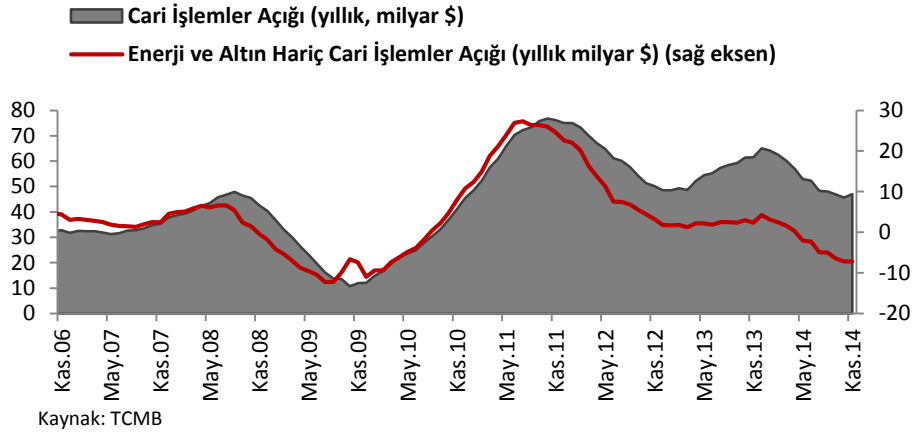


**Cari işlemler açığı Kasım ayında 5.6 milyar dolar ile beklentilerin üzerinde açıklandı.**

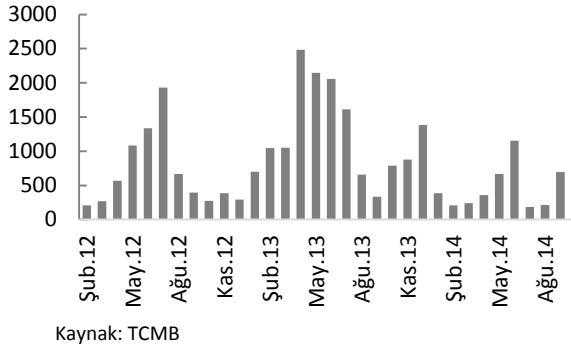
2014 yılı Ocak ayından bu yana gerileme yaşayarak dış ticaret açığına pozitif katkıda bulunan altın ithalatının Kasım ayında sert bir şekilde yeniden artış göstermesi dış ticaret kanalıyla Kasım ayı cari işlemler açığını olumsuz etkiledi. Bu haftaki raporumuzda, dış ticaretteki artışın negatif etkisi altında kalarak 5.6 milyar dolar ile piyasa beklentilerinin üzerinde gelen Kasım ayı cari işlemler açığını ve söz konusu açığın finansmanı için yurtiçinde yaşanan döviz giriş-çıkışlarındaki gelişmelerini ayrıntılı olarak inceleyeceğiz.



