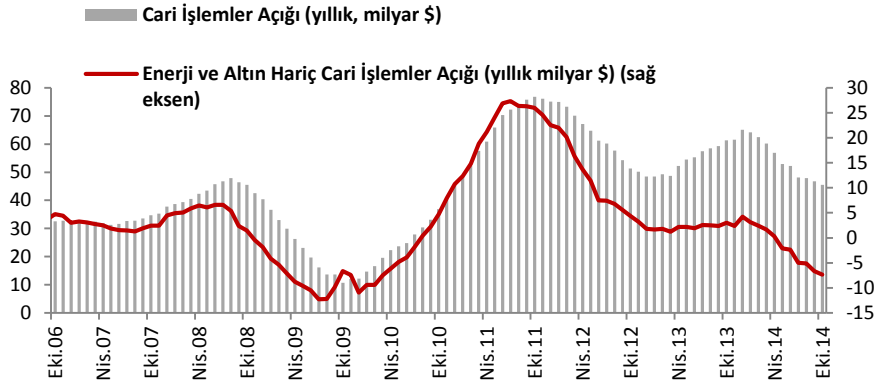


Cari işlemler açığı dış ticarete devam eden daralmanın etkisiyle Ekim ayında 2 milyar dolar ile beklentilere paralel gerçekleşti.

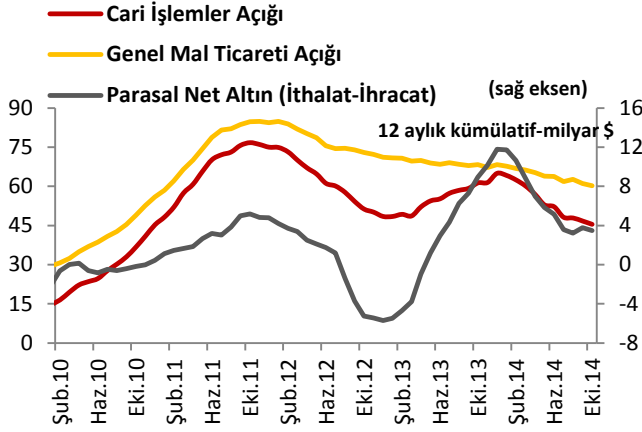
Ekim ayında 6.4 milyar dolara gerileyen dış ticaret açığı gelişimine paralel olarak cari işlemler açığındaki toparlanma da devam etti. 2 milyar dolar ile beklentimize paralel gelen cari işlemler açığında, iç talepteki daralmayla birlikte dış ticaret açığında ve parasal olmayan altında yılbaşından bu yana görülen ivme kaybı etkili oldu. Bu haftaki raporumuzda, dış ticaretteki daralmanın pozitif yansımaları gördüğümüz cari işlemler açığı ve söz konusu açığın finansmanı için yurtiçinde yaşanan döviz giriş-çıkışlarındaki gelişmeleri yakından ele alacağız.



Kaynak: TCMB

Merkez Bankası tarafından açıklanan verilere göre Ekim ayında cari işlemler açığı, 2013 yılının aynı ayına göre %38.3 gerileyerek 2.0 milyar dolar ile beklentimize paralel açıklandı (piyasa beklentisi: 1.9 milyar dolar). Geçtiğimiz yıl Ekim ayında 61.3 milyar dolar olan 12 aylık kümülatif cari işlemler açığı, bu yılın aynı ayında %25.9 oranında gerileyerek 45.5 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Cari işlemler açığında önemli bir paya sahip olan genel mal ticaretinde yer alan ihracatın Ekim ayında geçen yılın aynı dönemine göre %6.9 artarak, ithalatın ise %0.1 oranında sınırlı düşüş yaşayarak cari işlemler açığındaki iyileşmeyi desteklediği görülüyor. Dış ticaret dengesinde önemli rol oynayan diğer bir kalem olan parasal olmayan net altında ise, altın ithalatında aylık bazda yaşanan %43'lük, yıllık bazda ise %49.1 azalış ile toparlanma yaşandığı görülüyor. Bu sayede, dış ticaret açığı aylık %7.9 oranında gerilerken ilk 10 aylık dönemde geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre 16 milyar dolar düşüş yaşamış oldu. Cari işlemler hesabının diğer bir önemli kalemi olan hizmetler dengesi Ekim ayında bir önceki aya göre %6.6 gerilese de aylık bazda cari işlemler açığına seyahat gelirleri ile yaptığı katkısına devam etti.

