

İÇİNDEKİLER

Ekonomide yeni odak: Bütçe-büyüme-cari açık sarmalı

2011 yılının Ocak-Ağustos döneminde 2.1 milyar TL fazla veren merkezi yönetim bütçesi, 2012 yılının aynı döneminde 8.5 milyar TL açık vermiştir. Yılın ilk sekiz ayında gerçekleşen bütçe açığı, yılsonu hedeflerinin yakalanamayabileceği riskini ortaya çıkarmış olsa da, Türkiye'nin bütçe performansı ile gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler arasında avantajlı konumda olduğu görülmektedir. Bu raporumuzda, merkezi yönetim bütçesi Ağustos ayı gerçekleştirmeleri ayrıntılı olarak incelendikten sonra, bütçe dengesindeki bozulmayı telafi etmek için getirilen yeni vergi düzenlemeleri ve bu düzenlemelerin enflasyona etkisi ele alınacaktır.

2012 yılı tahminlerimizi revize ediyoruz

2012 yılı üçüncü çeyrek verilerinin netleşmeye başlaması ile birlikte yılsonuna ilişkin beklentilerimizde revizyona gidiyoruz. Bu raporumuzda, Türkiye ekonomisinin temel makroekonomik göstergelerine ilişkin beklentilerimizde yaptığımız değişiklikleri ve gerekçelerini detaylı bir şekilde ele alacağız. Açıklanan öncül veriler yılın üçüncü çeyreği için yılın ilk yarısının bir miktar altında bir performansla işaret etmektedir. Ayrıca yılın son çeyreğindeki yeni fiyat düzenlemelerinin gerek büyüme gerek enflasyon açısından olası etkileri de beklentiler açısından önemli görünmektedir. Raporumuzda detaylı şekilde ele alacağımız gelişmelere göre, 2012 yılı büyüme beklentimizi mevcut ve gelecek döneme dair öncül göstergeler ışığında %3.5'ten %3.1'e revize ediyoruz. Enflasyonda ise %7.2 olan yılsonu beklentimizi korumaya devam ediyoruz. İşsizlik oranı tahminimizi ise son açıklanan olumlu rakamlar ışığında %8.7'ye çekiyoruz. Son olarak dış ticaret açığı beklentimizi 89 milyar dolara çekerken, buna bağlı olarak cari işlemler açığı beklentilerimizi 58 milyar dolara revize ediyoruz.

2012-2015 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program Açıklandı

2013-2015 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program (OVP) Ekim ayında açıklanmıştır. OVP'nin özellikle dünya ekonomisine ilişkin gelişme ve beklentilerin anlatıldığı bölümünde, teşvik uygulamalarının sona erecek olması, borç tavanının neden olacağı harcama kesintileri ile oluşacak mali sıkılaştırma ve zayıf konut piyasası nedeniyle ABD ekonomisinin 2013 yılında ılımlı bir büyüme sergileyeceği öngörülmektedir. Avrupa tarafında ise yüksek borçluluk oranlarının ve bankacılık sektörünün mevcut görünümünün bölgenin büyümesi üzerindeki yarattığı aşağı yönlü baskılar vurgulanmıştır. Küresel ekonomilerde artan aşağı yönlü risklerin devam etmesi durumunda GOÜ'lerin makro-finansal dengelerinin olumsuz etkileneceği ortaya konulmuştur. Gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları parasal genişleme uygulamaları sonucu oluşan likidite bolluğunun gelişmekte olan ülkelere fon akışını hızlandırması ile finansal istikrar üzerinde risklerin arttığı belirtilmektedir. OVP'de yükselen Asya ekonomileri hariç diğer GOÜ'lerin daraltıcı önlemler, dışsal etkenler ve artan risk algılamaları nedeniyle potansiyellerinin altında büyüme performansı sergileyecekleri varsayılmaktadır.

