

AYLIK RAPOR

Kasım 2012



İÇİNDEKİLER

Eylül ayında dış ticaret açığı 6.8 milyar dolar oldu.

Eylül ayında dış ticaret açığı 6.8 milyar dolar olmuş, ve bir önceki yılın aynı ayına göre %34.7 oranında azalmıştır. 12 aylık kümülatif toplamda dış ticaret açığındaki toparlanma Eylül ayında da devam etmiş, dış ticaret açığının yıllık artış hızı -%17.1'e gerilemiştir. Eylül ayında da ihracatımızda altın ihracatı belirleyici olurken, ithalattaki yavaşlama devam etmiştir. Bu raporumuzda, Eylül ayı dış ticaret rakamları ayrıntılı bir şekilde incelenecektir.

Ekim ayında yıllık TÜFE %7.8'e geriledi

Açıklanan Eylül ayı enflasyon rakamlarıyla birlikte yıllık enflasyonun beklentimize paralel olarak gerilemeye devam ettiği görülürken, bu durum faiz oranlarındaki gerileme beklentimize paralel bir görünüm sergilemiştir. Avrupa'ya ilişkin endişelerin yeniden gündeme gelmesiyle küresel ekonomik aktiviteye ilişkin risklerin arttığı görülürken, Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşu Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu 'yatırım yapılabilir' seviyeye yükseltmesinin ardından Türkiye'ye fon akışlarının artması beklenmektedir. Türkiye'ye olan yabancı ilgisinin arttığı bu ortamda döviz kuru ve finansal istikrardaki bozulmalara karşın TCMB'nin tutumu önemli görünmektedir. Bu raporumuzda TÜFE rakamları ayrıntılı olarak incelenerek, yapılan son not artırım ve açıklanan son sanayi rakamlarının ardından TCMB'nin olası tutumu ele alınacaktır.

Cari işlemler hesabındaki toparlanma devam ediyor.

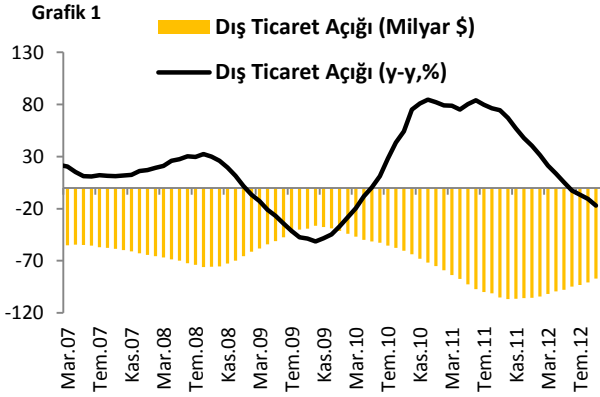
Cari işlemler açığı Eylül ayı itibariyle toparlanma eğilimini sürdürmüş ve yıllık bazda 55.8 milyar dolar seviyesine kadar gerilemiştir. Yılın üçüncü çeyreği itibariyle cari işlemler açığının GSYH'ye oranı %7.1'e düşmüştür. Bu raporumuzda Eylül ayı verilerine ek olarak, son dönemin önemli gündem maddelerinden olan altın ticaretinin cari işlemler hesabı üzerindeki etkilerini inceledik. Eylül ayında önemli yapısal değişimlerin gözlemlendiği finansman tarafı ise bu raporumuzda ayrıntılı olarak incelenmiştir.

TCMB son toplantısında faiz indirim sinyali verdi.

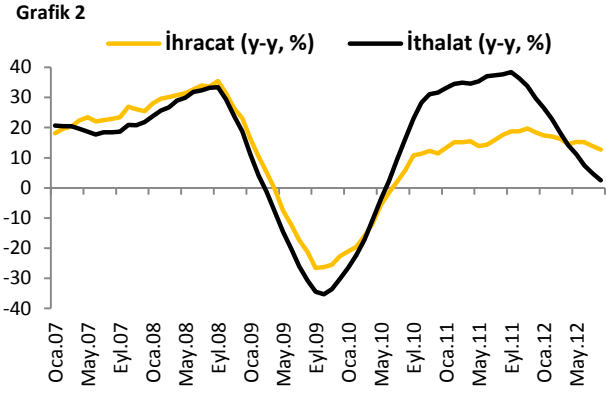
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kasım ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında beklentilerimize paralel olarak faiz koridorunun üst bandı olan borç verme faiz oranında 50 baz puan indirime giderken, bununla birlikte son dönemde aktif bir politika aracı olarak kullandığı rezerv opsiyon katsayılarını da (ROK) hem altın hem döviz için artırmıştır. TCMB faiz koridorunun alt bandı olan borç alma faiz oranını ve politika faiz oranını ise sabit bırakmıştır. Ancak önümüzdeki dönemde gerekirse borç alma faiz oranında ve politika faiz oranında indirim gidebileceğini bir kez daha ifade etmiştir. Bu çalışmamızda TCMB'nin son kararı detaylı bir şekilde incelendikten sonra önümüzdeki dönem para politikası görünümü ele alınacaktır.

Eylül ayında dış ticaret açığı 6.8 milyar dolar oldu.

Eylül ayında dış ticaret açığı 6.8 milyar dolar olmuş, ve bir önceki yılın aynı ayına göre %34.7 oranında azalmıştır. 12 aylık kümülatif toplamda dış ticaret açığındaki toparlanma Eylül ayında da devam etmiş, dış ticaret açığının yıllık artış hızı -%17.1'e gerilemiştir. Eylül ayında da ihracatımızda altın ihracatı belirleyici olurken, ithalattaki yavaşlama devam etmiştir. Bu raporumuzda, Eylül ayı dış ticaret rakamları ayrıntılı bir şekilde incelenecektir.

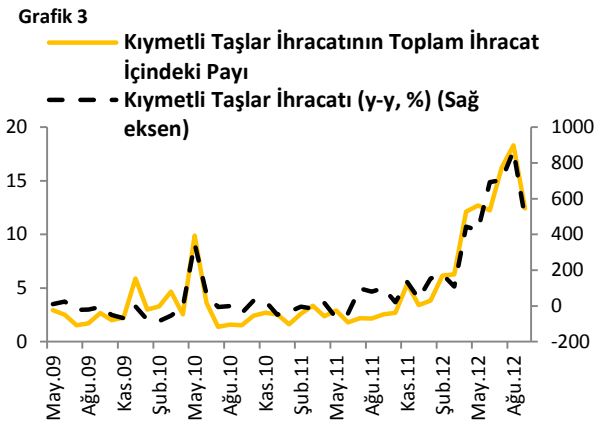


Kaynak: TÜİK
Son on iki aylık toplam rakamları kullanılmıştır.



Kaynak: TÜİK
Son on iki aylık toplam rakamları kullanılmıştır.