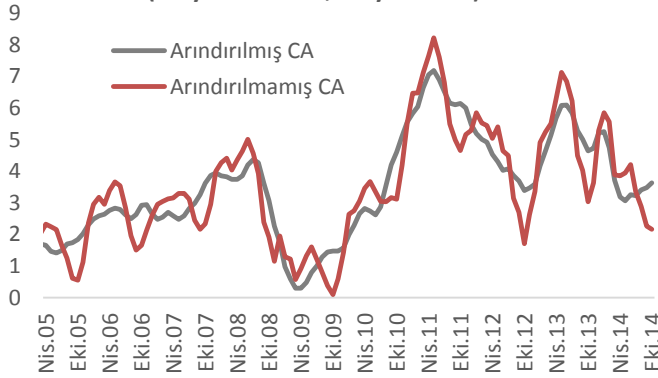
Veriler doğrultusunda, cari işlemler açığının Ocak-Ekim döneminde bir önceki yıla göre %36.8 düşüş yaşayarak toparlanmasını sürdürdüğünü söyleyebiliriz. Mayıs ayı itibarıyla fazla vermeye başlayan yıllıklandırılmış enerji ve altın hariç cari işlemler dengesinin pozitif gelişimini Ekim ayında verdiği 7.4 milyar dolar seviyesinde fazlayla sürdürdüğü görülüyor. Bu çerçevede, Ekim ayı gerçekleşmesiyle yıllıklandırılmış enerji ve altın hariç cari işlemler dengesi 2010 yılı Mart ayından bu yana görülen en çok fazlayı vermiş oldu. Söz konusu dönemde gelir dengesinin alt kalemlerinden biri olan portföy yatırımlardaki döviz çıkışının bir önceki aya göre bir miktar azalması da diğer bir olumlu gelişme olarak karşımıza çıkıyor.



Kaynak: TCMB

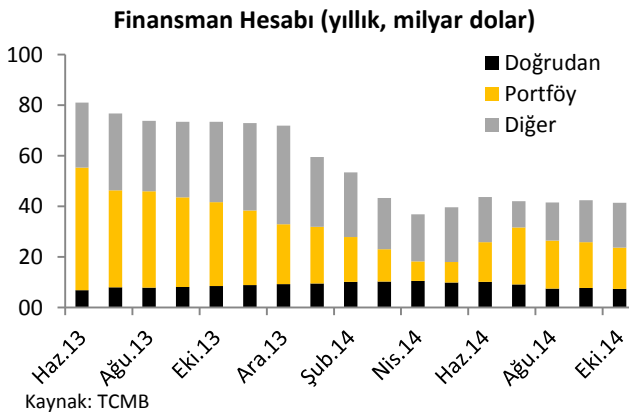
gerçekleşmesinde belirleyici unsurlar olduğunu düşündüğümüz genel mal ticareti ve parasal net altın katkısıyla cari işlemler açığında Ocak ayında başlayan aşağı yönlü düzelmenin devam ettiğini söyleyebiliriz. Böylece 12 aylık kümülatif cari işlemler açığı yaklaşık 4 yıla yakın süredir görülen en düşük seviyelere geri çekilmiş oldu. Ancak, BDDK tarafından bu yılın başında uygulamaya konulan önlemlerde yapılan değişikliklerle kuyumculuk sektörüne taksitlendirme imkânı getirilmesi ve stoklarda dönemsel azalışların yaşanması olasılığı önümüzdeki dönemde altın ithalatındaki iyileşmenin sektöre uğramasına etkili olabilir.

Mevsimsellikten Arındırılmış Cari İşlemler Açığı (3 Aylık Har.Ort., milyar dolar)



Kaynak: TCMB; Vakıfbank

yurtiçi taleple birlikte yerini artışa bırakmasını bekliyoruz. Diğer yandan, cari açık üzerinde gecikmeli etkisini görmeyi beklediğimiz ve Haziran ayından bu yana gerileyen petrol fiyatlarının cari işlemler açığındaki artışı sınırlandıracağını düşünüyoruz.



