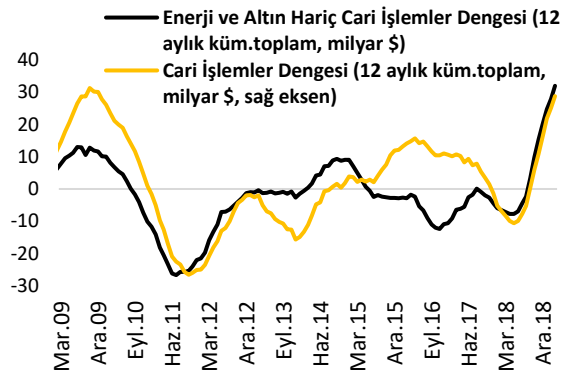


Cari işlemler açığındaki daralma devam ediyor.

Ekonomik aktivitede devam eden daralma cari işlemler açığının toparlanmasına Mart ayında da destek verdi. Dış ticaret açığındaki aylık yükselişe karşın, hizmet gelirlerinin olumlu katkısıyla cari işlemler açığı hem aylık hem de yıllık bazda geriledi. Cari işlemler açığının finansmanında yurtdışına yapılan Eurobond ihraçları ve TCMB rezervleri önemli rol oynadı. Bu haftaki raporumuzda Mart ayına ilişkin TCMB tarafından yayınlanan ödemeler dengesi bilançosundaki ana ve alt kalemlerdeki değişimler ele alındı.

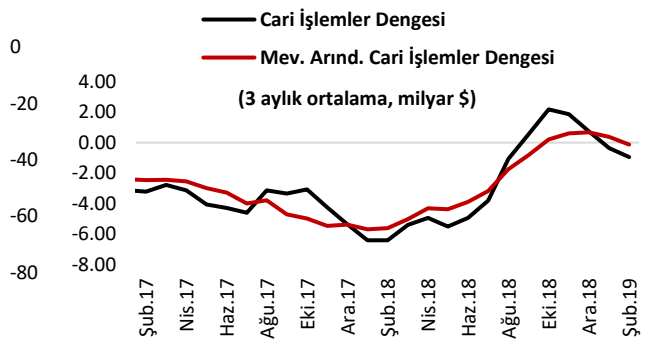
12 aylık kümülatif cari işlemler açığı 2010 Şubat'tan bu yana en düşük seviyeye geriledi.

Grafik-1



Kaynak: TCMB

Grafik-2



Kaynak: TCMB, VakıfBank

Cari işlemler dengesi Mart ayında geçen yıla göre %87.5 geriledi ve 589 milyon dolar açık vererek beklentilerin oldukça altında gerçekleşti (VakıfBank beklentisi: 1.2 milyar dolar, piyasa beklentisi: 967 milyon \$). Cari dengenin piyasa beklentimizin altında gerçekleşmesinde cari dengeyi pozitif yönlü etkileyen net hizmet gelirlerinde geçen seneden daha fazla artış olması etkili oldu. Özellikle turizm gelirlerinden sonra hizmet gelirlerinde yer alan bir diğer önemli alt kalem, taşımacılık gelirlerinde yaşanan beklentini üzerindeki artış cari dengeye olumlu katkıda bulundu. "Çekirdek cari denge" olarak da tanımlanan altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı 10 aydır fazla vermeye devam etti ve Mart'ta 3.5 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Cari dengedeki gidişatı daha iyi görebilmek için mevsimsellikten arındırılmış aylık verilerin yorumlanmasının daha sağlıklı olacağı düşüncesindeyiz. Buna göre Şubat'ta 756 milyon dolar açık veren cari denge verisinin, Mart'ta açıklanan PMI, güven endeksi gibi öncül verilerdeki olumlu gidişatla birlikte Mart'ta en az Şubat'taki kadar olacağı düşüncesindeyiz. Özellikle Mart ayı sanayi üretimine temel oluşturan ara malı ithalatı kaleminde bir önceki aya göre %16'lık sert artış yaşanmış olması bu beklentimize temel oluşturan önemli indikatörlerinden biri olmuştu. Ancak, mevsimsellikten arındırılmış cari açığın Mart'ta en az 750 milyon dolar artacağı beklentimizin aksine açıklanan rakamın cari fazla veriyor olması beklentimizdeki sapmanın en önemli faktörü oldu.

