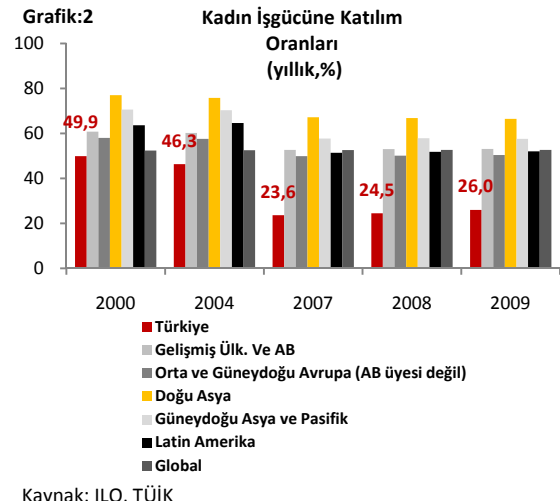
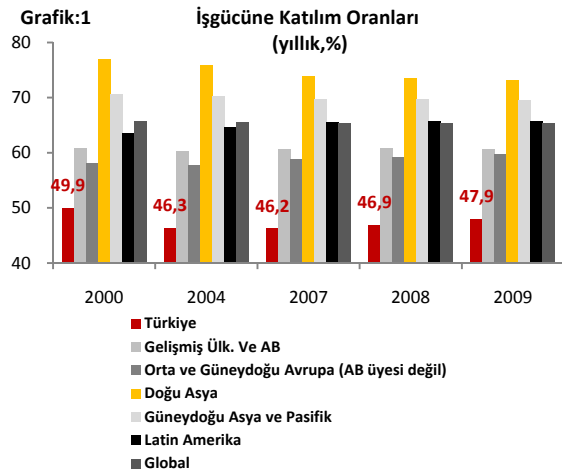
Dünya ekonomisinde küresel krizin etkileri hala devam ederken, kriz sürecinde negatif büyüme ve yüksek işsizlik oranlarıyla karşı karşıya kalan dünya ülkeleri, toparlanma sürecinde istihdam sektörünü iyileştirme yönünde önlemler alarak işsizlik oranlarını düşürmeye çalışmışlardır. Ancak, gerek Euro Bölgesi ülkelerinde, gerekse diğer gelişmiş ülkelerde ekonomik toparlanmanın beklenenden yavaş ilerlemesi, alınan önlemlerin etkisini zayıflatmıştır. Uluslararası Çalışma Örgütü'nün (ILO) raporuna göre de, dünyada işsizlik oranları krizin başlangıcı olan 2007 yılından bu yana gerçekleşen en yüksek seviyelere çıkarken, istihdamda en güçlü performansı gösteren ülkenin Türkiye olması dikkat çekmektedir. Türkiye'de son açıklanan istihdam rakamlarındaki toparlanma da, büyümenin beklentilerin üzerinde iyileşmesi etkili olurken, bu durum kriz sonrası toparlanma sürecinde genel ülke performansı açısından olumlu bir görünüm sergilemektedir.

Tablo 1

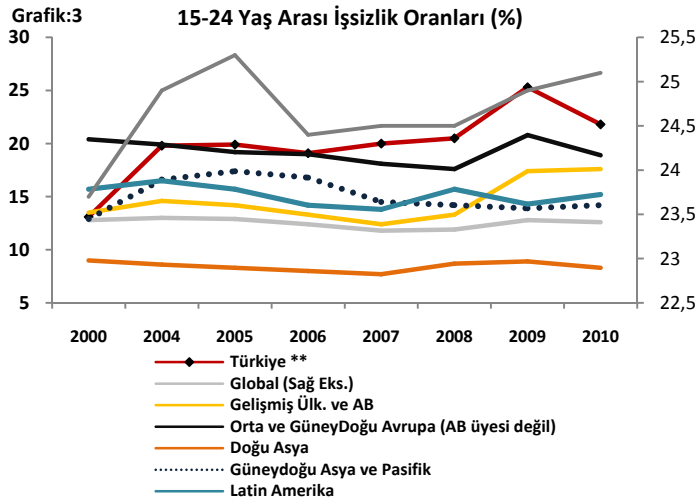
Kriz başlangıcından bu yana...					
İşsizlik Oranı (% değ.)					
BÜYÜME (% değ.)	>0	<0	0 , <2	2, 5	>5
	0 , >-2	Kolombiya	Avustralya, İsrail, Filipinler		
	-2 , -5		Avusturya, Belçika, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Fransa, Kore, Yeni Zelanda, Norveç, Portekiz, Güney Afrika,	Kanada, Kıbrıs, Yunanistan, ABD	
	<-5	Almanya	Hırvatistan, Finlandiya, Hong Kong, İtalya, Japonya, Malezya, Meksika,	Bulgaristan, Danimarka, Macaristan, Rusya, Slovenya, İngiltere	Estonya, İrlanda, Litvanya, İspanya
Krizden çıkış sürecinde...					
İşsizlik Oranı (% değ.)					
BÜYÜME (% değ.)	<0	>0	0 , >-2	-2 , -5	<-5
	0 , <2	Belçika, Bulgaristan, Hırvatistan,	Avusturya, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İspanya, İngiltere		
	2, 5	Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Estonya, Japonya, Yeni Zelanda, Filipinler, Slovenya, Güney Afrika	Kanada, İsrail, ABD		
	>5	Avustralya, Kore Cumhuriyeti, Meksika, Slovakya	Brezilya, Hong Kong, Malezya, Rusya, Singapur, Tayvan	Türkiye	

Kaynak : Uluslararası Çalışma Örgütü

2007 yılından itibaren dünyada işsiz sayısının yaklaşık 30 milyon kişi artmasına neden olan global krizin başlangıcından bu yana, dünya ülkelerinde gerçekleşen büyüme ve işsizlik oranlarındaki değişimleri gösteren tablo (Bkz.Tablo 1) incelendiğinde, ülkelerin ağırlıklı olarak negatif büyüme ve pozitif işsizlik oranı bölgesinde yer aldığı görülmektedir. Söz konusu dönemde, ülkelerin işsizlik rakamlarından ziyade büyüme oranlarının %2- %5 oranında daraldığı göze çarparken, en düşük büyüme ve en yüksek işsizlik oranlarına sahip olan ülkeler olarak Estonya, İrlanda, Litvanya ve İspanya sıralanmıştır. Türkiye'nin ise sayılan bu ülkelere nazaran daha ılımlı bir görünüm sergilediği dikkat çekerken, yine de gerek büyüme gerekse de işsizlik oranı açısından en kötü performansı gösteren ikinci ülke grubunda yer aldığı görülmektedir. Krizden çıkış sürecinde ise, gelişmekte olan ülkelerin daha olumlu bir görünüm sergilediği görülmekte olup, tabloda yer alan ülkeler arasında Türkiye'nin en yüksek büyüme ve işsizlik oranında en çok iyileşmeye sahip tek ülke olduğu göze çarpmaktadır. Ancak tüm bu olumlu gelişmelere karşın, global anlamda işsizlik oranlarının sürdürülebilir seviyelere gelmesinin zaman alacağı tartışmaları son dönemde çok sık gündeme gelmektedir. Tablo 1, makroekonomik göstergeler ile işsizlik göstergeleri arasındaki bağıntının göz ardı edilemez boyutlarda olduğunu göstermektedir.



Ülke gruplarının 2000 yılından bu yana işgücüne katılım oranları incelendiğinde (işgücüne katılım oranı: bir ülkedeki çalışanlar ve işsizlerin toplamından oluşan işgücünün kurumsal olmayan nüfusa oranı), söz konusu oranın gelişmekte olan ülkelerde daha düşükken, gelişmiş ülkelerde daha yüksek seviyelerde olduğu görülmektedir. Türkiye'nin işgücüne katılım oranının 2000-2004 yılları arasında sert bir şekilde düştüğü görülürken, diğer ülke gruplarında kriz dönemlerinde dahi bu oranın oldukça sınırlı bir şekilde azaldığı dikkat çekmiştir. Global işgücüne katılım oranının 2009 yıl sonu itibariyle %65.3 seviyesindeyken, söz konusu oran Türkiye'de %47.9 seviyesinde gerçekleşmiş olması dikkat çekmektedir. İşgücüne katılım oranı dünya genelinde cinsiyete göre farklılıklar gösterirken, Türkiye'nin 2000 yılından bu yana kadın işgücüne katılım oranının hızla düşmesi yıllar itibariyle iş gücüne katılım oranının azalmasındaki en temel faktör olmuştur. Son yaşanan krizin etkisiyle kadınların işgücüne katılım oranının %23'lerden %26 seviyelerine yükseldiği görülürken, söz konusu dönemde kadınların iş gücüne katılım oranının artması, işsizlik oranındaki artışın önemli nedenlerinden birisi olarak belirtilmiştir. Bu oranının diğer gelişmiş ülkelerde olduğu gibi %60-70'lere ulaşması durumunda, işsizlik oranının görüldüğünden çok daha yüksek seviyelerde seyretmesi mümkün görünürken, bu durum aslında Türkiye'de işsizlik oranı seviyelerinin görüldüğünden çok daha kötü boyutlarda olduğunu göstermektedir. Buradan da anlaşıldığı üzere ülkelerdeki yapısal farklılıkların işsizlik oranlarında büyük etkisinin olduğu görülmektedir.



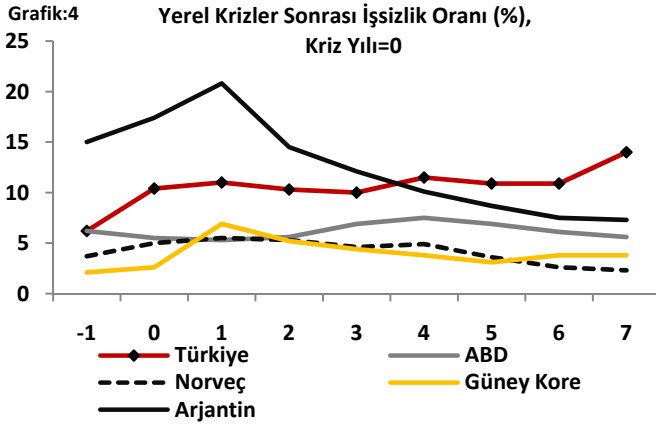
Son günlerde Orta Doğu'da yaşanan siyasi gelişmelerle birlikte dünyada genç nüfusun istihdamı yeniden gündeme gelmiştir. ILO tarafından hazırlanan 'Genç Nüfus' da Global İstihdam Trendleri' raporu, 15-24 yaş arası genç nüfusun istihdamı açısından ciddi bir tablo ortaya koymuştur. 2009 yıl sonu itibariyle 79.6 milyon seviyesinde olan dünyada genç işsiz nüfus 2010 yılında 77.7 milyona gerilese de, hala 2007 yılındaki 73.5 milyon seviyesinin oldukça üzerinde olması dikkat çekmektedir. Aynı şekilde 2009 yılında %12.8 seviyesinde olan genç nüfusun işsizlik oranı 2010 yılında %12.6 seviyesine

gerilemiş, ancak hala krizden önceki %11.9 seviyelerine inememiştir. Bu konuda Türkiye ile diğer ülkeleri karşılaştırmalı bir analiz yapabilmek amacıyla grafikte farklı ülke grupları ile Türkiye rakamları incelenmiştir. Buna göre Türkiye'de 2009 yılında %25 seviyesine kadar çıkan genç nüfusun işsizlik oranının, 2010 yılının ilk 11 ayında ortalama %21.8 seviyesi ile pek çok ülke grubunun üzerinde olduğu görülmektedir. En yüksek 15-24 yaş arası genç nüfus işsizlik oranına sahip ülke grubunun ise %25 ile Orta Doğu ülkeleri olduğu izlenmektedir. Grafikte yer alan rakamlar doğrultusunda, yaşanan ekonomik krizden genç nüfusun yetişkinlerden daha çok etkilendiği söylenebilecekken, dünyadaki genç nüfusun yaklaşık %90'ının gelişmekte olan ülkelerde yaşıyor olması, şu an var olan istihdam yetersizliğinin gelecek dönemlerde genç nesillere de yansması endişelerini doğurmaktadır. Genç nüfusun işsizlik oranının yüksek olması, hem önemli bir insan gücü potansiyelinin atıl kalması hem de uzun vadede toplumlar açısından ciddi sosyal sorunlara yol açması bakımından önem taşımaktadır.