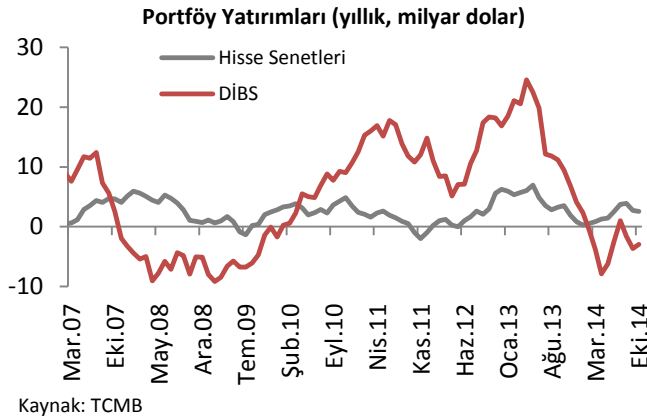
Kaynak: TCMB

Cari işlemler dengesinin seyrinde önemli bir rol oynayan genel mal ticaretine 12 aylık kümülatif veriler itibarıyla bakıldığında, 2012 yılı Şubat ayında belirginleşen iyileşme sürecinin Ekim ayında da sürdürüldüğü görülüyor. Yıllıklandırılmış parasal net altının ise yılın başından itibaren altın ithalatındaki azalışın etkisiyle toparlanma çabasında olduğu görülüyor. Söz konusu çaba Eylül ayındaki artışın etkisiyle hafif sekteye uğramasına rağmen Ekim ayında yaşanan 296 milyon dolarlık altın ithalatı düşüşüyle sürdürüldüğü izleniyor. Ekim ayı cari işlemler ayı

Yandaki grafikte, ham verilerle cari işlemler açığının Ekim ayında hafif bir dönüş yaşadığı, Cari işlemler açığı verilerini mevsimsellikten arındırarak baktığımızda ise Mayıs ayından bu yana görülen artışın devam ettiği görülüyor. 3 aylık hareketli ortalamalarla cari işlemler açığı Ekim ayında 2.2 milyar dolar iken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle ise 3.6 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiş görünüyor. 2014 yılbaşından bu yana alınan tasarruf önlemleri ve zayıf yurtiçi talep sebebiyle cari işlemler açığında görülen daralmanın, 2015 yılında artması beklenen

Finansman hesabı gelişiminde, Ekim ayında da döviz girişlerinin devam ettiğini görüyoruz. Ekim ayında portföy yatırımları kanalı ile 1.9 milyar dolar, doğrudan yatırımlar ile 416 milyon dolar ve diğer yatırımlar ile 3 milyar dolarlık net döviz girişi gerçekleşti. Yıllıklandırılmış veriler bazında net döviz girişlerine baktığımızda; doğrudan yatırımlar kanalı ile 7.3 milyar dolar, portföy yatırımları ile 16.4 milyar dolar, diğer yatırımlar kanalı ile de 17.7 milyar dolarlık bir döviz girişi yaşandığını görüyoruz. Ekim ayında diğer

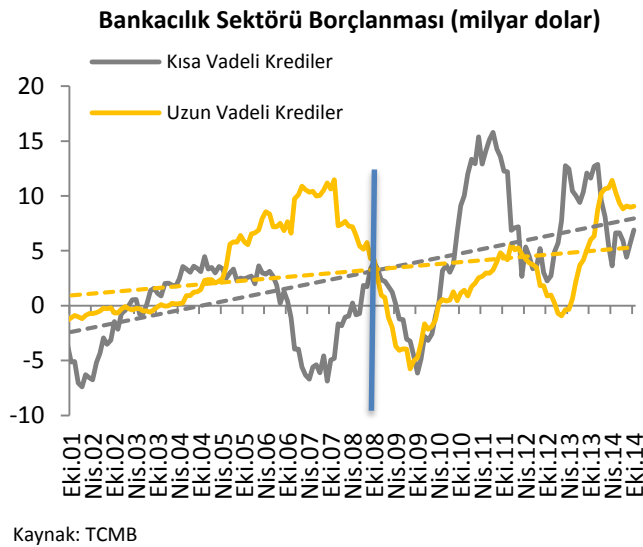
yatırımlar kaleminde, Haziran ayından bu yana görülen en yüksek döviz girişi yaşandığı , doğrudan ve portföy yatırımları kanalı ile döviz girişinin ise Temmuz ayından bu yana sınırlı bir gerileme gösterdiği dikkat çekiyor.