TÜİK tarafından açıklanan dış ticaret verilerine göre, Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %34.7 gerileyen dış ticaret açığı 6.83 milyar dolar ile beklentilerin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir (VakıfBank beklentisi: 6.4 milyar dolar, piyasa beklentisi: 6.6 milyar dolar). Genel olarak değerlendirildiğinde 2012 Eylül ayı ihracatı bir önceki yılın aynı dönemine göre %21 artarak 13 milyar dolar seviyesinde gerçekleşirken, ithalat ise %6.4 azalarak 19.8 milyar dolar olmuştur. İthalatın yıllık artış hızına baktığımızda 2011 Ekim ayından beri düzenli bir düşüş olduğu görülmektedir, ihracattaki artış hızında dikkat çekici bir gelişme görülmemektedir. Bu durumun, küresel ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın ithalatı etkilemesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Böylece on iki aylık toplamda dış ticaret açığı Ağustos ayındaki 90.7 milyar dolar seviyesinden Eylül ayında 87.1 milyar dolar seviyesine gerilemiştir. Eylül ayında toplam ihracatı destekleyen en önemli kalem İran'ın yerini alan Birleşik Arap Emirlikleri'ne yapılan altın ihracatı olurken, en fazla ithalat yapılan fasıl ise 5.11 milyar dolar ile mineral yakıtlar ve yağlar faslı olmuştur. İhracatta Birleşik Arap Emirlikleri'ni 1.12 milyar dolar ile Almanya takip ederken, en çok ithalat yapılan ülke ise daha önceki aylara göre değişmeyerek Rusya olmuştur.

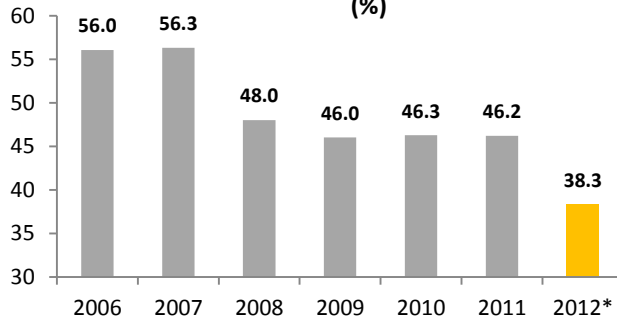


Kaynak: TÜİK

Son aylarda ihracat açısından en dikkat çekici kalem olan kıymetli taşlar ve metaller faslası Eylül ayında da ihracat performansı üzerinde belirleyici olmuştur. 2011 yılının Eylül ayında 273 milyon dolar seviyesinde olan kıymetli taşlar ve metaller ihracatı 2012 yılının aynı ayında 1.6 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Ancak kıymetli taşlar ve metaller kaleminin ihracatında Eylül ayında belirgin bir yavaşlama olduğu görülmektedir. Söz konusu kalemin toplam ihracatımız içindeki payı Ocak ayından beri genel olarak artmakta iken, Eylül ayında Ağustos ayındaki %18 seviyesinden %12 seviyesine gerilemiştir. Bu kalemin ihracatının yıllık

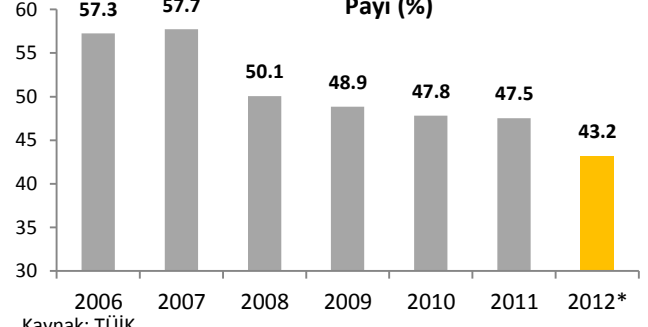
artışı da Ağustos ayında %867 seviyesindeyken, Eylül ayında %492 olmuştur. Kıymetli taşlar ve metaller kaleminde Eylül ayında bir gerileme görülse de, ihracat performansımızı olumlu etkilemeye devam ettiği söylenebilir. Söz konusu kalem göz ardı edildiğinde ihracat büyümesinin yılın ilk dokuz aylık dönemi itibariyle %3.2'ye gerilemesi, söz konusu kalemin ihracat performansı üzerindeki etkisini kanıtlamaktadır.

Grafik 4 AB Ülkelerinin Toplam İhracat İçindeki Payı (%)



Kaynak: TÜİK
*: Ocak-Eylül

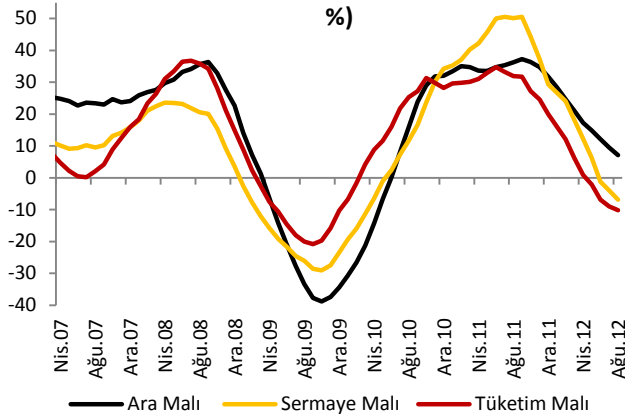
Grafik 5 AB Ülkelerinin Altın Hariç İhracat İçindeki Payı (%)



Kaynak: TÜİK
*: Ocak-Eylül

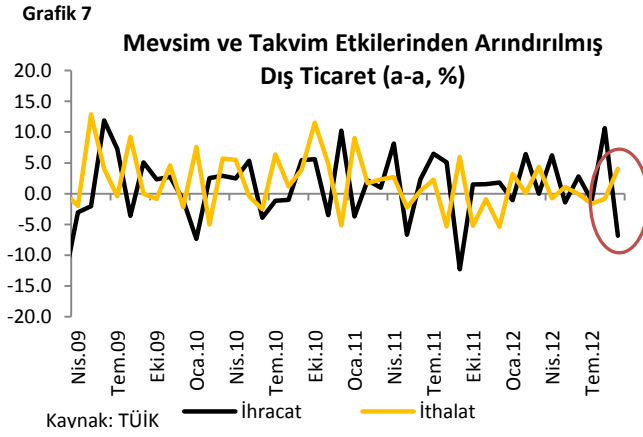
Eylül ayı rakamları ile ihracat ortaklarımızın yapısal değişimi daha belirgin bir hale gelmiştir. Önemli finansal ve makroekonomik sorunlar yaşayan Avrupa ülkelerinin ihracatımız içindeki payları 2012 yılının ilk dokuz aylık bölümünde ciddi ölçüde gerilemiştir. 2006 yılında toplam ihracatımızın %56'sını gerçekleştirdiğimiz AB ülkelerinin payı 2011 yılı itibariyle %46.2'ye kadar düşmüştür. Söz konusu ülkelerdeki sorunların derinleşerek devam etmesi, ekonomik aktivitelerindeki daralmanın sürmesi 2012 yılı Ocak-Eylül döneminde söz konusu ülkelere yapılan ihracatın payının %38.3'e kadar gerilemesine yol açmıştır. 2011 yılı Ekim - 2012 yılı Ağustos döneminde TL'nin euro karşısında %11 değer kazanması da Avrupa ülkelerine yapılan ihracatın toplam ihracatımız içindeki payının düşüşünde önemli rol oynamıştır. Söz konusu durum en önemli ticaret ortaklarımızdan biri kanalı ile Türkiye ekonomisi üzerinde bir risk unsuru olarak görünse de ihracat yaptığımız ülkeleri çeşitlendirme amacıyla atılan adımlar sürecin daha az sıkıntı ile atlatılmasına katkı sağlamıştır. Son dönemde ihracat açısından önemli olan altın ihracatının önceki TÜİK açıklamalarında genel olarak Körfez ülkeleri ile yapıldığı dikkate alındığında söz konusu ihracatı içeren kalemi dışladığımız zaman Avrupa Birliği ülkelerinin payındaki düşüşün daha sınırlı olduğunu görüyoruz.