Kriz Dönemlerinde Ülke Deneyimleri ve İşsizlik Oranları

Global ekonomik toparlanmaya yönelik belirsizlik ve dengesizliklerin fazla olduğu konjonktürde gerek global gerekse Türkiye istihdam piyasasına yönelik sorunlar ciddi bir tehdit oluşturmaktadır. İstihdam piyasalarında

güçlü ve uzun soluklu bir toparlama sağlanmadıkça global dengesizliklerin devam etmesi, global makroekonomik toparlanmanın geleceğinin belirsiz ve zayıf temelli olması kaçınılmaz olacaktır.

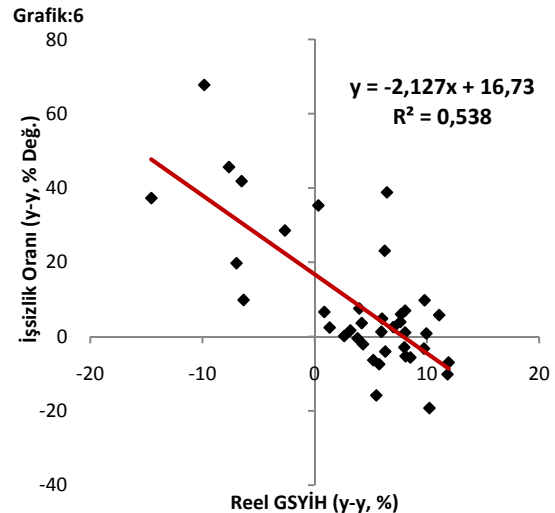
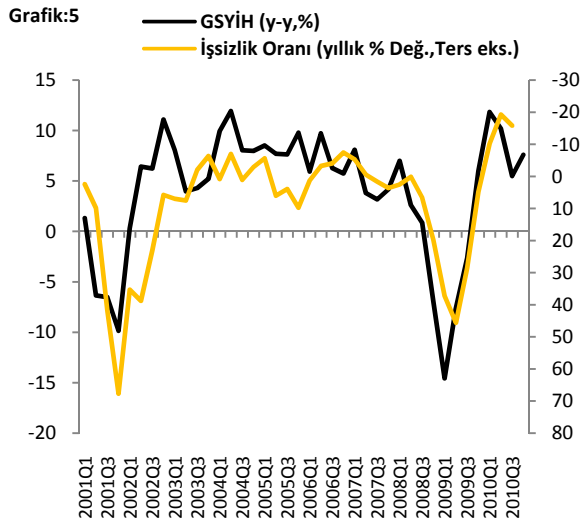


Türkiye’de 2001 krizinin etkisiyle 2003 yılında %10.5’e çıkan işsizlik oranının, 2003–2006 döneminde ortalama %8 gibi yüksek büyüme rakamlarına ulaşılmasına karşın, %6.5 olan kriz öncesi seviyelerine gerileyemediği dikkati çekmektedir. Söz konusu dönemde yüksek büyüme rakamlarına karşın ortalama %10 seviyelerinin altına gerileyemeyen işsizlik oranının, 2008 yılında yaşanan son krizin ardından ise 2009 yılında %16.1 ile tarihinin en yüksek seviyelerini gördüğü izlenmektedir. İşsizlik oranının 2009 yılından itibaren Türkiye ekonomisinde görülen toparlanmaya karşın hala %11 seviyelerinin altına gerileyemeyişi,

istihdam piyasasındaki yapısal sorunların bir sonucu olarak değerlendirilebilir. Farklı ülke deneyimleri incelendiğinde, yaşanan yerel ekonomik krizlerin ardından işsizlik oranlarını düşürmeyi başarmış ülkeler olduğu görülmektedir. Bu konuda bir analiz yapabilmek için, 1988, 1991, 1997 ve 2001 yıllarında ekonomik kriz yaşamış olan ABD, Norveç, Güney Kore ve Arjantin ile Türkiye karşılaştırılmıştır. Buna göre, Türkiye’de 2001 krizinden sonra daha yüksek bir seviyeye çıkan işsizlik oranına karşın, söz konusu ülkelerde krizlerin ardından artan işsizlik oranlarının orta vadede düşürülebildiği görülmektedir. Güney Kore’de 1998 yılında krizle birlikte %7’ye çıkan işsizlik oranı, krizin ardından dört yıl içinde %3.3 seviyesine düşmüş, aynı şekilde 2001 krizinin ardından 2002’de %20’ye dayanan Arjantin’in işsizlik oranı, 2008’de %7.3 seviyesine gerilemiştir. Norveç’te %2 olan ortalama işsizlik oranı ise 1993’te üç katına çıkarak %6’ya ulaştıktan sonra 1998’de %3.2 seviyesine düşmüştür.

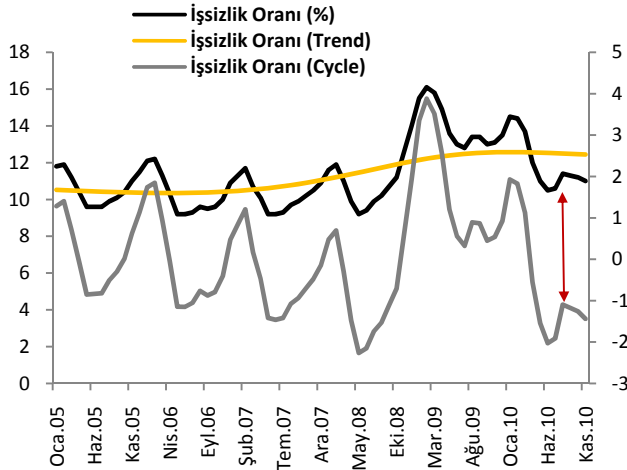
Bu çerçevede krizin ardından ekonomik açıdan hızlı toparlanmayı gerçekleştiren Türkiye’nin, işsizlik oranının katı yapısına karşın aynı başarıyı istihdam piyasasındaki mevcut yapısal sorunların çözülmesinde göstermesi gerekmektedir. Küresel krizle birlikte 2009 yılında %25’i aşan genç nüfusta görülen işsizlik oranı karşısında özellikle bu kesime yönelik eğitim programları tasarlanması gerekmektedir. Ayrıca krizin ardından alınan istihdam önlem paketinin ne ölçüde uygulandığının ve ne derecede etkili olduğunun sürekli olarak takip edilmesi ve gerektiğinde bu paket içinde yer alan önlemlerin değiştirilmesi veya yeni politikaların geliştirilmesi gerekmektedir.

Türkiye işsizlik oranı ve GSYİH arasındaki ilişki:



GSYİH ve işsizlik oranı arasındaki ilişki, işsizlik oranındaki yıllık yüzde değişim ile yıllık büyüme (reel GSYİH, y-y,%) arasındaki ilişki incelenerek analiz edilmeye çalışılmıştır. Yapılan ekonometrik modelde, GSYİH'da 1.0 birimlik bir artışın işsizlik oranında 2.1 birimlik bir azalış sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. GSYİH'da yıllık yaklaşık %7.5 oranında bir büyüme sağlandığında trend eğrisinden de görüleceği üzere işsizlik oranında herhangi bir iyileşme sağlanamadığı ve ancak %7.5'in üzerinde bir yıllık büyüme sağlandığında işsizlik oranının azalacağı görülmektedir. Ancak veri setimizin 2001 yılından başladığı ve çeyreklik verilerle çalıştığımız göz önüne alındığında, sınırlı sayıda bir veri ile bu şekilde bir yorum yapabilmek çok da sağlıklı olmamaktadır.

Grafik:7



Kaynak: Vakıfbank

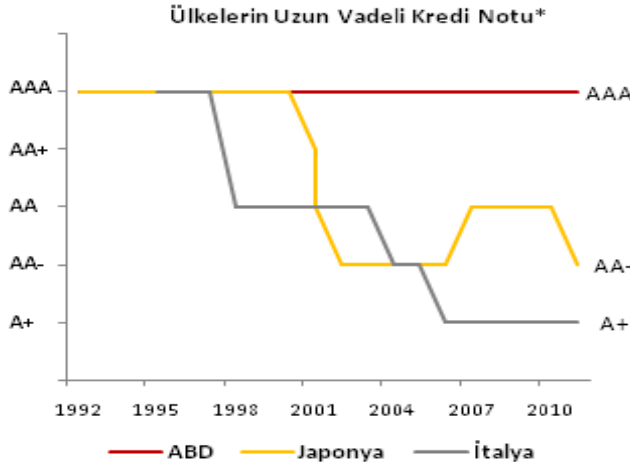
iyileşmenin daha ziyade konjonktürel düzelmeden kaynaklandığını göstermektedir. Hala yüksek seviyelerde seyreden trend serisi ise işsizlik oranındaki yapısal sorunları gösterirken, özellikle 2010 yılını GSYİH'nın beklentilerin oldukça üzerinde tamamlayacağı düşünüldüğünde konjonktürel serideki sert iyileşmenin sebebi de açıklanabilmektedir.

Son yaşanan krizle birlikte yüksek seviyelere ulaşan işsizlik oranı, HP filtreleme veya ayrıştırma tekniği kullanılarak trend ve konjonktür (cycle) kısımlarına ayrıştırıldığında, gerek trend gerekse de konjonktür eğrilerinin yaşanan krizle birlikte 2007 yılının sonlarından itibaren yükselmeye başladığı dikkati çekerken, ekonomide yaşanan toparlanmayla birlikte 2009 yılının ortalarından itibaren trendin çok fazla değişmemesine karşın konjonktürün sert bir şekilde gerilediği dikkati çekmektedir. 2010 yılının ikinci yarısından itibaren ise konjonktürel seri ile orijinal seri arasındaki farkın açılması, işsizlik oranındaki

Sonuç olarak, Türkiye'nin istihdam piyasası diğer ülkelerle birlikte değerlendirildiğinde, işsizlik oranında görülen hızlı iyileşmeye karşın, işsizlik oranının halen kriz öncesi seviyelerin oldukça üzerinde olduğu dikkat çekmektedir. Türkiye'nin kriz öncesi seviyelere kıyasla hala yüksek bir işsizlik oranına sahip olması, diğer makro ekonomik verilerden farklı olarak işsizlik oranında izlenen katılığın bir sonucu olarak, sürpriz bir gelişme olarak değerlendirilmemelidir. Türkiye'nin kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan yapısal sorunlar nedeniyle işsizlik oranında kriz öncesi seviyelerin yakalanmasının zaman alacağı düşünülmektedir.

Japonya'nın Not İndiriminin Ardından Sırada ABD mi Var?

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard and Poor's (S&P) geçtiğimiz günlerde G7 ülkeleri arasında bulunan Japonya'nın kredi notunu "AA"dan "AA-"ye düşürürken, görünümünü "durağan" olarak açıkladı. Yüksek kamu borç stoku nedeniyle politika esnekliğini iyice yitiren Japonya'nın not indirimi sırada ABD mi var endişelerini yeniden gündeme getirirken, bu raporda böyle bir şeyin yakın zamanda mümkün olup olamayacağı iki ülke arasındaki benzerlikler ve farklılıklar temelinde incelenmiştir.



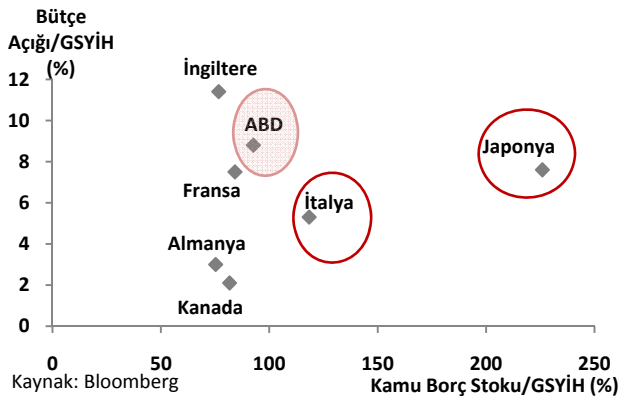
*: Ülkelerin kredi notları S&P'den alınmıştır.