Yurtdışı yerleşiklerin yurtiçi piyasalarda alım satım yaptığı hisse senetleri ve borç senetleri piyasasındaki gelişimi ele aldığımızda, yıllık gelişimde hisse senetleri piyasasından net alım yaptıklarını, borç senetleri piyasasında ise net satım yapmış olduklarını söyleyebiliriz. Yurtdışında yerleşik kişiler hisse senedi piyasasında Ekim ayında 432 milyon dolarlık, yıllık bazda ise 2.5 milyar dolarlık net alım gerçekleştirdi. Devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) 'yle ilgili olarak yurtdışı yerleşikler Ekim ayında 382 milyon dolarlık net alım

gerçekleştirirken, yıllık olarak ise 2.9 milyar dolarlık net satım gerçekleştirdi. Borç senetleri piyasasında yurtdışı yerleşikler, bankaların ihraç ettikleri tahviller yolu ile Ekim ayında 2.5 milyar dolarlık net alım gerçekleştirdi. Son dönemde petrol fiyatlarında görülen hızlı düşüş ve TCMB'nin faiz indirimine gidebileceği yönünde beklentilerle tahvil bono piyasasına gelen alımların etkisini önümüzdeki aylarda, borç senetleri kanalıyla döviz girişi olarak görebilmemiz muhtemel görünüyor.

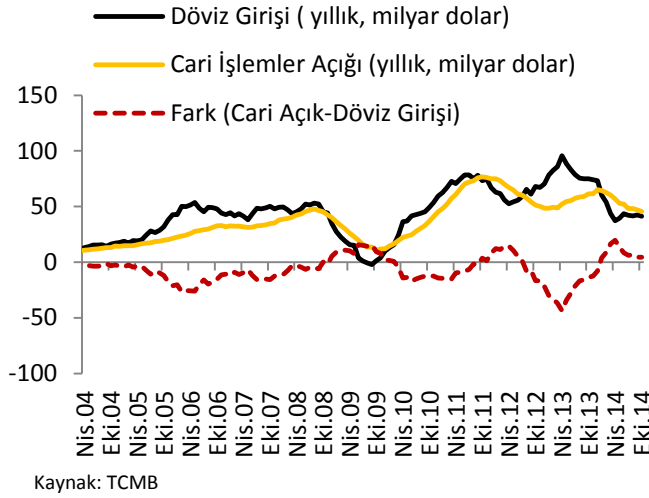
Diğer yatırımlar altında izlenen efektif ve mevduatlarda Ekim ayında net 1.6 milyar dolarlık azalış yaşandı. Krediler tarafında ise, bankacılık sektörü Ekim ayında uzun vadeli kredilerde 651 milyon dolar, kısa vadeli kredilerde 667 milyon dolar tutarında net kullanım gerçekleştirdi. Bankacılık sektörü Ocak-Ekim döneminde toplamda 9.1 milyar dolarlık kredi kullanımı gerçekleştirdi. Diğer sektörlerin Ekim ayında net kredi kullanımı Ocak-Ekim döneminde 3.4 milyar dolar oldu. Bankacılık sektörü ve diğer sektörlerin Ekim ayında toplam kredi kullanımı 1.7 milyar dolar, ilk on aylık dönemde ise 12 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiş oldu. TCMB Başkanı Erdem Başçı'nın son yaptığı açıklamaya göre, bankacılık sektörünün kısa vadede ziyade uzun vadede daha fazla borçlanabilmesini teşvik etmek amacıyla önümüzdeki dönemde getirilecek olan düzenlemelerin, sektörün fon kaynağı yaratabilme yetisini olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.