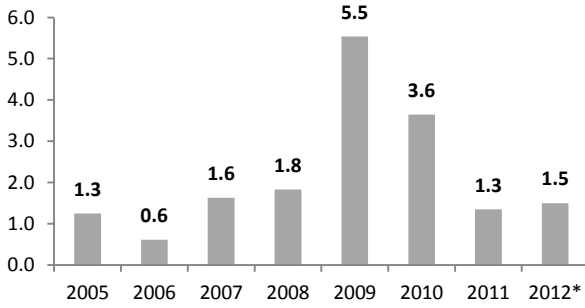
TCMB Ekim ayı toplantısında faiz koridorunu 50 baz puan daralttı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Ekim ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında beklentilere paralel olarak politika faiz oranını %5.75 seviyesinde sabit bırakmasına karşın borç verme faiz oranını 50 baz puan düşürerek faiz koridorunu daraltmıştır. Bu raporumuzda, PPK kararının gerekçeleri ile birlikte incelemesi yapılmış ve söz konusu kararın piyasa faizlerine ve getiri eğrisine yansımaları ele alınmıştır.

Ekonomide yeni odak: Bütçe-büyüme-cari açık sarmalı

2011 yılının Ocak-Ağustos döneminde 2.1 milyar TL fazla veren merkezi yönetim bütçesi, 2012 yılının aynı döneminde 8.5 milyar TL açık vermiştir. Yılın ilk sekiz ayında gerçekleşen bütçe açığı, yılsonu hedeflerinin yakalanamayabileceği riskini ortaya çıkarmış olsa da, Türkiye'nin bütçe performansı ile gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler arasında avantajlı konumda olduğu görülmektedir. Bu raporumuzda, merkezi yönetim bütçesi Ağustos ayı gerçekleştirmeleri ayrıntılı olarak incelendikten sonra, bütçe dengesindeki bozulmayı telafi etmek için getirilen yeni vergi düzenlemeleri ve bu düzenlemelerin enflasyona etkisi ele alınacaktır.

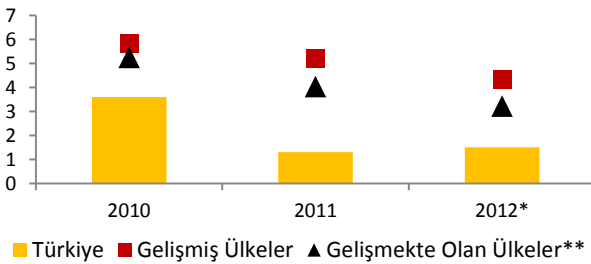
Grafik 1 Bütçe Açığı/GSYH (%)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Maliye Bakanlığı
*Hedef

%40'ına ulaşırken, giderler ve gelirler kalemlerine baktığımızda 2012 yılsonu hedefinin %60'ından fazlasının yılın ilk sekiz ayında gerçekleştiği görülmektedir. Ocak-Ağustos döneminde bütçe giderleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %16.3 oranında artarak 229 milyar TL olurken, bütçe gelirleri de yıllık bazda %10.8 artarak 220.5 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Grafik 2 Bütçe Açığı/GSYH (%)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Maliye Bakanlığı, IMF

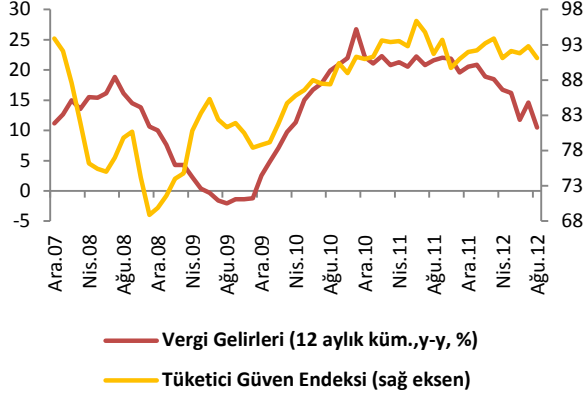
*Türkiye için hedef, diğer ülkeler için IMF tahminleridir

**Gelişmekte olan ülkeler için Brezilya, Macaristan, Hindistan, Polonya, Rusya, Güney Afrika ve Çek Cumhuriyeti ortalamaları alınmıştır.

2011 yılında gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYH) %1.3'ü düzeyinde gerçekleşen merkezi yönetim bütçe açığının OVP çerçevesinde 2012 yılında GSYH'nin %1.5'i olması hedeflenmektedir. Son bütçe rakamlarıyla birlikte yılsonu bütçe açığının hedefin üstünde gerçekleşme riski ortaya çıkmış olsa da, uluslararası bir karşılaştırma yapıldığında, Türkiye'nin bütçe açığının GSYH'ye oranının hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler ortalamasının altında kalmaya devam ettiği görülmektedir. Bozuk mali denge, özellikle gelişmiş ülkelerin hâlihazırda karşı karşıya oldukları sorunların çözümünde uygulanabilecek para politikasını da sınırlandırmaktadır. Bu açıdan, Türkiye'nin olumlu bütçe performansı ile, küresel ekonomik sorunların ülkeye yansımalarının görülmesi durumunda da avantajlı konumda bulunduğunu söylemek mümkündür.