Ocak-Mart dönemi olan ilk çeyrek verilerine bakıldığında geçen sene 16.2 milyar dolar olan cari açığın bu yıl 1.9 milyar dolara gerilediği ve bu gerilemede dış ticaret açığında yaşanan %82'lik daralmanın belirleyici olduğu dikkat çekiyor.

12 aylık toplamda ise 2018 Mart'ta 55.2 milyar dolar olan cari açık %76.7 daralma ile 12.8 milyar dolara geriledi. Yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi yıllık çekirdek denge ile cari dengenin birbirine yakınsaması 2018 3.çeyreğinden bu yana ekonomik aktivitede yaşanan daralmayı gösteriyor.

Tablo-1

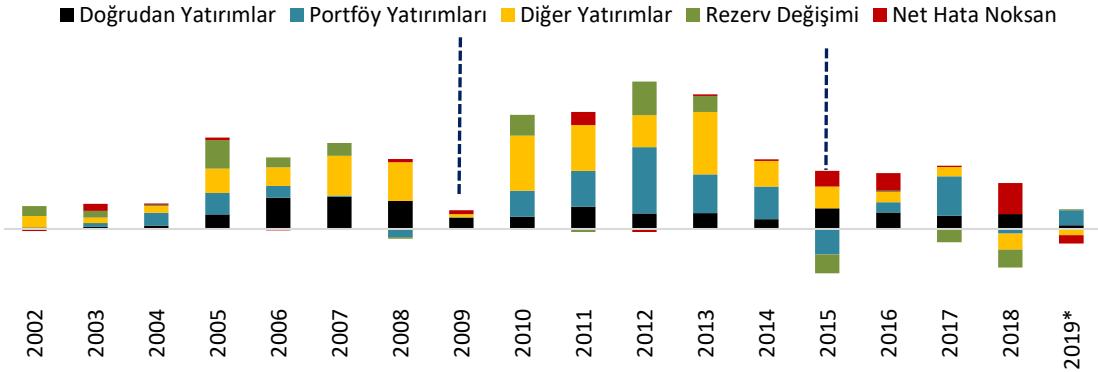
ÖDEMELER DENGESİ BİLANÇOSU (Milyon Dolar)							
	2018 Mart	2019 Mart	2018 Ocak- Mart	2019 Ocak- Mart	% Değişim	12 Aylık Kümülatif (2018 Mart)	12 Aylık Kümülatif (2019 Mart)
I-CARİ İŞLEMLER DENGESİ	-4734	-589	-16230	-1944	-88.02	-55198	-12829
A-Dış Ticaret Dengesi	-4641	-916	-17227	-3071	-82.17	-67681	-27713
B-Hizmetler Dengesi	1185	1298	3116	3184	2.18	21319	25677
B1-Turizm	988	1043	2651	2845	7.32	18293	20819
B2-Taşımacılık	514	503	1224	1378	12.58	5920	8409
C-Birincil Gelir Dengesi	-1282	-1170	-2331	-2293	-1.63	-11201	-11682
D-İkincil Gelir Dengesi	4	199	212	236	11.32	2365	889
II-SERMAYE HESABI	-3	-1	29	26	-10.34	56	55
III-FİNANS HESABI	-1953	-4893	-12410	-6937	-44.1	-46962	-4379
A-Doğrudan Yatırımlar	-1085	-965	-1207	-2277	88.65	-7900	-10446
B-Portföy Yatırımları	2190	-1353	-2520	-9249	267.02	-22561	-3837
C-Diğer Yatırımlar	1778	3153	-7974	3954	--	-11581	18937
D-Rezerv Varlıklar	-4836	-5728	-709	635	--	-4920	-9033
IV-NET HATA NOKSAN	2784	-4303	3791	-5019	--	8180	8395

Ocak-Mart döneminde ön plana çıkan gelişmeler:

