

İÇİNDEKİLER

❖ Yurtiçi Ekonomi Raporu

TL'de yaşanan değer kaybı tersine dönebilir mi?

Küresel ekonomi ve finansal piyasalarda yaşanan olumsuzluklar, Türkiye'nin uluslararası piyasalara entegrasyonunun yüksek olmasından dolayı son dönemde yurt içi piyasalarda dalgalanmaları artırmıştır. Küresel risk algılamasındaki artışa bağlı olarak döviz kurunda da yükseliş yaşanmaktadır. Öte yandan, Türkiye ilk yarıda %10.2'ye ulaşan büyüme oranı, küresel kriz sonrasında dünya ülkelerinin pek çoğundan daha hızlı toparlanan istihdam piyasası ve devam eden fiyat istikrarı ile güçlü bir makroekonomik altyapıya sahiptir. Gelişmiş ülkelerin çoğunda ve dünya ekonomisindeki ağırlığı Türkiye'den daha fazla olan pek çok gelişmekte olan ülkede kamu maliyesindeki bozulmanın yarattığı risklere karşın, Türkiye sağlam bütçe dengeleri ve Hazine'nin giderek azalan borçlanma gereksinimi ile istikrarlı bir yapı sergilemektedir. Türkiye'nin sahip olduğu bu olumlu makroekonomik görünüm, önümüzdeki dönemde TL'deki yükselişin tersine dönmesi için gerekli zemini oluşturmaktadır.

Sanayi Üretimi ve Cari İşlemler Açığı: Yavaşlama İşaretleri Belirginleşiyor mu?

Türkiye ekonomisinde son açıklanan veriler ile ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve bu yavaşlamanın etkileri giderek netleşmeye başlamıştır. Ağustos ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretiminin bir önceki aya göre %2.6 gerilemesi ekonominin yavaşlamaya başladığı yönündeki düşüncemizi desteklemektedir. Eylül ayında geçici bir yükseliş yaşanabilecek olmasına karşın yılın geri kalan bölümünde sanayi üretimindeki aşağı yönlü trendin devam etmesini bekliyoruz. Küresel ekonominin dalgalı bir seyir izlediği süreçte Türkiye ekonomisinde de yavaşlama sinyalleri giderek artmaktadır. Ancak söz konusu yavaşlama, beklentilerimiz dahilinde olup makroekonomik bir kırılmağa işaret etmemektedir. Ekonomik aktivitedeki yavaşlama petrol fiyatları ve TL'deki değer kaybı cari işlemler açığının artış hızındaki düşüşte önemli rol oynamaktadır. Özellikle mevsimsel etkilerden arındırılarak yaptığımız analiz dış dengedeki düzelmeyi daha net yansıtmaktadır. Önümüzdeki aylarda söz konusu etkilerin devam etmesi cari işlemler açığındaki daralmanın sürmesine katkı sağlayacaktır.

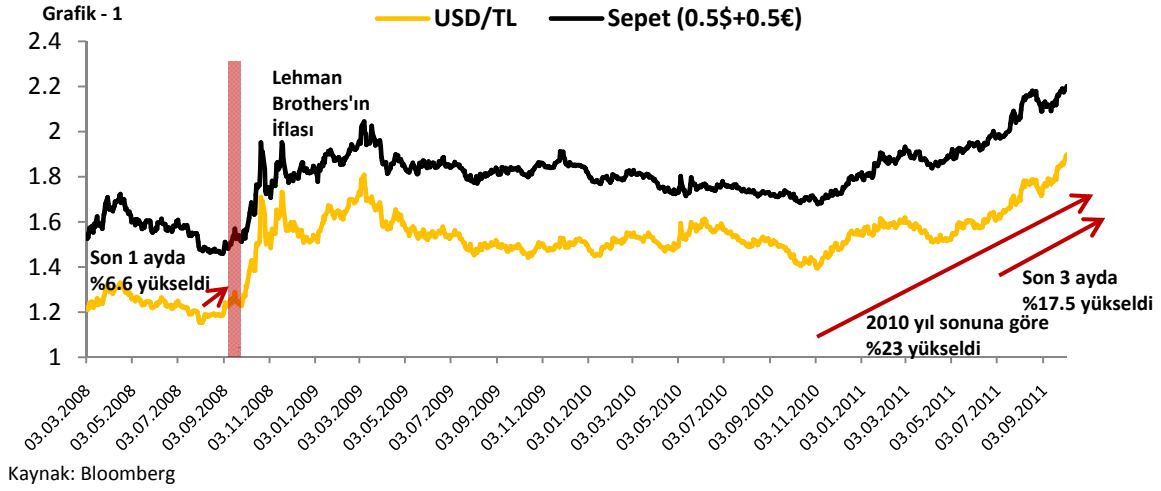
Merkez Bankası geleneksel olmayan adımlarına devam ediyor

TCMB, Ekim ayı toplantısında politika faizini değiştirmeden, gecelik vadede borç verme faiz oranlarını sert bir şekilde artırarak faiz koridorunu genişletmeye başlamıştır. Küresel ekonominin büyüme görünümünde önceki aylara göre belirgin bir değişim gözlenmeyen ve Avrupa borç krizi kaynaklı belirsizliklerin risk algılamasını yüksek tuttuğu bir ortamda, TCMB'nin yavaşlayan büyüme ve artan enflasyonla birlikte olumsuz piyasa koşullarıyla mücadele etme zorunluluğu devam etmektedir. TCMB'nin son toplantısında faiz koridorunun genişletilmesine karar vermesinin, esas olarak faiz avantajı yaratarak TL'deki değer kaybının önüne geçmeyi ve bunun sonucunda kurdaki yükselişi ve aşırı dalgalanmaları önlemeyi hedeflediği görülmektedir. Öte yandan, TCMB'nin son toplantısında faiz artırımlarının büyümeyi yayıflatıcı etkisi ile ilgili olarak aşırı kaygılı bir söylemi olmasa da büyümedeki yavaşlamanın belirginleşmesine bağlı olarak önümüzdeki dönemde TL zorunlu karşılık oranlarında indirim gitmesi mümkün görünmektedir.

Türkiye Ekonomisi 2012 Beklentilerimiz: ENFLASYON

Türkiye ekonomisine ilişkin 2012 beklentilerimizi ortaya koyacağımız çalışmalarımızın ilki olan bu raporumuzda, 2012 yılı enflasyon beklentilerimize yer veriyoruz. Raporumuzda ilk olarak 2011 yıl sonu enflasyon beklentimizi son dönemde yaşanan fiyat gelişmeleri ışığında revize ederken, mevcut ve gelecek dönem enflasyon görünümünü TCMB enflasyon beklentileri çerçevesinde ele alıyoruz. Buna göre %7.15 seviyesinde bulunan 2011 yıl sonu enflasyon beklentimizi %8.6 seviyesine yükseltiyoruz. Ayrıca, 2012 yılına ilişkin ekonomik aktivite görünümü çerçevesinde 2012 yıl sonu enflasyon beklentimizi %6.6 olarak açıklıyoruz.

TL'de yaşanan değer kaybı tersine dönebilir mi?

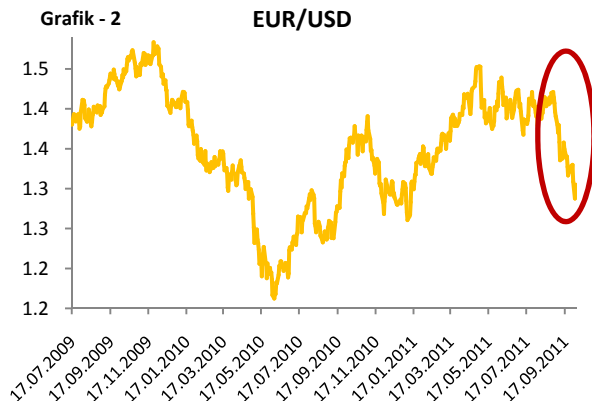


Son dönemde başta para piyasaları olmak üzere finansal piyasalarda sert hareketlerin görüldüğü bir dönem yaşanıyor. Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de para piyasasında oynaklığın arttığı son günlerde, yurtiçi piyasalar açısından USD/TL'nin seyri daha da önem kazanmış görünmektedir. Yukarıda USD/TL'nin ve sepet bazında kurların yer aldığı grafik incelendiğinde, USD/TL'de ve sepet bazında kurlarda Temmuz ayının ortalarından itibaren yukarı yönlü hareketin belirginleştiği dikkat çekerken, 2010 yıl sonuna göre %23 oranında yükselen USD/TL'nin bu tarihten itibaren %17.5 oranında yükseliş kaydettiği izlenmiştir. Geçtiğimiz hafta içinde ise USD/TL 1.9060 ile tarihi rekor seviyeleri görmüştür. Son dönemde hızlanan Avrupa ve ABD kaynaklı risklerin yeni bir resesyona kaynaklık edeceği yönündeki endişeler değerlendirildiğinde, kurun seyrini Lehman Brothers'ın iflasından önceki dönem ile karşılaştırmalı olarak incelemek faydalı olacaktır. Lehman Brothers'ın iflası öncesinde USD/TL 'nin 1 ay öncesinden yukarı yönlü bir hareket kazanarak iflasa kadar %6.6 oranında yükseldiği görülmektedir. Bu durum son dönemde kurda yaşanan hareketlerin Lehman öncesi dönemin çok üzerinde bir hareket olduğuna işaret etmektedir. Bu nedenle bir sonraki bölümde son dönemde yaşanan hareketlerin temelinde yatan gelişmeler incelenecektir.

Son dönemde USD/TL'de yaşanan yükselişin nedenleri:

i. Uluslararası piyasada artan risk algılamasına bağlı olarak dolardaki değer artışı

Son dönemde USD/TL kurunda yaşanan yukarı yönlü hareketlerin nedenlerini incelemek amacıyla oluşturulan korelasyon matrisi (Bkz. Ek-1) incelendiğinde, USD/TL'nin, 10 yıllık ABD ve Alman tahvillerinin getirileri, EUR/USD ve Dow Jones endeksi ile ters korelasyona sahip olduğu görülmektedir. Bu durum, uzun vadede en düşük riske sahip olduğu düşünülen ABD ve Almanya tahvillerine alım gelirken, hisse senedi piyasalarında satış yaşandığı ve euronun dolar karşısında değer kaybettiği bir ortamda, küresel risk algılamasındaki artışın USD/TL'de yükseliş yaratması anlamına gelmektedir.