Yandaki grafikte yer alan trend eğrilerine bakıldığında, 2008 krizinden sonra bankacılık sektörü borçlanmasında kısa vadeli kredilerin uzun vadeli kredilerden daha fazla olduğu, dolayısıyla bankacılık sektörünün fon kaynağı yaratım sürecine kısa vadeli kredilerin öncülük ettiği dikkat çekiyor. Kriz sonrası oluşan bu eğilime karşın, 2014 yılında uzun vadeli kredi kullanımının kısa vadeli kredi kullanımından daha yüksek olması olumlu bir gelişme olarak yorumlanabilir. Ancak, bunun daha uzun vadeye yayılması sektörün fon kaynağı edinimi için oldukça önem arz ediyor. Bu sebeple, TCMB tarafından yayımlanan "2015 yılında Para ve Kur Politikası" metninde "Bankacılık sektöründe vadelerin uzatılması ve çekirdek yükümlülük

oranının artırılması basiretli borçlanmayı destekleyerek makrofinansal riskleri sınırlayacak ve böylece dengeli büyümeye katkı verecektir. Bu çerçevede, finansal istikrarı desteklemek amacıyla, yabancı para cinsinden çekirdek dışı kısa vadeli yükümlülükler için uygulanan zorunlu karşılık oranları vade uzatımını teşvik edici yönde

artırılacaktır.” ifadesinin yer almasından da anlaşılacağı gibi kamu otoriteleri uzun vadeli borçlanmanın önümüzdeki dönemde sürekliliğine önem vermekte ve bununla ilgili bir takım düzenlemeler getirmektedir.



Ekim ayı verileriyle yıllık 45.7 milyar dolarlık cari işlemler açığına karşılık 41.4 milyar dolarlık sermaye girişi yaşandı. Genel olarak yandaki grafik incelendiğinde, “cari açık-döviz girişi” olarak tanımlanan farkın sıfırdan küçük/negatif olduğu dönemlerde yıllık toplam döviz girişi cari işlemler açığından daha fazla olduğunu; farkın sıfırdan büyük/pozitif olduğu dönemlerde ise cari işlemler açığından daha az döviz girişi yaşandığı görülüyor. Fed’in çıkış stratejisinin yaşandığı 2014 yılında söz konusu fark pozitif alanda yer almasına rağmen, Nisan ayından bu yana cari açık ile döviz girişi arasındaki makasın daralması olumlu görülüyor.

TCMB’nin kullanıma hazır olan dış varlık gelişiminin takip edildiği rezerv varlıklarda Eylül ayında 449 milyon dolarlık azalış yaşanırken, Ekim ayında 1.5 milyar dolarlık döviz artışı yaşandı. Ocak-Ekim döneminde toplamda ise 4.4 milyar dolarlık döviz artışı gerçekleşmiş oldu. Net hata noksan kaleminde Ekim ayında yaşanan 248 milyon dolarlık döviz çıkışı Ekim ayında hız kazanarak 1.9 milyar dolar seviyesine yükseldi. Ancak, net hata noksan kalemi kanalı ile on aylık dönemde gerçekleşen döviz girişi miktarı 5.9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiş oldu.