Ekonomideki yavaşlama bütçe gelirlerini olumsuz etkiliyor.

Grafik 3

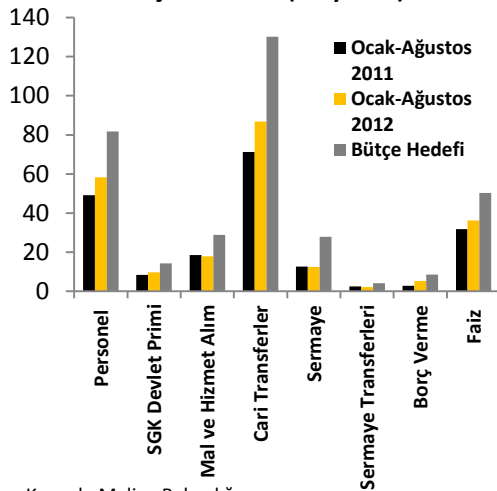


Kaynak: TCMB

2011 yılının Ağustos ayında yıllık bazda %22.9 oranında artan bütçe gelirleri 2012 yılının aynı döneminde, bir önceki aya göre bir miktar artmış olmasına karşın yıllık bazda %6.2 azalarak 30.25 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Ekonomideki yavaşlamanın etkisiyle gerileyen vergi gelirlerindeki düşüş toplam bütçe gelirlerindeki azalmada etkili olmuştur. 2012 yılında toplam bütçe gelirlerinin büyük kısmını oluşturan vergi gelirleri yıllık bazda %9.4 azalmıştır. Vergi gelirlerinin yıl başından bu yana performansına bakıldığında, geçtiğimiz yılın Ağustos ayında %27.2 oranında artan vergi gelirlerinin yılın ilk sekiz ayda sadece %1 oranında artmış olması dikkat çekmiştir. Vergi gelirleri böylece ilk sekiz aylık toplamda 277.7 milyar TL olan yılsonu hedeflemesinin %65.6'sını gerçekleştirmiştir. İç talepteki gerilemenin etkisiyle yavaşlayan ithalat beraberinde vergi gelirlerinin yaklaşık %18'ini oluşturan ithalden alınan KDV'nin de düşüşünü getirmiştir. Geçtiğimiz yılın Ağustos ayında 12 aylık toplamda yıllık %37.7'lik artış sergileyen ithalden alınan vergi gelirleri Ocak ayından bu yana gerileyerek bu yıl yalnızca %8.4'lük bir artış kaydetmiştir. İç talepteki yavaşlamanın etkisiyle katma değer vergisi gelirlerindeki düşüşlerde dikkat çekerken, daha önceden ekonomik büyümeyle desteklenen bütçe gelirlerinin artırılması için yeni yapılan vergi zamlarının özellikle KDV oranlarında etkili olduğu görülmüştür. Yılın üçüncü çeyreğinde de büyümeye ilişkin öncül göstergeler yavaşlamaya işaret ederken, bu bağlamda vergi gelirlerindeki zayıf seyrin bir süre daha devam etmesi mümkün olabilir. Öte yandan, ekonomideki yavaşlamanın etkisini kaybedebilecek olmasına karşın vergi gelirlerinin istenilen seviyelere bütçedeki bozulmaların giderilmesinde özelleştirme gelirlerini aklı getirmektedir. Yakın zamanda bu kapsamda özelleştirmenin bütçe gelirlerinin artırılmasında dikkat edilmesi gereken başka bir opsiyon olarak karşımıza çıkabilecektir.

