

İÇİNDEKİLER

❖ Ekonomi Raporu

Dış ticaret açığındaki yavaşlama yılın son verisi ile daha da netleşti...

Türkiye ekonomisinde temel gündem maddelerinden olan cari işlemler açığının temel belirleyicisi olan dış ticaretin 2011 yılı bilançosu son açıklanan verilerle ortaya çıkmıştır. 2011 yılında 105.9 milyar dolara yükselen dış ticaret açığında özellikle yılın son çeyreğinde ortaya çıkan yavaşlama dikkat çekmektedir. Bu raporumuzda, öncelikle dış ticaretin 2011 yılındaki genel görünümü ele alınmış ardından ihracat ve ithalatta dikkat çekici gelişmeler incelenmiştir. İhracat bağlamında, ticaret ortaklarımızın çeşitlendirilmesi için atılan adımların mevcut konjonktürdeki yansımaları ele alınmış ve güçlü ihracat performansının net ihracat kanalı ile büyümeye katkısı irdelenmiştir. İthalat tarafında ise küresel piyasalarda rekor seviyelere yükselen altın fiyatlarının etkileri ve çeşitli vergi düzenlemelerine gidilen motorlu kara taşıtları ithalatının seyri incelenmiştir.

Sanayi üretimi yılın son çeyreğinde sınırlı bir yavaşlamaya işaret ediyor...

Son açıklanan Aralık ayı sanayi üretimi verisi ile yılın son çeyreğindeki büyümeye ilişkin tablo biraz daha netleşmiştir. Yılın son ayında sanayi üretiminin yıllık artışı %3.7'ye gerilerken, son çeyrekteki ortalama artış %6.6 olmuştur. Bu raporumuzda, sanayi üretiminin genel seyri alt gruplar itibarıyla incelenmiştir. Yılın son çeyrek büyüme verisi öncesinde sanayi üretimi ile büyüme arasındaki ilişki ortaya konulurken, üretime ilişkin diğer göstergelerin sanayi üretiminin çizdiği tabloyu destekleyip desteklemediği ortaya konulmuştur.

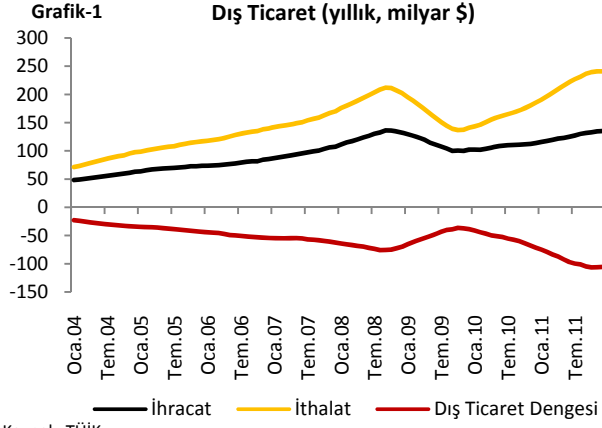
2011 yılında cari işlemler açığı 77.1 milyar dolar olarak gerçekleşirken, finansman kalitesi yükseldi...

Özellikle 2011 yılının son çeyreğinde belirginleşen cari işlemler açığının artış hızındaki yavaşlama Aralık ayı rakamı ile de devam etmiş ve 2011 yılında cari işlemler açığı 77.1 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Net hata noksan kaleminin ise 12.5 milyar dolar gibi yüksek bir seviyeye ulaşması net kaynak ihtiyacının gerilemesine neden olmuştur. Finansman tarafında ise portföy ve doğrudan yatırımlardaki yükseliş dikkat çekmektedir. Bu raporumuzda cari işlemler açığının 2011 yılı seyri ele alınmış ve ithalatın yapısal bir incelemesi yapılmıştır. Finansmana ilişkin ise net dış kaynak ihtiyacı ile sermaye girişi irdelenmiş ve gelişmekte olan ülkelere fon akımlarının volatil yapısı ele alınmıştır.

TCMB Şubat ayı toplantısında faiz koridorunu daralttı...

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Şubat ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında beklentilere paralel olarak politika faiz oranını %5.75 seviyesinde sabit bırakmasına karşın borç verme faiz oranını 100 baz puan düşürerek faiz koridorunu daraltmıştır. Bu raporumuzda ilk olarak PPK kararının gerekçeleri ile birlikte incelemesi yapılmış ve söz konusu kararın piyasa faizlerine ve getiri eğrisine yansımaları ele alınmıştır. Raporda ayrıca, son günlerde artan petrol fiyatlarının önümüzdeki dönemde faiz kararına kaynaklık eden göstergelere olası etkileri tartışılmıştır.

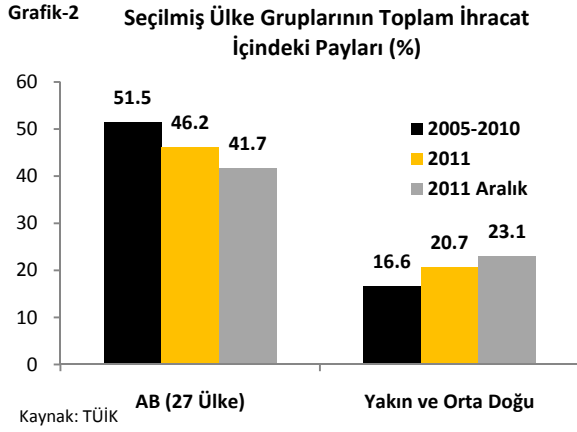
Dış ticaret açığındaki yavaşlama yılın son verisi ile daha da netleşti.



Aralık ayı verilerinin de açıklanması ile 2011 yılında dış ticaretin seyri netleşmiştir. Yılın son ayında 8.1 milyar dolar olarak gerçekleşen dış ticaret açığı ile 2011 yılının tamamında dış açık 105.9 milyar dolara ulaşmıştır. 2011 yılında ihracat bir önceki yıla göre %18.5 artarak 134.9 milyar dolar olurken, ithalat %29.8'lik artışla 240.8 milyar dolar olmuştur. Böylece dış ticaret açığındaki artış 2011 yılında %47.7 olarak gerçekleşmiştir. 2011 yılında güçlü bir artış trendine giren dış ticaret açığı yılın son çeyreğinde gerek iç talepteki kısmi yavaşlama gerekse TL'deki değer kaybının etkisiyle hız kaybetmiştir. 2011 yılı Haziran ayında %83.9 seviyesine kadar yükselen

kümülatif dış ticaret açığının yıllık yüzde değişimi Aralık ayı itibariyle %50 seviyesinin altına kadar gerilemiştir. Söz konusu süreçte ihracat güçlü görünümünü devam ettirmiş, ithalatta ise belirgin bir yavaşlama yaşanmıştır.