Uluslararası sistemde oluşabilecek bir riske karşı güvenli para birimi olarak görülen ve rezerv para olarak da tutulan euronun son dönemde Euro Bölgesi'ne ilişkin artan finansal riskler nedeniyle bu özelliğinin azaldığı görülmektedir. Euro, dolar karşısında 29 Ağustos 2011 tarihinden bu yana %8.2

değer kaybetmiştir. Euro Bölgesi kaynaklı yeni bir küresel finans krizi ihtimalinin, ABD'nin orta vadede sağlam ekonomik görünümüne sahip olmamasına rağmen uzun vadede güvenli bir yatırım aracı olduğu düşünülen dolara olan talebi artırdığı düşünülmektedir. Piyasalarda risk algılamasındaki sert artışla birlikte, küresel yatırımcının uzun vadede güvenli olduğunu düşündüğü yatırım araçlarına yönelmesinin ardındaki temel nedenler ise Avrupa ve ABD kaynaklı ekonomik ve mali sorunlardır.

ii. Avrupa ve ABD kaynaklı ekonomik ve mali belirsizlikler

Son dönemde yurtdışında döviz kurunda görülen yükseliş, yurtiçi dinamiklerden çok yurtdışında meydana gelen gelişmelerin önemini ortaya koymaktadır.

Avrupa Para Birliği'ne (Euro Bölgesi) üye ülkeler heterojen bir ekonomik yapı sergilemektedir. Ekonomik açıdan zayıf ve yüksek bütçe açığı ile borç stoklarını kendi başlarına finanse etme kabiliyeti düşük ülkeler ile sağlam ekonomiye sahip ve tek başına ayakta durabilir güçte olan ülkelerin oluşturduğu parasal birlik, 2010 yılının başından beri önemli sorunlarla karşı karşıyadır. Sorunlu ülkeler olarak adlandırılan Yunanistan, İtalya, İspanya, Portekiz ve İrlanda'nın yüksek kamu açığı ve borç stoklarının sürdürülebilir olmaktan çıkması, bu sorunların bankacılık sistemi aracılığıyla bölge geneline yayılması riskini artırmaktadır. Bu riskleri önlemenin maliyeti ise sorunların çözümü için güçlü ve zayıf tüm üye ülkelerce ayrılacak fonlar nedeniyle büyümeden ödün verilmesi olacaktır. Bu noktada gerek Avrupa Birliği gerekse IMF kaynaklarıyla sorunlu ülkelere kesin bir çözüm sağlayacak şekilde yardım aktarılması ciddi tartışmalara neden olmakta ve bu ortamda kısa vadeli finansman sorunları devam etmektedir.

Diğer yandan, ABD'de küresel kriz sırasında alınan olağandışı maliye ve para politikası önlemlerine rağmen, ekonomik aktivitenin kriz sonrası istenen düzeye ulaşamaması yeni ek tedbirleri gerektirmektedir. Ancak, rekor düzeydeki bütçe açığı ve borç stoku, siyasi faktörlerin de devreye girmesiyle maliye politikasının daha fazla genişletilmesi olanağını sınırlamaktadır. Parasal önlemlerle ilgili olarak ise, para politikasının ekonomik aktivitenin ve istihdamın artırılmasında etkili olmadığı kanaati giderek yaygınlaşmaktadır. Buna rağmen ABD Merkez Bankası FED büyüme görünümündeki bozulma karşısında, önlem alma girişiminde¹ bulunmaktadır.

ABD ve Avrupa'da süregelen sorunlara ek olarak, Çin'e ilişkin risk vurgularının giderek artması gelişmekte olan ülkelerde özellikle para birimlerinin değer kaybında önemli rol oynamıştır. Çin ekonomisinin küresel bazda yaşanabilecek olası bir durgunluğu kompanse edemeyebileceği yönündeki endişelerin artması bu ülkeye ilişkin kaygıların temelini oluşturmaktadır. Bu ortamda küresel yatırımcıların riskten kaçarak risksiz varlıklara yönelmesi, USD/TL'nin değer kaybetmesinde etkili olmaktadır.

Kurdaki yükselişin Türkiye'nin görünümü açısından değerlendirilmesi...

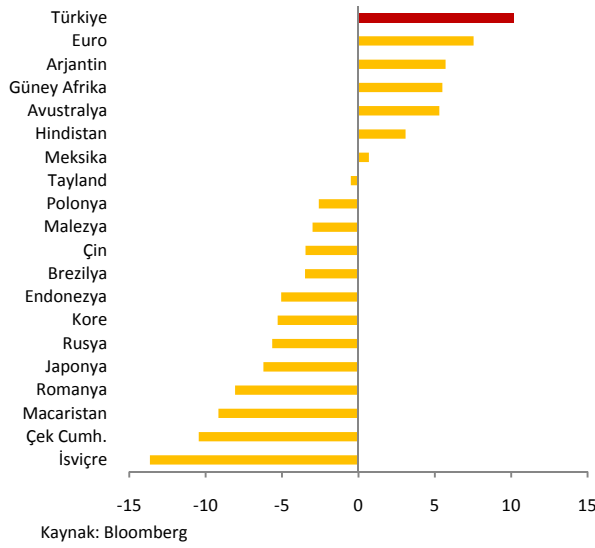
- **Son dönemde Türkiye'den diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha az fon çıkışı yaşanmıştır.**

ABD doları, son aylarda küresel risk algılamasındaki artışta en güvenli yatırım aracı olarak görülmüştür. ABD Hazine tahvilleri ile uzun vadede güçlü bir ekonomik görünüme sahip olduğu düşünülen Almanya ve Japonya'nın uzun vadeli hazine tahvillerinde de benzer hareket yaşanmıştır. Bunlar dışında kalan piyasalar riskli olarak görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelere ilişkin büyüme beklentilerinin de zayıflamasıyla Ağustos ayının ortalarından itibaren bu ülkelere fon çıkışları artmıştır.

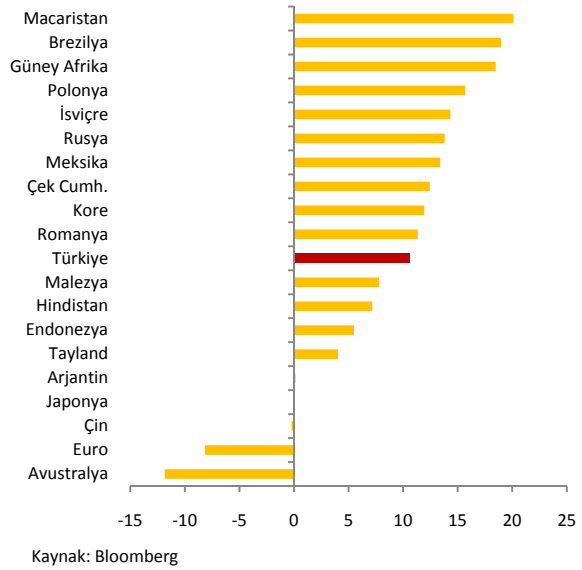
¹ Fed'in hali hazırda "Operation Twist" olarak adlandırılan ve 400 milyar dolar tutarında kısa ve uzun vadeli tahvilin değişimini içeren programın etkileri üzerine tartışmalar devam ederken, yeni parasal genişleme önlemlerinin alınıp alınmayacağı gündemde önemli bir belirsizlik olarak yer tutmaktadır.

Ülke para birimlerinin dolar karşısındaki değerleri, 2011 yılı başından Ağustos ayının sonuna kadar olan dönem alınarak karşılaştırıldığında TL'nin en çok değer kaybeden para birimi olduğu dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik - 3). Aynı parametreler 1 Eylül – 5 Ekim 2011 tarihleri arasında karşılaştırıldığında ise, TL'nin değer kaybeden 17 ülke para birimi içinde onbirinci sıraya gerilediği görülmektedir (Bkz. Grafik - 4). Bu durum, yıl başında aşırı primli olan TL'nin belirgin biçimde değer kaybetmiş olmasına rağmen, son haftalardaki piyasa dalgalanmasında diğer gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğundan daha az riskli olarak değerlendirildiğini göstermektedir. Benzer tablonun hisse senedi piyasalarında ve ülke risk primlerinde de görülmesi Türkiye'nin son dönemde diğer gelişmekte olan piyasalardan ayrıştığına işaret etmektedir.

**Grafik - 3: Para birimlerinin USD karş. değerlerinin
03.01.2011 - 31.08.2011 arası karşılaştırması**

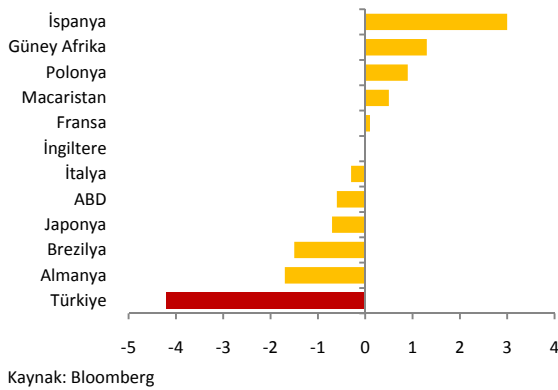


**Grafik - 4: Para birimlerinin USD karş. değerlerinin
01.09.2011 - 05.10.2011 arası karşılaştırması**



- **Türkiye'nin sağlam makro temelleri TL'nin önümüzdeki dönemdeki seyri hakkında önemli ipuçları veriyor.**

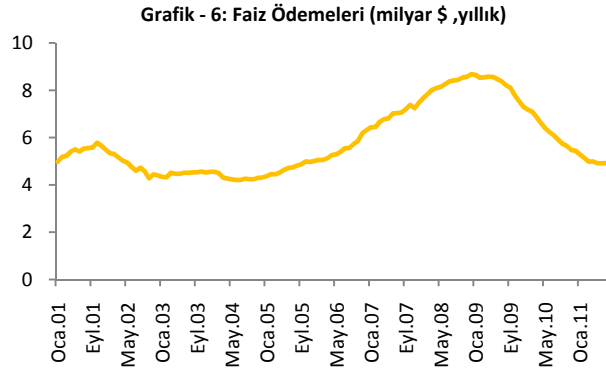
Grafik - 5: İşsizlik Oranı (Eyl. 2009 - Haz. 2011 değ.)