Sonuç olarak, Ekim ayı cari işlemler açığı 2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşerek beklentimiz doğrultusunda açıklanmış ve 1.9 seviyesindeki piyasa beklentisinin hafif üzerinde gelmiş oldu. Ekim cari işlemler açığı gerçekleşmesinde, dış ticaret dengesinde yer alan genel mal ticareti ve parasal olmayan net altın ticaretinde yaşanan toparlanma belirleyici oldu. Genel mal ticareti alt kalemi olan ithalattaki %6.4 oranındaki düşüş ile altın ithalatındaki 296 milyon dolarlık azalışın Ekim ayı cari işlemler açığına önemli derecede katkısı oldu. Tarihsel olarak cari işlemler dengesine negatif katkıda bulunan gelir dengesinin ise, portföy yatırımlarındaki döviz çıkışındaki azalışın etkisiyle söz konusu olumsuz katkısını azalttığı görülüyor. Ödemeler dengesinin finans hesabı tarafında Ekim ayında portföy yatırımları kanalı ile 1.9 milyar dolarlık, diğer yatırımlar kanalı ile 3 milyar dolarlık net döviz girişi yaşandı. TCMB nezdinde tutulan rezerv varlıklarda Eylül ayında gerçekleşen azalışın aksine Ekim ayında 1.5 milyarlık döviz artışı gerçekleşti. Bankacılık sektörünün uzun vadeli borç çevirme oranı ise Ocak-Eylül döneminde %178, diğer sektörlerin %116 oldu. Bu durum bize, Fed’in Ekim ayında sona erdirdiği parasal genişleme programının ardından faiz artırımına gidileceğinin konuşulduğu bir ortamda Türk bankacılık sektörünün finansman kaynağı yaratabilme yetisinde henüz bir sıkıntı yaşamadığına işaret ediyor. Bununla birlikte, TCMB Başkanı Erdem Başçı’nın son yaptığı konuşmasında bankacılık sektörünün borçlanmasını daha uzun vadeye yayılması için KKDF ve münzam karşılıklar gibi araçlarda düzenlemeye gidileceğini söylemesi sektörün uzun vadede borçlanabileceğinin önünü açıyor. Haziran ayından beri düşüş yaşayan petrol fiyatlarındaki gerilemenin, Kasım ayı sonunda yapılan OPEC toplantısının ardından hız kazanması enerji ithalatı yüksek Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için olumlu algı yaratıyor. Önümüzdeki dönemlerde petrol fiyatlarının cari açığa yapmasını beklediğimiz olumlu katkıyı, özellikle TCMB’nin önümüzdeki dönem faiz indirimine gideceği yönündeki beklentilerle artması muhtemel görünen yurtiçi talebin sınırlandırabileceğini düşünüyoruz. Diğer yandan, ticari ortaklarımızdan ve turizm gelirlerinde önemli bir yeri olan Rusya’da yaşanan devalüasyon, önümüzdeki dönemde turizm gelirleri başta olmak üzere ihracat kanalı ile cari işlemler açığı üzerinde yukarı yönlü baskı yaratabilir. Böylelikle halihazırda 45.4 milyar dolar seviyesinde olan yıllık cari işlemler açığının yılsonunun 44 milyar dolar, artması beklenen iç talebin etkisiyle 2015 yılını 46.5 milyar dolar seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz. Bununla birlikte son açıklanan 3.çeyrek büyümesi baz alındığında %6.3 hesaplanan cari işlemler açığının GSYH’ye oranının yılsonunda %5.8 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

Haftalık Veri Takvimi (22-26 Aralık 2014)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
22.12.2014	Türkiye	Merkezi Yönetim Borç Stoku (Kasım)	599.7 Milyar TL	--
	ABD	Chicago Fed İmalat Endeksi (Kasım)	0.14	0.25
		İkinci El Konut Satışları (Kasım, a-a)	%1.5	-%1.1
	Euro Bölgesi	Tüketici Güven Endeksi (Aralık)	-11.6	-11.0
23.12.2014	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Kasım)	%0.3	%2.9
		GSYH (3. çeyrek, ç-ç)	%3.9	%4.3
		Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (Kasım,a-a)	%0.2	%0.1
		Yeni Konut Satışları (Kasım, a-a)	%0.7	%0.4
		Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi (Aralık)	93.8	93.5
	Fransa	GSYH (3. çeyrek, ç-ç)	%0.3	%0.3
		ÜFE (Kasım, y-y)	-%1.4	--
	İtalya	Perakende Satışlar (Ekim, y-y)	-%0.5	--
	İngiltere	GSYH (3. çeyrek, ç-ç)	%0.7	%0.7
		Cari İşlemler Dengesi (3.çeyrek)	-23.1 milyar £	-23.2 milyar £
24.12.2014	Türkiye	TCMB PPK Toplantısı	--	--
	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	289 Bin Kişi	290 Bin Kişi
26.12.2014	Türkiye	Kapasite Kullanım Oranı (Aralık)	74.5	--
	Japonya	İşsizlik Oranı (Kasım)	%3.5	%3.5
		TÜFE (Kasım, y-y)	%2.9	%2.5
		Perakende Satışlar (Kasım, y-y)	%1.4	%1.1
		Sanayi Üretimi (Kasım, a-a)	%0.4	%0.9