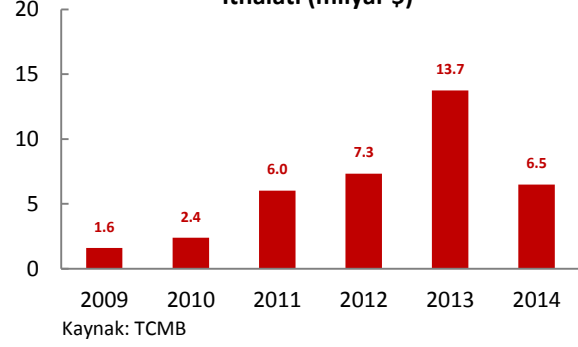
Merkez Bankası tarafından açıklanan verilere göre Kasım ayında cari işlemler açığı, 2013 yılının aynı ayına göre %33.7 artarak 5.6 milyar dolar ile 5.3 milyar dolar seviyesindeki beklentimizin hafif üzerinde gerçekleşti (piyasa beklentisi: 5.4 milyar dolar). Geçtiğimiz yıl Kasım ayında 61.5 milyar dolar olan yıllıklandırılmış cari işlemler açığı, bu yılın aynı ayında %23.5 oranında azalarak 47.1 milyar dolar seviyesine geriledi. Cari işlemler açığının Kasım ayındaki yükselişinde, aylık cari işlemler açığı gerçekleştirmelerinde önemli bir ağırlığa sahip dış ticaret açığının alt kalemlerinden biri olan altın ithalatında yaşanan 1.6 milyar dolarlık artışın belirleyici rol oynadığını düşünüyoruz. Bu çerçevede, Kasım ayında dış ticaret dengesinin ihracat tarafında aylık bazda %2'lik bir ilerleme kaydedilmesine rağmen, altın ithalatındaki sert artışın olumsuz etkisiyle ithalatta %12 oranında artış yaşandığı görülüyor. Böylece, geçtiğimiz iki ayda yaşadığı gerileme ile cari işlemler açığına pozitif katkı yapan dış ticaret açığının Kasım ayında aynı etkiyi gösteremediği söylenebilir. Ancak Ocak-Kasım dönemi verileri incelendiğinde, ithalatta belirgin bir değişiklik görülmezken ihracatın bir önceki yılın aynı dönemine göre 2014 yılında %5'lik artış yaşaması olumlu bir gelişme olarak dikkat çekiyor. Cari işlemler hesabının diğer önemli kalemi hizmet dengesinden sağlanan döviz girişinin yıllık bazda %7.1 seviyesinde azalması ise, cari işlemler açığının Kasım ayındaki artışında diğer önemli faktör oldu. Kasım ayında hizmet dengesi net gelirlerindeki azalışta, mevsimsel etki sebebiyle taşımacılık ve seyahat gelirlerinde azalma yaşanmasının etkili olduğu görülüyor.

Cari işlemler açığının 2014 yılının ilk 11 aylık döneminde bir önceki yıla göre %32 azalması sebebiyle geçen yıla göre iyileşmesini sürdürdüğünü düşünüyoruz. Ancak, Ekim ayında yaklaşık 4 yıla yakın süredir görülen en düşük seviyelere gerileyen 12 aylık kümülatif cari işlemler açığının Kasım ayında tekrar artış gösterdi. Bununla birlikte, geçtiğimiz 6 aydan bu yana pozitif değer olarak fazla verdiği görülen yıllıklandırılmış enerji ve altın hariç cari işlemler dengesinin Kasım ayında hafif bir gelişme göstermesine rağmen fazla vermeye devam ettiği görülüyor. 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

### Altın İthalatı (milyon \$)

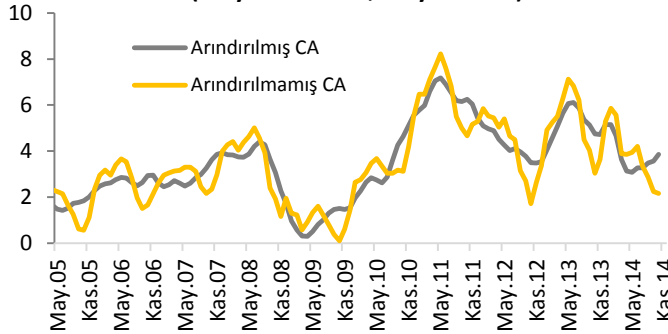


### İlk 11 Aylık Toplamlar İtibarıyla Altın İthalatı (milyar \$)



Kasım ayı gerçekleştirmeleri itibarıyla parasal olmayan net altın verilerine bakıldığında, altın ihracatında hemen hemen bir değişiklik olmazken altın ithalatının 1.6 milyar dolarlık sert bir artışın yaşayarak 2013 yılının Haziran ayından bu yana görülen en yüksek seviyeye ilerlediği izleniyor. Altın ithalatında yaşanan aylık bazdaki artışa rağmen altın ithalatında 2014 yılının ilk 11 aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %68.1 oranında azalış kaydedildiği görülüyor. Veriler ışığında, 2014 yılı Ocak-Kasım döneminde altın ithalatındaki azalışın 2014 yılı cari işlemler açığı üzerindeki pozitif katkısının sürdüğüne işaret ettiğini düşünüyoruz. Ancak altın ithalatında önümüzdeki dönemde Kasım ayındaki gibi sert artışların yaşanması, önümüzdeki dönemde cari işlemler açığını yeniden baskılayabilecektir.