Türkiye'nin makroekonomik göstergelerinin istikrarlı seyri, diğer gelişmekte olan ülkelere pozitif olarak ayrıştığı görüşünü doğrularken, S&P'nin Türkiye'nin TL cinsinden uzun vadeli kredi notunu yükseltmesi bu ayrışmayı destekler nitelikte bir adım olmuştur. Bu not artırımına kaynak olarak gösterilen finans sektöründe şeffaflık, yerel piyasalarda derinleşme ve Türk bankalarının yeterli derecede sermayelendirildiği olguları ileride döviz cinsinden olası bir not artırımını da gündemde tutmaktadır. Bu derinleşme ve iyileşme şüphesiz ki büyüme performansına beklenenden daha olumlu katkı yapmıştır. Türkiye'nin, ilk çeyrekte %11'lik

bir büyüme oranı ile Çin'i bile geride bırakan olumlu performans, ikinci çeyrekte %8.8'lik bir büyüme oranıyla bir miktar azalarak da olsa devam etmiştir. 2011'in ikinci yarısında ise, küresel ekonomideki beklenen yavaşlamanın, uluslararası ticarete açık ve küresel ekonomiye entegre bir ekonomi olmasının sonucu olarak Türkiye'ye de yansıtacağı öngörülmektedir. Küresel kriz sonrası işgücü piyasalarındaki toparlanmanın ise diğer gelişmiş ülkelere göre daha etkin olduğu görülmektedir. Bu toparlanma sonucunda ülkemizde iş gücü talebi artmış ve işsizlik gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkeye göre daha hızlı azalmıştır (Bkz. Grafik - 5).

Gelişmiş ülkelerin çoğunda ve dünya ekonomisindeki ağırlığı Türkiye’den daha fazla olan pek çok gelişmekte olan ülkede kamu maliyesindeki bozulmanın yarattığı risklere karşın, Türkiye sağlam bütçe dengeleri ve Hazine’nin giderek azalan borçlanma gereksinimi ile istikrarlı bir yapı sergilemektedir.

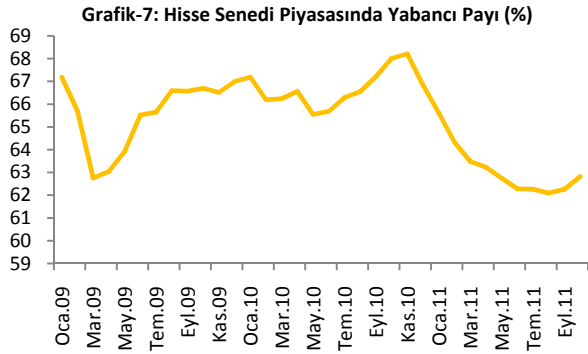


Kaynak: TCMB

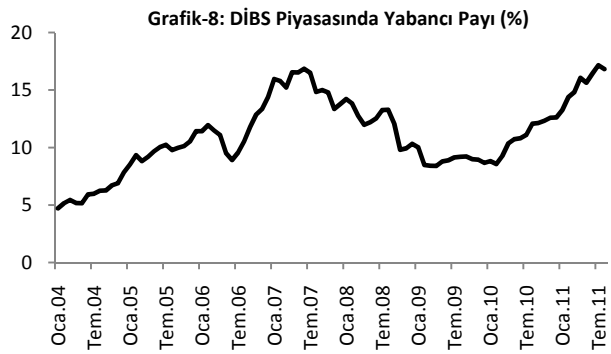
Türkiye için orta vadede başlıca kırılma noktası olarak cari açığın, 2011’in özellikle son çeyreğinde büyüme hızında beklenen yavaşlamaya bağlı olarak azalacağı öngörülmektedir. Cari açığın halen yüksek olan seviyelerinde bile, Türkiye’nin finansman konusunda olumlu bir avantaj yakaladığı dikkat çekmektedir. Güçlü makro ekonomik yapı, yurtdışından yapılan borçlanmalarda gerek kamunun gerekse reel kesim ve bankaların daha düşük risk primleriyle borçlanabilmeleri imkanını sağlamış ve buna bağlı olarak faiz ödemeleri azalmıştır (Bkz. Grafik-6). Mevcut küresel görünüm

finansman maliyetlerinin azalması sayesinde, cari işlemler dengesi açısından dönüşüm için bir avantaj sunmaktadır.

Küresel kriz ve sonrasında Türkiye’de izlenen pro-aktif para politikasının mevcut sağlam görünüme katkısı önemlidir. TCMB’nin diğer merkez bankalarından farklı bir politika izleyerek fiyat istikrarından ödün vermeksizin finansal istikrarı gözeterek yaklaşımı, küresel büyüme görünümünün değiştiği son dönemde, politika esnekliği kazandırırken, piyasadaki aşırı dalgalanmalar karşısında temkinli ve etkili adımlar atabilmesini sağlamaktadır. Nitekim TCMB geçtiğimiz hafta piyasadaki döviz ve TL sıkışıklığını önlemek için zorunlu karşılık oranlarında indirimde giderken², düzenlediği yüklü döviz satım ihaleleriyle de Türkiye’nin küresel ekonomiyle bağının güçlü olması nedeniyle TL’de yaşanan değer kaybı karşısında tavrını ortaya koymuştur.



Kaynak: TCMB



Kaynak: TCMB

Hızlı toparlanmanın sağladığı avantajlar arasında yatırımcı güveni önemli yer tutmaktadır. Türkiye’nin uluslararası piyasalarla artan entegrasyonu, olumsuz küresel gelişmelerin ülke içinde daha etkin şekilde hissedilmesine neden olsa da genel çerçeveden bakıldığında pozitif bir tablo dikkat çekmektedir. Bu tablonun bir parçası olarak yabancıların hisse senedi piyasalarındaki payının son aylarda piyasalardaki karışıklıklara rağmen artmakta olduğu görülmektedir (Bkz. Grafik-7). %17’nin üzerine çıkan DİBS piyasasındaki yabancı payı ise son haftalarda meydana gelen gelişmeler sonucunda biraz gerilemiş olsa da yabancı çıkışlarının oldukça sınırlı olduğu dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik-8).

² TCMB 5 Ekim 2011’de yabancı para zorunlu karşılıkları 3 yıla kadar olan mevduatlar için 50 baz puan, 3 yıldan uzun vadeli mevduatlarda 250’şer baz puan indirimine gitmiştir. 6 Ekim 2011 tarihinde ise, %13.1 olan ağırlıklı ortalama TL zorunlu karşılık oranını %12.5’e düşürmüştür. Böylece piyasaya toplam 4.5 milyar TL likidite sağlanacağını açıklamıştır.

TL'nin yıl sonuna kadar bir miktar değer kazanmasını bekliyoruz...

Küresel ekonomi ve finansal piyasalarda yaşanan olumsuzluklar, Türkiye'nin uluslararası piyasalara entegrasyonunun yüksek olmasından dolayı yurt içi piyasalarda dalgalanmaları artırmaktadır. Yabancı yatırımcıların küresel risk algılamasının arttığı bir ortamda Türkiye piyasalarından diğer gelişmekte olan piyasalara nazaran daha az çıktıkları ve böylece Türkiye'nin diğer gelişmekte olan piyasalardan ayrılmakta olduğu görülmektedir. USD/TL'deki yükseliş, büyüme beklentilerinin azalması nedeniyle genişletici para politikası izlenmesi gereken önümüzdeki dönemde enflasyonda istenmeyen bir yükselişe yol açabilecek olması açısından önemlidir. TCMB'nin pro-aktif politikaları ile kurdaki yükselişi önleme çabası devam ederken, küresel kırılmalıkların azalmasının kurun gidişatı açısından en önemli faktör olduğu düşünülmektedir. Öte yandan, **USD/TL'deki yükselişin Türkiye'ye özgü kırılmalıklardan kaynaklanmaması ve mevcut küresel konjonktür karşısında Türkiye'nin istikrarlı yapısı önümüzdeki dönemde kurdaki yükselişin sınırlanarak, tersine dönebileceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede 2011 yıl sonu itibariyle USD/TL'nin mevcut seviyesinden %5 civarında değer kazanacağını öngörüyoruz.**

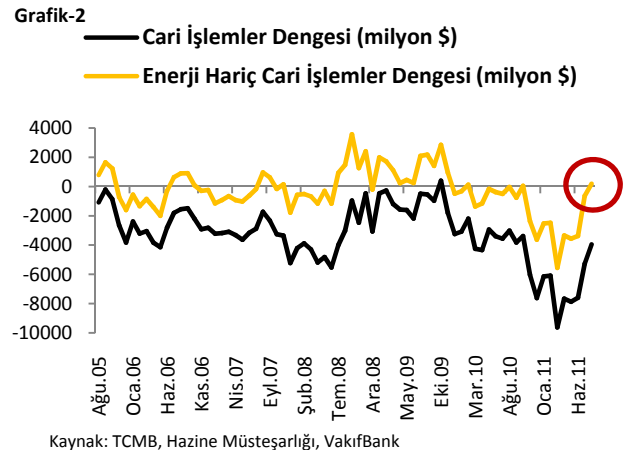
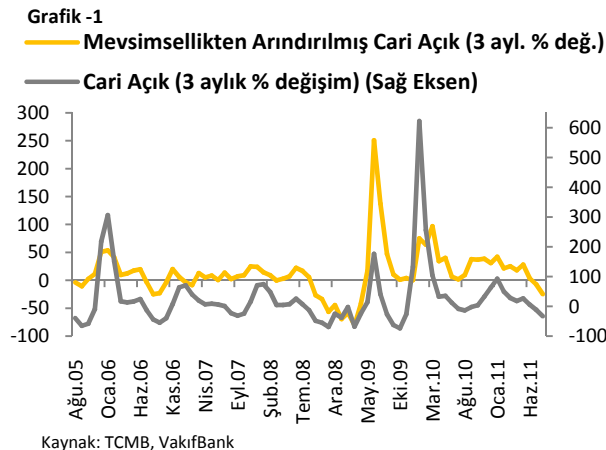
EK-1 USD/TRY Korelasyon Matrisi