- Dış ticaret açığının geçen yıla göre %82 daralma yaşaması Türkiye ekonomisi için aktivitede yavaşlama olarak yorumlanırken, cari açıktaki daralmanın belirleyici kalemi olarak yorumlanıyor.
- Finansman hesabında geçen seneye göre 5.4 milyar dolarlık daha az sermaye girişi oldu. Alt kalemlere bakıldığında doğrudan ve portföy yatırımlarında sermaye girişinin arttığı, diğer yatırımlarda geçen sene yaşanan sermaye girişinin yerini sermaye çıkışına bıraktığı dikkat çekiyor.
- Rezerv varlıklarda ise ilk iki ayda 6.4 milyar dolarlık rezerv artışının ardından Mart'ta yaşanan 5.7 milyar dolarlık azalış 3 aylık toplamda geçen yılın aksine sınırlı da olsa rezerv artışı yaşanmasına sebep oldu.

Cari işlemler açığında finansman kompozisyonu değişiyor.

Grafik-3

Finansman Hesabı (milyar \$)

Kaynak: TCMB

*Ocak-Mart Toplam

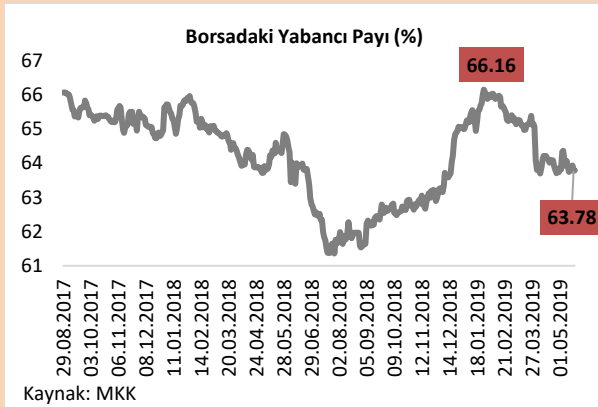
Cari işlemler açığının finansmanı bir ülke ekonomisinin önemli dinamiklerinin başında gelmektedir. Özellikle genel yapısı cari açık verme eğiliminde olan gelişmekte olan ülkelere ekonomilerinde cari açıktaki daralma yaşanıyor olmasından ziyade finansman kalitesinin nasıl olduğu uzun vadeli görünüm için daha fazla önem arz etmektedir. Türkiye'nin finansman kompozisyonuna tarihsel olarak bakmanın yararlı olabileceğini düşünüyoruz (Grafik-3). Yukarıdaki grafikten de görüleceği gibi, 2009 yılı öncesinde uzun vadeli yatırım olarak da bilinen doğrudan yatırımlar ve bankacılık sektörünün kredi ve mevduat hareketlerinin izlendiği diğer yatırımların cari açığın finansmanında önemli rol oynamış. 2008 finansal krizinden sonra başta ABD Merkez Bankası olmak üzere gelişmiş merkez bankalarının uygulamaya koydukları genişlemeci para politikaları sayesinde oluşan bol likidite ortamında

gelişmekte olan ülkeleri bol sermaye akımları ile karşılaştı. Söz konusu ortamdan olumlu etkilenen ülkelerden biri olan Türkiye’de de 2009-2015 yılları arasından görüleceği üzere portföy yatırımlarında geçmiş yıllara görece ciddi artış yaşanması sonucu, cari açığın finansman kompozisyonunun doğrudan yatırımlardan portföy yatırımlarına kayması kaçınılmaz olmuştur. Mayıs 2013 yılı itibarıyla ise gelişmiş ülke merkez bankalarının genişlemeci para politikalarını bırakmalarıyla birlikte gelişmekte olan ülke piyasalarından sermaye çıkışları yaşandı. Bu durumun özellikle 2015 yılından sonra portföy yatırımlarındaki yavaşlama kanalıyla olduğu görülüyor. Ancak söz konusu sermaye çıkışlarının kısa bir süreliğine 2017 yılı için pozitif döndüğünü görmekteyiz. Sıcak para olarak da tanımlanan portföy yatırımlarındaki belirgin çıkış ise 2018’de tekrar yaşanırken, aynı yıl net hata noksan kanalıyla giriş yapan döviz hareketleri sebebiyle finansman kompozisyonunda belirgin bir değişim yaşandı. Buna göre 2018 yılındaki en dikkat çekici gelişme geçmiş yıllarda doğrudan, portföy ve diğer yatırımlar kanalıyla finanse edilen cari açığın ağırlıklı olarak net hata noksan ve rezervlerle fonlanması oldu.