Grafik 6 Alt Gruplar Göre İthalat (yıllıklandırılmış, y-y, %)



Kaynak: TÜİK

İthalatın alt gruplarındaki yavaşlama Eylül ayında da devam etmiştir. Yıllık bazda sermaye ve tüketim malları ithalatında gerileme görülürken, ara mali ithalatının yıllık artış hızı %3.5'e kadar düşmüştür. Tüketim malları ithalatında görülen yavaşlamanın ivme kazanması yurtiçi iç tüketimdeki zayıf görüntüye ilişkin bir diğer önemli gösterge olarak karşımıza çıkmaktadır. Sermaye (yatırım) malları ithalatının gerilemeye devam etmesi ise üretim kanalıyla ekonomik aktivitedeki aşağı yönlü risklerin arttığına işaret etmektedir. Eylül ayı ithalatında en büyük kalem olan mineral yakıtlar ve yağlar ithalatı %4.4 oranında artarken, motorlu kara taşıtlar ithalatı ise %14.1 gerilemiştir.



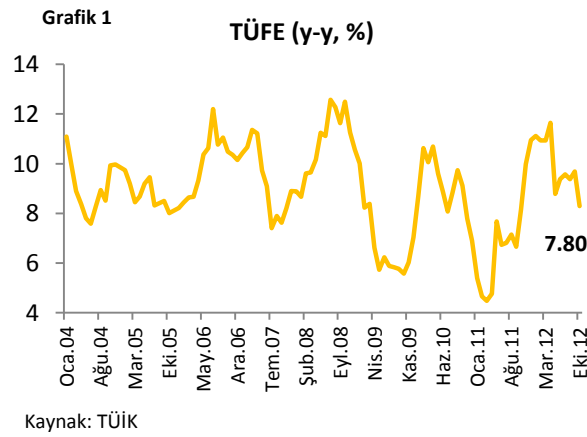
Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret verileri ihracattaki yavaşlamanın sürdüğünü gösterirken, ithalatta artışa işaret etmektedir. Eylül ayında mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış 12 aylık kümülatif dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı ayına göre %18.6 oranında azalmıştır. Söz konusu ayda mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracat bir önceki aya göre %6.8 gerilerken, ithalat ise %4.1 artış göstermiştir.

Sonuç olarak, Eylül ayında dış ticaret açığının beklentilerin bir miktar üzerinde gelmesine karşın dış dengedeki düzelmenin devam ettiğini göstermiştir. Başta ihracat olmak üzere altın ticaretini içeren kıymetli taşlar ve metaller grubu dış ticaret performansı üzerindeki etkisini devam ettirmiştir. Özellikle yılın ilk dokuz aylık bölümünde %13.7 olan yıllık ihracat artışının söz konusu grubu ihmal ettiğimizde %3.2'ye gerilemesi ihracattaki artışın yapısal olarak değil altın ihracatı gibi özel bir durumdan kaynaklandığına işaret etmektedir. İhracatın bu görünümü yılın üçüncü çeyreğinde ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın devam ettiği görüşümüzü de desteklemektedir. İthalat tarafından baktığımızda, yılın son çeyreğinde ekonomik aktivitede bir miktar canlanma beklememize karşın, ara ve sermaye malları ithalatındaki yavaşlamanın sürmesi büyüme üzerindeki aşağı yönlü risklerin arttığını göstermektedir.

Ekim ayında yıllık TÜFE %7.8'e geriledi.

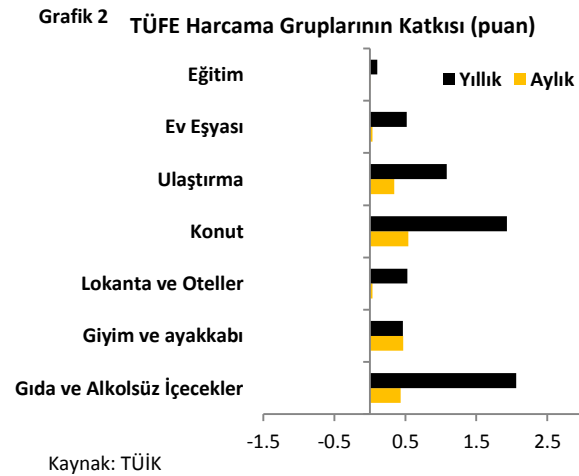
Açıklanan Eylül ayı enflasyon rakamlarıyla birlikte yıllık enflasyonun beklentimize paralel olarak gerilemeye devam ettiği görülürken, bu durum faiz oranlarındaki gerileme beklentimize paralel bir görünüm sergilemiştir. Avrupa'ya ilişkin endişelerin yeniden gündeme gelmesiyle küresel ekonomik aktiviteye ilişkin risklerin arttığı görülürken, Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşu Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu 'yatırım yapılabilir' seviyeye yükseltmesinin ardından Türkiye'ye fon akışlarının artması beklenmektedir. Türkiye'ye olan yabancı ilgisinin arttığı bu ortamda döviz kuru ve finansal istikrardaki bozulmalara karşın TCMB'nin tutumu önemli görünmektedir. Bu raporumuzda TÜFE rakamları ayrıntılı olarak incelenerek, yapılan son not artırımı ve açıklanan son sanayi rakamlarının ardından TCMB'nin olası tutumu ele alınacaktır.

Ekim ayında TÜFE beklentilerin altında kaldı.



2012 yılının Ekim ayında Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %1.96 oranında artarak %2.12 artış yönünde olan beklentilerimizin altında açıklanmıştır (Piyasa beklentisi: %2.10). Yıllık bazda TÜFE ise Eylül ayındaki %9.19 seviyesinden Ekim ayında %7.80 ile bu yıl içindeki en düşük seviyesine gerilemiştir. Bu yılın Ekim ayındaki aylık %1.96 enflasyon artışı geçtiğimiz yılın Ekim ayında yaşanan %3.3 aylık artışın altında bir rakama işaret ettiğinden enflasyon yıllık bazda belirgin bir düşüş yaşamıştır. Açıklanan Ekim ayı enflasyon rakamları Eylül ayındaki fiyat düzenlemelerinin büyük oranda Ekim ayı rakamlarına yansıdığına işaret etmiştir. Açıklanan enflasyon rakamlarında gıda ve

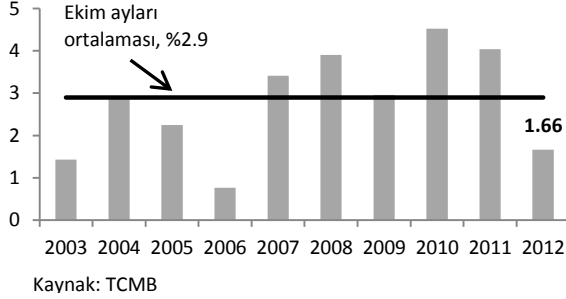
konut harcama grubu fiyatları beklentilerimize paralel gerçekleşmesine karşın beklentilerimizdeki sapmanın temel sebebi giyim ve ulaştırma ana harcama grubu olmuştur.