USD/TRY Korelasyon Matrisi	USD/TRY	ABD 10Y Tahvil Getirisi	Almanya 10Y Tahvil Getirisi	Altın	Bütçe Dengesi	Cari Açık	DWJ	EUR/USD	Gösterge Tahvil Getirisi	İMKB-100	İşsizlik Oranı	Sanayi Üretim Endeksi
USD/TRY	1.00											
ABD 10Y Tahvil Getirisi	-0.61	1.00										
Almanya 10Y Tahvil Getirisi	-0.77	0.85	1.00									
Altın	0.53	-0.66	-0.74	1.00								
Bütçe Dengesi	-0.23	0.19	0.21	-0.03	1.00							
Cari Açık	0.05	0.01	0.03	-0.57	-0.15	1.00						
DWJ	-0.68	0.65	0.57	-0.12	0.31	-0.55	1.00					
EUR/USD	-0.58	0.16	0.47	-0.02	0.14	-0.24	0.38	1.00				
Gösterge Tahvil Getirisi	-0.60	0.58	0.82	-0.83	0.18	0.21	0.27	0.20	1.00			
İMKB-100	0.00	-0.05	-0.33	0.66	0.09	-0.63	0.51	0.02	-0.64	1.00		
İşsizlik Oranı	0.59	-0.47	-0.45	0.03	-0.41	0.53	-0.81	-0.28	-0.30	-0.43	1.00	
Sanayi Üretim Endeksi	-0.33	0.16	0.10	0.36	0.21	-0.65	0.63	0.31	-0.13	0.66	-0.78	1.00

Kaynak: Bloomberg, TCMB, VakıfBank

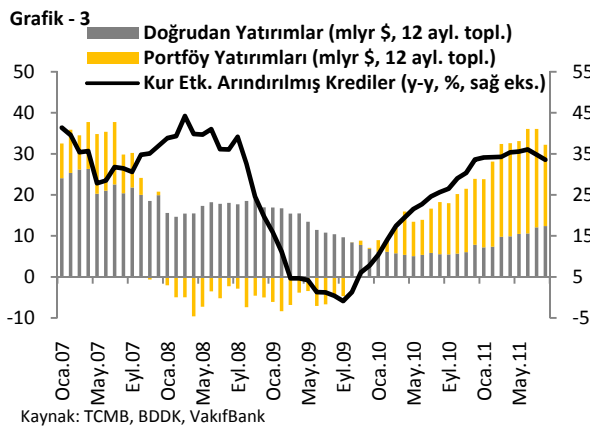
Sanayi Üretimi ve Cari İşlemler Açığı: Yavaşlama İşaretleri Belirginleşiyor mu?

Ağustos ayında 3.96 milyar dolar olarak gerçekleşen cari işlemler açığı böylece son on iki aylık toplamda da 75.1 milyar dolara ulaşmıştır. Temmuz ayının ardından Ağustos ayında da cari işlemler açığının yıllık artış hızının yavaşlamaya devam ettiği görülmüştür.



TCMB'nin aldığı önlemlere ek olarak BDDK'nın Temmuz ayı başında aldığı önlemlerin yanı sıra son dönemde kurda ve petrolde görülen hareketler de cari işlemler açığının yıllık artış hızının yavaşlamasında rol oynamıştır. Ayrıca Ağustos ayında hizmetler kaleminin cari dengeye katkısı pozitif yönde olurken, özellikle turizm gelirleri bu pozitif katkıda etkili olmuştur. Dolayısıyla, Temmuz ve Ağustos aylarında görülen cari açığın artış hızındaki yavaşlama yaz aylarında artan turizm gelirleri gibi geçici etkilerle açıklanabilecek olsa da mevsimsellikten arındırılmış cari açık rakamları da cari açığın artış hızında bir yavaşlama olduğunu göstermektedir (Bkz. Grafik-1). Öte yandan cari işlemler açığını ara malı ithalatımızda önemli bir yer tutan enerjiden arındırarak incelemek faydalı olabilecektir. Cari işlemler açığını enerjiden arındırarak incelediğimizde, Ağustos ayı ile birlikte açığın pozitifte döndüğü dikkat çekmektedir. Başka bir deyişle enerji hariç cari işlemler dengesi Ağustos ayında, 2010 yılının Ekim ayından sonra ilk defa fazla vermiştir.

Cari işlemler açığının finansmanı zayıflıyor...



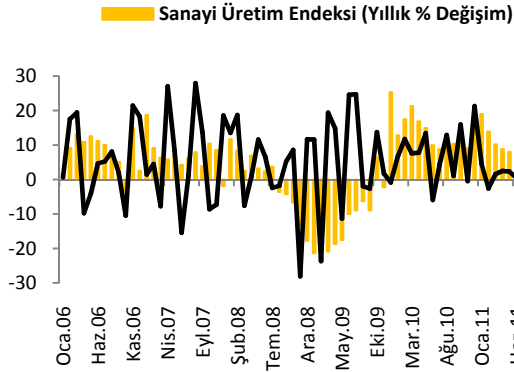
Cari işlemler açığının finansmanı Ağustos ayında kısa vadeli portföy çıkışları ve döviz rezervlerindeki azalışın etkisiyle zayıf bir görünüm kazanmıştır. Ocak ayından beri aylık bazda artan portföy yatırımları Ağustos ayında yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasasının yanında tahvil piyasasından da çıkmaları sonucunda 1.5 milyar dolar azalmış ve yılın ilk sekiz ayında 17.8 milyar dolar olmuştur. Doğrudan yatırım pozisyonunda ise önemli bir değişim yaşanmazken, Ağustos ayında ağırlıklı olarak gıda ve içecek imalatı sektörüne yapılan yatırımlar sonucu 0.9 milyar dolar'lık yabancı

doğrudan sermaye girişi sonucu ilk sekiz aylık doğrudan yatırım tutarı 8.6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ağustos ayında cari açığın ana finansman kaynağı döviz rezervlerindeki 4.4 milyar dolar azalış olmuştur. Merkez Bankası'nın yurt içi piyasada artan döviz talebinin kur üstünde yarattığı baskıyı önlemek için Ağustos ayında başladığı döviz satışlarını Eylül ve Ekim aylarında artırması nedeniyle rezervlerin cari açığın finansmanındaki rolü artmaya devam edecektir.

Yurt içinde yerleşik bankalar ve reel sektörün yurtdışından Ocak-Ağustos 2011 döneminde kullandıkları uzun vadeli kredi tutarı %44 artışla 28.8 milyar dolar'a ulaşırken, bankalar ve reel sektörün kredi temininde güçlük yaşamadıkları görülmektedir. Banka ve reel sektör firmalarının uzun vadeli borç çevirme oranlarının da Ağustos ayında yüksek seyirini koruması, küresel piyasalardaki dalgalı sürece karşın dış kaynak sağlanmasında sorun yaşanmadığını göstermektedir. Genel olarak bakıldığında ilk sekiz ayda kısa vadeli portföy yatırımlarının %33 oranı ile cari işlemler dengesinin finansmanındaki payının yüksek olmasının yarattığı kırılganlığın, azalarak da olsa devam ettiği dikkat çekmektedir. Öte yandan, cari açığın finansmanında portföy yatırımlarındaki azalışa bağlı oluşan tablonun kur etkisinden arındırılmış bankacılık sektörü kredilerinin gidişatı ile uyumlu olduğu görülmektedir (Bkz. Grafik-3). Bu durum, cari açığın finansman kalitesini düşüren portföy yatırımları azaldıkça yurt içi kredi genişlemesinin de zayıfladığını gösterirken, Ağustos ayında sanayi üretimindeki yavaşlamayı da teyit etmektedir.

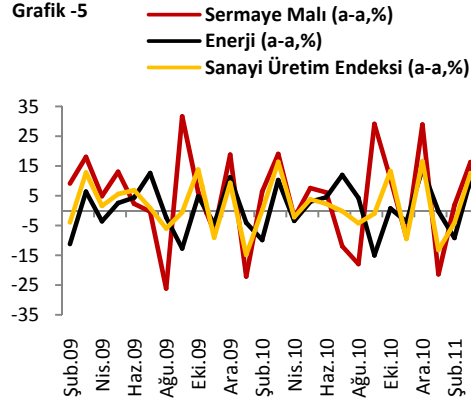
Sanayi üretimindeki yavaşlama dikkat çekti...

Grafik -4



Kaynak: TÜİK

Grafik -5



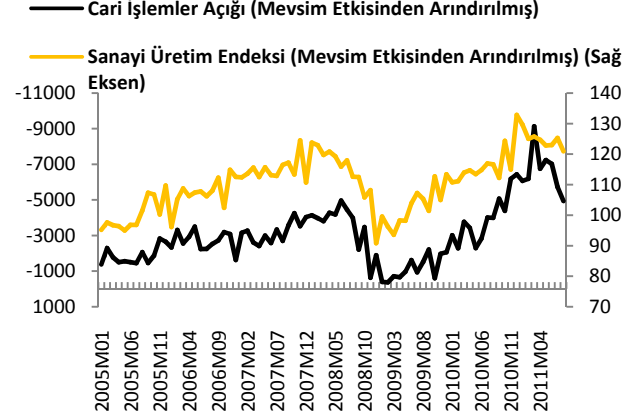
Kaynak: TÜİK

Öte yandan Temmuz ayında beklentilerin oldukça üzerinde gelen sanayi üretim endeksi Ağustos ayında ise Kasım 2009'dan bu yana yaşanan en düşük artış hızını sergileyerek, yıllık bazda %3.8 ile sınırlı bir artış göstermiştir. Ocak ayından beri aşağı yönlü hareketini devam ettiren mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeksin Temmuz ayında pozitifte dönmesi olumlu bir gelişme olarak dikkat çekmişti. Ancak Ağustos ayında endeksin aylık bazda %2.6 oranında gerilemesi, Temmuz ayındaki olumlu hareketin terse dönmesine neden olmuştur. Ramazan etkisi ile Ağustos ayı üretiminin Temmuz ayına çekilmiş olması Temmuz ayındaki sanayi üretimi yıllık artış hızının, beklentilerin üzerinde gelmesine, Ağustos ayında ise beklentilerin oldukça altında kalmasına neden olduğu söylenebilir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endekte yaşanan sert yavaşlama, sanayi üretimi üzerindeki aşağı yönlü baskının Eylül ayında da devam edebileceği endişelerine neden olmuştur. Sanayi üretim endeksi alt mal grupları itibarıyla incelendiğinde ise, ara malı ve sermaye malı imalatında yavaşlamanın görülmesi, 3. çeyrek büyüme oranında da yavaşlama yaşanabileceği beklentisini desteklemektedir. Ayrıca yurt dışı piyasalarda yaşanan Euro Bölgesi kaynaklı endişeler önümüzdeki dönem için sanayi üretimi açısından olumsuz bir tablo çizmektedir.