Kaynak: Bloomberg

S&P, Japonya'nın not indiriminde, gelecek birkaç yıl içinde Japonya hükümetinin borçlanma oranının artacağı beklentisinin etkili olduğunu belirtmiş, borçlanma oranının 2020'li yılların ortalarında en yüksek seviyeye çıkmasının beklendiğini kaydetmiştir. S&P ayrıca, ülkede hızla yaşanan nüfus ve deflasyon için de uyarıda bulunurken, mevcut hükümetin borç dinamiklerinin negatif görüntüsünü ortadan kaldıracak tutarlı bir stratejiyi ortaya koymaktan uzak olduğuna işaret etmiştir. Bu çerçevede 2002-2007 yılları arasında 'AA-' seviyesinde olan ve 2007 yılının Nisan ayından itibaren 'AA' seviyesine yükseltilen Japonya'nın kredi notu yeniden 'AA-' seviyesine düşürülürken, İtalya dışındaki diğer G-7 ülkelerinin 1990'lı yıllardan itibaren 'AAA' seviyesindeki kredi notlarını korumaya devam ettiği görülmektedir. Böylece kamu maliyesinde görülen kötüleşme ve

yüksek bütçe açığı gerekçeleriyle en son 2006 yılında yapılan İtalya'nın not indiriminin ardından G7 ülkeleri arasında notu indirilen ilk ülke Japonya olmuştur. Japonya'nın yaşadığı bu durum; yüksek borçluluk oranı, yüksek işsizlik oranı ve deflasyon gibi sorunlarla karşı karşıya olan ABD ekonomisinin benzer bir not indirimiyle karşılaşmış olabileceği sorusunu yeniden gündeme getirmiştir.

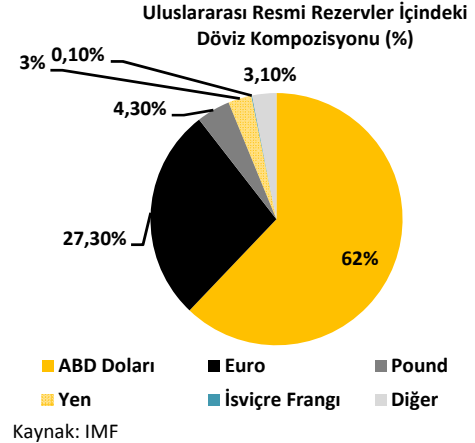
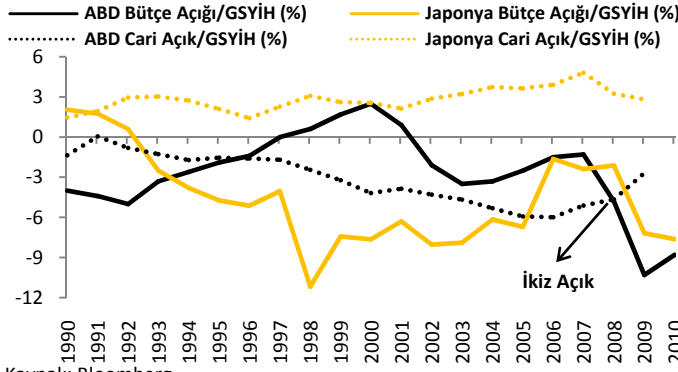
1- Bütçe ve kamu borç stoku problemleri:



Krizin ardından alınan önlemlerle bütçe açıkları ve borç stokları hızla artan G7 ülkelerinden özellikle ABD, Japonya ve İngiltere en çok dikkat çeken ülkelere olurken, özellikle %200'lerin üzerine çıkan Japonya'nın kamu borç stoku ülkeyi en yüksek borç stokuna sahip ülkelere birisi konumuna getirmiştir. Japonya ekonomisinin 1980'li yılların sonunda içine düştüğü zor durumun ardından ülke ekonomisini canlandırmak adına kamu harcamalarını hızla arttırdığı dikkati çekerken, 1990 yılında yaklaşık %65-70'li seviyelerde seyreden ülkenin kamu borç stokunun GSYİH içindeki payının 2010 yılında %226 seviyelerine yükseldiği dikkati çekmektedir. Kamu

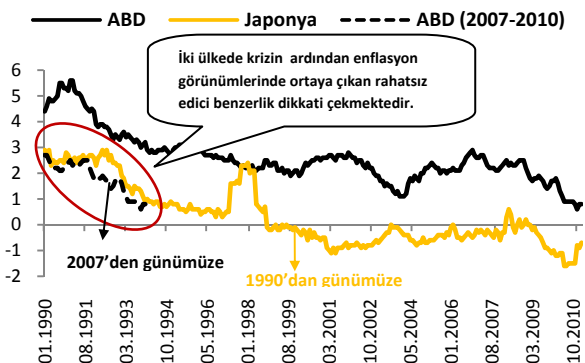
harcamalarındaki hızlı yükselişe karşın, söz konusu bu harcamaların ülkeyi son 20 yıldır içine düştüğü düşük büyüme ve deflasyon olgusundan çıkarmak için yeterli olmaması ekonomik açıdan büyük bir sorun teşkil etmektedir. Bu noktada ABD ekonomisi değerlendirildiğinde, ABD'nin kamu borç stokunun hala %100'lerin altında seyrettiği dikkati çekerken, borç stoku ve bütçe açığı temelinde ABD'nin not indiriminin ihtimal dahilinde olduğundan sıkça bahsedilmektedir. Ancak şu aşamada not indiriminin ABD'de de gerçekleşebilmesi, ancak yüksek kamu borç stoku ve düşük büyüme olgusunun Japonya'da olduğu gibi uzun yıllar boyunca devam etmesi durumunda mümkün olabilecektir. Kısa vadede bu durumun gerçekleşmesi imkansız görünmektedir.

2- İkiz açık ve doların rezerv para olma özelliği:



ABD ve Japonya ekonomilerinin hem bütçe açığı/GSYİH hem de cari açık/GSYİH oranları karşılaştırıldığında; cari fazla veren, yüksek bütçe açığı ve borç stoku nedeniyle 2002 yılından bu yana ilk kez kredi notu düşürülen Japonya'nın aksine, ABD ekonomisinin hem yüksek cari açık hem de bütçe açığına (ikiz açık- twin deficit) sahip olduğu dikkat çekmektedir. ABD'nin uzun yıllardır süregelen ikiz açık probleminin temel nedeni, kamu harcamalarının vergi gelirlerinin finanse edebileceğinden daha fazla olması ve ihracatın ithalatı karşılayamaması olarak özetlenebilirken, bu yapısal probleme rağmen ABD'nin notunda herhangi bir değişikliğe gidilmediği görülmektedir. Bunun en önemli nedeni ise, ABD ulusal para biriminin aynı zamanda bir uluslararası rezerv para birimi olmasıdır. Küresel rezerv para birimine sahip bir ülke, rezerv para birimi olduğu için parasına dünyadan gelen talebi karşılayabilmek için yüksek dış ticaret açığı ve cari açık vermeye gönüllü olmak zorunda kalacaktır. Sağdaki grafikte de görüldüğü gibi, ABD dolarının uluslararası resmi rezervler içinde %62 oranında yüksek paya sahip olması, cari açıktan kaynaklı risklerin şimdilik göz ardı edilebilmesine neden olurken, ABD'nin cari açığının büyük bir kısmının diğer ülke merkez bankaları tarafından karşılandığı anlamına gelmektedir. 1970'li yıllarda %80 seviyelerinde olan söz konusu oranın 2000'li yıllarda %60'lara gerilediği dikkati çekerken, 2007 yılı sonunda ABD'de yaşanan krizin ardından dolarda yaşanan sert değer kaybı, dolar rezerv para birimi olma özelliğini yitirebilir mi sorularını sıkça gündeme getirmektedir. Bir ülke para biriminin rezerv para olarak kullanılabilmesi için, diğer paralar karşısındaki değerinin istikrarlı olması, para biriminin dünya ticaretinde yüksek paya, aynı zamanda düşük ve istikrarlı enflasyon oranına sahip bir ülkeye ait olması, para biriminin döviz piyasalarında rahatlıkla alınıp satılabilmesi ve söz konusu ülkenin derin finansal piyasalara sahip olması gerekmektedir. 2000'den sonra euronun ABD dolarına alternatif rezerv para olabileme ihtimalinin sıkça konuşulmasına karşın, özellikle 2010 yılının başından itibaren İrlanda, İspanya, İtalya ve Portekiz kaynaklı ülkelerin borç ve bütçe problemlerinin derinleşmesiyle euronun rezerv para olabileme ihtimali son dönemde oldukça azalmıştır. Bu kapsamda henüz dolar yerine kullanılacak alternatif bir rezerv para biriminin olmadığını söylemek mümkün görünürken, küresel krizin ardından ABD ekonomisinin yıpranmış olması ve dolara olan güvenin uluslararası piyasalarda azalmaya başlaması göz ardı edilemeyecek bir unsur olmakla birlikte, doların rezerv para olma özelliğini yitirmesinin ABD'nin dünya ekonomisindeki önemine bağlı olduğu ve petrol başta olmak üzere dünya ekonomisinde tüm emtiaların dolarla alınıp satıldığı da unutulmamalıdır. Bu özellikler ABD dolarına olan talebin yüksek kalmaya devam edeceğine işaret ederken, günümüzde dolar yerine rezerv para olarak kullanılacak alternatif bir para biriminin bulunmaması da dolara yönelik yüksek talebin korumaya devam edeceğini göstermektedir.

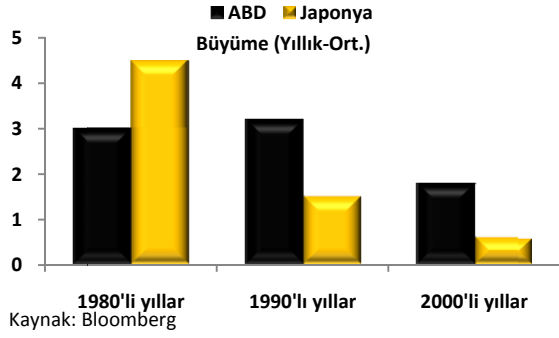
3- Deflasyon endişeleri:



Yandaki grafikte, ABD ve Japonya'nın enflasyon görünümü, 1990 yılından günümüze olan süreç baz alınarak incelenirken, Japonya'nın 1980'li yılların sonunda yaşadığı kriz süreci ile ABD'nin 2007 yılında yaşadığı kriz sürecinin ardından enflasyon görünümünde ortaya çıkan rahatsız edici benzerlik dikkati çekmektedir. Ancak iki ülkenin enflasyon görünümünün oldukça benzerliğine karşın ABD'nin deflasyon zincirinden

kurtulma imkanının hala bulunduğu da gözden kaçırılmamalıdır. Bu nedenle ABD'nin notunun indirilebilmesi için uzunca yıllar deflasyonla mücadele etmesi ve bu doğrultuda borç stokunun da hızlı bir şekilde yükselmesi gerektiği düşünülmektedir. Bu ihtimalin ise yakın zamanda gerçekleşebileceğini söylemek şu aşamada zor görünmektedir. Yüksek işsizlik ve zayıf tüketici harcamaları nedeniyle ABD'nin önümüzdeki birkaç yıl daha düşük enflasyon yaşaması ve sonrasında enflasyonun yeniden toparlanmaya başlaması beklenmektedir.