Ekim ayı enflasyon rakamları ana harcama grupları bazında incelendiğinde, Eylül ayındaki fiyat düzenlemelerine bağlı olarak artan konut ve ulaştırma grubu fiyatları ile mevsimsel faktörler ile yükselen giyim ve gıda fiyatlarının manşet enflasyonun seyrinde temel belirleyici olduğu görülmektedir. Ekim ayında bir önceki aya göre %3 ile %3.3 olan beklentilerimize paralel artış yaşayan konut fiyatları 0.54 puan ile enflasyona en yüksek katkıyı yapan grup olmuştur. Konut fiyatlarının söz konusu hareketlerinde elektrik ve doğalgaz fiyatlarına ilişkin düzenlemelerin etkili olduğu dikkat çekmektedir. Beklentilerimizdeki küçük sapmada en önemli rolü ise bir önceki aya göre %8 olan beklentilerimizin altında %6.8 oranında artan

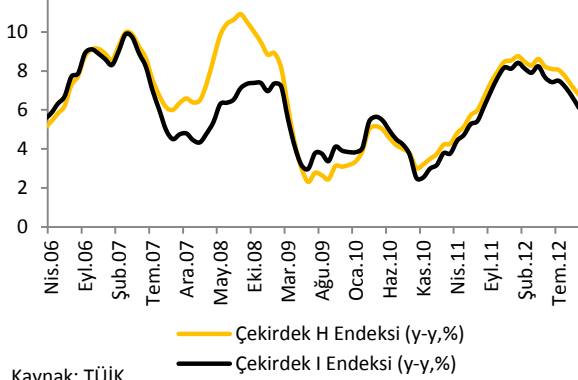
giyim grubu oynamıştır (enflasyona katkı:0.47 puan). Özellikle akaryakıt fiyatlarındaki artışlar ile son dönemde dikkatle izlenen ulaştırma grubu fiyatları ise son indirimlerin yansımaları ile birlikte aylık %2.1 oranında artış yaşamıştır.

Grafik 3 Ekim ayı Gıda Fiyatları (a-a, %)



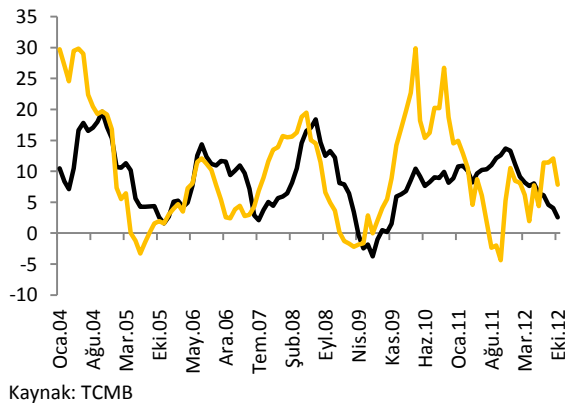
yaşamaya karşın 2.06 puan ile enflasyona en yüksek katkı yapan grup olmaya devam etmiştir.

Grafik 4 Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri



hareketli ortalamasında gerilemenin devam etmesi trend dışı bir hareket yaşanmadığına işaret etmektedir.

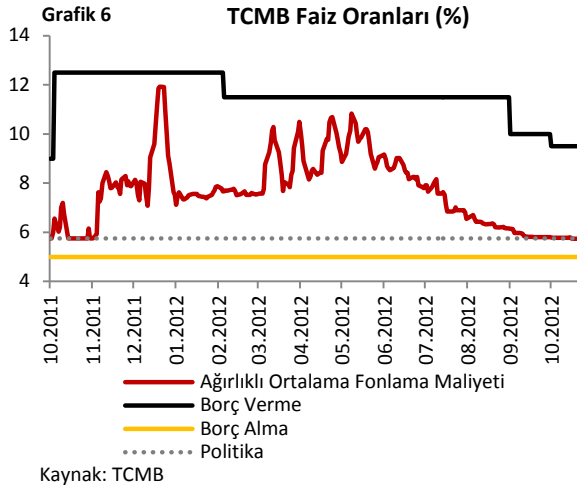
Grafik 5 ÜFE (y-y, %) — Tarım Fiyatları (y-y, %)



Ekim ayı enflasyon gelişmelerinde gıda fiyatlarındaki hareket dikkat çekmektedir. Mevsimsel faktörlere bağlı olarak artış yaşayan gıda fiyatları geçtiğimiz yılların Ekim ayları ortalaması olan %2.9 aylık artışın oldukça altında aylık bazda %1.66 oranında artarak aylık bazda %1.5 olan beklentilerimize paralel bir tablo çizmiştir. Yeni fiyat düzenlemelerinin enflasyona yansımalarına karşın gıda fiyatlarının bu hareketi manşet enflasyondaki olumlu görünümü desteklemektedir. Yıllık bazda ise gıda fiyatları %10.4 seviyesinden %7.87 seviyesine belirgin bir gerileme

Özel kapsamlı TÜFE göstergelerinde düşüş trendi Ekim ayında da devam etmiştir. Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I Endeksi) Ekim ayında bir önceki aya göre %1.27 oranında artmıştır. Çekirdek enflasyon aylık bazda artmış olmasına karşın, yıllık bazda Eylül ayındaki %6.78 seviyesinden Ekim ayında %6.11 seviyesine gerilemiştir. Böylelikle çekirdek enflasyon Ekim ayında, 2011 yılının Ağustos ayından beri görülen en düşük seviyede gerçekleşmiştir. Çekirdek enflasyonda aylık bazda, giyim ve konut fiyatları kaynaklı bir yükseliş yaşanmasına karşın hem yıllık bazda hem de yıllık çekirdek enflasyonun üç aylık hareketli ortalamasında gerilemenin devam etmesi trend dışı bir hareket yaşanmadığına işaret etmektedir.

Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) ise Ekim ayında aylık bazda sınırlı bir şekilde %0.17, yıllık bazda ise %2.57 oranında yükselmiştir. Böylece ÜFE'nin yıllık bazda artış oranı, 2009 yılının Kasım ayından sonraki en düşük seviyesine gerilemiştir. Ekim ayında tarım fiyatları bir önceki aya göre sadece %0.02 oranında artış göstermiştir. Ayrıca Ekim ayında tarım fiyatlarındaki yıllık artış Eylül ayındaki %12.1 seviyesinden %7.81, sanayi fiyatlarındaki yıllık artış ise %2.55'ten %1.59 seviyesine belirgin şekilde gerilemiştir. Tarım fiyatlarında görülen gerileme, önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarının seyri açısından da olumlu görünmektedir.



Sonuç olarak aylık bazda %1.96 artış yaşayan enflasyon geçtiğimiz yıldan gelen baz etkisi ile yıllık bazda %9.19'dan %7.80'e belirgin bir şekilde gerilemiştir. Bu gerilemenin büyük çoğunlukla bir önceki yıldan gelen baz etkisinden kaynaklanmıştır. Ayrıca, bu yılki fiyat düzenlemelerinin geçtiğimiz yılın bir miktar altında bir artışa işaret etmesinin yanı sıra gıda fiyatlarının seyri de enflasyondaki gerilemede etkili olmuştur. Gerek gıda gerekse genel trendinin altında artış sergileyen giyim fiyatları zayıf talep koşullarının enflasyon görünümünü aşağı yönlü destekleyen bir performans sergilediğine işaret etmektedir. Son dönemde petrol fiyatlarındaki aşağı yönlü hareketlerin yurtiçi akaryakıt fiyatlarına