Sanayi Üretimi Cari Açık İlişkisi...

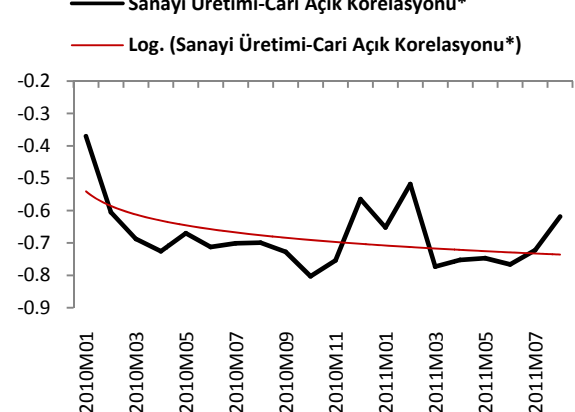
Son dönemde yavaşlama eğilimi gösteren cari işlemler açığı ile büyümenin öncül göstergesi olan sanayi üretim endeksinin hareketleri beraber incelendiğinde, aralarındaki grafiksel uyum dikkat çekmektedir. Grafik- 6'nın detayına inildiğinde ise, cari işlemler açığının sanayi üretim endeksindeki hareketleri 3 ay gecikmeli olarak takip ettiği görülmektedir. Bu nedenle cari işlemler açığının sanayi üretim endeksinin 3 ay gecikmeli serisi ile birlikte incelenmesi önümüzdeki dönemde nasıl bir tablonun oluşacağını ortaya koymak bakımından önemli olacaktır.

Grafik -6



Kaynak: TCMB

Grafik -7



Kaynak: VakıfBank

Cari işlemler açığı ile sanayi üretim endeksinin 3 ay gecikmeli serisi arasındaki ilişkinin yönünü ve miktarını ortaya koymak amacıyla hesaplanan korelasyon serisi, söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin kriz sonrası dönemde ters yönlü olarak kademeli bir şekilde güçlendiğine işaret etmektedir (Bkz. Grafik - 7). 2010 yılının son çeyreğinde ilişki -0.80 değeri ile görece güçlü bir seviyeye ulaştıktan sonra -0.50 ile -0.77 aralığında dalgalanmıştır. Son dönemde ise ilişkinin bir miktar yavaşladığı dikkat çekerken, bu durumda yükselen kura bağlı olarak ithal girdi fiyatlarında yaşanan yukarı yönlü hareketlerin etkisi olduğu söylenebilir.

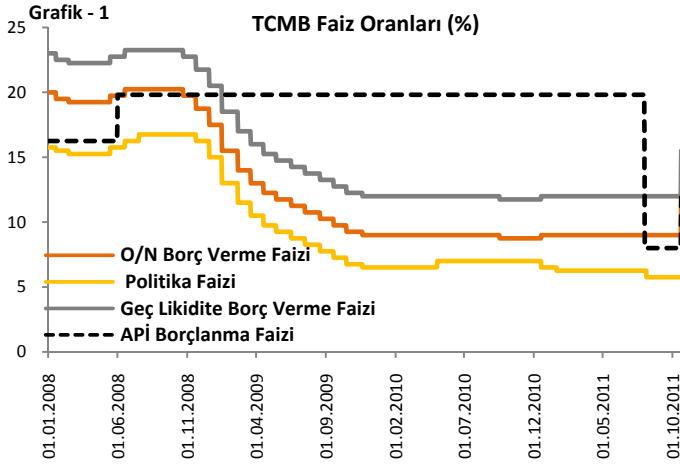
Sonuç olarak, son açıklanan sanayi üretimi verisi ile yurtiçi ekonomik aktivitede yavaşlamaya ilişkin işaretler netleşmektedir. Eylül ayında sanayi üretiminde bir miktar yükseliş görülebilecek olmasına karşın, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin verilerin büyüme rakamlarında da yavaşlamaya işaret etmesi mümkün görünmektedir. Buna ek olarak, yılın son çeyreğinde gerek sanayi üretiminde gerekse büyümedeki yavaşlamanın daha fazla belirginleşmesi beklenmektedir.

Ağustos ayı cari işlemler açığı verisi de önemli bir ivme kaybına işaret etmektedir. Mevsimsel etkilerden arındırılmış cari işlemler açığının son üç aylık toplamının bir önceki yıla göre düşüşünün Temmuz ayındaki %8 olan seviyesinden Ağustos ayında %24'e gerilemesi düzelmeye ilişkin önemli bir işaret olarak karşımıza çıkmaktadır. Sanayi üretiminden de gördüğümüz gibi ekonomik aktivitede beklenen yavaşlamanın netleşmesi, küresel ekonomiye ilişkin büyüme kaygıları ile petrol fiyatlarının görece düşük seyrini sürdürmesi ve TL'deki değer kaybı cari açığındaki daralmanın sürmesine katkı sağlayacaktır. Geçtiğimiz hafta açıklanan, otomotiv ve cep telefonu gibi ürünleri kapsayan yeni vergi düzenlemeleri de cari işlemler açığının enerji dışında kalan kısmı açısından önemli sonuçlar doğurabilecektir. Enerji hariç ithalatımız içinde %9.5'lik bir paya sahip olan otomotiv ithalatına yönelik vergi artışı ithalat talebinin yavaşlamasına yol açarak cari işlemler açığının artışı hızının azalmasına katkı sağlayabilecektir.

Geçtiğimiz hafta açıklanan 2012-2014 Orta Vadeli Programı'nda, cari işlemler açığının düşürülmesine yönelik olarak yapısal dönüşümün hedeflenmesi Türkiye ekonomisi açısından önemli kazanımlar sağlayabilecek bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle yurt dışındaki dalgalı seyrin devam ettiği bir ortamda finansman maliyetlerinin düşük seyretmesi Program'da yer alan yapısal dönüşüm çalışmaları için uygun bir fırsat olacaktır. Buna ek olarak, yine programda yer alan 2011 yılı için 71.7 milyar dolar olan (GSYİH'nin %9.4'ü) cari işlemler açığı beklentisi de Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak bizim beklentilerimizle örtüşmektedir.

Merkez Bankası geleneksel olmayan adımlarına devam ediyor

Merkez Bankası (TCMB) 20 Ekim 2011 tarihli Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında beklentiler doğrultusunda politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %5.75'te sabit tutma kararı almıştır. Gecelik borçlanma faiz oranını da değiştirmeyerek %5'te bırakan TCMB, buna karşılık, borç verme faiz oranlarını önemli ölçüde artırmıştır. Buna göre, gecelik borç verme faizi %9'dan %12.5'e ve geç likidite penceresi çerçevesinde Bankalararası Para Piyasası'nda uygulanan gecelik borç verme faizi %12'den %15.5'e yükseltilirken, açık piyasa işlemleri (APİ) çerçevesinde piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma faiz oranı da %8'den %12'ye çıkarılmıştır. TCMB, bu şekilde borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki marjı açarak faiz koridorunu genişletmiştir.



TCMB'nin 20.10.2011 Tarihli Toplantısında Kararlaştırılan Eski ve Yeni Faiz Oranları		
%	Eski Oranlar	Yeni Oranlar
Politika Faiz Oranı (1 hafta vadeli repo faizi)	5.75	5.75
Gecelik (O/N) Faiz Oranları		
MB Borçlanma Faizi	5	5
MB Borç Verme Faizi	9	12.5
APİ Borçlanma Faizi	8	12
Geç Likidite Penceresi Faiz Oranları		
MB Borçlanma Faizi	0	0
MB Borç Verme Faizi	12	15.5

Kaynak: TCMB

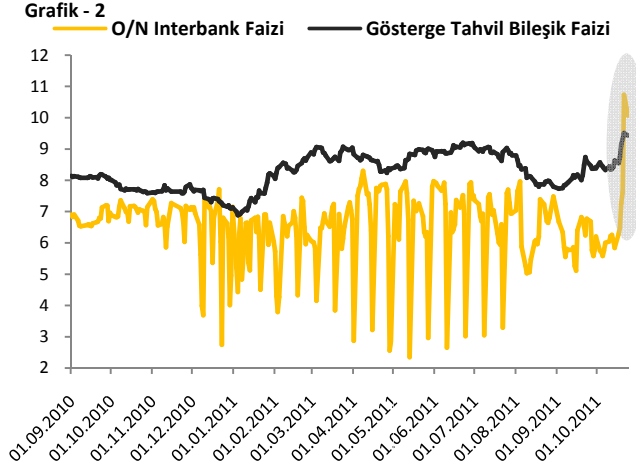
Son faiz kararları öncesindeki süreç...