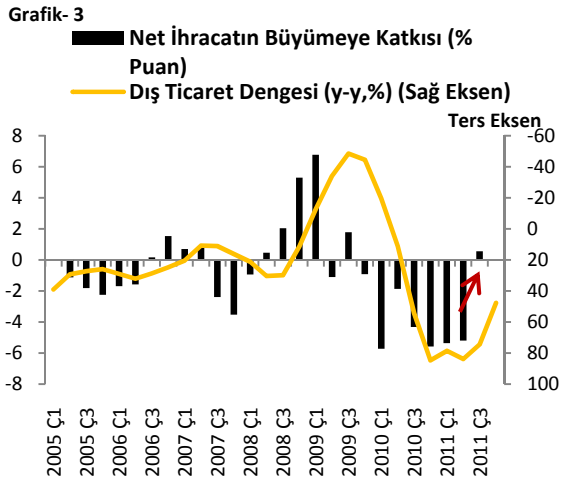
İhracatın ülke grupları kompozisyonunda değişimler dikkat çekiyor...



2011 yılının tamamında bir önceki yıla göre %18.5 artış yaşayan toplam ihracatın ülkeler bazında kompozisyonunda bir takım dönüşümler dikkat çekmektedir. Türkiye'nin en önemli ihracat partneri olan AB ülkelerine ilişkin risklerin 2011 yılı içinde yayılmasının ve derinleşmesinin yanı sıra ihracat performansının artırılması için ürün yelpazesinin ve ülkelerin çeşitlendirilmesi yönünde atılan adımların yansımaları, 2011 yılında görülmeye başlanmıştır. AB ülkelerinin toplam ihracat içindeki payının 2005-2010 yılları arasında ortalama %51.5 seviyelerinde olduğu dikkat çekerken, 2011 yılının tamamında bu oran %46.2 seviyesine gerilediği görülmektedir. Son

açıklanan rakamlara baktığımızda ise söz konusu oranın Aralık ayı itibari ile %41.7 seviyelerine dek gerilediği dikkat çekmektedir. Diğer yandan yeni pazarların bulunması yönündeki adımların sonuç vermeye başlaması ile 2005-2010 yılları arasında ortalama %16.6 olan Yakın ve Orta Doğu'ya yapılan ihracatın toplam ihracat içindeki payının, 2011 yılında %20.7'ye ulaştığı görülmektedir. Aynı oran 2011 yılının Aralık ayı itibari ile ise %23.1 seviyelerine kadar yükselmiştir. Avrupa'da uygulanan sıkı maliye politikalarına bağlı olarak daralan talebin ihracatımız açısından olumsuz bir tablo çizdiği ortamda, ihracat ağının genişletilmesi bu olumsuz tabloyu hafifletmesi açısından önemli görünmektedir.

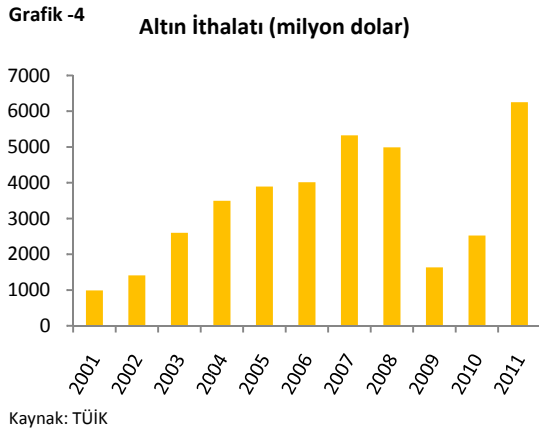
Son çeyrekte net ihracatın büyümeye katkısının artmasını bekliyoruz...



7 çeyrek aradan sonra net ihracatın büyümeye katkısı 2011 yılının üçüncü çeyreğinde pozitif olarak gerçekleşirken, beklentilerin üzerinde açıklanan büyüme rakamlarında net ihracatın önemli rol oynadığı dikkat çekmektedir. 2011 yılının son çeyreğinde ise TL'de görülen değer kayıplarının ihracat performansı üzerindeki olumlu etkilerinin yanı sıra yavaşlama sinyalleri gösteren yurtiçi talebe bağlı olarak ithalatın artış hızında yaşanan yavaşlama paralelinde yılın son çeyreğinde dış ticaret açığının artış hızının ivme kaybettiği görülmektedir. İkinci çeyrekte %84 seviyelerine dek yükselen dış ticaret açığının yıllık artış hızının yıl sonunda %47.7'ye gerilemesi yavaşlama ivmesinin boyutlarını ortaya koymaktadır. TCMB'nin de gerek Ocak ayı PPK

özetinde gerekse geçtiğimiz hafta yayınladığı yılın ilk Enflasyon Raporu'nda değindiği gibi 2011 yılının son çeyreğinde net ihracatın büyümeye katkısının artacağını düşünüyoruz.

Altın ithalatında rekor yükseliş görüldü...

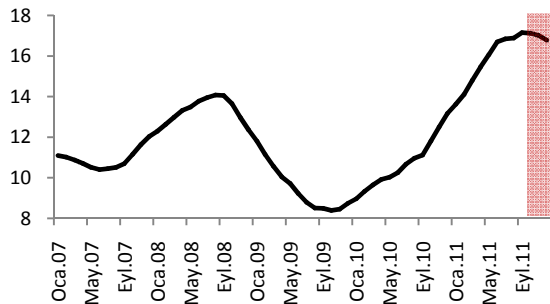


2011 yılı ithalat rakamlarına bakıldığında, altın ithalatında yaşanan yükseliş dikkat çekmektedir. 2011 yılında parasal olmayan altın ithalatı bir önceki yıla göre %147.8 oranında artarak 6.25 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Ton olarak altın ithalatı ise bir önceki yıla göre %88 artarak 79.97 tona ulaşmıştır. Finansal krizle birlikte 2009 ve 2010 yıllarında oldukça düşük seviyelere gerileyen altın ithalatında, 2011 yılında yatırım amaçlı altın talebinin etkisiyle yüksek oranlı bir artış görülmüştür. Altın ithalatında özellikle Ağustos ve Eylül aylarında artış yaşanmıştır. Son 10 yıla bakıldığında altın ithalatının toplam ithalatımız içindeki payı ortalama %2.6 seviyesindeyken, 2011

yılının Ağustos ve Eylül aylarında bu pay %6 civarında gerçekleşmiş, altın ithalatında yaşanan bu artış, dış ticaret rakamlarının beklentilerden sapmasında da rol oynamıştır.