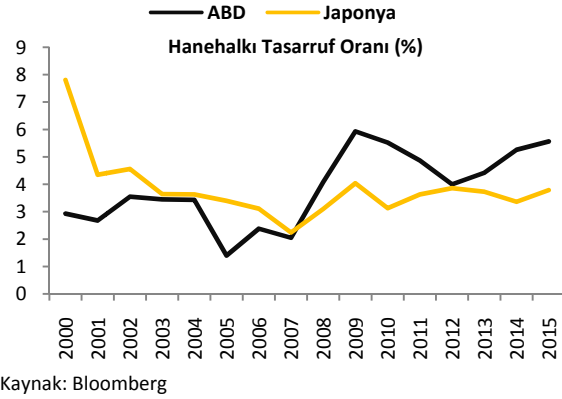
4- Büyüme:



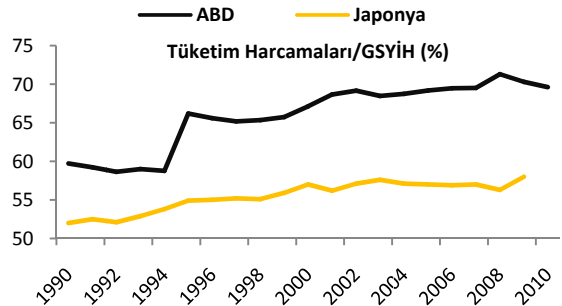
Japonya ekonomisi, 1990'lı yıllarda emlak ve borsa piyasasının hızlı düşüşü sonucunda ortalama seviyesinin çok altına inen bir büyüme sürecine girmiş ve ekonomik faaliyetler 10 yıl boyunca oldukça durağan bir seyir izlemiştir. 1980'li yıllarında yaklaşık %4-4.5 ortalama ile büyüyen Japon ekonomisi, 1990'lı yılları sadece %1-1.5 civarında büyüyerek geçirmiştir. 2000'li yıllarda ise ortalama büyümenin %0.6 seviyelerine gerilediği dikkati çekmektedir. Aynı şekilde ABD ekonomisinin büyüme oranı incelendiğinde, yaşanan krizin ardından 1990'lı yıllarda %3.2 olan büyüme oranının 2000'li yıllarda

ortalama %1.8'e gerilediği görülmektedir. Söz konusu dönemlerde Japonya'nın pozitif büyüme sağlamayı başardığı dikkati çekse de, bu büyüme oranlarının deflasyonu engellemeye yetmediği görülmektedir. Aynı şekilde ABD ekonomisi büyüme oranlarının da gerilediği izlenirken, 2010 yılında yaşanan toparlanma dikkati çekmektedir. Bu toparlanmanın sürdürülebilmesi durumunda kamu harcamalarındaki artışın yavaşlaması söz konusu olabilecektir.

5- Tasarruf ve tüketim alışkanlıkları:



itibaren belirgin bir şekilde artmaya başlamıştır.



Kaynak: Bloomberg

Krizin ardından yaşanan süreçte tasarruf oranındaki artışın devam etmesine karşın, bankaların Amerikan

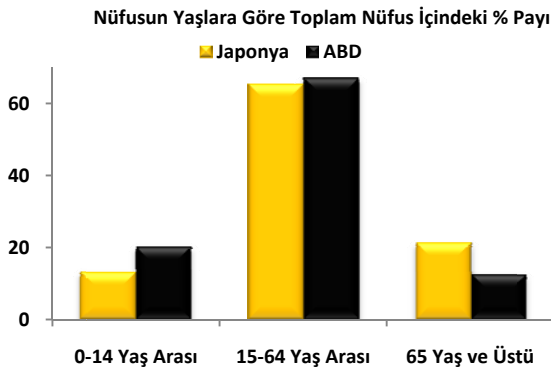
iki ülkenin tasarruf ve tüketim alışkanlıkları da ABD'nin neden Japonya'ya benzeme ihtimalinin düşük olduğunu göstermektedir. Uzun yıllar boyunca Japonya tasarruf oranı oldukça yüksek ve hala cari fazla vermeye devam eden bir ülke olurken, ABD ekonomisinin kazandığından fazlasını harcayan dolayısıyla tasarruf oranı görece düşük olan bir ekonomi olduğu bilinmektedir. Diğer taraftan Amerikan dolarının tüm dünya ülkelerinin tuttuğu en önemli rezerv para konumunda olması ve doların dünya ticaretinde kullanılan en önemli ödeme aracı olması, ABD'ye diğer ülkelerin sahip olmadığı borçlanma olanakları sağlamaktadır. Yandaki grafikten de görüldüğü üzere, 2007 yılına kadar Japonya'ya göre oldukça düşük olan ABD tasarruf oranı bu tarihten

Krizin ardından Japonya'da tüketim harcamaları artarken ABD'de tüketim harcamalarının azalması (Bkz. Yandaki grafik) iki ülkedeki tasarruf eğilimi değişikliğini açıklamaktadır. Japonya'da tüketim harcamalarının artması tasarruf oranının azalmasına, ABD'de ise tüketim harcamalarının azalması tasarruf oranının artmasına yol açmıştır. Tasarruf oranı artışı genel olarak ekonomiler açısından olumlu olarak algılanmakla beraber, ekonomisinin %70'i tüketime dayanan ABD ekonomisi gibi ekonomilerde olumsuz sonuçlara da yol açabilmektedir. Bu noktada bankaların tasarrufların ne kadarını kredi olarak kullandığı önem taşımaktadır.

Merkez Bankası'nda (Fed) tuttukları rezervlerin yüksek seviyelerde kalması, bankalardaki tasarrufun çok fazla ekonomiye katkıda bulunmadığına işaret etmektedir. Bankaların Fed'de tuttukları rezerv miktarı, 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers'ın batışıyla birlikte 2010 yılı Şubat ayına kadar sert bir şekilde yükselmiş, Şubat ile Mayıs ayları arasındaki dönemde yeniden gerilemeye başlamıştır. Mayıs-Haziran aylarında Euro Bölgesi'nde yaşanan borç krizinin global piyasalarda tedirginliğe yol açmasıyla birlikte yeniden yükselen rezerv miktarı hala yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmektedir. Bu durum, bankaların kredi kullandırmalarının sınırlı kaldığına işaret ederken, uzun vadede ABD büyümesini olumsuz etkilenmesi mümkün görünmektedir.

Sonuç olarak, ABD ve Japonya ekonomilerinde hanehalkının tasarruf ve tüketim alışkanlıkları değerlendirildiğinde, yüksek tüketim kapasitesine sahip ABD ekonomisinin krizin etkilerinin azalmaya başlamasıyla birlikte yeniden tüketime yönelerek ekonomik canlanmaya katkıda bulunmaları çok daha olası görünmektedir. Bu nedenle ABD ekonomisinin Japonya benzeri bir düşük büyüme ve deflasyon gibi bir süreci yaşama ihtimali şimdilik oldukça düşük görünmektedir.

6- Nüfus yapısı:



Kaynak: Dünya Bankası

S&P'nin Japonya'nın not indirimi temel gerekçesi bütçe ve borç stoku problemleriyken, ülkede hızla yaşanan nüfusa dikkat çekmesi, Japonya ve ABD ülkelerinin nüfus yapısının karşılaştırılması gerekliliğini ortaya koymuştur. Japonya'da yaşlı nüfus yıllar itibarıyla sürekli olarak artarken; 65 yaş üstü nüfusun toplam nüfus içindeki payı 1990'lı yılların başında %11 seviyesine, 2000'li yıllarda ise %17 seviyesine yükselmiş ve 2008 yılında %21.41 seviyesinde gerçekleşmiştir. Buna karşılık ABD'de ise 65 yaş üstü nüfusun toplam nüfus içindeki payı 1990'lı yıllardan itibaren %12 seviyelerindeki seyrine devam etmektedir. Japonya'nın oldukça yaşlı bir nüfusa sahip olmasının yanı sıra 15 yaş üstü çalışan nüfusun da düşük olması ülkede yapısal demografik sorunların oluşmasına yol açarken; ABD'nin hem Japonya'ya kıyasla daha genç bir nüfus yapısına sahip olması, hem de ülkede çalışan 15 yaş üstü nüfusun oranının Japonya'ya kıyasla daha yüksek olması, ABD'de olası bir not indirimi ihtimalini şu an için ötelemektedir.

Sonuç:

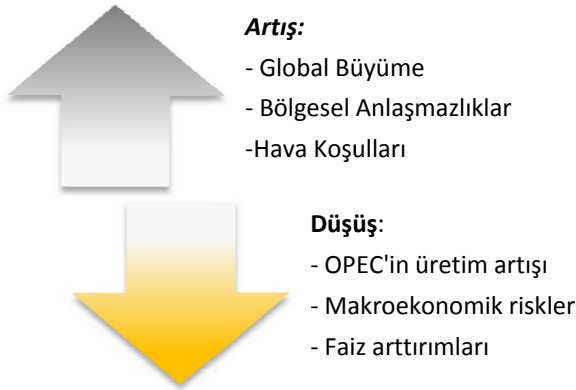
Genel olarak değerlendirildiğinde, Japonya'nın son yirmi yıllık deneyimini Amerikan ekonomisinde yaşananlarla karşılaştırdığımızda bazı benzerlikler dikkat çekmektedir. Japonya'da 1990 yılında, ABD'de ise 2008 yılında derinleşen ekonomik krizin her iki ülkede de gayrimenkul piyasasında başlaması ve bankaların batma noktasına gelmesi en ortak özellikler olarak sıralanabilirken, her iki ülkede de devlet tarafından yüksek miktarda harcamalar yapılması kamu borç stokunun artmasına yol açmıştır. Ancak bu noktada iki ülke arasındaki önemli farklılıkları da unutmamak gerekmektedir. ABD'nin Japonya'dakine benzer uzun süreli bir deflasyon yaşamasının yakın zamanda pek muhtemel olmadığı ve Fed'in tüketici fiyatlarında aşağı yönlü bir sarmal ile başa çıkmak için araçları olduğunu söylemek mümkünken, Fed'in bu konuda proaktif politikalar uygulaması beklenebilecektir. Ayrıca Amerikan dolarının tüm dünya ülkeleri için önemli bir rezerv para olması ve dünya ticaretinde kullanılan en önemli ödeme aracı olması da diğer önemli unsurlar olarak dikkat çekmektedir.

İki ülke ekonomisinde yaşanan gelişmeler benzerlikler ve farklılıklar temelinde değerlendirildiğinde, krizin ardından Japonya'nın önlem almada geç kalmasına karşın Fed'in kriz süresince BoJ'a göre daha proaktif önlemler alması, ABD'nin Japonya gibi kayıp bir 10 yıl (lost decade) yaşaması ihtimalinin çok daha düşük olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda son dönemde ABD'de açıklanan üretime ilişkin göstergeler de ABD ekonomisinde yaşanan toparlanmayı yansıtmaktadır. Ancak ABD'de halihazırda uygulamaya konulan para ve maliye politikaları, önümüzdeki dönemlerde ABD'de bütçe ve borçluluk rasyolarının daha da bozulacağı beklentilerini arttırırken, ABD ekonomisinin henüz bu konuda herhangi bir önlem alma girişimde bulunmaması uzun vadede ABD ekonomisine yönelik endişeleri arttırmaktadır. Bu endişelere karşın ABD ekonomisinin sahip olduğu avantajlar nedeniyle kısa ve orta vadede not indirimiyle karşılaşması pek olası görünmezken, S&P'nin de

açıkladığı gibi kredi riskinin uzun vadede artması mümkün görünmektedir. Son dönemde ABD’de uzun vadeli kağıtlara gelen satışlar da uzun vadede ABD ekonomisine yönelik endişeleri yansıtmaktadır.

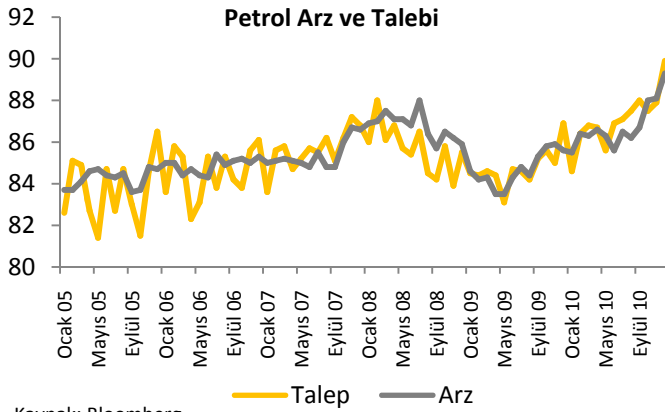
GEÇMİŞ RESESYON DENEYİMLERİ VE GIDA FİYATLARI BAĞLANTISI İŞİĞİNDA PETROL FİYATLARI

Son dönemde gerek yaşanan politik riskler gerekse büyüme beklentilerinin canlı olması, petrol fiyatlarında yukarı yönlü hareketleri desteklemiş, buna ek olarak 2011 yılına ilişkin fiyat beklentilerinin de artmasına neden olmuştur. Bu durum, özellikle enflasyon kaygılarının yükseldiği bir dönemde daha dikkat çekici bir hal almıştır. Bu çalışmada, petrol fiyatlarının seyrinin geçmiş resesyondaki rolüne ek olarak son günlerdeki bir diğer önemli tartışma konusu olan gıda fiyatlarının artışı üzerindeki etkisi ele alınmıştır.