2019 yılına gelince, Ocak-Mart dönemini kapsayan ilk çeyrek rakamları bize finansmanda portföy yatırımlarının ön plana çıktığını söylüyor. Portföy yatırımlarında yaşanan belirgin sermaye girişinde ise, Hazine’nin gerçekleştirdiği Eurobond ihracının yanı sıra Mart ayında bankacılık sektörünün yurtdışı tahvil piyasasına yaptığı ihraçlar belirleyici oldu. Yılbaşından bu yana cari dengede yaşanan gelişmeler için büyük resmi ortaya koymak gerekirse, ekonomide oluşan ani yavaşlama sonrası cari açıktaki bir daralma yaşandı. İthalatta yaşanan sert düşüşle birlikte hizmet gelirlerindeki toparlanma söz konusu daralmanın temel sebeplerini oluşturuyor. Geçmiş yıllara görece küresel dinamiklerin değişmesi ve giderek global ticaret savaşlarının ön plana çıkması, öte yandan en büyük ihracat pazarımız olan Avrupa Birliği ekonomisinde büyümenin ivme kaybetmesi ve beklenen toparlanmanın gecikmesi dış ticaret açığının daralmasına sebep oluyor. Söz konusu koşullarla birlikte her ne kadar cari dengede yaşanan toparlanma olumlu gibi gözükse de biz, daralan cari açıktan ziyade ödemeler bilançosunun finansman tarafının yorumlanmasının daha önemli bir konu olduğu düşüncesindeyiz. Bu konunun önemini gösterecek en önemli örneğin Ağustos 2015 ve 2016 yılı başında yaşadığı gelişmelerle dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olan Çin olduğunu düşününüz.

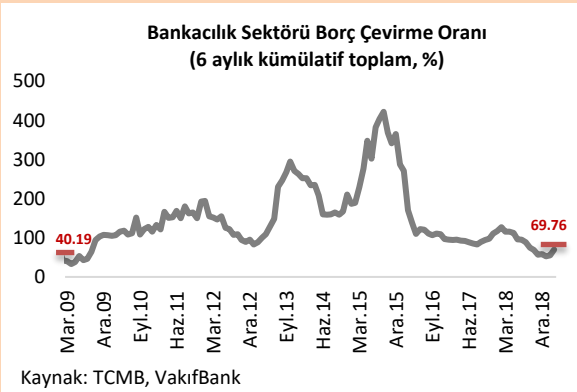
Çin ödemeler dengesi bilançosunda geçmiş dönemlerde yüksek cari fazla veren bir ülke olmasına karşın, 2015’te gayrimenkul sektöründe yaşanan gerileme, şirket karlarının düşmesi ve gerileyen ihracatla birlikte oluşan büyüme endişelerinin yanı sıra Fed’in faiz artırımına başlayacağı beklentisi Çin yuanında baskı yarattı. Yuanın baskılanmasıyla Çin hükümeti tek seferde yuanın referans değerini %1.9 düşürdü ve böylece yuan dolar karşısında son 3 yılın en düşük seviyesine geriledi. Aynı gün USD/Yuan 6.2094’ten 6.3232’e yükseldi. Çin’de yaşanan son 20 yılın en büyük devalüasyonunun piyasalarda yarattığı panik ortamı yabancıların sermaye piyasasından çıkışını hızlandırdı. Fed’in Aralık’ta faiz artıracığı beklentileri ise endişeyi daha da derinleştirdi. Oluşan bu ortam Çin’de yaklaşık 1 trilyon’luk sermaye kaybına yol açtı. Çin otoritesi tarafından sermaye çıkışlarını önleyici önlemler alınması ve Fed’in Mart ayında faiz artırımına ara vermesiyle birlikte Çin ekonomisine ilişkin yeniden oluşturulan güven ortamı sayesinde sermaye çıkışları durmuştur. Çin örneğinde olduğu gibi halihazırda ödemeler dengesinin sadece aktifleri yani cari denge kısmındaki gelişmeler konuşuluyor olsa da bilançonun pasiflerini oluşturan finansman hesabındaki gelişmelerin daha yakından takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Türkiye’nin GSYH’nin %9 u kadar cari açık verdiği dönemde (2011), yüksek cari açığa karşın olumlu finansal koşullarda gerek doğrudan yatırımlar olsun gerekse portföy ve diğer yatırımlar kanalıyla rahatlıkla finansman sağlamış, hatta cari açığın üzerinde elde ettiği finansman sayesinde TL’de değerlenme yaşanmıştır. Şu anda özellikle ithalattaki sert düşüşle birlikte ekonomide yaşanan ani yavaşlama ile cari açıktaki bir daralma görülse de, finansman kompozisyonunda geçmişe göre önemli bir farklılaşma yaşanmaktadır. Özellikle finansmanın net hata noksan gibi daha kısa vadeli fonlama kaynağı ile sağlanıyor olması ödemeler bilançosu açısından yorumlanması gereken en önemli konuların başında gelmektedir.