Grafik-5

Motorlu Kara Taşıtları İthalatı
(12 Aylık Toplam, milyar dolar)

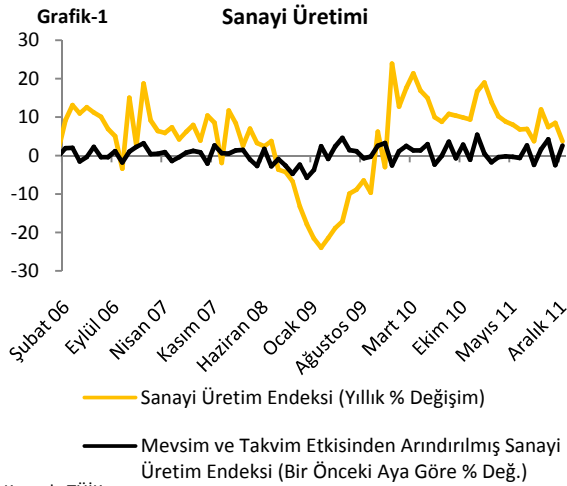


2011 yılında ithalatımızın %7'lik bir bölümünü oluşturan motorlu kara taşıtları ithalatına bakıldığında, 2011 yılının son çeyreğinde bu fasılda aşağı yönlü bir hareket olduğu görülmektedir. Eylül ayından beri TL'de görülen değer kaybı ithalatı da aşağı yönlü etkilerken, 2011 yılının Ekim ayında getirilen vergi düzenlemeleri özellikle motorlu kara taşıtlarının ithalatında yaşanan bu aşağı yönlü harekette etkili olmuştur. Ekim ayında 1.4 milyar dolar düzeyinde olan motorlu kara taşıtları ithalatı, Kasım ayında 1.3 milyar dolar seviyesine gerilemiştir. Motorlu kara taşıtları ithalatına 12 aylık toplamda

bakıldığında ise Ekim ayından itibaren belirgin bir yavaşlama görülmektedir (Grafik-5). 2011 yılının Eylül ayında 12 aylık toplamda 17.1 milyar dolar düzeyinde gerçekleşen motorlu kara taşıtları ithalatı, Aralık ayında 16.7 milyar dolara gerilemiştir. Aynı zamanda 2011 yılının Haziran ayında %62'ye kadar yükselen motorlu kara taşıtları ithalatının 12 aylık toplamda yıllık artış hızı da %27'ye kadar düşmüştür. Kurda görülen hareketle birlikte motorlu kara taşıtları ithalatını aşağı yönlü etkileyen ve Ekim ayında getirilen vergi düzenlemelerine göre, motor hacmi 1600 cc'ye kadar olan araçların ÖTV'si %37'de kalırken, ithalatı azaltmak için 1600-2000 cc motorlu araçların vergisi %60'tan %80'e motor hacmi 2000 cc'yi aşan araçların vergisi ise %84'ten %130'a yükseltilmişti. Aynı düzenlemelerle %63 olan sigaradaki ÖTV %69'a, cep telefonlarının ÖTV oranları da 5 puan artırılarak %25'e çekilmişti.

Sonuç olarak, 2011 yılında dış ticaret açığı 105.9 milyar dolara yükselmesine karşın özellikle yılın son çeyreğinde önemli bir toparlanmanın yaşandığı görülmektedir. Gerek iç talepteki kısmi yavaşlama gerekse TL'deki değer kaybı ihracatın hızlı artışını devam ettirmesini sağlarken, ithalatta bir ivme kaybı yaşanmıştır. İhracat tarafına bakıldığında, ülkeler bazında kompozisyonun değişmeye devam ettiği dikkat çekmektedir. Türkiye'nin en önemli ihracat partneri olan AB ülkelerinin borç sorunları nedeniyle birçok riski barındırdığı bir dönemde ticaret ortaklarının çeşitlendirilmesinin güçlü ihracat performansına katkı sağladığı söylenebilmektedir. İthalat tarafında ise 2009 ve 2010 yıllarında oldukça düşük seviyelere gerileyen altın ithalatında, 2011 yılında yatırım amaçlı altın talebinin etkisiyle yüksek oranlı bir artış görüldüğü göze çarpmaktadır. On yıllık ortalama olarak ithalatımızın %2.6'sını oluşturan altın ithalatı yılın üçüncü çeyreğinde %6 seviyesine kadar yükselmiştir. Tüm bu değerlendirmeler ışığında, ihracatın güçlü görünümünü devam ettirmesi ve ithalattaki yavaşlama ile birlikte 2011 yılının son çeyreğinde net ihracatın büyümeye katkısının artması mümkün görünmektedir.

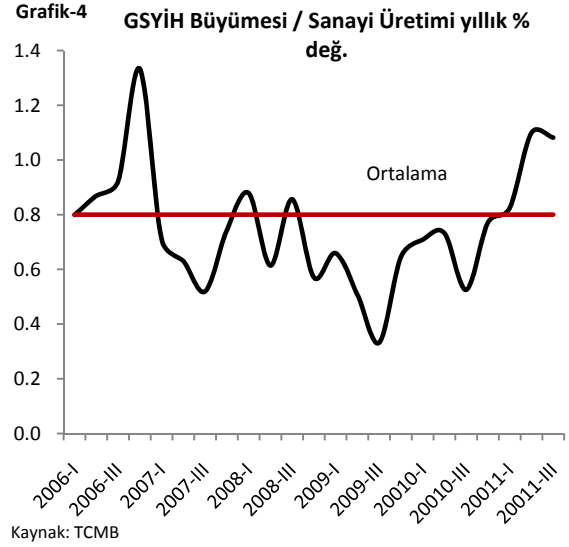
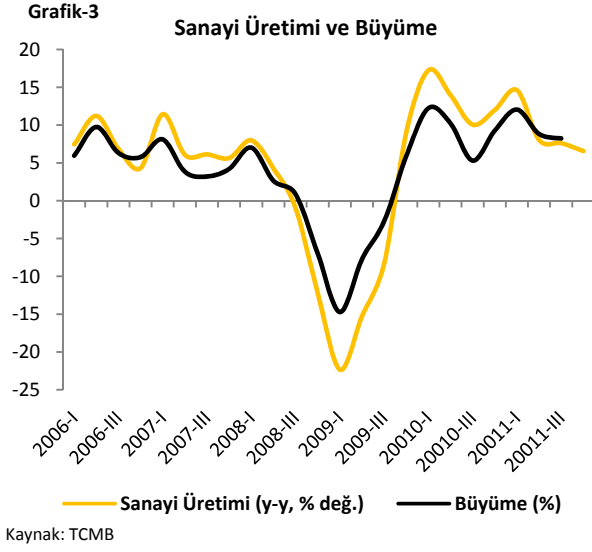
Sanayi üretimi yılın son çeyreğinde sınırlı bir yavaşlamaya işaret ediyor.