Petrol talebinin, dolayısıyla petrol fiyatının ana belirleyicisi olarak küresel büyüme en önemli unsur olarak göze çarpmaktadır. Özellikle, Çin’in petrol talebinin hızlı büyüme süreci ile birlikte yükselmesi petrol fiyatları üzerinde önemli bir baskı unsuru yaratmaktadır. Son dönemde, önemli petrol üreticisi konumundaki ülkelerin bulunduğu bölgede yaşanan siyasi belirsizlikler gerek petrol arzına gerekse iletimine ilişkin riskleri artırmaktadır. Petrol fiyatlarında artış yönlü baskı yaratabilecek unsurlara karşın, son

dönemde, artan enflasyon endişeleri ile birlikte gelişmekte olan ülkelerin faiz artırımlarına giderek daha sıkı makro ekonomik politikalar uygulamaları beraberinde petrol talebinde bir yavaşlama beklentisini doğurmuştur.



Son yaşanan krizin ardından toparlanma sürecinin başlaması ile petrole olan talep fiyat artışında en önemli etken olurken, başta Çin olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin artan ekonomik performansları dünya ekonomisi için olduğu gibi petrol talebinde de daha önemli rol oynamalarına neden olmaktadır. Son dönemde Çin Merkez Bankası’nın daraltıcı politikalar uygulaması talep baskısını bir miktar hafifleterek petrol fiyatlarında hafif bir gevşemeye neden olsa da geleceğe dönük beklentilerde önemli bir

düşüş görülmemektedir. Petrol arz ve talebine ilişkin veriler incelendiğinde talebin arzın üzerinde olduğu görülmekte ve bu durum fiyat artışlarını da beraberinde getirmektedir. Buna ek olarak, önümüzdeki dönem petrol fiyatlarına ilişkin tahminlerde de yukarı yönlü revizyonlar devam etmektedir. TCMB’nin son yayımladığı Enflasyon Raporu’nda 2011 yılına ilişkin petrol fiyatı öngörüsü 85 dolardan 95 dolara revize edilmiştir.

Ekonomik büyümeye ilişkin tablonun talep ayağındaki etkisine ek olarak, Orta Doğu ülkelerinde yaşanan politik istikrarsızlıklar petrol arzı ve aktarımına ilişkin endişeleri arttırarak fiyat üzerinde ek baskı yaratmıştır. Tunus ve ardından Mısır’da çıkan ayaklanmalarla beraber petrol fiyatlarında artış görülmüştür. Söz konusu gelişmelerle birlikte, 31 Ocak günü 2008 yılından beri görülen en yüksek seviyesine ulaşan petrol fiyatları endişeye neden olmuştur. Mısır, Uluslararası Enerji Ajansı’nın (IEA) 2008 verilerine göre dünya petrol üretiminin sadece %1’lik bir kısmını karşılamaktadır. Ancak, Mısır’ın Orta Doğu’da üretilen petrolün Avrupa ve ABD’ye taşınmasını

sağlayan Süveyş Kanalı'na sahip olması ve Akdeniz ile Kızıl Deniz arasında uzanan petrol boru hattının bu ülkeden geçmesi petrol arzına dair olmasa da petrolün tüketici ülkelere ulaşmayacağı konusunda endişelere neden olmuştur. Ancak IEA'nın verilerine göre dünya petrol arzının %1'den az bir kısmı Süveyş Kanalı'yla taşınmaktadır. Bu nedenle petrol fiyatlarının artışında Tunus'taki ayaklanmaların Mısır'a sığramasının ardından, aynı şekilde daha büyük petrol üreticisi olan bölge ülkelerine de sığraması korkusunun etkili olduğu söylenebilmektedir.

Petrol Fiyatları ve Geçmiş Resesyonlar

Son yaşanan finansal krizde petrol fiyatlarının hızla artarak 148 dolar seviyesine çıkmasının ardından yeniden 100 dolar seviyesinin üzerine çıkması petrol fiyatlarının önemli makroekonomik sıkıntılar yaratabileceği endişelerini artırmıştır. Bu çerçevede, petrol fiyatlarının geçmiş resesyon dönemlerindeki rolüne ilişkin akademik çalışmalar yayımlanmıştır. Hamilton 2011 yılında yayımladığı "Historical Oil Shocks" adlı makalesinde geçmiş resesyonlarda petrol fiyatlarının seyrini ortaya koymuştur. Yukarıdaki tabloda, 1973 yılındaki petrol şoku ile başlayan süreçte nedenleri ile birlikte petrol fiyatlarındaki artış oranları ve izleyen iş çevriminin zirve seviyesinin tarihi yer almaktadır. Söz konusu çalışmaya göre ekonomik resesyon ile petrol şokları arasında yüksek korelasyon görülmekle birlikte, petrol şoklarının başlı başına bir resesyon sebebi olduğu söylenemese de

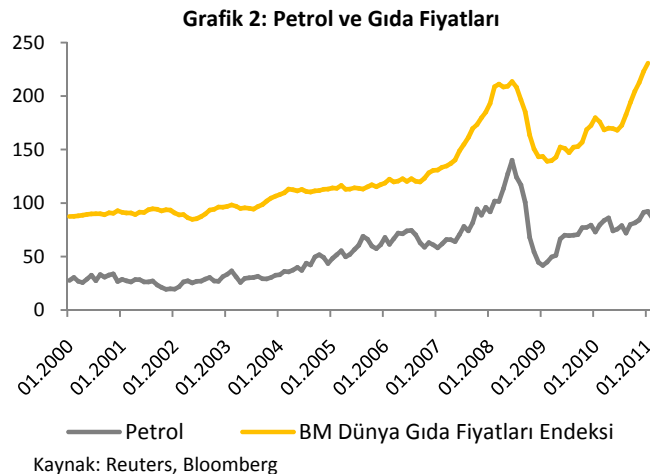
Tablo 1: Petrol Şokları ve Ekonomik Durgunluklar			
PETROL ŞOKLARI	PETROL FİYATI DEĞ. (%)	TEMEL NEDEN	İŞ ÇEVİRİMİ ZİRVE TARİHİ
Aralık 73 – Mart 74	%51	Güçlü talep, arz kısıntıları, ambargo	Kasım 73
Mayıs 79 – Temmuz 79	%57	İran Devrimi	Ocak 80
Kasım 80 – Şubat 81	%45	İran – Irak Savaşı, artan kontroller	Temmuz 81
Ağustos 90 – Ekim 90	%93	Körfez savaşı	Temmuz 90
Aralık 99 – Kasım 00	%38	Güçlü talep	Mart 01
Şubat 07 – Haziran 08	%145	Güçlü talep, durgun arz	Aralık 07

Hamilton J. Historical Oil Shocks, Handbook of Major Events in Economic History, 2011

resesyonları destekleyici bir etmen olduğu ortaya konulmuştur. Son dönemde petrol fiyatlarındaki artışın karşılaştırılan örneklerden daha düşük düzeyde olması resesyona ilişkin endişelerden çok enflasyon kaygılarını artırmaktadır.

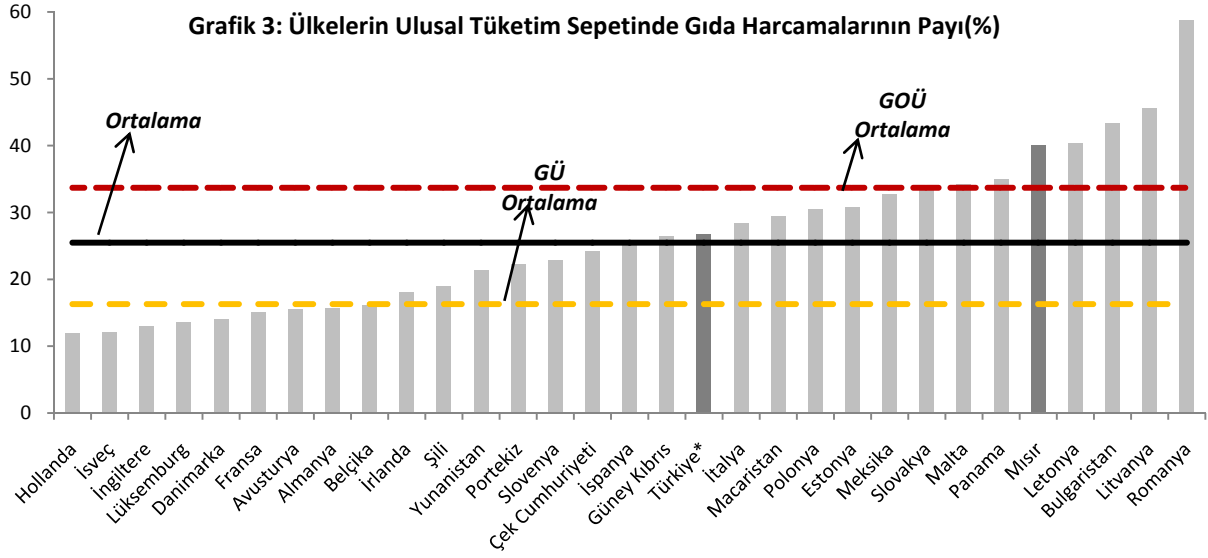
Petrol, Gıda Fiyatları ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon

Artan petrol fiyatlarının enflasyon üzerinde baskı oluşturacağı ve bu durumun özellikle GO'ülerde enflasyon risklerini arttıracığı endişeleri son dönemin önemli bir gündem maddesi haline gelmiştir. Bu çerçevede, petrol fiyatlarının başlı başına yaratacağı enflasyona ek olarak yine son dönemde sıkça tartışılan gıda fiyatları üzerindeki geçişkenliği de önemli görülmektedir. 8 Kasım 2010 tarihli Haftalık Uluslararası Ekonomi raporumuzda enflasyonun gıda fiyatlarına duyarlılığı kurulan model çerçevesinde incelenmiş ve özellikle Brezilya ve Çin'de enflasyonun gıda fiyatlarına duyarlılığının yüksek olduğu tespit edilmiştir.



Birleşmiş Milletler tarafından yayınlanan dünya gıda fiyat endeksi Ocak ayında, hesaplanmaya başlandığı 1990 yılından beri en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Üretici ülkelerde kötü hava koşulları nedeniyle üretimin azalması ve Mısır'da çıkan ayaklanmaların ardından dünya tahıl üretiminde önemli bir üretici olan bu ülkedeki stoklarla ilgili spekülasyonların ortaya çıkmasıyla birlikte gıda fiyatlarında önümüzdeki dönemde de artış görülebileceği düşünülmektedir. Söz konusu gelişmelere ek olarak petrol fiyatlarının artışı da gıda enflasyonu yaratabilecek bir diğer

unsur olarak dikkat çekmektedir. Grafikte dolar cinsinden petrol fiyatı ve birleşmiş milletler dünya gıda fiyat endeksinin paralel hareket ettiği görülmektedir. Ancak 2009 yılının ortalarından itibaren aradaki paralelliğin bir miktar bozulduğu, özellikle 2010 yılının yaz aylarında Rusya’da yaşanan kuraklık sonrasında buğday üretiminin azalmasıyla beraber gıda fiyatlarının oldukça sert arttığı da dikkat çekmektedir. Ayrıca petrol ve gıda fiyatlarının korelasyonuna bakıldığında pozitif yönlü bir korelasyon olduğu ve Ocak ayında 3 aylık korelasyonun 0.94 seviyesinde olduğu da görülmüştür.



Kaynak: Bloomberg, Ülke Merkez Bankaları, OECD, TCMB
*Gıda ve alkolsüz içeceklerin TÜFE içindeki payı alınmıştır.

Son yıllarda dünya emtia fiyatlarındaki hareketli fiyat değişimleri, küçük açık ekonomilerde ithal fiyat şoklarına karşı nasıl bir para politikası uygulanacağı endişelerini yeniden gündeme getirirken, özellikle gıda fiyatlarındaki geniş dalgalanmalar söz konusu ülkelerde ekonomiye dair endişelerin artmasında en büyük etken olmuştur. Hanehalkının tüketim sepetinde, diğer mallarla ikamesi mümkün olmayan gıda tüketiminin büyük ağırlığı göz önüne alındığında, gıda fiyatlarındaki dalgalanmaların dış ticaret hadlerinin yanı sıra, tüketici fiyatları üzerinde de oldukça büyük bir etkiye neden olduğu söylenebilmektedir.