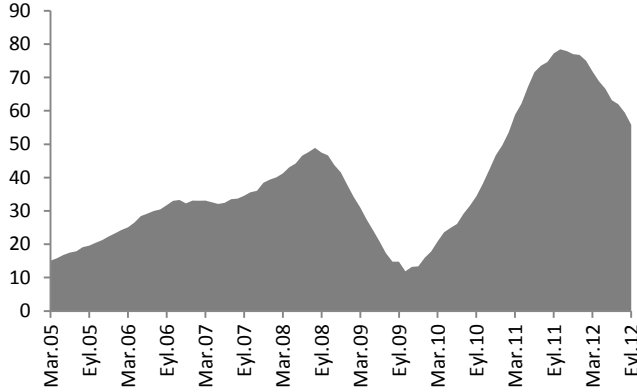
yansımaları da ulaştırma grubu enflasyonunda fiyat düzenlemeleri kaynaklı artışları sınırlandırarak manşet enflasyonun hareketlerinde etkili olmuştur. Yılın geri kalanında enflasyonun yıllık bazda gerilemeye devam etmesi beklenmesine karşın Ocak ayında sigara gibi ürünlerde otomatik olarak devreye girecek olan vergi düzenlemeleri enflasyonun TCMB'nin 2013 beklentisi olan %5.3 seviyesine ulaşmasının zaman almasına neden olabilecektir. TÜFE'de beklentilerimize paralel olarak aşağı yönlü hareketin devam ettiği görülürken, son açıklanan güçlü sanayi üretim endeksi rakamları üçüncü çeyrek büyüme beklentimize paralel bir görünüm sergileyerek 2012 yılsonu büyüme beklentimizi de desteklemektedir. Sanayi üretim endeksi rakamlarının ayrıntılarına bakıldığında iç talepte canlanmanın ilk işaretleri olarak birkaç ayrıntı göze çarparken, bu durumun yılın son çeyreğinde de devam etmesi halinde yılsonu büyüme beklentimiz üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturması mümkün olabilir.

Cari işlemler hesabındaki toparlanma devam ediyor.

Cari işlemler açığı Eylül ayı itibariyle toparlanma eğilimini sürdürmüştü ve yıllık bazda 55.8 milyar dolar seviyesine kadar gerilemiştir. Yılın üçüncü çeyreği itibariyle cari işlemler açığının GSYH'ye oranı %7.1'e düşmüştür. Bu raporumuzda Eylül ayı verilerine ek olarak, son dönemin önemli gündem maddelerinden olan altın ticaretinin cari işlemler hesabı üzerindeki etkilerini inceledik. Eylül ayında önemli yapısal değişimlerin gözlemlendiği finansman tarafı ise bu raporumuzda ayrıntılı olarak incelenmiştir.

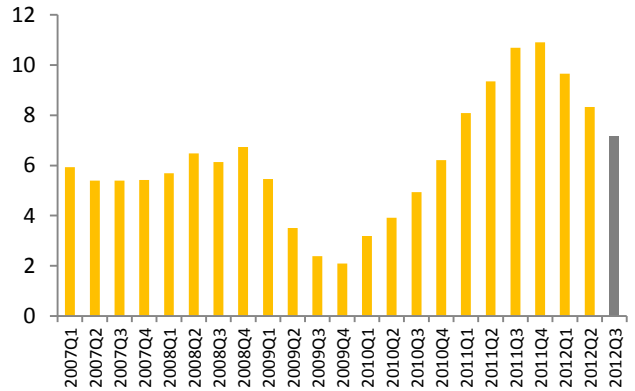
Eylül ayında cari işlemler açığı 2.7 milyar dolar oldu.

Grafik-1 Cari İşlemler Açığı (yıllık, milyar dolar)



Kaynak: TCMB

Grafik-2 Cari İşlemler Açığı / GSYH (%)

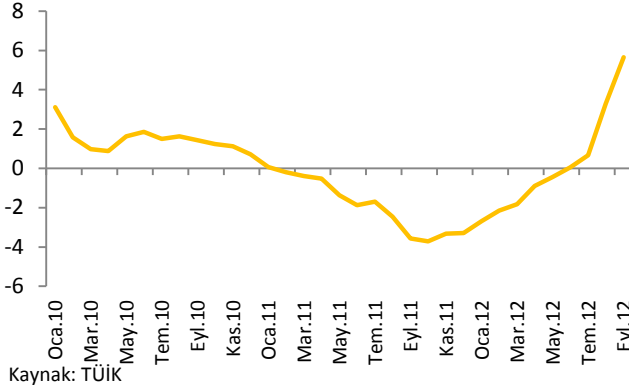


Kaynak: TCMB, Vakıfbank

Merkez Bankası tarafından açıklanan verilere göre 2012 yılı Eylül ayında cari işlemler açığı, bir önceki yılın aynı ayına göre %57.6 oranında gerileyerek 2.7 milyar dolar ile 2.9 milyar dolar olan beklentilerimizin bir miktar altında gerçekleşmiştir (piyasa beklentisi: 3 milyar dolar). 2011 yılının Ocak-Eylül döneminde 60.5 milyar dolar olan cari işlemler açığı 2012 yılının aynı döneminde 39.3 milyar dolara gerilemiştir. Yıllık bazda değerlendirdiğimizde ise Ağustos ayında 59.5 milyar dolar seviyesinde olan kümülatif cari işlemler açığı Eylül ayında da gerilemeye devam ederek 55.8 milyar dolar olmuştur. Söz konusu rakamlar cari işlemler açığındaki toparlanmanın devam ettiğini gösterirken, Eylül ayı verisi ile yılın üçüncü çeyreği itibariyle cari işlemler açığının GSYH'ye oranının %7.1'e kadar düştüğü dikkat çekmiştir.

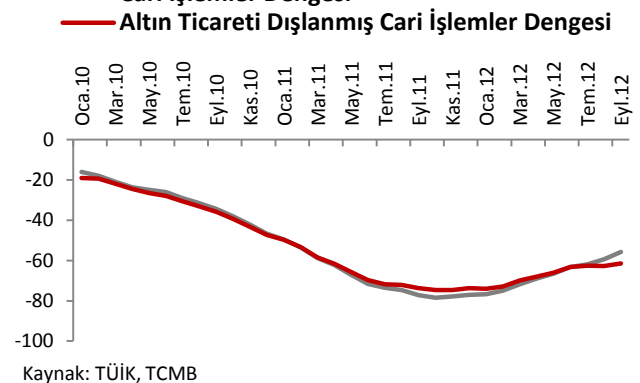
Dış ticaret dengesindeki gelişmeler cari işlemler açığı üzerinde temel belirleyici olurken, hizmetler hesabındaki olumlu seyrin de Eylül ayında devam ettiği görülmüştür. Eylül ayında 3 milyar dolarlık fazla oluşan hizmetler hesabında yılın ilk dokuz aylık bölümündeki fazla bir önceki yılın aynı dönemine göre 1.5 milyar dolar artarak 15.8 milyar dolara ulaşmıştır.