Sanayi üretim endeksi yılın son ayında, bir önceki yılın aynı ayına göre, %3.7 oranında artarak %3.6 olan beklentimize paralel gelmiştir (piyasa beklentisi: %2.3). Endekste bir önceki aya göre %11.4 oranında yüksek artış yaşanırken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeksteki yükseliş %2.7 olmuştur. Aralık ayı verisi ile yılın son çeyreğinde sanayi üretimindeki ortalama artış %6.6 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde sanayi üretimindeki yıllık artışın ortalama %7.6 olduğu dikkate alındığında son çeyrekteki yavaşlamanın nispeten sınırlı olduğu görülmektedir. Sonuç olarak, Aralık verisiyle birlikte 2011 yılında sanayi üretimindeki ortalama yıllık büyüme %9.2 olmuştur.

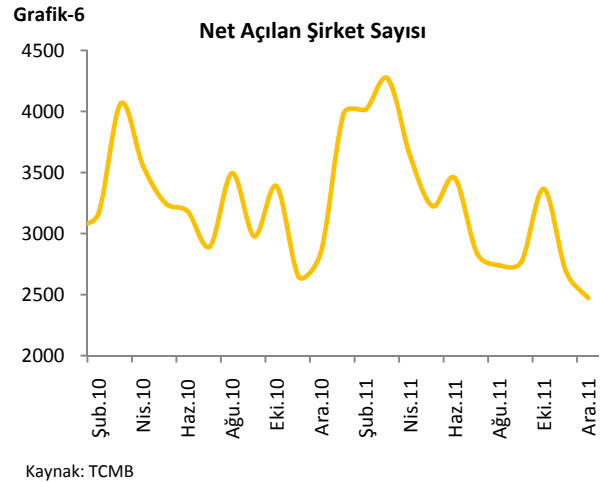
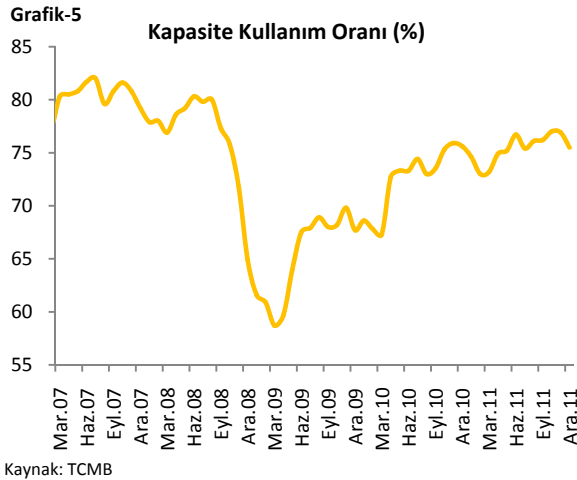
Sanayi üretimine alt gruplar itibarıyla bakıldığında, Aralık ayında tüm alt gruplarda aşağı yönlü bir trendin hakim olduğu görülmektedir. Ara malı imalatının yıllık büyümesi %0.9 seviyesine kadar düşerken, dayanıksız tüketim malları imalatı %1.5 gerilemiştir. Yılın ilk on bir ayında ortalama %13 oranında yıllık büyüme sergileyen dayanıklı mal imalatı yılın son ayında %11.5'lik bir yıllık büyüme performansı sergilemiştir. Kasım ayında yıllık büyümesi %16.5 seviyesine ulaşan sermaye malı imalatı ise Aralık ayında bir miktar yavaşlayarak %13.5 oranında büyümüştür. Ara malı ve sermaye malları imalatındaki yavaşlamanın Aralık ayında netleşmesi yılın ilk çeyreğinde ekonomideki soğumanın devam edeceğine işaret etmektedir.

Son çeyrekte sanayi üretimi ortalama %6.6 büyüdü...

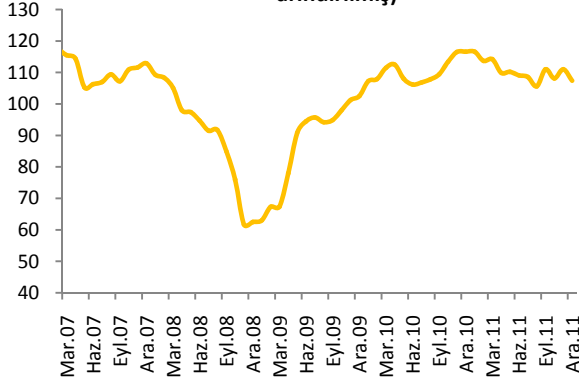


Son verilerin açıklanması ile birlikte son çeyrek büyüme verisi öncesinde tablonun bir miktar daha netleştiği görülmektedir. Sanayi üretiminin Aralık ayındaki %3.7'lik yıllık artışı ile yılın son çeyreğinde ortalama sanayi üretimi büyümesi %6.6 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde sanayi üretimindeki ortalama yıllık artış %7.6 seviyesinde gerçekleşirken, GSYİH büyümesi %8.2 seviyesinde olmuştur. Sanayi üretimi yıllık artışı ile GSYİH büyümesi arasındaki oransal ilişkiye bakıldığında tarihsel olarak GSYİH büyümesinin sanayi üretimi artışına oranının 0.8 seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir. Ancak özellikle 2011 yılının ilk çeyreğinden itibaren GSYİH büyümesinin sanayi üretimi artışının üzerinde gerçekleştiği dikkat çekmektedir. Söz konusu tabloda, TL'deki değer kaybının dış ticaret dengesinde yarattığı daraltıcı etkiyle net ihracatın büyümeye olumlu performansının artması önemli rol oynamaktadır. Sonuç olarak, yılın son çeyreğinde, büyüme performansının sanayi üretimi ile tarihsel ilişkisine paralel bir performans göstermesi durumunda 2011 yılı büyüme tahminlerinin aşılması söz konusu olabilecektir.

Diğer öncü göstergeler de ekonomideki yavaşlamayı destekliyor...