TCMB'nin son kararlarını Ekim 2010'dan itibaren belirlediği politika çerçevesinde değerlendirmek yararlı olacaktır. TCMB'yi geleneksel olmayan bu politikasını izlemeye iten neden, küresel konjonktürün de etkisiyle artan yabancı sermaye girişleri nedeniyle oluşan yurt içi kredi genişlemesi ve cari işlemler açığındaki artışın finansal istikrarı tehdit etmesi idi. Temel amacı fiyat istikrarını korumak olan TCMB, bu amacından sapmadan finansal istikrarı gözetmek amacıyla, zorunlu karşılık oranlarını kullanarak geleneksel olmayan bir politika bileşimi ortaya koymuştur. Ağustos ayından itibaren ise, TCMB politika söylemini değiştirerek, genişleyici bir politika stratejisi belirlemiştir. 4 Ağustos 2011 tarihinde yaptığı acil toplantı ile belirlediği bu yeni politika yolu, TCMB'nin bir açmaz içinde olduğunu göstermiştir. TCMB küresel büyümedeki yavaşlama ve Avrupa borç krizi kaynaklı risklerin büyüme performansını yavaşlatıcı etkilerinin yanı sıra, artan piyasa volatilitesi ile TL'deki değer kaybı ve bunun yansımaları sonucunda oluşmaya başlayan fiyat baskılarını bir arada gözetmek durumunda kaldığı bir sürece girmiştir.

TCMB'nin 20 Ekim 2011 tarihli toplantısı öncesinde TL'deki değer kaybının artması ve USD/TL ve EURO/TL'nin eşit ağırlıklı alındığı kur sepetindeki dalgalanma ve yukarı yönlü hareketin devam etmesi, TCMB'yi Ağustos ayının başında uygulamaya koyduğu döviz satım ihalesinde maksimum tutarı hızla artırmaya itmiştir. TCMB döviz satım ihalelerine ek olarak, Haziran 2006'dan beri piyasaya ilk kez doğrudan müdahale ederek 750 milyon dolar satmıştır. TL'nin değer kaybetmesinde, Avrupa borç krizinde kesin çözüme halen ulaşamamış olmasının yol açtığı belirsizliğin yanında, son vergi zamları ve kurdaki yükselişin yarattığı geçişgenlik etkisiyle enflasyondaki yükselişin devam edeceği beklentisi karşısında TCMB'nin daha sıkı bir para politikası duruşu benimseyeceği düşüncesi etkili olmuştur. Ancak, TCMB'nin 18 Ekim'de doğrudan döviz müdahalesine ilişkin duyurusunda

“piyasa derinliğinin kaybolmasına bağlı olarak spekülasyon davranışları sonucunda kurlarda sağlıksız fiyat oluşumları gözlemlendiği” ifadesine yer vermesi, TCMB’nin kurun son dönemdeki hareketinin tamamen küresel gelişmeler ve makroekonomik beklentilerle açıklanamayacağı düşüncesinde olduğunu göstermektedir.

Piyasaların TCMB kararlarına tepkisi...



Kaynak: Euroline

sonrasında da piyasada, risk algılamasındaki artışa bağlı belirgin bir kısa vadeli yabancı sermaye çıkışı yaşanmadığını göstermektedir. Önümüzdeki günlerde TL’de oluşan faiz avantajının yabancı yatırımcı açısından daha da cazip görünmesi ve bu durumun kur ve faiz hareketlerini daha istikrarlı hale getirmesi mümkündür.

TCMB kararı sonrasında piyasada ilk tepki olarak interbank piyasasında gecelik (O/N – overnight) vadede TL repo faizleri %10.70 seviyelerine kadar yükselmiştir. Tahvil piyasasında da satış hareketi belirginleşirken, gösterge tahvil bileşik faizi en son Mayıs 2010’da gördüğü %9.50 seviyesinin üzerine çıkarak, %9.66 seviyesini görmüştür. Açıklama öncesinde 1.8760 seviyesine kadar yükselmiş olan dolar/TL kuru 1.8150’ye kadar gerilerken, dolar ve euro’dan oluşan kur sepeti de benzer şekilde gerilemiştir. Döviz kurunun volatilitésinin yüksek olmasına rağmen, alış satış kurları arasındaki farkın (spread) düşük olmaya devam etmesi, karar öncesinde olduğu gibi

TCMB’nin faiz kararlarına ilişkin açıklamasında dikkat çekenler...

TCMB son faiz kararları ile ilgili açıklamasında önemli gerekçeler ortaya koymuştur. Söz konusu açıklamalar, önceki toplantı kararları sonrası yaptığı açıklamalardan önemli farklılıklar içermektedir. TCMB’nin bu toplantı sonrası açıklamasında en dikkat çeken noktalardan biri, Ağustos ve Eylül aylarındaki üç toplantısında küresel büyüme ve yurt içi büyüme performansının yavaşlaması riskine yaptığı vurgunun daha sakin ifadelerle dile getirilmesidir. TCMB, bir önceki toplantı duyurusunda iki kez kullandığı “iktisadi faaliyetteki yavaşlama” ifadesine bu son toplantı açıklamasında yer vermemiştir.

Öte yandan, enflasyondaki yükselişin geçici olacağını belirten daha rahat ve kendinden emin ifadelerin, yerini, enflasyondaki yükselişini sınırlamak konusundaki kararlılığa bıraktığı görülmektedir. TL’deki değer kaybını aşırı olarak nitelendiren TCMB, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisi ve vergi artırımları nedeniyle oluşan fiyat ayarlamalarının enflasyonda önümüzdeki aylarda belirgin bir artışa yol açacağını açıklarken, bu durumun orta vadeli enflasyon beklentilerini bozmasına izin vermeyeceğini vurgulamıştır.

TCMB ayrıca, yurt içi tüketici kredilerindeki büyümenin makul seviyelere indiği yorumunda bulunarak iç ve dış talep arasındaki dengelenmenin devam ettiğini belirtmiş ve cari işlemler dengesinde gözlenen iyileşme eğilimine dikkat çekmiştir.

TCMB’nin küresel risk faktörleri ile ilgili kullandığı ifadelerin azaldığı, bu konuyla ilgili olarak 4 Ağustos 2011’de yaptığı acil ara toplantıda belirlenen stratejiye referans yaptığı dikkat çekmektedir. Söz konusu strateji ile ilgili net bir ifade kullanmayan TCMB yurt içi piyasalarda istikrarı sağlamak üzere gerekli önlemleri almaya devam edeceğini belirtmiştir.

TCMB faiz kararları kesin bir söylem değişikliğine işaret etmiyor...

Küresel ekonominin büyüme görünümünde önceki aylara göre belirgin bir değişim gözlenmeyen ve Avrupa borç krizi kaynaklı belirsizliklerin risk algılamasını yüksek tuttuğu bir ortamda, TCMB'nin yavaşlayan büyüme ve artan enflasyonla birlikte olumsuz piyasa koşullarıyla mücadele etme zorunluluğu devam etmektedir. Bu koşullarda, TCMB'nin son toplantı açıklamalarında büyümedeki yavaşlamaya yaptığı vurgunun azalması ve enflasyon konusundaki net tavrının, kesin bir söylem değişikliğine işaret etmediği düşünülmektedir. Diğer yandan, 4 Ağustos'taki ara toplantısında faiz koridorunu daraltma kararı alan TCMB'nin bu toplantısında söz konusu koridorun genişletilmesine karar vermesinin, esas olarak faiz avantajı yaratarak TL'deki değer kaybının önüne geçmeyi ve bunun sonucunda kurdaki yükselişi ve aşırı dalgalanmaları önlemeyi hedeflediği görülmektedir. Bu doğrultuda TL faizlerindeki yükseliş, küresel risk algılamasındaki değişimler karşısında yabancı fonların ani ve sert biçimde çıkış yapmasını önleyerek finansal istikrarı koruyabilecek, aynı anda TL'nin alım gücünün azalmasını sınırlayarak enflasyonist baskı yaratıcı etkisini azaltabilecektir.

Ağustos ayı sanayi üretimi verilerinin de gösterdiği gibi büyüme görünümündeki zayıflama belirginleşmeye başlarken, TCMB'nin faiz koridorunu genişletici adımları ekonomik aktiviteyi olumsuz etkileyebilecektir. TCMB'nin son toplantısında faiz artırımlarının büyümeyi zayıflatıcı etkisi ile ilgili olarak aşırı kaygılı bir söylemi olmasa da büyümedeki yavaşlamanın belirginleşmesine bağlı olarak önümüzdeki dönemde TL zorunlu karşılık oranlarında indirim gitmesi mümkün görünmektedir.

TCMB, son faiz toplantısında aldığı kararlar ile yine geleneksel olmayan bir politika çizgisi izlediğini göstermiştir. **Bu çerçevede, TCMB'nin politika faizini yıl sonuna kadar değiştirmeyerek %5.75 seviyesinde bırakacağını, bunun dışında mevcut riskler karşısında diğer politika araçları ile müdahale etmeye devam edeceğini düşünüyoruz.**

Türkiye Ekonomisi 2012 Beklentilerimiz: ENFLASYON

Türkiye ekonomisine ilişkin 2012 beklentilerimizi ortaya koyacağımız çalışmalarımızın ilki olan bu raporumuzda, 2012 yılı enflasyon beklentilerimize yer veriyoruz. Raporumuzda ilk olarak 2011 yıl sonu enflasyon beklentimizi son dönemde yaşanan fiyat gelişmeleri ışığında revize ederken, mevcut ve gelecek dönem enflasyon görünümünü TCMB enflasyon beklentileri çerçevesinde ele alıyoruz. Buna göre %7.15 seviyesinde bulunan 2011 yıl sonu enflasyon beklentimizi %8.6 seviyesine yükseltiyoruz. Ayrıca, 2012 yılına ilişkin ekonomik aktivite görünümü çerçevesinde 2012 yıl sonu enflasyon beklentimizi %6.6 olarak açıklıyoruz.

Yıl sonu enflasyon beklentimizi %8.6 seviyesine yükseltiyoruz...