Gelişmekte olan ülke enflasyon sepetlerinde gıda ve petrol fiyatları ağırlığının daha yüksek olması, söz konusu ülkelerin artan emtia ve gıda fiyatlarından gelişmiş ülkelere nazaran daha çok etkilenmesine ve dolayısıyla bu durumun politik belirsizliklerle de birleşmesi sonucunda Mısır gibi az gelişmiş ülkelerde halkın isyan etmesine neden olmuştur. Son günlerde Orta Doğu Ülkeleri’nde yaşanan gelişmeler, dünya ülkelerinde, özellikle de gelişmekte olan ülke ekonomilerinde endişelere yol açmıştır. Uluslararası tüketim sepetinde gelişmekte olan ülkelerin gıda harcama paylarının gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olması, gıda fiyatlarındaki artışı GOÜ’ler için daha riskli hale getirmektedir. Yapılan son araştırmalara göre, kişi başı milli geliri 10 bin doların altında olan ülkelerde, gıda harcamalarının hane halkı harcamaları içindeki payının %25’in üzerinde olduğu belirtilmiş, kişi başına düşen milli geliri yaklaşık 2 bin dolar olan Mısır’da ise aynı oranın %40 seviyesinde gerçekleştiğine dikkat çekilmiştir.

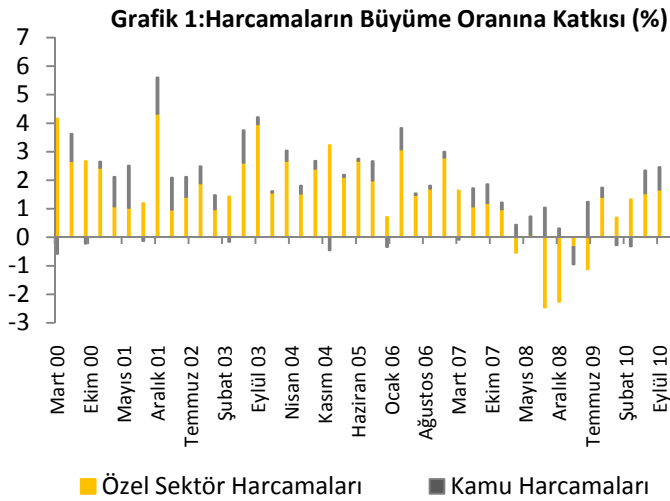
Sonuç olarak, özellikle GOÜ’lerin güçlü büyüme performansları ile birlikte petrol talepleri yükselmiş ve bu yükseliş fiyat artışına neden olmuştur. Bu durum enflasyon endişelerini artırmış ve daha sıkı politikalara yol açmıştır. Söz konusu politikaların ekonomilerde bir miktar yavaşlamaya katkı sağlayarak petrol fiyatlarında bir miktar gevşemeye neden olması beklense de söz konusu düşüşün kalıcı olamayacağına ilişkin endişeler devam etmektedir. Petrol fiyatlarının yaratacağı enflasyon baskılarının bir diğer yansıması da gıda fiyatlarına geçişkenliği üzerinden olmaktadır. Petrol ve gıda fiyatları arasındaki korelasyonun oldukça güçlü olması

enflasyona ilişkin kaygıları artırırken, özellikle gelişmekte olan ülkelerde gıda harcamalarının toplam harcamalar içindeki payının görece yüksek olması ekonomik kaygılara sosyal olguların da eklenmesine neden olmaktadır. İncelediğimiz çalışmada da değinildiği gibi petrol fiyatlarındaki artışın oranı da dikkate alındığında, söz konusu fiyat artışının bir resesyona eşlik etmesinden çok enflasyona yönelik doğurduğu riskler daha ön planda görülmektedir.

Tüketici Harcamaları Düşen Kaldıraç Oranları ve Nakit Alımlar

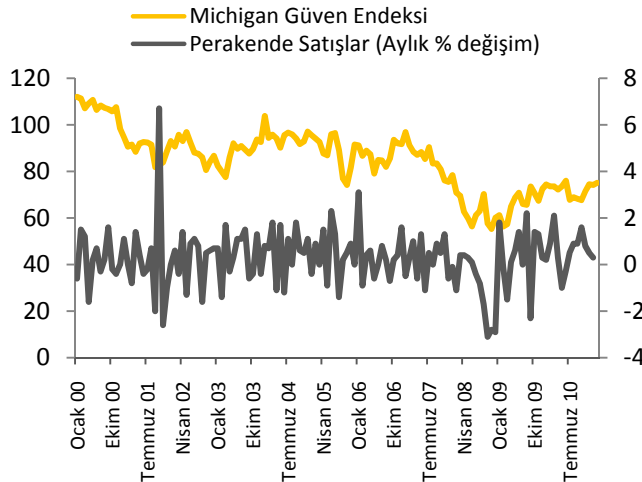
Tüketici Harcamaları ve Büyüme

ABD ekonomisinde sürükleyici niteliğe sahip olan özel sektör harcamalarının 2010 yılına ilişkin büyüme rakamlarında katkısının büyük olduğu görülmektedir. ABD, 4. çeyrekte %3.2, 2010 yılı genelinde ise %2.9 oranında büyümüş ve bu büyümede en dikkat çekici kalem tüketici harcamaları olmuştur. Son dönemde 2011 yılı büyümesine yönelik yapılan yukarı yönlü revizyonların ışığında tüketici davranışlarının mevcut seyrini devam ettirip ettirmeyeceği önemli bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır. Tüketici güven endekslerinin yüksek seyretmesi ve harcanabilir gelirdeki artışlar katkının olumlu yönde olacağı beklentilerini doğurmaktadır.



olmuştur. Son açıklanan veriler ışığında, özel sektör harcamalarının büyümeye katkısı %3.04 oranında gerçekleştiği görülmektedir.

Grafik 2:



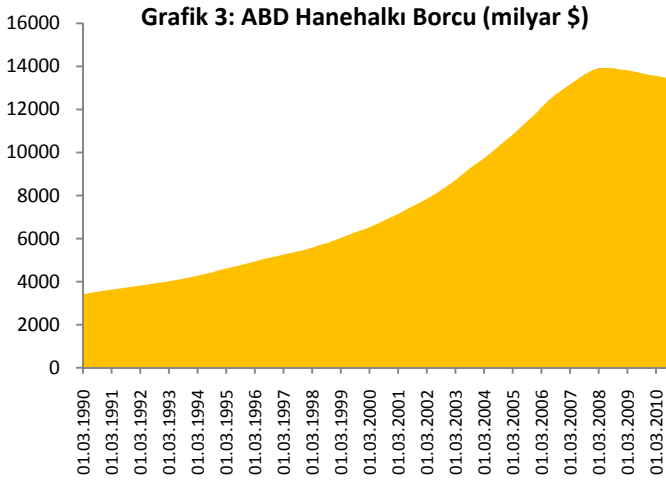
2007 yılında baş gösteren krizin ardından gelen toparlanma süreci ile kişisel gelirler yeniden artmaya başlamış, bu artışta gelir vergisi iadelerinin ve işsizlik ödemelerinin payı da büyük olmuştur. ABD'de önemli bir harcama kalemi olan tüketici harcamaları da söz konusu artıştan sonra düzleşme eğilimine girmiştir ve tüketim harcamalarına yönelik yapılan vergi indirimleri de bu eğilime destek sağlamıştır. Risk algılamalarının azalması ve tüketim harcamalarının artması nedenleri ile yatırım harcamalarında da belirgin artışlar yaşanmaya başlamış, şirketlere yönelik yapılan vergi indirimleri ve verilen teşvikler artışı destekler nitelikte

ABD ekonomisinde büyümeye ilişkin son açıklanan veriler tüketicilerin büyümeye üzerindeki artan rollerini gösterirken, büyümenin gelecek dönemde izleyeceği seyir açısından tüketicilerin oynayacağı rol de önemli bir soru işareti olarak karşımıza çıkmaktadır. FED, 2011 büyüme beklentisini %3-3.6 aralığından %3.4-3.9 aralığına yükseltmiştir. Son açıklanan göstergeler ışığında tüketim harcamalarının beklentilerin yükseltilmesinde rolünün büyük olduğu

dikkat çekmektedir. Son dönemde açıklanan ve önemli bir gösterge olan tüketicilerin perakende harcamalarında aylık bazda beklentilerin bir miktar altında da olsa %0.3'lük artış yaşanmıştır. Bununla birlikte, sanayi üretiminde bir yavaşlama görülmesine karşın, tüketici güvenine ilişkin verilerin nispeten güçlü görünümünü devam ettirmesi, tüketici harcamalarının 2011 yılında da yüksek bir seyir izleyeceği tahminlerini desteklemektedir. Sonuç olarak, 2011 yılında tüketicilerin ABD büyümesi üzerindeki olumlu katkısının devam etmesi söz konusu olabilecektir.

ABD'de Hanehalkının Kaldıraç Oranının Düşüş Süreci

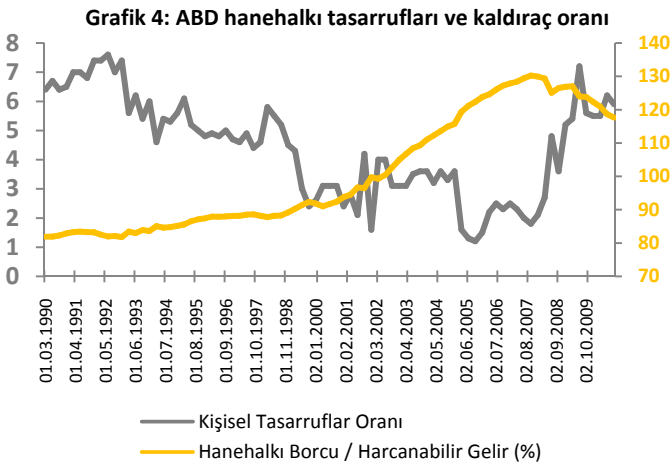
Son dönemde ABD'ye ilişkin açıklanan büyüme verilerinde de görüldüğü gibi tüketici kesimi, büyümenin ana lokomotifini konumunda görülmekte ve 2011 yılına ilişkin yukarı yönde revize edilen büyüme tahminleri de tüketici harcamalarının önemini koruyacağını kanıtlamaktadır. Bu bağlamda, son yaşanan krizin ardından tüketicilerin davranışlarındaki değişimin ortaya konulması ekonominin genel seyrini anlamak için de yararlı olacaktır.



Son yaşanan krizin ardından özellikle işsizlik oranlarında yaşanan hızlı artış, hanehalkının borç servislerinde ciddi sorunlarla karşılaşmalarına neden olmuş, bununla birlikte bankaların kredi şartlarını zorlaştırması, Hanehalkının borç seviyesinin gerilemesinde önemli bir etken olmuştur. Kriz öncesi dönemde kesintisiz bir şekilde yükselen kişisel borç miktarı ise 2008 yılının ilk çeyreğinde 13,9 trilyon dolarla zirve seviyesine ulaştıktan sonra düşüş trendine girmiş ve en son açıklanan verilere göre 13,4 trilyon dolar seviyesine gerilemiştir.