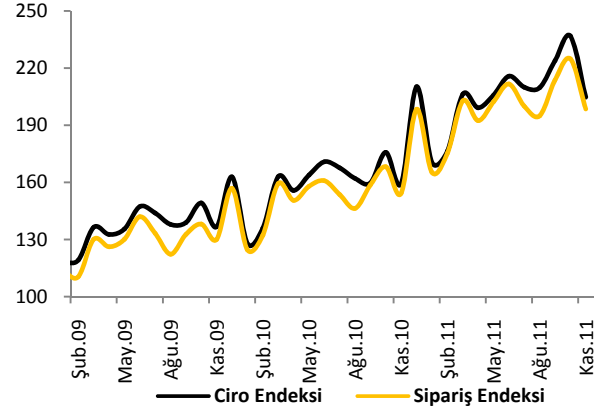


Grafik-7 Reel Kesim Güven Endeksi (Mevsimsellikten arındırılmış)



Kaynak: TCMB

Grafik-8 Sanayi Sektörü Göstergeleri



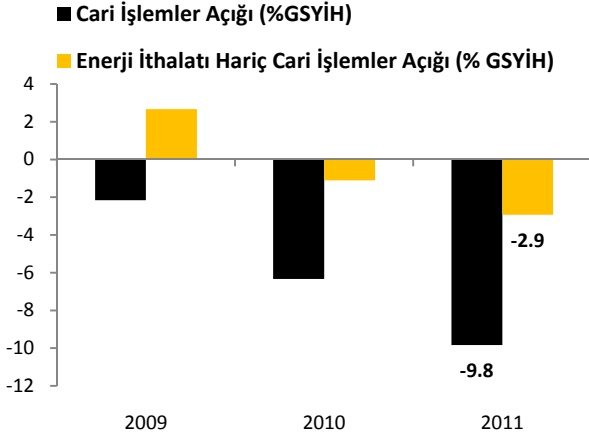
Kaynak: TÜİK

Aralık ayı verisiyle birlikte sanayi üretiminde yılın son çeyreğinde sınırlı da olsa bir yavaşlama yaşandığı görülmektedir. Sanayi üretimi her ne kadar büyüme için en önemli öncül göstergelerden birisi olsa da üretime ilişkin diğer temel göstergelerin seyri de büyüme rakamlarının tahmini açısından büyük önem taşımaktadır. İlk olarak yılın son çeyreğinde imalat sanayi kapasite kullanım oranında görülen düşüş dikkat çekmektedir. Ekim ayında %77 seviyesine kadar yükselen söz konusu oran Aralık ayı itibariyle %75.9 seviyesine gerilemiştir. Benzer olarak, açılan ve kapanan firma rakamlarına da baktığımızda yine Ekim ayından bu yana net rakamın düştüğü görülmektedir. Yılın son ayında açılan firma sayısında bir artış görmemize karşın, kapanan firma sayısındaki yükseliş net rakamın gerilemesine neden olmuştur. Reel kesim güven endeksindeki düşüş de sanayi sektöründeki genel görünüme paralellik göstermektedir. Kasım ayında 111 seviyesine kadar yükselen mevsimsellikten arındırılmış reel sektör güven endeksi Aralık ayında 107.4 seviyesine gerilemiş, düşüş trendi Ocak ayında da hızlanarak devam etmiştir. Söz konusu endeks Ocak ayında 104.9 seviyesine gerileyerek 2009 yılı Aralık ayından bu yana en düşük seviyesini görmüştür. Sanayi sektörüne ilişkin ciro ve sipariş endeksleri de yılın son çeyreğinde aşağı yönlü trend izlemiştir. Ciro endeksi Kasım ayında bir önceki aya göre %13.6 gerilerken sipariş endeksindeki düşüş %11.7 olmuştur.

Üretime ilişkin reel kesim güven endeksi, kapasite kullanım oranı gibi göstergeler yılın son çeyreğinde ekonomide bir yavaşlamanın görülebileceğine işaret etmektedir. Ancak sanayi üretiminin seyri son çeyrekte büyüme performansı açısından önemli ipuçları vermektedir. Aralık verisi ile birlikte sanayi üretiminin yıllık ortalama artışının 2011 yılının son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre 1 puan düştüğü görülmektedir. Üçüncü çeyrekte %7.6'lık sanayi üretimi artışına karşın %8.2'lik bir büyüme performansı yakalanırken, son çeyrekteki %6.6'lık sanayi üretimi büyümesi ve net ihracatın büyüme üzerinde artan pozitif etkisi son çeyrekteki yavaşlamaya karşın, büyüme tahminlerinin yukarı yönde aşılması ihtimalini güçlendirmektedir. Gerek büyümeye ilişkin öncül göstergeler, gerekse sanayi üretiminin alt gruplarında sermaye ve ara malı imalatlarındaki yavaşlamanın netleşmesi ekonomideki soğumanın 2012 yılının ilk çeyreğinde artarak süreceğine işaret etmektedir.

2011 yılında cari işlemler açığı 77.1 milyar dolar olarak gerçekleşirken, finansman kalitesi yükseldi.

Grafik-1



Kaynak: TCMB

Cari işlemler açığı Aralık ayında beklentilerimize paralel olarak 6.6 milyar dolar açıklanarak 2011 yılını 77.1 milyar dolar seviyesinden tamamlamıştır. 2010 yılında 46.6 milyar dolar olan cari işlemler açığında yıllık bazda %65.3 oranında artış yaşanmıştır. Enerji ithalatından arındırılmış cari işlemler açığı ise bu dönemde %182.1 oranında artarak 23 milyar dolar olmuştur. Cari işlemler açığının söz konusu performansında 2011 yılında %47.7 artan dış ticaret açığı temel belirleyici olmuştur. 2011 yılında cari işlemler açığının GSYİH'ye oranının %9.8 olarak gerçekleşmesi mümkün görünürken, enerji hariç cari işlemler açığının GSYİH'ye oranı ise %2.9 ile görece düşük bir rakama işaret etmektedir.