Grafik-3 Altın Dış Ticaret Dengesi (yıllık, milyar \$)



Kaynak: TÜİK

Grafik-4 Cari İşlemler Dengesi

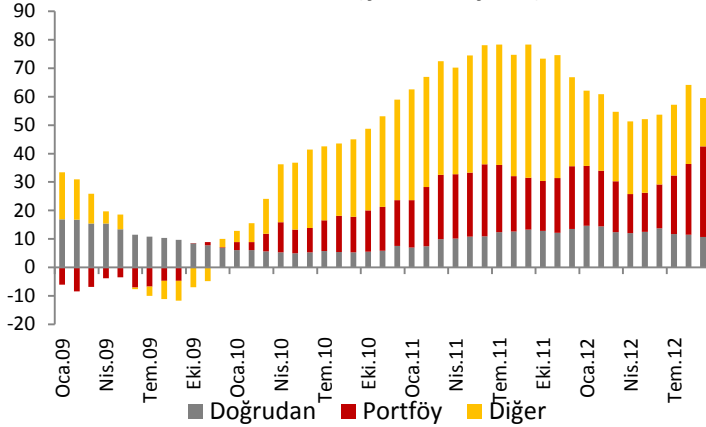


Kaynak: TÜİK, TCMB

Son dönemde dış ticaret dengesinde altın ihracat ve ithalatı önemli bir role sahip olmaya başlamıştır. Söz konusu durumun cari işlemler hesabı üzerindeki etkisi de Türkiye ekonomisinin dış dengesinin toparlanma ivmesinin tespiti için önemli olabilecektir. Yıllıklandırılmış olarak baktığımızda altın hesabını içeren kıymetli eşya fasılasında dış ticaretin 2011 yılının son çeyreğinden itibaren hızlı bir şekilde toparlandığı görülmektedir. Son aylarda ise artan altın ihracatının etkisiyle söz konusu fasıladan 5.6 milyar dolar fazla oluşmuştur. Cari işlemler açığına altın ticaretini dışlayarak baktığımızda ise son aylarda pozitif bir ayrışma dikkat çekmektedir. Eylül ayı itibariyle 55.8 milyar dolar olan cari işlemler açığında altını dışladığımızda cari işlemler açığının 61 milyar dolar olduğu görülmektedir. Bu durum cari işlemler açığındaki düzelmenin devam ettiğini gösterse de dış dengelenmede önemli bir ivme kaybına işaret edebilecektir.

Finans hesabında önemli yapısal değişiklikler karşımıza çıkıyor.

Grafik-5 Finans Hesabı (yıllık, milyar \$)

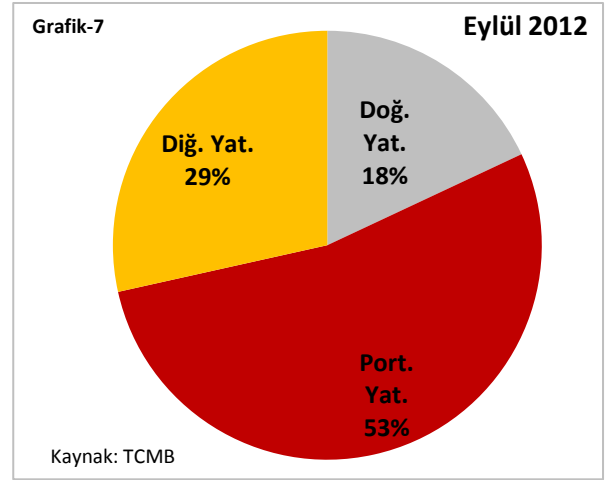
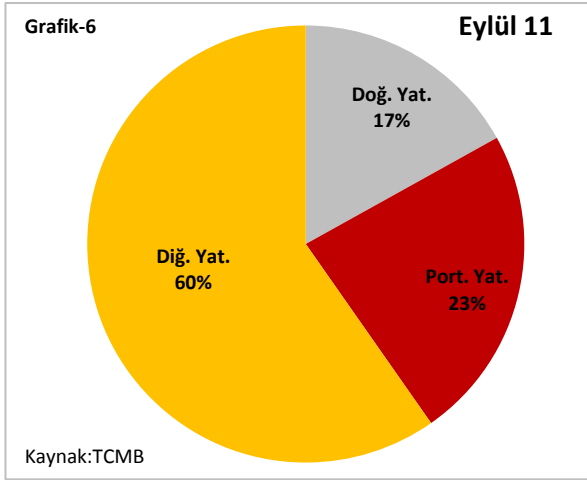


Kaynak: TCMB

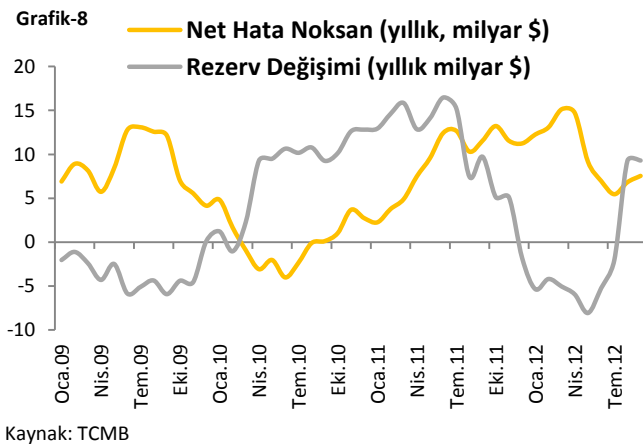
Eylül ayı ödemeler bilançosu rakamlarında cari işlemler açığının finansman tarafında önemli değişimler dikkat çekmektedir. Eylül ayında toplam sermaye girişi 1.5 milyar dolar ile düşük gerçekleşmiştir. Eylül ayında doğrudan yatırımlar kanalı ile 104 milyon dolarlık sınırlı bir döviz girişi yaşanırken, diğer yatırımlar kaleminde 3.4 milyar dolarlık net çıkış yaşanmıştır. Portföy yatırımları ise güçlü görünümünü devam ettirmiş ve bu kanalla 4.8 milyar dolarlık kaynak girişi sağlanmıştır. Yurtdışı bankaların yurtiçi bankalarda tuttukları YP mevduatların 3 milyar dolarlık

azalışı diğer yatırımlardaki azalışta önemli rol oynarken, bankalar yurtdışı kredilerde net ödeyici olmuşlardır. Portföy yatırımları tarafında ise yabancıların yurtiçi tahvil-bono piyasasına ilgilerinin Eylül ayında da devam ettiği görülmektedir. Yabancı yatırımcılar Eylül ayında 1.8 milyar dolarlık DİBS alımı gerçekleştirirken Hazine 1.5 milyar dolarlık yurtdışı borçlanma gerçekleştirmiştir.

Finansmanın kompozisyonu (%)



Eylül ayında diğer yatırımlar kaleminde görülen net döviz çıkışı ile cari işlemler açığının finansman kompozisyonunda da belirgin bir değişim meydana gelmiştir. Doğrudan yatırımların payı ortalama seviyelerinde gerçekleşirken diğer yatırımlar ile portföy yatırımları arasında bir değişim meydana gelmiştir. 2011 yılı Eylül ayı itibariyle yıllık toplam sermaye girişinin %23'lük bölümünü oluşturan portföy yatırımları son açıklanan verilerde toplam finansmanın %53'ünü karşılamıştır. Diğer yatırımların payı ise söz konusu dönemler itibariyle %60'tan %29'a gerilemiştir. Portföy yatırımlarında gözlenen artışta gerek Hazine'nin yurtdışı piyasalarda azalan maliyetleri kullanarak ihraç ettiği borçlanma kâğıtları gerekse yabancı yatırımcıların Türkiye DİBS'lerine olan yüksek talepleri etkili olmuştur.