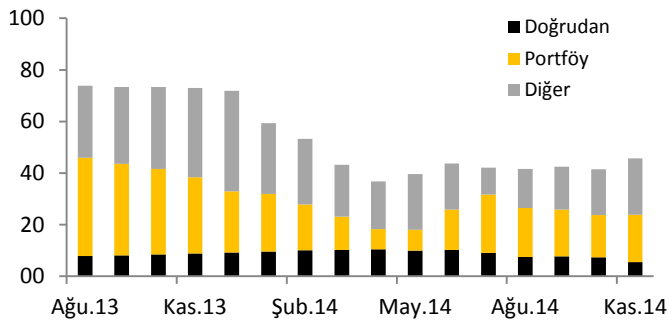
### Mevsimsellikten Arındırılmış Cari İşlemler Açığı (3 Aylık Har.Ort., milyar dolar)



Temmuz ayı itibarıyla hızlı bir toparlanma seyri izlemeye başlayan cari işlemler açığının söz konusu toparlanmayı Kasım ayında yaşanan artış nedeniyle sürdürmediği görülüyor. 2014 yılı Haziran ayında yönünü yukarıya çeviren mevsimsellikten arındırılmış 3 aylık ortalama cari işlemler açığının ise, Kasım ayında da yukarı yönlü seyrini sürdürdüğü izleniyor. Bu bağlamda, 3 aylık hareketli ortalamalarla cari işlemler açığı Kasım ayında 3.3 milyar dolar iken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle ise 4.3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. 2015

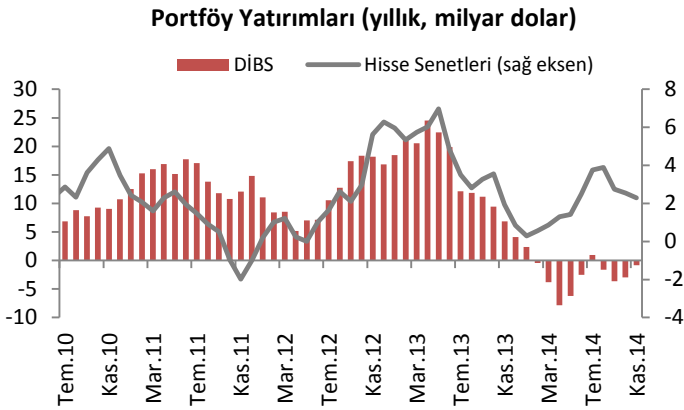
yılında artması beklenen yurtiçi taleple birlikte cari işlemler açığındaki toparlanmanın yerini artışa bırakmasını bekliyoruz. Ancak, petrol fiyatlarında Haziran ayında başlayan düşüşün etkisini cari açık üzerinde gecikmeli görmeyi beklememiz sebebiyle yurtiçi talebin yaratabileceği artış baskısını bir miktar sınırlandıracağını düşünüyoruz.

### Finansman Hesabı (yıllık, milyar dolar)



Finansman hesabı gelişimine baktığımızda, Kasım ayında bir önceki aya göre bir miktar daha fazla sermaye girişi yaşandığı dikkat çekiyor. Ekim ayında toplam finans hesabında 3.9 milyar dolarlık döviz girişi yaşanırken, Kasım ayında bu rakamın 9.1 milyar dolara yükseldiği görülüyor. Kasım ayında portföy yatırımları kanalı ile 3.2 milyar dolar, diğer yatırımlar kanalı ile 7.7 milyar dolarlık net döviz girişi yaşanırken; doğrudan yatırımlar kanalı ile 1 milyar dolarlık net döviz çıkışı yaşandı. Yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yaptıkları yatırımlardaki artışın