Grafik-4



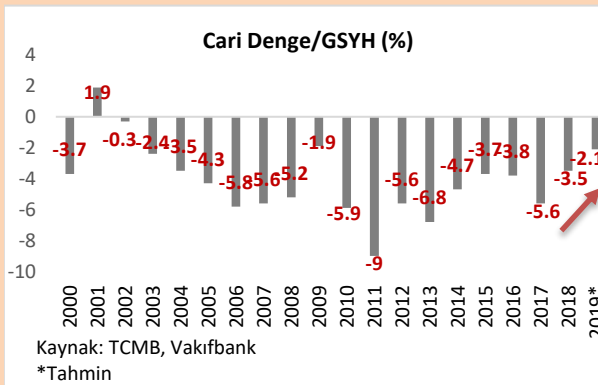
29 Ağustos 2017 tarihinde %66.2 olan borsadaki yabancı payı 20 Nisan 2019 itibarıyla %63.8'e geriledi. Halihazırda her ne kadar dip seviyelerin görüldüğü Ağustos 2018'den yüksek olsa da, Grafik 4'ten de görüldüğü gibi yaklaşık son 2 yıldır söz konusu bu payda yüksek volatilité yaşanmıştır. Borsada yaşanan satış baskısına karşın yabancılar hala en yüksek paya sahiptir. Bunun dışında TCMB verilerine göre yabancı yatırımcının DİBS payı 10 Mayıs haftasına göre %10.7'ye geriledi. 1 Şubat 2019'da %15.3 olan bu oran 2013 sonundaki %26 seviyelerinde olduğu düşünüldüğünde son 6 yıldır yabancıların sabit getirili menkul kıymet yatırımlarını ciddi şekilde azalttığı söylenebilir.

Grafik-5



Diğer yatırımlardaki önemli bir kalem olan bankacılık sektörünün on bir aydır net kredi ödeyicisi konumunu bu ay da devam ettirdiği, bir başka ifadeyle sektörün hem kısa vadede hem de uzun vadede kredi geri ödemelerinin kullanımından fazla olduğu görülüyor. Bununla birlikte Şubat'ta 6 aylık kümülatif toplama göre bankacılık sektörü borç çevirme oranı %55.1 ile 2009 Ağustos'tan bu yana en düşük seviyede gerçekleşmesinin ardından Mart'ta %69.7'ye yükseldi.

Grafik-6



Grafik 5'ten de görüldüğü gibi cari işlemler dengesinin GSYH içindeki payı 2011 yılında %9 ile tarihi yüksek seviyesini yaşamışının ardından bugüne kadar azalış göstermiştir. Yukarıda bahsettiğimiz ekonomik ve finansal koşullar sonucunda ise halihazırda 2019 yılsonu için beklentimiz olan %2.1 seviyesi 2009'dan sonraki en düşük seviye olarak görülmektedir.