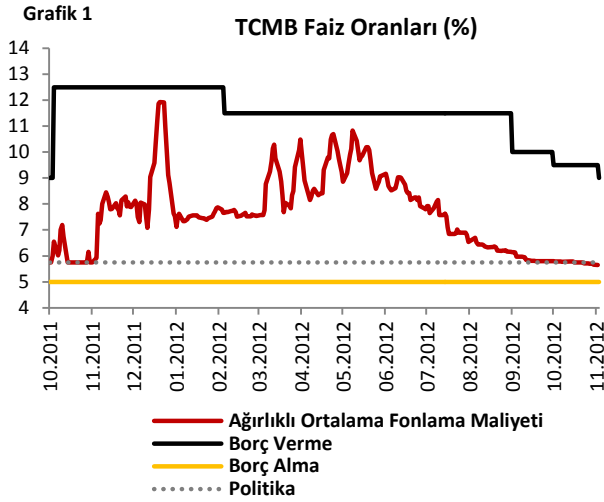


Eylül ayında net hata noksan kaleminin yeniden yüksek seviyelerde gerçekleştiği görülmüştür. 2012 yılı Mart ayından itibaren düşüş trendine giren yıllık net hata noksan kalemi kanalıyla döviz girişi Eylül ayındaki 1.9 milyar dolarlık giriş ile yeniden yükselmiştir. Eylül ayında rezervlerdeki sert yükselişin de sona erdiği görülmektedir. Ağustos ayında rezervlerdeki 7.3 milyar dolarlık artışa karşın Eylül ayındaki artış 786 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

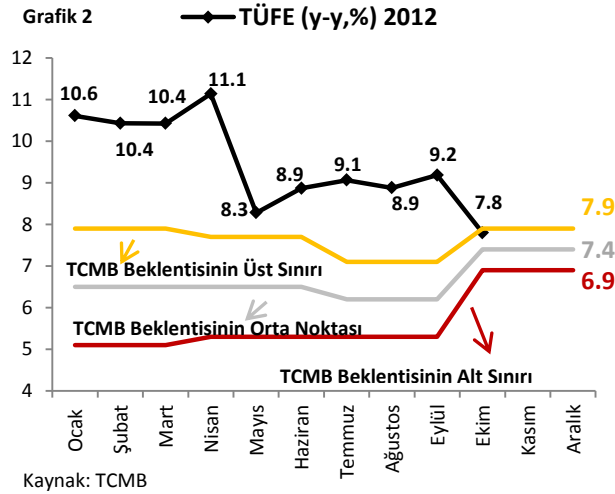
Eylül ayında cari işlemler açığındaki toparlanmanın devam ettiği görülmektedir. Yıllık cari işlemler açığı 55.8 milyar dolara kadar gerilerken, yıllık düşüş %27.7'ye ulaşmıştır. 2011 yılında %10 seviyesine kadar yükselen cari işlemler açığının GSYH'ye oranı ise 2012 yılının üçüncü çeyreği itibariyle %7.1'e kadar gerilemiştir. Eylül ayında cari işlemler açığının finansman yapısında da önemli bir değişim karşımıza çıkmaktadır. Yıllıklandırılmış veriler itibariyle diğer yatırımların toplam sermaye girişi içindeki payı %28 seviyesine kadar düşerken, portföy yatırımlarının payı %50'nin üzerine çıkmıştır. Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye çıkması portföy yatırımlarının cari işlemler açığının finansmanındaki öneminin devam etmesine katkı sağlayacaktır. Ancak TCMB'nin son dönemde yaptığı açıklamalarda da net olarak görüldüğü gibi finansal istikrarın korunması hedefi çerçevesinde sermaye girişinin TL'nin değeri üzerinde yaratacağı değerlenme baskısı çeşitli politika araçları ile önlenmeye çalışılacaktır. Sonuç olarak Eylül ayında toparlanmanın beklentilerimiz çerçevesinde gerçekleşmesinin ardından yılın son çeyreğinde cari işlemler açığındaki düşüşün bir miktar hız kesmesi mümkün görünüyor. Büyümeye ilişkin bir takım öncül göstergelerin son çeyrekte ekonomik aktivitede bir hareketlenme yaşanabileceğine işaret etmesi beraberinde cari işlemler açığındaki toparlanmanın da durmasına neden olabilecektir.

TCMB son toplantısında faiz indirim sinyali verdi.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kasım ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında beklentilerimize paralel olarak faiz koridorunun üst bandı olan borç verme faiz oranında 50 baz puan indirime giderken, bununla birlikte son dönemde aktif bir politika aracı olarak kullandığı rezerv opsiyon katsayılarını da (ROK) hem altın hem döviz için artırmıştır. TCMB faiz koridorunun alt bandı olan borç alma faiz oranını ve politika faiz oranını ise sabit bırakmıştır. Ancak önümüzdeki dönemde gerekirse borç alma faiz oranında ve politika faiz oranında indirime gidebileceğini bir kez daha ifade etmiştir. Bu çalışmamızda TCMB'nin son kararı detaylı bir şekilde incelendikten sonra önümüzdeki dönem para politikası görünümü ele alınacaktır.

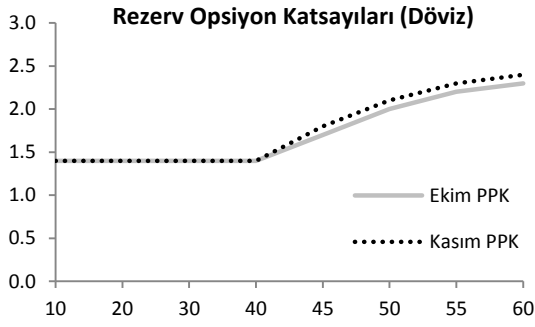


TCMB Kasım ayı toplantısında faiz koridorunun üst limiti olan borç verme faiz oranını beklentilerimize paralel 50 baz puan indirerek %9.5 seviyesinden %9 seviyesine çekmiştir. TCMB faiz koridorunun alt limiti olan borç alma faiz oranını ise %5 düzeyinde sabit tutmuş, böylece faiz koridorunu 50 baz puan daraltmıştır. TCMB politika faiz oranını ise değişikliğe gitmeyerek %5.75 seviyesinde bırakmıştır. TCMB, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranını ise %9'dan %8.5'e, geç likidite penceresi uygulaması çerçevesindeki borç verme faiz oranını da %12.5'ten %12'ye düşürmüştür.



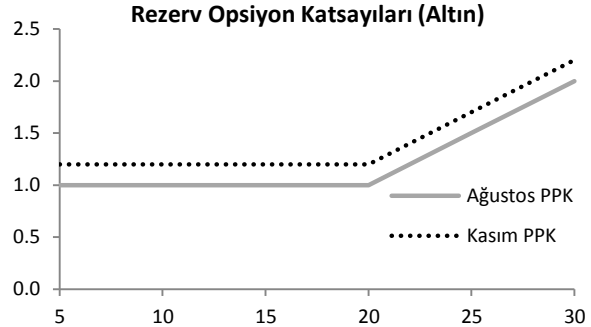
TCMB, işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen olumlu seyrin etkisiyle enflasyonun yılsonunda son Enflasyon Raporu'nda tahmin edilenden daha düşük bir düzeyde gerçekleşebileceğini belirtirken, orta vadeli enflasyon görünümü açısından enerji fiyatlarındaki artışların ise yakından takip edildiğini söylemiştir. 2013 yıl sonuna ilişkin ise %5.3 seviyesinde olan TCMB tahmininin ulaşılabilir olduğunun altı çizilmiştir. Ancak düşük seyreden işlenmemiş gıda fiyatlarında yükselişlerin daha sert olabileceği ihtimali 2013 yılı enflasyonu üzerinde bir risk oluşturabilecektir. Diğer yandan TCMB, küresel büyüme oranlarındaki zayıflamaya rağmen ihracatın artmaya devam ettiğinin altını çizerek, cari işlemler açığının kademeli olarak zayıflamaya devam ettiğini Kasım ayında da belirtmiştir.