Tablo-1		
İthalat	Değer (Milyar \$)	Pay (%)
Üretimi Hiç Olmayan ya da Çok Az Olan Mallar	100	42
Üretimi Talebi Tam Olarak Karşılamanan Mallar	100	42
Yeteri Kadar Üretilebildiği Halde İthal Edilen Mallar	40	16

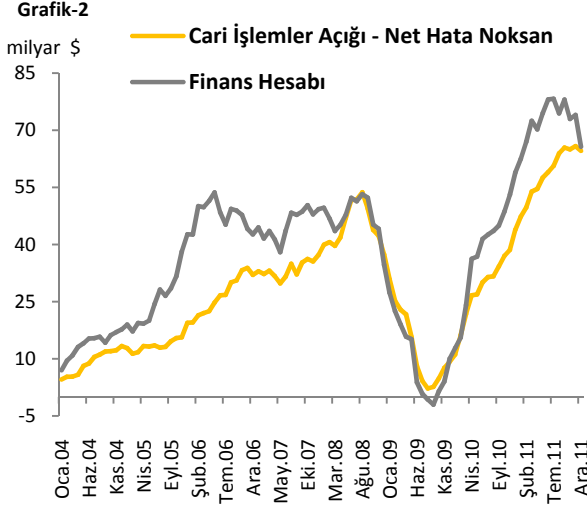
Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

2011 yılında ithalat bir önceki yıla göre %29.8 artarak 240.8 milyar dolara ulaşmıştır. İthalatın yaşadığı yüksek oranlı artışın nedenleri arasında yurtiçi talebin yurtdışı talepten ayrılarak güçlü bir performans göstermesi, yılın özellikle ilk yarısında değerli olan TL, petrol fiyatlarında bir önceki yıla göre yaşanan ortalama %18.3 oranında artış ve üretimin yapısal dinamikleri yer almaktadır. Geçtiğimiz hafta açıklanan 2011 yılı ithalat rakamlarına ilişkin çarpıcı rakamlar pek çok açıdan önemli görünmektedir. İthalat rakamlarının detayı incelendiğinde, üretimi hiç olmayan ya da çok az

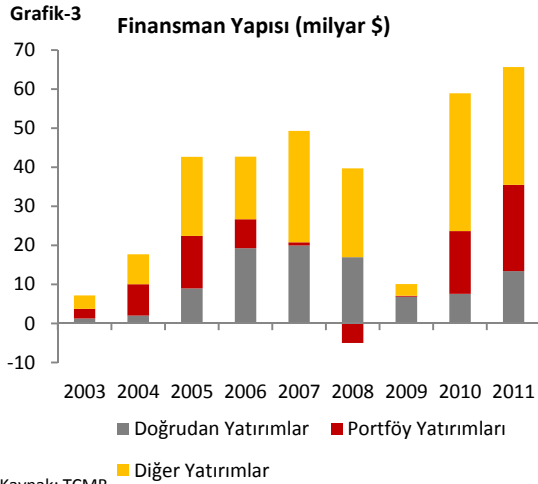
olan malların toplam ithalat içindeki payının %42 ile oldukça yüksek bir rakam olduğu dikkat çekmektedir. Üretimi hiç olmayan malların daha çok hammadde ve enerji malları olması, alternatif enerji kaynakları ile üretim yapılmasının dış ticaret açığının toparlanması bakımından önemine işaret ederek, üretimin yapısal dinamiklerinin değiştirilmesine yönelik adımlar atılması gerektiğini göstermektedir. Diğer yandan üretimi talebini tam olarak karşılamayan malların da %42 ile toplam ithalat içinde çok yüksek bir paya sahip olması, bu sektörlere ilişkin üretimin artırılması yönünde atılacak adımların olduğuna işaret etmektedir. Ancak yeteri kadar üretildiği halde ithal edilen malların toplam ithalat içindeki payının %16 olduğu dikkat çekerken, cari açığa ilişkin tablonun değişmesi yönünde yalnızca politika yapıcıların değil tüketicilerin de gerekli ihtiyatı göstermesi gerekmektedir.

Yıl içinde yıllık artış hızı %13.9 seviyelerine dek gerileyen ihracat, 2011 yılında 2010 yılına göre %18.5 oranında artarak 135 milyar dolar olmuştur. İhracatın özellikle yılın ilk yarısındaki sınırlı performansında değerli TL'nin temel rol oynadığı görülürken, Ağustos ayından itibaren TL'de görülen değer kayıplarının ihracat performansını etkilediği ve yılın ikinci yarısında ihracatın daha olumlu bir performans sergilediği dikkat çekmiştir. Bu bağlamda cari işlemler açığında son çeyrekte görülen belirgin toparlanmada söz konusu ihracat performansı temel belirleyici olmuştur. Son dönemde görülen olumlu ihracat rakamlarına karşın, küresel ekonomik aktiviteye ilişkin riskler bu olumlu performans üzerinde riskleri artırmaktadır.

Doğrudan yatırımların toplam finansman içindeki payı %20.8'e yükseldi...



2011 yılında cari işlemler açığının son aylarda yavaşlamaya başlamasının yanı sıra net hata noksan kalemindeki hızlı yükseliş de cari işlemler kaynaklı net dış kaynak ihtiyacının azalmasına yol açmıştır. 2011 yılında net hata noksan kaleminin 12.5 milyar dolara ulaşması sonucunda net açık 65.7 milyar dolara düşmüştür. Net kaynak ihtiyacındaki düşüğe karşın sermaye girişlerinin de özellikle Aralık ayında olmak üzere son aylarda hızlı bir şekilde gerilemesi sermaye girişi ile kaynak ihtiyacı girişi arasındaki farkın kapanmasına neden olmuştur. 2010 yılının Mart ayından bu yana ortalama olarak kaynak ihtiyacının %27 üzerinde gerçekleşen sermaye girişi, 2011 yılı Aralık ayında kaynak ihtiyacının %1.5 üzerinde gerçekleşmiştir.

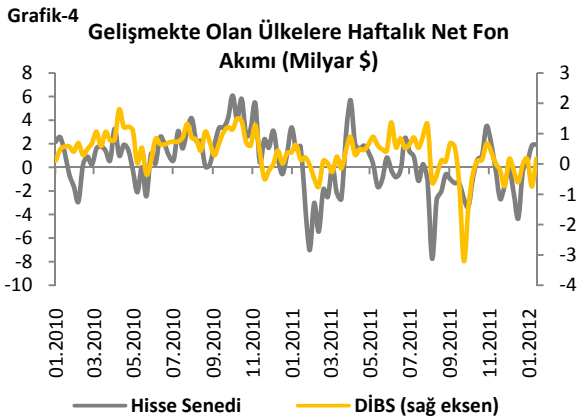


Milyar \$	2010		2011		(II)-(I)
	Miktar (I)	Pay (%)	Miktar (II)	Pay (%)	
Finans Hes.	44.0	100.0	64.6	100.0	20.6
Doğrudan Yat.	7.6	17.2	13.4	20.7	5.8
Portföy Yat.	16.1	36.6	22.1	34.2	6.0
Diğer Yat.	33.1	75.2	27.3	42.3	-5.8
Rezervler	-12.8	-29.1	1.8	2.8	14.6

Kaynak: TCMB

2011 yılında toplam sermaye girişi 64.6 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiş ve 2010 yılına göre %46.8'lik bir artış yaşamıştır. Diğer yatırımlar kaleminde bir önceki yıla göre 5.8 milyar dolarlık bir düşüş görülürken, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlarda yükseliş yaşanmıştır. Böylece toplam sermaye girişi içinde doğrudan yatırımların payı %17.2'den, %20.7'ye yükselirken, portföy yatırımlarında 6 milyar dolarlık yükseliş yaşanmıştır.

Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarında yüksek volatilité...



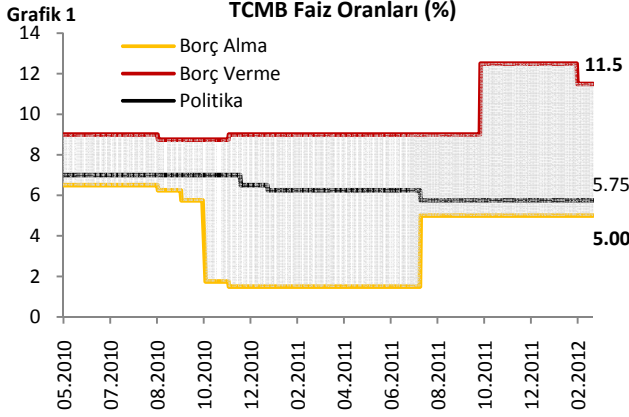
Gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) haftalık bazda sermaye girişlerine bakıldığında, volatilitenin yüksek olduğu bir tablo karşımıza çıkmaktadır. Gelişmiş ülkelere yönelik risk algılamalarının sürekli değiştiği bir ortamda, GOÜ'lerden DİBS ve hisse senedi alımlarının oynaklığının yükseldiği görülmektedir. Kümülatif bazda bakıldığında ise 2011 yılında hisse senedi piyasalarında net olarak çıkış görülürken, DİBS piyasalarında alımlar etkili olmuştur. Hisse senedi

piyasalarındaki çıkış trendinin 2011 yılının ikinci yarısında daha fazla arttığı dikkat çekmektedir.

Aralık ayı verisi ile birlikte 2011 yılında cari işlemler açığı, 77.1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Cari işlemler açığı enerji hariç değerlendirildiğinde açığın çok daha düşük düzeyde gerçekleştiği görülmektedir. 2011 yılı cari işlemler açığının yılın son çeyreğinde büyümenin beklentilerimize paralel gelmesi durumunda GSYİH'nin %9.8'ine ulaşması mümkün olacaktır. Enerji hariç cari işlemler açığı değerlendirildiğinde ise, 2010 yılında GSYİH'nin %1.1'i seviyesinde olan cari açık düzeyinin 2011 yılında %2.9'a yükseldiği görülmektedir. Finansman tarafında ise diğer yatırımlardaki gerilemeyle birlikte portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlardaki artış dikkat çekmektedir. Buna ek olarak, net hata noksan kaleminin 2011 yılında 12.5 milyar dolara ulaşması sonucunda finansman ihtiyacındaki düşüş de finansman tarafının değerlendirilmesinde öne çıkmaktadır.

2012 yılına ilişkin öncül büyüme verilerinde görülen yavaşlama sinyallerinin belirginleşmeye başlaması cari işlemler açığındaki söz konusu yavaşlama trendinin devam edeceğine işaret etmektedir. Cari işlemler açığının düşeceğine ilişkin vurgular, Merkez Bankası'nın politika metinlerinde de yer almaktadır. 2012 yılında cari işlemler açığının yavaşlamaya devam ederek 62.1 milyar dolara gerilemesini bekliyoruz. 2012 yılında küresel ekonomilerde bağımsız olarak dışsal etkenlerin petrol ve buna bağlı olarak emtia fiyatlarında yukarı yönlü yaratacağı baskı dış ticaret ve cari işlemler açıkları üzerindeki en önemli risk unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır.

TCMB Şubat ayı toplantısında faiz koridorunu daralttı.



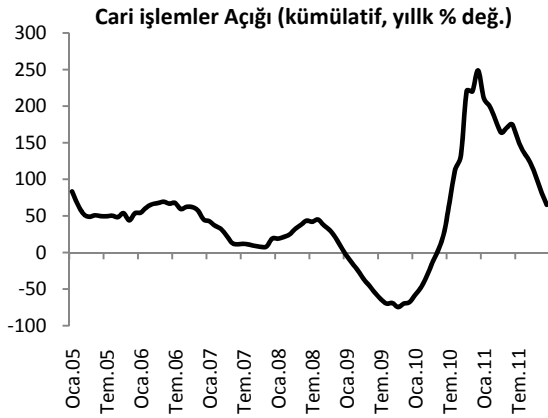
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Şubat ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında politika faiz oranını beklentilere paralel olarak %5.75 seviyesinde sabit bırakmıştır. TCMB %5 olan gecelik borç alma faiz oranını değiştirmeyen, borç verme faiz oranını %12.5'ten %11.5'e çekerek faiz koridorunu 100 puan daraltmıştır. TCMB'nin borç verme faiz oranında indirim gideceğini tahmin etmemize karşın, kararın bizim beklentilerimizden bir süre daha önce alındığını söyleyebiliriz.

		Ocak PPK	Şubat PPK	Değişim
Faiz	Politika Faiz Oranı	5.75	5.75	→
	Borç Alma Faiz Oranı	5.0	5.0	→
	Borç Verme Faiz Oranı	12.5	11.5	↓
	Faiz Koridoru	7.5	6.5	↓
Enflasyon	TÜFE	Yüksek seyredecek	--	Enflasyonda aşağı yönlü hareket vurgusu arttı
	Çekirdek Enflasyon	--	Şubat ayından itibaren aşağı yönlü	
Makro Ekonomi	Cari Açık	Kademeli azalacak	Kademeli azalacak	→
	Büyüme	Net ihracatın büyüme katkısı artacak	Net ihracatın büyüme katkısı artacak	→
Politika Duruşu	Para Politikası	Esnek	Esnek	→