2012 yılında enflasyonun nasıl bir seyir izleyeceğini ortaya koymadan önce 2011 yılı enflasyon gelişmelerine kısaca değinmek yerinde olacaktır. 2011 yılının ilk çeyreğinde yıllık enflasyon olumlu baz etkisi ile tarihi düşük seviyelere gerilemiş ve ardından yukarı yönlü bir ivme kazanmıştır. İkinci yarıdan itibaren ise gerek artan kurun enflasyona geçişkenlik etkisi gerekse gıda fiyatlarının hareketi enflasyonun dalgalanmasına neden olurken, son çeyreğin ilk ayı olan Ekim ayında aşağıda değineceğimiz yeni gelişmeler enflasyonda temel belirleyici konumuna geçmiştir. Bu sırada yıllık çekirdek I endeksi (Enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç TÜFE) ise genel olarak 2010 yılının Ekim ayından itibaren yukarı yönlü bir trend izlemiş, son dönemde kurda yaşanan gelişmeler paralelinde çekirdek I endeksinde görülen yukarı yönlü hareket ivme kazanmıştır. Son

dönemde 2011 yıl sonu enflasyon beklentileri üzerinde yukarı yönlü baskılar artmış görünmektedir. Artan baskıların temelinde aşağıdaki faktörler yer almaktadır:

- Yakın zamanda TL’de görülen aşırı değer kaybının enflasyona geçişkenlik etkisi,
- Ekim ayında yapılan elektrik ve doğalgaz zamları,
- Bazı ürün gruplarında uygulanan özel tüketim vergisindeki düzenlemeler,
- Olumsuz hava koşulları nedeniyle gıda fiyatlarında görülen yukarı yönlü hareketler.

TL’de görülen aşırı değer kaybının enflasyona gecikmeli olarak geçişkenlik etkisinin önümüzdeki dönemde enflasyon görünümü açısından olumsuz bir tablo çizdiği görülmektedir. Yukarıda değindiğimiz fiyat ve vergi artışlarının enflasyona etkilerinin Ekim ayından itibaren hissedilmeye başlayacağını ve yeni vergi artışlarını bazı üreticilerin tüketicilere daha geç yansıtmaya başlayacağı düşüncesi ile Kasım ayında da enflasyona etki edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca mevsimsel olarak gıda fiyatlarının artış yaşadığı bir döneme girerken, Ekim ayındaki aşırı yağışların gıda fiyatları üzerinde olumsuz etkilerinin yanı sıra önümüzdeki dönemde bayram etkisi ile gıda fiyatlarında oluşabilecek yukarı yönlü baskılar da enflasyon açısından risk oluşturmaktadır.

2010 yılının Ekim ayından itibaren yayınlamaya başladığımız “2011 yılı Türkiye Ekonomisi” başlıklı çalışmamızın ikinci analizinde yer alan 2011 yıl sonu enflasyonuna ilişkin beklentimiz %7.15 ile TCMB’nin ve piyasanın oldukça üzerinde bir rakama işaret etmekteydi. Bu çalışmamızda enflasyonun 2011 yılı seyri farklı senaryolar altında değerlendirilmiş; enflasyonun yurt içi ya da yurt dışında baz senaryomuzdan farklı bir riskin ortaya çıkması durumunda %5.5-%9.4 aralığında gerçekleşeceği belirtilmişti. Bu çerçevede son dönemde TL’de öngörülenin üzerinde yaşanan değer kaybının ve beklentilerimizi aşan yeni vergi artışlarının enflasyon üzerinde oluşturduğu baskılar değerlendirildiğinde 2011 yıl sonunda enflasyonun 1. senaryomuza daha yakın bir perspektifte gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Yaşanan gelişmeler ışığında yıl boyunca %7.15 seviyesinde koruduğumuz 2011 yıl sonuna ilişkin enflasyon beklentimizi, %8.6 seviyesine yükseltiyoruz.

TCMB 2011 yıl sonu enflasyon beklentisini %8.3 seviyesine yükseltti...

TCMB Ekim ayının ikinci yarısında TL’nin dolar ve euro karşısındaki değerini yansıtan döviz sepetinin 2.2260 seviyesine kadar yükselmesi ve kurdaki volatilitenin belirgin biçimde artması üzerine piyasaya ihale yoluyla TL karşılığı dolar satışlarını artırmış, ayrıca Haziran 2006’dan beri ilk kez doğrudan müdahaleye başvurarak kurdaki yukarı yönlü baskıları önlemeye çalışmıştır. Bu çabalarla istenen sonuca ulaşamayan TCMB, 20 Ekim tarihli toplantısında gecelik borç verme faizlerini artırarak faiz koridorunu genişletmiştir. TCMB bu toplantı açıklamasında enflasyondaki artışa vurgu yapsa da, daha önceki üç toplantısında büyümedeki yavaşlama ile ilgili endişelerini vurgulamasına rağmen bu defa büyüme performansı ile ilgili net bir görüş ortaya koymamıştır. Faiz koridorunu daraltarak daha sıkı bir politika adımı atan Merkez Bankası, 26 Ekim 2011 tarihinde Enflasyon Raporu’nun tanıtımı sırasında TL’deki değer kaybı karşısında belirlediği stratejiyi de açıklamıştır. TCMB bu açıklamaları ile Ağustos ayında geçtiği genişleyici politika duruşunu değiştirerek sıkı para politikasına geçtiğini daha açık biçimde ortaya koymuştur. Ayrıca, büyüme konusundaki kaygılarının geri planda kalmakla beraber devam ettiği görülen TCMB, daha önceki raporumuzda belirttiğimiz beklentimiz doğrultusunda TL zorunlu karşılık oranlarında indirim gitmiştir. Döviz olarak tutulan zorunlu karşılıkların TL olarak tutulabilme oranını da %20’den %40’a çıkaran TCMB piyasada TL ve döviz likidite sıkıntısı oluşmaması konusunda kararlı bir tutum sergilemiştir.

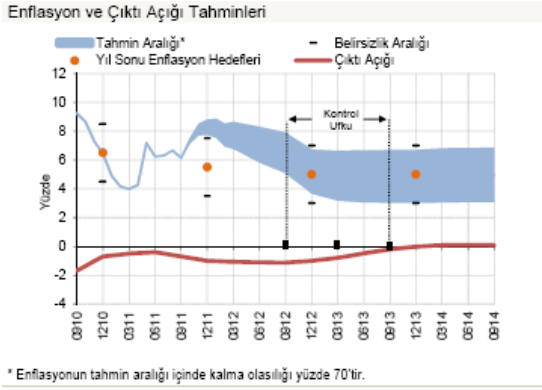
Kısacası, TCMB değişen makroekonomik ve finansal görünüm karşısında geçtiğimiz hafta ani bir şekilde tavır değiştirmiştir. Bu durum bizce, TCMB’nin gelişmeler karşısında esnek ve kararlı davranarak gerekli müdahalede bulunabilme yeteneğini yansıtmaktadır. Enflasyon görünümü ile ilgili görüşlerini de değiştiren TCMB’nin 2011 yıl sonu enflasyon beklentisini yukarı yönde revize etmesi de bu durumun bir yansımasıdır.

TCMB geçen 26 Ekim’de yayımladığı Enflasyon Raporu’nda bundan önceki dönemde döviz kurunun enflasyona geçişkenlik etkisinin temel mal fiyatları üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü baskılar ile gıda fiyatlarının baz etkisi ile tarihi düşük seviyelere gerilemesinin enflasyona olumlu etkilerinin birbirlerini karşıladığından bahsederken, bundan önceki dönemde genel olarak enflasyonun yatay bir hareket izlediğini vurgulamıştır. TCMB 2011 yılının

geri kalanında ise enflasyonun görülür şekilde yükseleceğini belirtirken, yıl sonu enflasyon beklentisini de aşağıda değineceğimiz belirleyici faktörler paralelinde yukarı yönlü revize etmiştir.

TCMB yıl sonu enflasyon beklentilerinde belirleyici olan faktörler:

i. Çıktı Açığı



İktisadi faaliyetin yılın ikinci çeyreğinde beklenenden olumlu bir performans sergilediği görülmesine karşın, yılın üçüncü çeyreğinden itibaren iktisadi faaliyette yavaşlama sinyallerinin arttığı dikkat çekmektedir. Özellikle yılın üçüncü çeyreğinde, sıkılaştırıcı zorunlu karşılık ve likidite politikalarının gecikmeli etkilerinin görülmeye başlanması ile yurt içi talebin yavaşlama eğiliminin belirginleşmesi mümkün görünürken, öncül veriler ışığında yurt dışı talebin de bir önceki döneme göre daha zayıf bir görünüm sergilemesi beklenmektedir. TCMB kısa vadede yaşanan olumlu gelişmeleri de dikkate alarak çıktı açığı tahminlerini

yukarı yönlü güncellerken, yurt içi ve yurt dışı talepte yavaşlama sinyallerinin artması ile birlikte orta vade için çıktı açığı tahminlerini aşağı yönlü revize etmiştir.

ii. Döviz Kuru Geçişkenliği

Yakın zamanda TL'de görülen aşırı değer kaybının enflasyona geçişkenlik etkisinin, TCMB'nin enflasyon beklentilerini yukarı yönlü revize etmesindeki temel belirleyici olduğu görülmektedir. TCMB döviz kurundaki değişimlerin yıl sonunda enflasyona katkısının 0.9 puan olacağını tahmin etmektedir.

iii. Tütün Ürünleri Ek Vergi Ayarlaması

TCMB, Temmuz ayında 0.3 puan civarında öngördüğü tütün fiyatları artışlarının yıl sonu enflasyonuna etkisini son dönemdeki gelişmeler paralelinde 0.6 puan artırarak 0.9 puan olarak belirlemiştir.

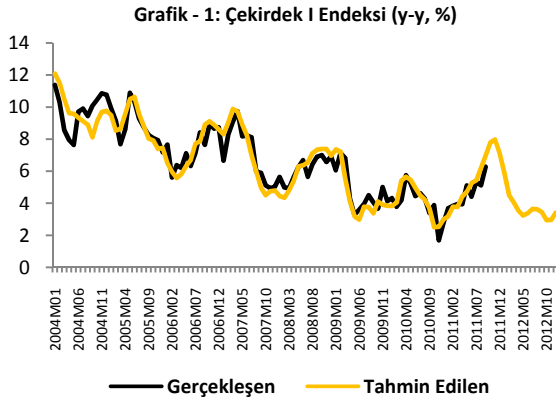
iv. Emtia fiyatları

TCMB, petrol ve diğer emtia fiyatlarına ilişkin varsayımlarını sınırlı ölçüde düşürürken, petrol fiyatları varsayımlarını 2011 yılı için varil başına 115 dolardan 110 dolara, 2012 yılı için ise 115 dolardan 100 dolara çekmiştir. Son dönemde emtia fiyatlarında görülen aşağı yönlü hareketler paralelinde TCMB emtia fiyatlarının yıl sonu enflasyonuna -0.1 puan katkıda bulunacağını belirtmiştir.