Kaynak: Federal Reserve (Flow Of Funds)

HANEHALKI KALDIRAÇ ORANI: HANEHALKI BORCU / HARCANABİLİR GELİR



Kaynak: Federal Reserve (Flow Of Funds)

ABD'de hanehalkının kaldıraç oranı olarak ifade edilen ve kişilerin borç miktarlarının harcanabilir gelirlerine oranı olarak hesaplanan değer grafik 4'te gösterilmektedir. Grafik incelendiğinde, hanehalkının borç miktarında gördüğümüz seyre paralel olarak krizi izleyen süreçte kişilerin kaldıraç oranlarının düşüş trendine girdiği görülmektedir. Krizin başlangıç dönemi olarak ifade edilen 2007 yılının üçüncü çeyreğinde 130.2 ile rekor seviyesine ulaşan söz konusu oran izleyen süreçte yukarı belirttiğimiz etkilerle düşmüş ve 2010 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla 117.6 seviyesine kadar gerilemiştir. Hanehalkının

kaldıraç oranındaki istikrarlı düşüşe karşın tasarruf oranının daha karmaşık bir seyir izlediği görülmektedir. Krizle birlikte hızla yükselen tasarruf oranı ekonomilerin toparlanma sürecine girmesiyle tüketicilerin yeniden

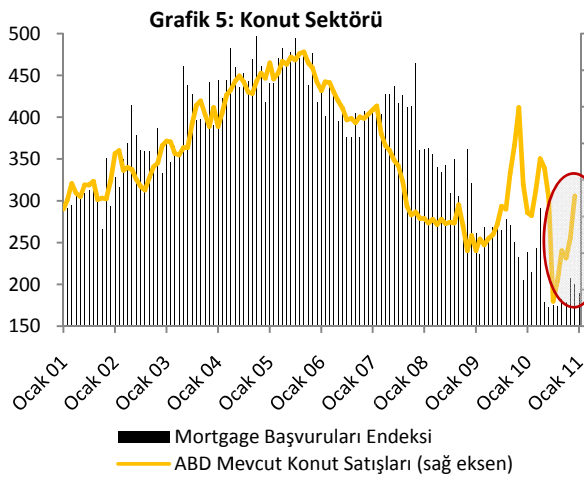
harcama seviyelerini arttırmaları bir miktar gerilemiş, son dönemde ise nispeten daha istikrarlı bir seyir izlemiştir.

Nakit Harcama Artışı ve Konut Sektörü

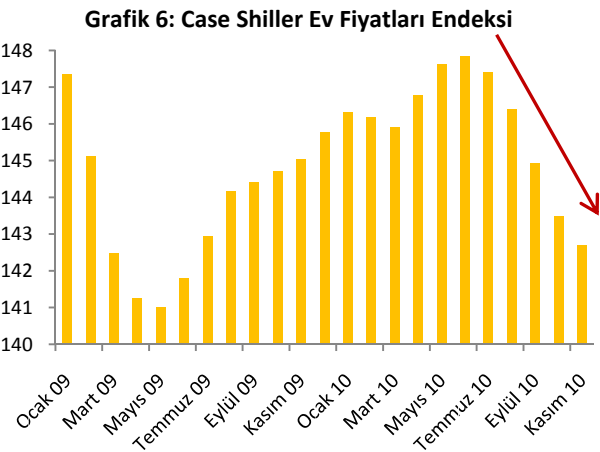
Dünya ekonomisinde ABD’de mortgage kredilerinin geri ödenememesiyle patlak veren global krizin etkileri hala devam ederken, krizden çıkış sürecinde olan ABD ekonomisinde tüketicilerin satın alımlarda nakit ödeme eğiliminde olması son zamanlarda çok tartışılan konulardan biri olmuştur. ABD hanehalkı tüketiminde gözlenen söz konusu davranış değişikliğinin nedeni olarak;

1. Son yaşanan kriz öncesinde konut fiyatlarındaki sürekli artışın yarattığı refah etkisinin, söz konusu sektördeki bozulma sonucunda bitmesi,
2. Krizle birlikte işsizlik oranının sert yükselişinin yarattığı olumsuz psikolojik etkinin artması,
3. ABD’deki bankaların geri ödenmeme riskinden dolayı kredi kullandırmalarını azaltması,
4. Son zamanlarda çok tartışılan ‘sosyal güvenlik vergi oran’larının Aralık 2010 itibarıyla %6,2’den 2 puan indirilerek %4,2’ye çekilmesi sonucunda tüketicinin elinde kalan likiditenin artması ve bu ekonomik konjonktürde riske girmek ve faiz ödemek istemeyen tüketicinin, borçlanmak yerine elindeki parayı kullanmayı tercih etmesi,

Sıralanabilir...



Kaynak: Bloomberg;

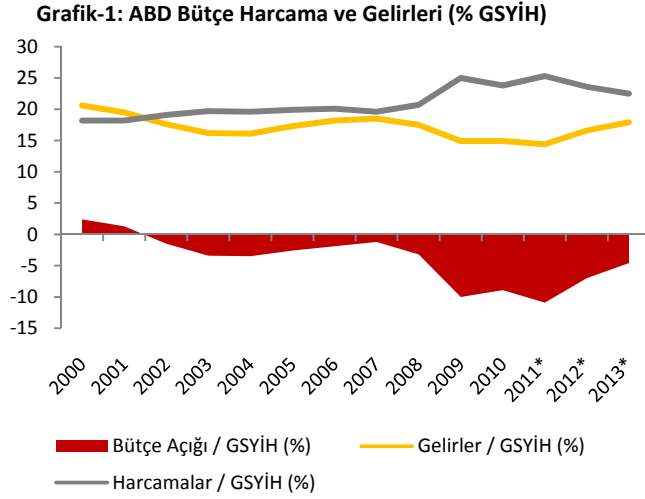


Tüketicin peşin alımlara yönelmesinin en büyük örneği özellikle konut satışlarındaki nakit alımlar olarak göze çarparken, bu artışın en önemli nedenlerinden biri, özellikle 2010 yılının ikinci yarısından itibaren ev fiyatlarında yaşanan sert düşüşler olarak göze çarpmaktadır. ABD’de Case Shiller Konut Fiyatları Endeksi’nin 2010 yılının son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %8.4 oranında sert bir hareketle düşmesi konut alımlarındaki artışın bir nedeni olarak söylenebilirken, peşin alımlarda yaşanan söz konusu hızlı yükseliş piyasada konut fiyatlarının daha da düşeceği beklentilerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. ABD Mortgage başvuruları endeksi ile ülkede gerçekleşen mevcut konut satışları arasındaki farkın düşen konut fiyatlarına rağmen artması da tüketicinin kredi kullanmak yerine peşin alımlara yönelmesini açıklar niteliktedir.

Sonuç olarak, ABD’de açıklanan son veriler tüketicilerin büyüme üzerindeki önemli rollerini gösterirken, 2011 yılına ilişkin tahminlerde yapılan yukarı yönlü revizyonlarda da tüketim harcamalarının devam edeceği varsayılmaktadır. Bu süreçte, özellikle tüketicilerin borç miktarlarında azalmanın ve buna paralel olarak, kaldıraç oranlarındaki düşüşün devam ettiği görülmektedir. Bu noktada söz konusu kaldıraç oranlarının ne kadar daha devam edeceği önem kazanmaktadır. Son dönemde kaldıraç oranlarındaki düşüşle birlikte tüketicilerin nakit harcamaya yönelmeleri önemli bir davranış değişikliği olarak dikkat çekmektedir.

ABD'de Bütçe Tartışmaları ve Ekonomik Etkileri

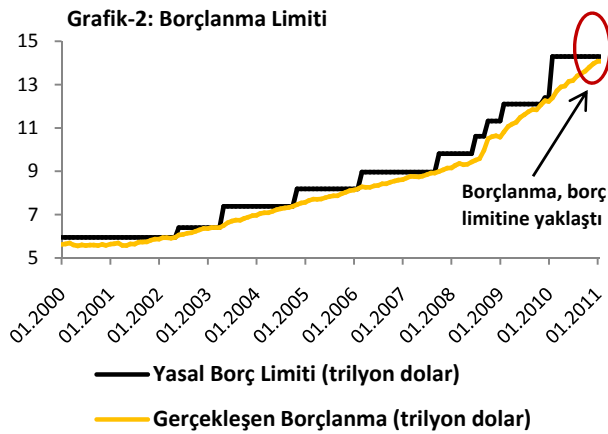
Son dönemde ABD ekonomisi açısından önemli gündem maddesini oluşturan orta ve uzun vadeli bütçe tasarısı ABD ekonomisinin geleceğine ilişkin önemli ipuçları barındırmaktadır. Buna ek olarak, maliye politikaları üzerinde yaşanabilecek olası politik anlaşmazlıklar, ekonomi üzerindeki etkilerin farklı boyutlara ulaşmasına neden olabilecektir. Bu çalışmada, bütçe tasarısının temel noktaları incelenmiş, bir diğer gündem maddesi olan borçlanma limiti ile birlikte ekonomik etkileri incelenmiştir.



Kaynak: Office of Management and Budget (ABD Bütçe Ofisi)
*: Tahmin

2011 yılında % 9.3, 2012'de % 8.6, 2013'de %7.5, 2014'de % 6.6, 2015'de % 5.9 ve 2016'da % 5.5 olması beklenmektedir. Bu yıl %10.9 olarak gerçekleşen bütçe açığının gayrisafi yurtiçi hasılaya (GSYİH) oranının 2015 yılına kadar %3.2'ye gerilemesi de öngörüler arasındadır.

Borçlanma Limiti, Politik Tartışmalar ve Olası Etkiler



Kaynak: Bloomberg

ABD'de bütçe ofisi tarafından yayımlanan tasarı incelendiğinde, 2011 yılında 3.8 trilyon dolar seviyesinde gerçekleşmesi beklenen bütçe harcamalarının, 2012 yılında 3.7 trilyon dolar seviyesine gerilemesi beklenmektedir. Gelirlerin ise 2011 yılında 2.17 trilyon dolar olacağı tahmin edilmektedir. 2011 mali yılında 1.64 trilyon dolara yükselmesi beklenen bütçe açığının harcamalardaki kısıntılar ve gelir artışı ile, 2012 yılında 1.1 trilyon dolara düşeceği öngörülmektedir. ABD bütçesine ilişkin tahminler yapılırken temel alınan makroekonomik tahminler de yine tasarı da yer almıştır. Buna göre, söz konusu tasarıda yer alan tahminlere göre, ABD ekonomisinin 2011 yılında % 2.7, 2012 yılında % 3.6, 2013 yılında % 4.4, 2014 yılında % 4.3, 2015 yılında % 3.8 ve 2016 yılında ise % 3.3 büyümesi, işsizlik oranının ise

Hükümetin borçlanabileceği miktara sınır getiren borç limiti, ABD'de borç yönetiminden sorumlu kurum olan Hazine'nin Kongre'den yasal olarak onay çıkmadıkça yeniden borçlanmasını engellemeyi amaçlamaktadır. İlk kez 1917 yılında kullanılmaya başlanan borç limitinin ABD kongresinin kararıyla sık sık artırıldığı görülmüştür. 1962 yılından sonra borç limitinde 74 defa artırıma gidilirken, en son artırım 14 Şubat 2010'da yapılmış ve borç limiti 14.294 trilyon dolara çıkarılmıştır. Geçmiş yıllarda borç limitinde nispeten kademeli bir artış olduğu görülürken, 2010 yılında tek seferde 1.9 trilyon dolarlık artış yapıldığı da dikkat çekmektedir.

Hazine yıllık bütçe açığını kapatmak için yeni tahvil ihraç ederek borçlanmak zorunda kalmaktadır. Ancak borç limitine ulaşıldığında ise Kongre tarafından limitin artırılması gerekmektedir. Dolayısıyla bu da Kongre'ye teorik de olsa ülkenin bütçe açığını kontrol imkanı sağlamaktadır.

Şu anda ABD'nin borcu 14.072 trilyon dolar seviyesindeyken, Hükümet tarafından yapılan tahminlere göre borç limitine 31 Mart ile 16 Mayıs tarihleri arasında ulaşılacaktır. Bu nedenle 31 Mart tarihinden önce borç limitinin artırılması acil görülmektedir. Ancak Kongre'nin Cumhuriyetçi üyeleri borç limitinin artırılması için bütçe tasarısında harcama kesintileri yapılması şartını ileri sürmektedirler. Eğer bu konuda bir anlaşmaya varılamaz ve borç limiti artırılmaz ise hükümetin, sosyal güvenlik ödemeleri ve daha önce aldığı borçlar gibi parasal yükümlülüklerini yerine getirememesi riski bulunmaktadır. Bunun uluslararası kredi piyasalarında ABD'nin

güvenilirliğini sarsacağı, ABD'nin gelecekte daha fazla borçlanamayacağı, dış ticaretinin olumsuz etkilenebileceği ve tüm bunların sonucunda ABD'nin 2008 yılında yaşanandan daha kötü bir resesyon dönemine girebileceği de iddia edilmektedir. Ayrıca borç limitinin artırılmaması durumunda 1995 yılında yaşanan benzer şekilde hükümet faaliyetlerinin durması (government shutdown) ihtimali de bulunmaktadır.