Grafik 3



Kaynak: TCMB

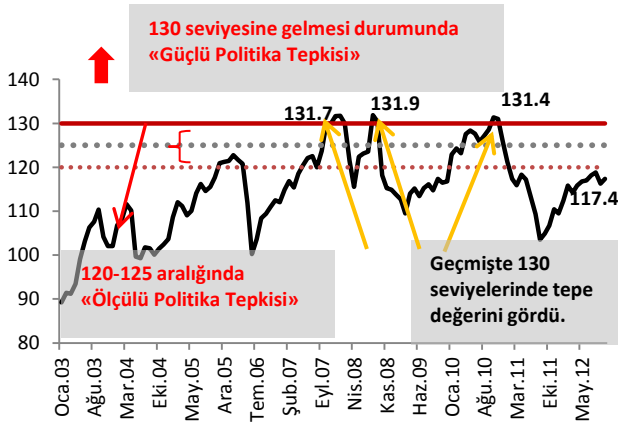
Grafik 4



Kaynak: TCMB

Son dönemde finansal istikrara ilişkin vurgularını artıran TCMB faiz koridorunu daraltmaya devam ederken, aktif bir politika aracı olarak kullandığı ROK'ları da artırmıştır. TCMB, Türk Lirası yükümlülüklerin döviz olarak tutulabileceği %40'lık ilk dilimden sonra gelen dilimlerde 0.1 puanlık artırıma gitmiştir. Hali hazırda yararlanma oranı %90.5 olan bu imkanın, yapılan değişiklik sonucunda aynı oranda kullanılmaya devam edilmesi halinde TCMB döviz rezervlerinde yaklaşık 0.5 milyar dolar artış olması beklenmektedir. TCMB ayrıca ROK'ları Türk lirası yükümlülüklerin altın olarak tutulabileceği bütün dilimlerde 0.2 puan artırmıştır. Altın imkanından yararlanma oranı %90.2 olup, değişikliklerden sonra bu imkanın aynı oranda kullanılması durumunda TCMB altın rezervlerinin yaklaşık 1.8 milyar dolar değerinde 33.1 ton artması beklenmektedir.

Grafik 5 Reel Efektif Döviz Kuru (TÜFE Bazlı)

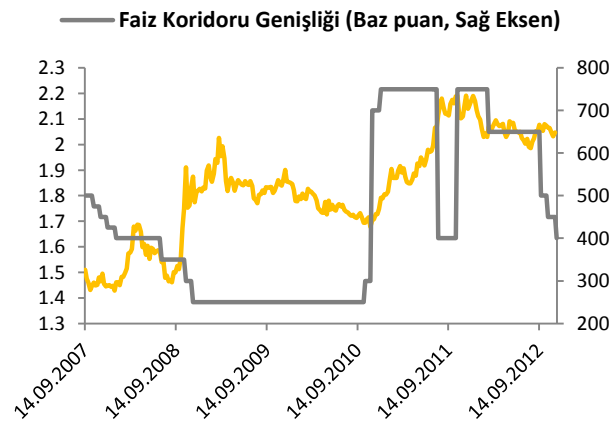


Kaynak: TCMB

TCMB Başkanı Başçı, mevcut durumda 117.4 seviyesinde olan reel kur endeksinin 120-125 arasında kalması durumunda kısa vadede tepki vereceklerini kaydederken, 130 sınırını geçmesi durumunda ise ellerindeki tüm araçları kullanarak güçlü politika tepkisi verebileceklerini belirtti. Bu durumda TCMB'nin, %5.75 düzeyinde olan politika faizi ile birlikte, %5 seviyesindeki koridorun alt bandında ve ayrıca zorunlu karşılıklarda bir düzenlemeye gitmesi mümkün olabilir. TCMB ayrıca bu görüşünü gerek Kasım ayı PPK toplantısından sonra yayımladığı toplantı özetinde gerekse bir sonraki gün ekonomistler toplantısında yineleyerek bu konudaki tavrını ortaya koymuş ve piyasaya net

bir mesaj vermiştir.

Grafik 6 — Sepet (0.5*USD+0.5*EUR)



Kaynak: Bloomberg

TCMB Kasım ayı toplantısında faiz koridorunu beklentilerimize paralel olarak 50 baz puan daraltırken son dönemde aktif bir politika aracı olarak kullandığı ROK'ları ise artırmaya devam etmiştir. TCMB böylece faiz koridorunun genişliğini 400 baz puan ile 2011 yılının Eylül ayındaki seviyesine dek çekmiştir. Yılın son ayında ise TCMB'nin gerek borç verme gerekse borç alma faiz oranında 50'er baz puan indirimine giderek faiz koridorunu 400 baz puan olarak korumasını bekliyoruz. Geçmiş dönemler incelendiğinde, faiz koridorunun 2009-2010 döneminde 250 baz puana kadar gerilediği görülmesine karşın bu dönemde

sepetin (0.5\$+0.5€) ortalama 1.82 seviyelerinde olduğu ve halihazırda sepet bazında kurun bu seviyelerin üzerinde seyrettiği değerlendirildiğinde TCMB'nin faiz koridorunu daraltmaya devam etmeyeceğini düşünöyoruz. Ancak özellikle enflasyonun TCMB'nin yıl sonu beklentisinin orta noktası olan %7.4'ün altında gerçekteşeeğine yönelik güveni artarsa faiz koridorunun üst bandı olan borç verme faiz oranında 100 baz puan, alt bandı olan borç alma faiz oranında 50 baz puan indirime giderek koridoru daraltmaya devam etmesi mümkün olabilir. Son dönemde mali uçurum riskinin ve Euro Bölgesi'ne ilişkin belirsizlik ortamının devam etmesinin risk alma iştahında yarattığı gerileme ile sepetin yeniden 2.02-2.05 seviyelerine yükseldiği görölmektedir. Gerek Moody's'in Türkiye için mevcut notunu ve görünümünü koruduğuna iştaret eden açıklamaları gerekse Fitch'in kararının piyasalarda satın alınması halihazırda sepetin 2 seviyesinin altına gerilemesi ihtimalinin zayıfladığına iştaret etmektedir. Bu nedenle TCMB'nin Aralık ayı toplantısında politika faiz oranında bir değişikliğe gitmeyeceğini düşünöyoruz. Ancak 2013 yılının ilk çeyreğinde ABD'nin içinde bulunduğu mali uçurum tartışmalarının olumlu şekilde sonuçlandırılması ve Moody's'in olası bir not artırımı sinyali fon akımlarının artmasına neden olarak kurlar üzerinde bir baskı oluşturabileceğinden TCMB'nin söz konusu dönemde politika faiz oranında 50 baz puanlık bir indirime gitmesi mümkün olabilir. TCMB'nin halihazırda %5.66 seviyelerinde bulunan ağırlık ortalama fonlama maliyetini indirmeye devam ederek %5.50 seviyelerine çekmesi politika faiz oranında 25 baz puanlık bir indirimin sinyali olarak algılanabilir.

Cem Eroğlu	Müdü	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0212-398 18 98
Nazan Kılıç	Müdü Yardımcısı	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0212-398 19 02
Ümit Ünsal	Müdü Yardımcısı	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0212-398 18 99
Emine Özgü Özen	Uzman	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0212-398 18 90
Naime Doğan Eriş	Uzman Yardımcısı	naimedogan.eris@vakifbank.com.tr	0212-398 18 92
Fatma Özlem Kanbur	Uzman Yardımcısı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0212-398 18 91
Sinem Ulusoy	Uzman Yardımcısı	sinem.ulusoy@vakifbank.com.tr	0212-398 19 05

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.