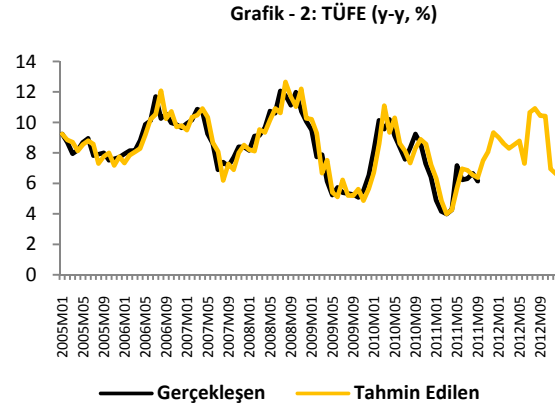
Özetle döviz kuru ve vergi ayarlamalarının TCMB'nin kısa vadeli enflasyon güncellemelerinde temel belirleyici olduğu söylenebilir. Ancak, bu etkilerin kalıcı bir enflasyon artışından ziyade enflasyonu geçici süre etkileyeceği vurgusu dikkat çekmektedir. Güncellenen tahminlerde TCMB'nin özellikle tüketici kredilerinin yıllık büyüme hızının yavaşlamaya devam edeceği ve Ekim ayında alınan politika tedbirleri çerçevesinde yılın son çeyreğinde parasal koşullarda belirgin bir sıkılaştırma yapıldığı bir konjonktürü dikkate aldığı görülmektedir. Güncellenen tahminler paralelinde, TCMB 2011 yıl sonu enflasyon beklentisini %6.9'dan %8.3'e yükseltmiştir. 2011 yıl sonu enflasyon beklentisi, TCMB'nin 2011 yılı enflasyon hedefi olan %6.5'in ve OVP'de yer alan %7.8 enflasyon öngörüsünün üzerinde bir rakama işaret ederken, bizim beklentilerimizin ise bir miktar altında kalmaktadır. TCMB'nin 2012 yıl sonu için %5.2 olan enflasyon beklentisini Temmuz Raporu ile aynı seviyede korumaya devam etmesi, yaşanan son enflasyonist gelişmelere rağmen TCMB'nin 2012 yılı için daha iyimser bir enflasyon görünümü beklediğine işaret etmektedir. TCMB 2012 yılında enflasyonun kademeli bir şekilde geri çekilerek yıl sonunda %5 hedefine yakınsayacağı bir patika öngörmüştür. TCMB'nin orta vadede enflasyon görünümünün bozulmasına izin vermeyeceği yönündeki söylemi faiz artırımları ile enflasyonun kontrol edileceğine işaret

etmesine karşın, yurt dışı kırılmalıkların devam ettiği bir ortamda büyüme yönlü risklerin de baskın olabileceğini düşünüyoruz.

2012 yıl sonu enflasyon beklentimiz %6.6 seviyesinde bulunmaktadır...



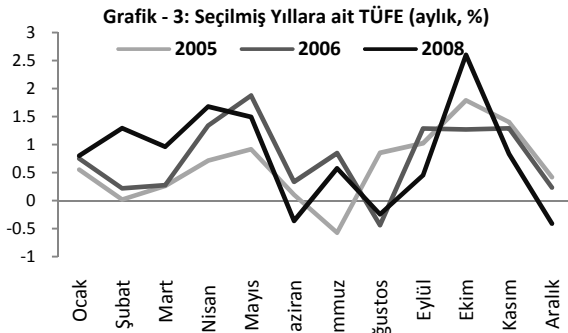
Kaynak: TÜİK, Vakıfbank



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

2011 yılının ilk üç çeyreğine ilişkin verilerin açıklanmasıyla 2011 yılına ilişkin tablo netleşmeye başladığından, 2012 rakamlarının daha önemli hale geldiği görülmektedir. 2011 yılına ilişkin enflasyonun beklentilerimize paralel gerçekleşmesi durumunda, 2012 yılında çekirdek ve manşet enflasyonunun trendini ortaya koymak amacıyla oluşturduğumuz ekonometrik modellerin tahminleri yukarıdaki Grafik-1 ve Grafik-2'de yer almaktadır. Modelimiz TCMB'nin manşet enflasyon gelişmelerinin yanı sıra takip ettiği ve piyasanın manşet enflasyon için öncül olarak kabul ettiği çekirdek I endeksinin yıllık bazda yıl sonuna kadar yükseleceğine, 2012 yılında ise olumlu baz etkisi ile hareketin keskin bir şekilde terse döneceğine işaret etmektedir. 2012 yılının Nisan ayından itibaren hareketlerin görece yavaşlamasını ve çekirdek I endeksinin 2012 yıl sonunda %3.4 seviyesine gerilemesini bekliyoruz. 2012 yılına ilişkin manşet enflasyon tahminlerimiz ise enflasyonun yılın ilk yarısında dalgalı bir seyir izleyeceğine ve ardından yaz aylarına doğru hareketin aşağı döneceğine işaret etmektedir. Ancak yılın üçüncü çeyreğinde enflasyonda yukarı yönlü hareketlerin yaşanmasını, yılın son çeyreğinde ise 2011 yılındaki vergi düzenlemelerinin oluşturduğu olumlu baz etkisi ile sert aşağı yönlü hareketlerin görülmesini bekliyoruz. Bu tahminler çerçevesinde, 2012 yıl sonuna ilişkin enflasyon beklentimiz TCMB'nin %5.2 olan enflasyon hedefinin bir miktar üzerinde %6.6 seviyesine işaret etmektedir.

2012 yılı enflasyonuna ilişkin senaryo analizimiz...



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

TÜFE (yıllık, %)	Olumlu Senaryo	Olumsuz Senaryo
Beklentimiz	%5.1	%8.25
Kaynak: Vakıfbank		

2012 yılına yansıtıldığında, %8.25'lik bir yıl sonu enflasyon rakamı elde edilmiştir.

2012 yılına ilişkin manşet enflasyonun nasıl bir seyir izleyeceğini belirlerken, gıda enflasyonundaki aylık dalgalanmaların yüksek olduğu ve benzeştiği yılları takip eden yıllar incelenmiştir. Bu açıdan, 2005, 2006 ve 2008 yıllarının aylık enflasyon artış trendi incelenerek, 2012 yılı için bir enflasyon patikası belirlenmeye çalışılmıştır. Bu yıllarda TÜFE'nin seyrinde aşağı yönlü görünümü ortaya koymak için, söz konusu üç yılın aylık TÜFE değerleri ortalamasının altında bir enflasyon rakamı 2012 yılına yansıtıldığında, 2012 yıl sonu yıllık TÜFE artışının %5.1 olarak gerçekleşeceği sonucuna ulaşılmıştır. 2012 enflasyonu için yukarı yönlü riskleri ortaya koymak için ise söz konusu üç yıl ortalamasının üstünde bir enflasyon baz alınarak

Olumlu	Olumsuz
Zayıf Küresel Büyüme Yurt içi Büyüme ↓ Düşük Gıda Fiyatları TÜFE ↓	Yüksek Gıda Fiyatları TÜFE ↑
Enflasyon Senaryoları	
Zayıf Küresel Büyüme Yabancı Sermaye Girişi Yurt içi Büyüme ↑ Düşük Gıda Fiyatları TÜFE ↓	Güçlü Küresel Büyüme Güçlü Yurt içi Büyüme Maliyet Enflasyonu Talep Enflasyonu TÜFE ↑

Enflasyona ilişkin oluşturulabilecek olumlu senaryo, küresel ekonomide belirgin bir canlanma yaşanmayacağı koşulu altında, Türkiye'ye giren doğrudan yatırımlardaki artış ve yabancı sermaye girişinin de etkisiyle yaşanacak kredi genişlemesi sonucu büyüme performansının artması karşısında, enflasyonist baskıların gerek kur etkisi gerekse sınırlı küresel büyüme etkisiyle düşük kalacağı varsayımına dayandırılabilir. Küresel büyümedeki olası yavaşlamaya paralel olarak Türkiye ekonomisinin de düşük büyüme ve buna bağlı olarak düşük enflasyonla karşılaşması olasılığı da 2012 yıl sonu enflasyon beklentimizin alt sınır

olarak belirlediğimiz %5.1'e yakınsamasına neden olabilir. Mevcut koşullar altında düşük enflasyon görünümü sonucunu veren ikinci olasılığın gerçekleşme ihtimalinin düşük olduğuna inanıyoruz. Ayrıca, manşet enflasyonun artışında belirleyici olan gıda fiyatlarındaki dalgalanmalar 2012 yılında azaldığı takdirde, enflasyonun %6.6 olan yıl sonu beklentimizin altında gerçekleşmesi olasılığı da artabilecektir.

2012 yıl sonu enflasyonunun beklentimizin üzerinde gerçekleşebileceği olumsuz senaryoda ise, ekonomik aktivitenin beklenenin üzerinde canlanmasıyla küresel ve yerel ölçekte maliyet ve talep enflasyonu oluşması ihtimali değerlendirilmektedir. Öte yandan, son iki yıldır sert dalgalanmaların yaşandığı gıda fiyatlarının benzer hareketini 2012 yılında sürdürmesi durumunda da, ekonomik aktivitedeki canlanma beklenenin üzerinde olmasa dahi, enflasyon beklentimiz üzerinde yukarı yönlü riskler oluşabilecektir.

Serkan Özcan	Baş Ekonomist	serkan.ozcan@vakifbank.com.tr	0312-455 70 87
Cem Erođlu	Kıdemli Ekonomist	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0212-398 18 98
Nazan Kılıç	Ekonomist	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0212-398 19 02
Ümit Ünsal	Ekonomist	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0212-398 18 99
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0212-398 18 90
Naime Dođan	Araştırmacı	naime.dogan@vakifbank.com.tr	0212-398 18 92
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0212-398 18 91
İbrahim Taha Durmaz	Araştırmacı	ibrahimtaha.durmaz@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.