yaşanmasının doğrudan yatırımlardaki net döviz çıkışının sebebi olduğunu söyleyebiliriz. Doğrudan net yatırımlarda geçen yılın aynı dönemine göre yıllık toplamda 8.8 milyar dolarlık döviz girişi yaşanırken, 2014 yılının Kasım ayında bu tutarın 5.5 milyar dolara gerilemesinin yanısıra portföy yatırımlarının geçen seneye göre sınırlı da olsa devam ediyor olması, Türkiye'nin finansmanında kısa vadeli borçlanmaya yönelmesi olumsuz görünüyor. Yıllıklandırılmış veriler bazında net döviz girişlerine baktığımızda; doğrudan yatırımlar kanalı ile 5.5 milyar dolar, portföy yatırımları ile 18.4 milyar dolar, diğer yatırımlar kanalı ile de 21.8 milyar dolarlık döviz girişi yaşandığını görüyoruz. Kasım ayında diğer yatırımlar kaleminde, yıllık olarak toplamda Mayıs ayından bu yana görülen en yüksek döviz girişinin yaşandığı dikkat çekiyor.



Kaynak: TCMB

Finansman hesabında önemli bir yeri olan portföy yatırımlarının alt kalemlerini yakından incelemek gerekirse, Kasım ayında yıllık bazda hisse senetleri piyasasında 2.3 milyar dolarlık net alım, borç senetleri piyasasında 817 milyon dolarlık net satım gerçekleştirildiğini söyleyebiliriz. Aylık bazda ise, yurtdışında yerleşik kişiler hisse senedi piyasasında 524 milyon dolarlık, borç senetleri piyasasından 2.2 milyar dolarlık net alım gerçekleştirdi. Yurtdışı yerleşiklerin DİBS piyasasından ise 945 milyon dolarlık net alım yaptığı görülüyor. Tahvil bono piyasasında Kasım ayında yaşanan döviz girişlerinde, petrol fiyatlarında görülen hızlı düşüşün ve TCMB'nin faiz indirimine gidebileceği yönünde beklentilerin yabancı yatırımcıların borç senetleri piyasasında alım yapmasında etkili olduğunu söyleyebiliriz. Nitekim tahvil bono piyasasında işlem gören gösterge faizin Kasım ayında %8 seviyelerinin altına uzun bir aradan sonra inerek %7.60'lara kadar gerileme göstermesi bu ifademizi teyit edici bir unsur olarak karşımıza çıkıyor. Diğer yandan uluslararası sermaye piyasalarında Kasım ayında 1 milyar dolarlık tahvil ihracıyla birlikte Ocak-Kasım döneminde yurtdışı piyasalardan toplam 4.2 milyar dolarlık net kullanım gerçekleştirildiğini söyleyebiliriz. Yurtdışında gerçekleştirilen tahvil ihracı yoluyla Kasım ayında bankalar 223 milyon dolarlık net geri ödeme, diğer sektörler ise 510 milyon dolar tutarında net borçlanma gerçekleştirdi.

Diğer yatırımlar altında izlenen efektif ve mevduatlarda Kasım ayında net 2.6 milyar dolarlık azalış yaşandı. Krediler tarafında ise, bankacılık sektörü Kasım ayında uzun vadeli kredilerde 133 milyon dolar, kısa vadeli kredilerde ise 1.8 milyar dolar tutarında net kullanım gerçekleştirdi. Böylelikle bankacılık sektörünün kredi net yükümlülük oluşumu Ekim ayındaki 1.7 milyar dolar seviyesinden Kasım ayında 3.4 milyar dolara yükselmiş oldu. Diğer sektörler ise Kasım ayında 1.6 milyar dolarlık, on bir aylık toplamda da 5.2 milyar dolarlık net kredi kullanımı gerçekleştirdi.

YP Mevduat/Katılım Fonu Dışı Yükümlülükler	Mevcut Oran (%)	Yeni Oran (%)
1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli	13	18
2 yıla kadar (2 yıl dâhil) vadeli	11	13
3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli	11	8
5 yıla kadar (5 yıl dâhil) vadeli	6	7
5 yıldan uzun vadeli	6	6
Kaynak: TCMB		