Kaynak: TCMB

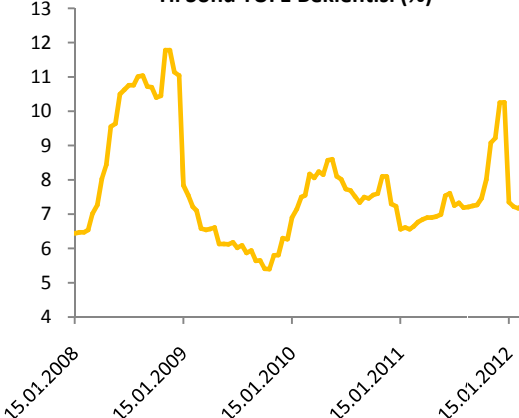
TL'de son aylarda görülen değerlenme ile birlikte maliyet unsurlarının olumluya dönmesi yıllık bazda 2011 yılının Mart ayından beri aralıksız yükselen çekirdek enflasyona ilişkin görünümün Şubat ayından itibaren değişeceğine işaret etmektedir. Ocak ayında TCMB'nin enflasyonun yüksek seyrini bir süre daha devam ettireceği beklentileri para politikası açısından bir süre daha sıkı duruşun devam ettirilmesi gerektiğini gösterirken, Şubat ayı toplantısında çekirdek enflasyona ilişkin aşağı yönlü vurguların arttığı dikkat çekmektedir. Para Politikası'na ilişkin yayımlanan kararda bir diğer önemli vurgu da cari işlemler açığına ilişkindir. TL'de görülen değer kayıplarının ihracat performansı üzerindeki olumlu etkileri ile son çeyrekte cari işlemler açığında yaşanan düzleşme belirginleşmiştir. Özellikle Aralık ayında nominal olarak da cari işlemler açığının Kasım ayının üzerinde bir gerileme göstermesi cari işlemler açığındaki toparlanma eğilimini yansıtmaktadır. Böylece net ihracatın büyümeye katkısının da yılın son çeyreğinde arttığını söyleyebiliriz.

Grafik 2



Kaynak:TCMB

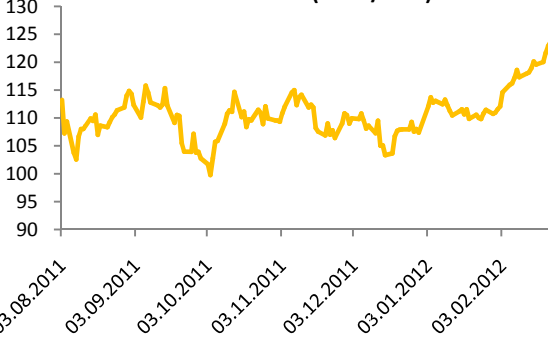
Grafik 3



Kaynak: TCMB

Merkez Bankası'nın borç verme faiz oranını düşürmek suretiyle faiz koridorunu daralttığı son Para Politikası Toplantısı'nda enflasyon ve cari işlemler açığına ilişkin vurguları devam etmiştir. Merkez Bankası olumlu maliyet unsurlarının etkisi ile çekirdek enflasyonda azalış görüleceğini belirtirken, kümülatif cari işlemler açığındaki gerilemenin Kasım ayından sonra Aralık ayında da devam etmesi, TCMB'nin de belirttiği gibi iç ve dış talep arasındaki dengelenmenin sürdüğünü göstermektedir.

Grafik 4

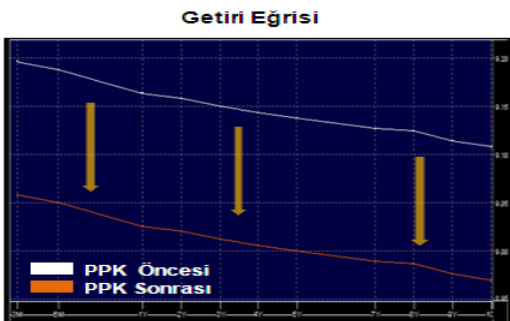


Kaynak: Bloomberg

Açıklanan öncül veriler incelendiğinde, ekonomide bir miktar yavaşlamanın ortaya çıktığı görülmektedir. Kur etkisinden arındırılmış olarak yılı %23 seviyelerinde tamamlayan kredilerin yıllık artış hızında yavaşlamanın devam ettiği, bununla birlikte sanayi üretiminde sınırlı da olsa bir ivme kaybının görüldüğü dikkat çekmektedir. Sonuç olarak Merkez Bankası'nın son kararının büyümede ortaya çıkması muhtemel yavaşlamanın etkilerini hafifletmesi açısından önemli bir rolü bulunmaktadır. Ancak son günlerde daha da belirginleşen petrol fiyatlarındaki artış trendinin devam etmesinin, önümüzdeki dönemde birçok

makroekonomik değişken üzerinde etkileri olacaktır. Petrol fiyatlarındaki yükselişin sürmesi durumunda cari işlemler açığındaki yavaşlama ilk aşamada sona erebilecek ve enflasyon üzerindeki yükseliş yönlü bakılar artabilecektir.

PPK ve piyasa faizleri...



Kaynak: Bloomberg

Grafik 5



Kaynak: Bloomberg

Merkez Bankası'nın faiz koridorunu daraltması, etkisini faizler üzerinde kısa sürede göstermiştir. Karar öncesinde %10.37 seviyesinde bulunan gösterge tahvil getirisi %8.88 seviyesine kadar gevşemiştir. Benzer şekilde getiri eğrisine de bakıldığında, Para Politikası Kurulu'nun ardından eğrinin aşağı yönde kaydığı görülmektedir. Merkez Bankası her ne kadar son toplantısında politika faiz oranında bir değişikliğe gitmese de, borç verme faiz oranını düşürerek piyasa faizlerinde gerilemenin görülmesini sağlamış ve amaçladığı hedef doğrultusunda bir sonuç elde etmiştir.

Sonuç olarak, Merkez Bankası son faiz toplantısında politika faiz oranlarında bir değişikliğe gitmemesine karşın borç verme faiz oranını düşürerek faiz koridorunu daraltmıştır. Merkez Bankası söz konusu karara ilişkin yaptığı açıklamada, enflasyon oranında baskıların azaldığını ve cari işlemler açığındaki düşüşün süreceği vurgularını yineleyerek öne çıkarmıştır. İlk bakışta net bir para politikası gevşemesi olarak görülmeyen faiz koridorunun üst sınırının düşürülmesi yoluyla daraltılması, piyasa faizlerine düşüş olarak yansımıştır. Piyasa beklentilerinin yönetilmesi açısından önemli fonksiyonu bulunan karar, enflasyona ilişkin düşüş yönündeki beklentilerin güçlenmesini sağlarken, büyümeye ilişkin öngörülerde yukarı yönlü revizyonların yapılmasına neden olabilecektir. Ancak bu noktada son günlerde petrol fiyatlarında görülen sert yükselişlerin göz ardı edilmemesi gerekmektedir.

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, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.