Sonuç olarak, 2019 yılı cari açığın 2018 ve daha önceki dönemlerden daha düşük olacağı net olarak görülmektedir. Son dönemde piyasada her ne kadar yılsonunda cari fazla verilebileceği beklentisi oluşmuş olsa da Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak tahminimiz olan 16 milyar dolar yıllık cari açık beklentimizi korumaktayız. Bu beklentimize temel oluşturan argümanların başında ise büyümeye ilişkin öngörümüz gelmektedir. Piyasada var olan negatif büyüme beklentilerine karşın bu yıl büyümenin (Vakıfbank beklentisi: %2.3) geçmiş yılların altında ancak pozitif kapatacağını düşünüyoruz. Söz konusu pozitif büyüme ortamında ekonomik aktivitenin tekrar canlanması sonrası yeniden artış gösterecek olan ithalat kanalıyla geçen yıldan daha düşük olsa bile cari açık oluşacağı fikrindeyiz. Ekonomik koşulların beklentimiz doğrultusunda gerçekleşmesi halinde cari açığın GSYH içindeki payının 2018 yılındaki %3.5 seviyesinden %2.1'e gerilemesini bekliyoruz. Ancak son dönemde yaşanan kur ve faizlerdeki yukarı yönlü hareketin yarattığı finansal sıkışmanın önümüzdeki aylarda nasıl bir seyir izleyeceği önemli olacaktır.

Haftalık Veri Takvimi (20-24 Mayıs 2019)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
20.05.2019	Türkiye	Merkezi Yönetim Borç Stoku (Nisan)	1162.4 milyar TL	--
	ABD	Chicago Fed Aktivite Endeksi (Nisan)	-0.15	-0.2
	Euro Bölgesi	Cari İşlemler Dengesi (Mart)	26.8 milyar €	--
	Almanya	ÜFE (Nisan, y-y)	%2.4	%2.4
	Japonya	Sanayi Üretim Endeksi (Mart, y-y)	-%4.6	-%4.3
21.05.2019	Türkiye	Tüketici Güven Endeksi (Mayıs)	63.5	--
	ABD	İkinci El Konut Satışları (Nisan, a-a)	-%4.9	%2.7
	Euro Bölgesi	Tüketici Güven Endeksi (Mayıs, öncül)	-7.9	-7.7
	Japonya	Dış Ticaret Dengesi (Nisan)	528.5 milyar yen	229.5 milyar yen
22.05.2019	ABD	Fed Toplantı Tutanaqları (Mayıs)	--	--
	İngiltere	TÜFE (Nisan, y-y)	%1.9	%2.2
23.05.2019	Türkiye	Reel Kesim Güven Endeksi (Mayıs)	105.5	--
		İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (Mayıs)	%75	--
	ABD	İmalat PMI (Mayıs, öncül)	52.6	52.7
		Hizmet PMI (Mayıs, öncül)	53	53.5
		Yeni Konut Satışları (Nisan, a-a)	%4.5	-%2.5
		Haftalık İşsizlik Başvuruları (Mayıs)	212 bin kişi	215 bin kişi
	Euro Bölgesi	İmalat PMI (Mayıs, öncül)	47.9	48.1
		Hizmet PMI (Mayıs, öncül)	52.8	53.0
	Almanya	GSYH (1. çeyrek, y-y)	%0.6	%0.6
		İmalat PMI (Mayıs, öncül)	44.4	44.8
		Hizmet PMI (Mayıs, öncül)	55.7	55.4
		IFO İş Dünyası Güven Endeksi (Mayıs)	99.2	99.1
	Fransa	İmalat PMI (Mayıs, öncül)	50	50
		Hizmet PMI (Mayıs, öncül)	50.5	50.8
	Japonya	TÜFE (Nisan, y-y)	%0.5	%0.9
		Nikkei İmalat PMI (Mayıs, öncül)	50.2	--
24.05.2019	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Nisan, öncül, a-a)	%2.6	-%2.0
	İngiltere	Perakende Satışlar (Nisan, y-y)	%6.2	%4.3