Bankacılık sektörünün borçlanma yapısına bakıldığında Kasım ayında da kısa vadeli kredi kullanımının uzun vadeli kredi kullanımına göre daha fazla olduğu dikkat çekiyor. Ancak, TCMB'nin Ocak ayı başında kısa vadeli YP yükümlülüklerde zorunlu karşılık oranlarında artışa gitti. Böylece, yabancı para cinsi zorunlu karşılık (ZK) oranlarında çekirdek dışı yükümlülüklerde vadelerin uzamasını teşvik edici yönde bir düzenleme yapılmış oldu. YP

cinsi zorunlu karşılık oranlarındaki söz konusu artışın, Merkez Bankası'nın döviz rezervlerine yaklaşık 3.2 milyar dolarlık katkıda bulunması bekleniyor. Diğer yandan ise, TCMB'nin yaptığı bu düzenleme ile piyasadaki yaklaşık

800 milyon dolar civarında likiditeyi çekebileceği beklenirken, TCMB'nin bu uygulaması ile aynı zamanda kısa vadeli borçlanmanın cazibesini azaltmayı amaçladığı düşünülüyor.

TCMB'nin kullanıma hazır olan dış varlık gelişiminin takip edildiği rezerv varlıklarda Kasım ayında 803 milyon dolarlık döviz artışı yaşandı. Böylece, Ocak-Kasım döneminde toplamda 5.2 milyar dolarlık rezerv varlık artışı gerçekleşmiş oldu. Net hata noksan kaleminde Ekim ayında yaşanan 1.9 milyar dolarlık döviz çıkışı ise Kasım ayında hız kazanarak 3.5 milyar dolara yükselmiş oldu. Türkiye'de tarihsel olarak döviz kurunun ve faiz oranlarının yükseldiği dönemlerde sermaye çıkışı yaşanırken, net hata noksan kalemindeki döviz girişinin yükseldiği dikkat çekiyor.

Sonuç olarak, Kasım ayı cari işlemler açığı 5.6 milyar dolar ile 5.3 milyar dolar olan beklentimizin bir miktar üzerinde açıklandı (piyasa beklentisi: 5.4 milyar dolar). Kasım ayında altın ithalatında 2008 yılından bu yana görülen en yüksek artışın yaşanması, cari işlemler açığının Ocak ayından bu yana ilk kez artış göstermesinde ana etken oldu. Altın ithalatının dönemsel olarak dış ticaret açığı üzerindeki etkisinin değişim gösterdiği düşünüldüğünde, 2014 yılında baz etkisiyle düşüş yaşamasının ardından önümüzdeki dönemde yeniden artış göstermesi olası görünüyor. Bununla birlikte kuyumculuk sektörüne getirilen taksitlendirme imkanının da altın ithalatı üzerinde etkisi olabilecektir. Diğer yandan, net hizmet gelirlerindeki yıllık bazdaki gerileme Kasım ayı cari işlemler açığındaki artışta etkili olan bir diğer unsur olarak karşımıza çıkıyor. Başta Rusya olmak üzere bölge ülke ekonomilerinde yaşanan sıkıntılar sebebiyle net hizmet gelirler hesabındaki döviz giriş-çıkışları önümüzdeki dönemlerde yakından takip edilmeli. Kasım ayında cari işlemler açığının yıllık bazda Ocak ayından bu yana ilk kez artış göstermesine karşın, Ocak-Kasım dönemini kapsayan on bir aylık veriler bazında ise cari işlemler açığının geçen seneye göre 17.9 milyar dolarlık bir iyileşme gösterdiği dikkat çekiyor. Ödemeler dengesi bilançosunun finansman hesabı gelişimine bakıldığında ise, Ekim ayında toplam finans hesabında 3.9 milyar dolarlık döviz girişi yaşandığı görülürken, Kasım ayında bu rakamın 9.1 milyar dolara yükseldiğini söyleyebiliriz. Bu artışta portföy yatırımları kanalı ile, özellikle de bankacılık sektörünün gelişimini incelediğimiz diğer yatırımlar kaleminde yaşanan döviz girişindeki artışlar dikkat çekici oldu. Bankacılık sektörünün uzun vadeli borç çevirme oranı ise Ocak-Kasım döneminde %174, diğer sektörlerin %119 gerçekleşti. Ekim ayındaki raporumuzda da değindiğimiz gibi sektörün uzun vadeli borç çevirme oranlarında görülen bu tablo 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.