Bütçe tartışmaları piyasaları etkiler mi?

Obama'nın geçtiğimiz hafta başında sunduğu bütçe tasarısında yer alan öneriler, borç limitinin artırılması ve kesintiler konusunda Cumhuriyetçiler ve Demokratlar'ın aralarının daha da açılmasına neden olmuştur. Her iki tarafta kesinti yapılması yönünde hemfikirken, kesintilerin hangi kalemlerden ve ne boyutta yapılması gerektiği anlaşmazlıkların odak noktası olarak dikkat çekmektedir. Bütçe konusunda anlaşmazlıkların devam etmesi ve uzlaşmanın sağlanamaması durumunda, 1995-1996 yılına benzer bir durumun ortaya çıkması -şu an için uzak gibi görünse de- mümkün olabilir. Hatırlamak gerekirse, 1995 yılında Cumhuriyetçilerin çoğunlukta olduğu ABD Kongresi ile ABD Başkanı Clinton arasında sağlık, eğitim çevre harcamalarına ilişkin kesintiler konusunda anlaşmazlıklar çıkmıştır. Clinton, harcamalarda yapılması önerilen kesintiler konusunda isteksiz bir tavır sergilerken, Cumhuriyetçiler ise o dönemde borç limitinin arttırılmasını onaylamayacaklarına yönelik tehditte bulunmuştur. Söz konusu anlaşmazlıklar, bütçe tasarısını bir çıkmaza sürüklemiş ve konu bir çözüme bağlanamamıştır. Bütün bu gelişmelerin sonucunda hükümet harcamalar konusunda bir öncelik sırası belirlemiş ve buna göre hükümet tarafından sağlanan bazı hizmetler yavaşlatılmış bazıları ise tamamen durdurulmak zorunda kalmıştır. (government shutdown). Faaliyetlerin durdurulması, 400 milyon doları bu dönemde çalışmadığını belirten hükümet çalışanlarına ödenen geçici işsizlik maaşları olmak üzere toplamda 700-800 milyon dolar bir ek maliyet getirmiştir. Son dönemde yaşanan gelişmeler, 1995-1996 yılı ile benzerlik gösterdiğinden, piyasaların geçmişte yaşanan gelişmelere nasıl tepki verdiğini incelemek, geleceğe yönelik bir tablo çizmek bakımından önemli olacaktır.

Grafik-3: 10 Yıllık ABD Hazine Tahvil Getirisi (%)

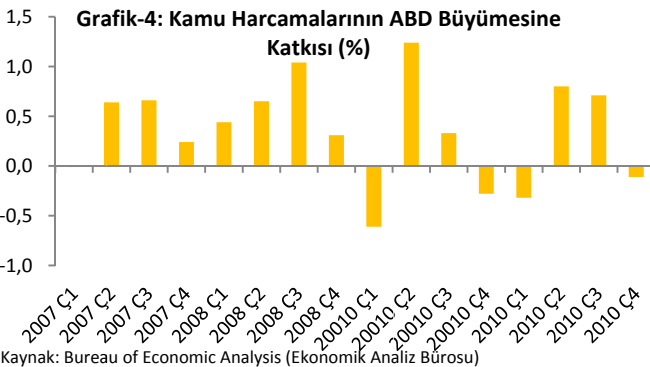


10 yıllık ABD Hazine tahvil getirisinin 1995-1996 yıllarındaki seyrini gösteren Grafik-3 incelendiğinde, 1995-1996 yıllarında piyasanın hükümetin hizmetlerini durdurma kararına genel olarak çok fazla reaksiyon vermediği görülmektedir. Borç limitinin artırılmasının istendiği tarih olan 17 Temmuz'da getirinin sert şekilde arttığı dikkat çekerken, ABD Hazinesi'nin ihalelerin azaltılacağını duyurduğu tarih olan 17 Ekim'de ve 3 ve 10 yıllık ABD Hazine tahvil ihalelerinin ertelendiği tarih olan 6 Kasım'da getirinin çok sert bir hareket yaşamadığı görülmektedir. 1995-1996 yılları bütçe tasarısı

çerçevesindeki politik gelişmelerin genel olarak piyasaya etkisinin sınırlı kaldığı söylenebilir. Ancak piyasa belirsizliğinin yüksek olduğu son dönemde, ABD maliye politikasına ilişkin soru işaretlerinin artması piyasalar açısından risk oluşturabilecektir.

ABD Bütçesi ve Olası Makroekonomik Etkileri

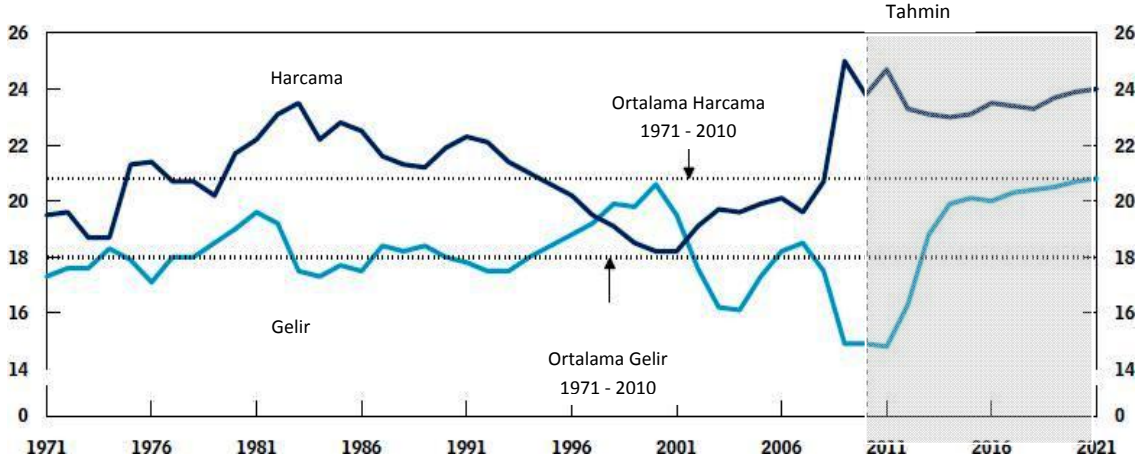
ABD'de maliye politikasına ilişkin gerek politik gerekse ekonomik tartışmaların yoğunlaştığı günlerde, son yayımlanan bütçe planlarının kısa ve uzun vadeli ekonomik etkileri önemli gündem maddesini oluşturmaktadır. Bütçe planlarına ilişkin ABD'de yaşanabilecek politik uzlaşmazlıkların yaratabileceği makroekonomik etkilere ek olarak planının başlı başına sonuçları da ABD'de ekonomik görünüm üzerinde önemli belirleyici olacaktır.



ABD'nin büyüme performansına bakıldığında, 2007 yılında başlayan finansal krizden itibaren alınan önlemlerin etkisiyle kamu kesiminin büyümeye katkısının yüksek olduğu görülmektedir. Geçen haftaki raporumuzda değindiğimiz gibi toparlanma sürecinin yaşandığı son dönemde ise kamu yerine tüketici harcamalarının büyüme üzerinde sürükleyici rol oynadığı görülmüştür. Sonuç olarak, önümüzdeki dönemde uygulanacak maliye

politikaları ABD büyümesi üzerinde daha belirleyici rol oynayabilecektir. Halihazırda 2010 yılının son çeyreğinde negatif gerçekleşen kamunun büyümeye katkısının olası harcama kısıntılarında daha da düşmesi mümkün olabilecek ve hanehalkı tüketimi tarafından gelen olumlu katkıların daha sınırlı kalmasına neden olabilecektir.

Grafik-5: ABD Bütçe Gelir ve Harcamaları (%GSYİH)



Kaynak: ABD Kongre Bütçe Ofisi (CBO)

Kongre Bütçe Ofisi (Congressional Budget Office) tarafından yapılan ve yukarıdaki grafikte de görülen ABD bütçe harcama ve gelirlerinin GSYİH'ye oranının seyrine bakıldığında, son dönemde harcamaların ortalama değerinin üzerine, gelirlerin ise altına düştüğü bir ortamda çok yüksek seviyelere ulaşan bütçe açığının kısa vadede hızlı bir şekilde azalacağı öngörülmektedir. 2021 yılına kadarki süreçte sabit bir bütçe açığının devam edeceği tahmin edilirken, bu durumun ekonomi üzerindeki etkilerinin de uluslararası boyutta ele alınması yararlı olacaktır. Bu bağlamda, yabancı yatırımcıların ABD ekonomisine olan güvenlerinin ne şekilde değişeceği ve buna bağlı olarak, ABD devlet borçlanma kağıtlarına taleplerinin ne ölçüde olacağı önem kazanacaktır. Özellikle küresel dengesizliklerin artarak devam ettiği bir ortamda ABD'nin olası kamu kaynaklı açıklarının dış finansman ihtiyacı üzerindeki etkisi belirleyici olacaktır.

EK1: Yeni Dönemde Yapılması Düşünülen Harcamalar

Tarım alanında; kırsal kesimde ekonomik gelişmeyi destekleme, bu kesimlerde yenilenebilir enerji üretilmesi ve kullanımının teşvik edilmesi, arazi hibe edilmesi, halka tarım alanında eğitim verilmesi, gıda güvenliğinin geliştirilmesi, direkt ödemelerin azaltılarak sübvansiyonlara devam edilmesi, tarım sigortasının yaygınlaştırılması...

Ticaret alanında; yeni iş alanlarının yaratılması, Amerikalı ihracatçılara yeni fırsatlar yaratmak, inovasyonu destekleme, gelişen sanayi için demiryolu ağının geliştirilmesi...

Savunma alanında; ordunun ve tesislerin geliştirilmesi...

Milli istihbarat alanında; terörle mücadele programının uygulanmaya devamı, bilgi paylaşımını kolaylaştıran yapılanmalar, çevrimiçi güvenliğinin artırılması, toplama ve analiz tekniklerinin geliştirilmesi...

Eğitim alanında; okul öncesi çocuk eğitiminin genişletilmesi, öğretmen ve müdürlerin eğitilmesi, eğitimcilere yönelik ödüllendirme sisteminin geliştirilmesi, başarının yükseltilmesi için etkili ve inovatif çalışmalar yapılması...

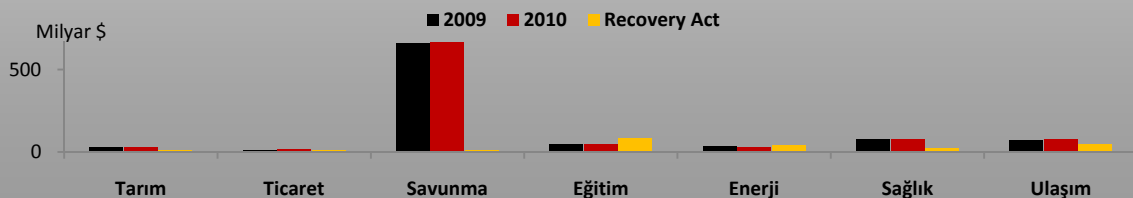
Enerji alanında; sera gazı emisyonlarının azaltılması, yenilenebilir temiz enerji teknolojilerinin kullanılması, güvenilir enerji dağıtımı için yeni yapılanma için çalışılması, radyoaktif atıklar ve nükleer malzemenin temizlenmesi ve yönetimi...

Sağlık alanında; kanser fonunun 2 katına çıkarılması, ilaç giderlerini düşürme, tıbbi ürün güvenliğinin artırma, AIDS önleme ve tedavi geliştirme çabaları, sağlık alanında çalışan kaliteli eleman sayısını artırma, düşük gelirli bireyleri kapsayan sağlık reformları yapılması...

İşgücü alanında; işsizlik sigortası sistemi reformu yapılması...

Ulaşım alanında; hızlı tren ağının genişletilmesi (harcanması düşünülen miktar: 8milyar \$), hava trafik kontrol sisteminin yenilenmesi...

Hazine alanında; yeni finansal programın desteklenmesi, sorunlu varlıkları kurtarma programının yürütülmesi, yurtiçi ve yurtdışı vergilerinin toplanmasına özen gösterilmesi...



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
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
Naime Dođan	Araştırmacı	naime.dogan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 86
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0312-455 84 82
Elif Artman	Araştırmacı	elif.artman@vakifbank.com.tr	0312-455 84 90
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.