Hali hazırda 47.1 milyar dolar olan yıllık cari işlemler açığının 2014 yılını 44 milyar dolar seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz. Ancak, yaşanan son gelişmeler bu beklentimiz üzerinde yukarı yönlü risklerin olduğunu gösteriyor. Petrol fiyatlarında görülen gerilemenin cari işlemler açığına pozitif katkıda bulunması beklenen 2015 yılında, halihazırda görülen altın ithalatındaki artışın devam edebilecek olması, İran ve Rusya ile yapılan ticaretimizde bir gerileme ve yine Rusya kaynaklı turizm gelirlerinde düşüş yaşanabilecek olması petrol fiyatlarındaki pozitif katkıyı bir miktar sınırlandırabilir. Bunun yanı sıra, dünya ticaretinin daraldığı bir ortamda, TL'nin Euro karşısında geçen seneye göre enflasyon farklarını dâhil ettiğimizde reel olarak yaklaşık %12 oranında değer kazandığı ve dış ticaretimizin %50'sinin Euro Bölgesi ile yapıldığı göz önüne alındığında dış ticaretin büyümeye yaptığı pozitif katkının 2014 yılına göre nispeten daha düşük kalma ihtimalinin bulunduğunu düşünüyoruz. Tüm bu koşullar göz önüne alındığında, Türkiye ekonomisinin OVP'de yer alan %4'lük büyüme hedefini sadece dış taleple yakalaması zor görünüyor. Toplam ihracatın %60'tan fazlasını oluşturan Euro Bölgesi ve Rusya'nın yaşadığı sıkıntıların yanı sıra petrol fiyatlarındaki sert düşüş göz önüne alındığında OVP büyüme hedefinin yakalanabilmesi için iç talebin canlanmasına izin verilebilir. TCMB'nin beklenen faiz indirimine gitmesinin de katkısı ile birlikte yurtiçi talebin yeniden canlanmasının, petrol fiyatlarındaki gerilemenin enerji faturası üzerindeki olası pozitif katkısını bir miktar sınırlandırabileceğini düşünüyoruz. Böyle bir ortamda ise cari işlemler açığının 2015 yılını 41 milyar dolar seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz.

**Haftalık Veri Takvimi (19-23 Ocak 2015)**

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
19.01.2015	Euro Bölgesi	Cari İşlemler Dengesi (Kasım)	30.6 milyar Euro	--
	Japonya	Sanayi Üretimi (Kasım, y-y)	-%3.8	--
		Kapasite Kullanım Oranı (Kasım, a-a)	%0.7	--
		Tüketici Güven Endeksi (Aralık)	37.7	38.5
20.01.2015	Türkiye	TCMB Toplantısı ve Faiz Kararı (Ocak)	%8.25	%8.00
	Almanya	ÜFE (Aralık, y-y)	-%0.9	-%1.4
	İtalya	Dış Ticaret Dengesi (Kasım)	1,373 Milyon Euro	--
		Merkezi Yönetim Borç Stoku (Aralık 2014)	602.2 milyar TL	--
21.01.2015	ABD	Yeni Başlayan Konut Satışları (Aralık, a-a)	-%1.6	%1.2
		İnşaat İzinleri (Aralık, a-a)	-%5.2	%0.8
	İngiltere	İşsizlik Oranı (Kasım)	%6.0	%5.9
	Japonya	Öncü Göstergeler Endeksi (Kasım)	103.8	--
		BOJ Toplantısı (Ocak)	--	--
22.01.2015	Türkiye	Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	67.7	--
	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	316 Bin Kişi	300 Bin Kişi
	Euro Bölgesi	ECB Toplantısı (Ocak)	--	--
		Tüketici Güven Edenski (Ocak)	-10.9	-10.5
	İtalya	Perakende Satışlar (Kasım, a-a)	%0.0	%0.1
23.01.2015	ABD	İkinci El Konut Satışları (Aralık, a-a)	-%6.1	%3.0
		Öncü Göstergeler Endeksi (Aralık)	%0.6	%0.4
		PMI İmalat Endeksi (Ocak, Öncül)	53.9	54.0
		Chicage Fed Ulusal Aktivite Endeksi	0.73	0.60
		Perakende Satışlar (Aralık, a-a)	%1.6	-%0.6