Grafik 4

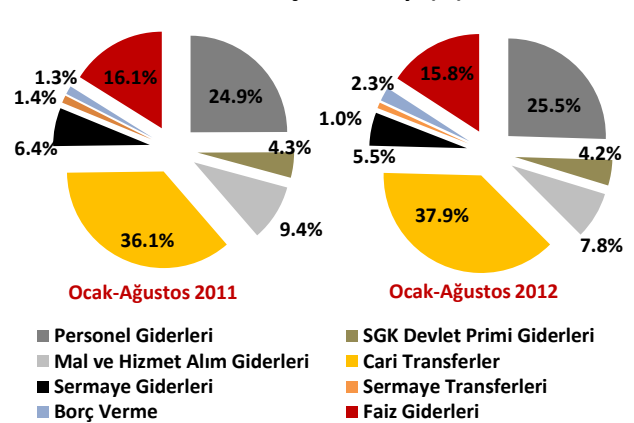
Bütçe Giderleri (Milyar TL)



Kaynak: Maliye Bakanlığı

Grafik 5

Bütçe Gider Kalemlerinin Toplam Bütçe Giderleri İçindeki Payı (%)



Kaynak: Maliye Bakanlığı

2012 yılının Ocak-Ağustos döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %16.2 artan bütçe giderleri, yılsonu hedefinin de %65.3'üne ulaşmıştır. 2012 yılının ilk sekiz aylık döneminde bütçenin performansında vergi gelirlerinin zayıf seyrinin yanı sıra bütçe giderlerinin %37.9'unu oluşturan cari transferler ve %25.5'ini oluşturan personel giderlerindeki yüksek artışlar etkili olmuştur. Memur maaş zamlarının bütçeye 4.5-5 milyar liralık ilave yük getirdiği belirlenirken, büyük şehirlerin metro yatırımlarının Ulaştırma Bakanlığı'na verilmesi gibi nedenlerle de bütçe üzerindeki yükler ağırlaşmıştır. Yılın ilk 8 ayında bütçe giderlerindeki artışa ağırlıklı olarak faiz dışı giderlerin kaynaklık ettiği görülürken, Hazine'nin ödeme projeksiyonlarına da bakıldığında yılın geri kalanında da faiz giderlerinden çok faiz dışı giderlerin bütçe üzerinde baskı oluşturmaya devam etmesi beklenmektedir. Bütçe giderlerinin kompozisyonuna bakıldığında, kamunun borçlanma gereksiniminin azalması ile geçen yılın Ocak-Ağustos döneminde faiz giderlerinin toplam giderlerin %16.1'ini oluşturduğu görülürken, bu oran 2012 yılının aynı döneminde %15.8'e gerilemiştir. Diğer yandan söz konusu dönemde faiz dışı giderlerin başlıca kalemleri olan cari transferler ve personel giderlerinin toplam giderler içindeki payı artmıştır. Bu bağlamda hükümetin vergi düzenlemeleri aracılığı ile son aldığı gelir artırımcı önlemlerin ardından harcama kısıcıcı önlemleri de gündemine alması mümkün olabilecektir. Ancak bu durum özel sektör yatırımlarının sert fren yaptığı ve iç tüketimin zayıfladığı bir ortamda kamunun büyümeye katkısının azalmasına neden olarak büyüme üzerindeki riskleri artıracaktır.

Bütçe dengesindeki bozulma ile yeni vergi düzenlemeleri yapıldı.

Maliye Bakanlığı son dönemde bir miktar bozulan bütçe dengelerini telafi etmek amacıyla uzun süredir üzerinde çalıştığı tedbir paketiyle ilgili ilk somut adımı Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) artışı ile atarak akaryakıt, alkollü ve alkolsüz içecekler ve motorlu araçları kapsayan bazı kalemlerde yeni vergi düzenlemelerine gitmiştir.

ÖTV KALEMLERİ

	Ocak - Ağustos 2012	2012 Bütçe Hedefi	Hedeften Fark (milyar TL)	Hedefin Gerçekleşme Oranı (%)
Petrol ve Doğalgaz Ürünleri	22.2	36.5	14.2	61.0
Motorlu Taşıtlar	5.0	7.4	2.4	68.1
Alkollü İçkiler	3.0	4.5	1.5	66.4
Tütün Mamülleri	12.3	19.2	6.9	64.0
Kolalı Gazozlar	0.2	0.3	0.1	67.3
Harçlar	6.2	9.3	3.1	67.0
Toplam	48.9	77.1	28.2	

Kaynak: Maliye Bakanlığı

Yukarıdaki tabloda son yapılan vergi düzenlemelerinin direkt olarak etkileyeceği vergi kalemleri görülmektedir. Söz konusu vergi kalemleri Ocak – Ağustos dönemi itibari ile toplam 48.9 milyar TL'lik bir gelire işaret etmektedir. 2012 yılı bütçesinde bu kalemler aracılığı ile toplam 77.1 milyar TL'lik vergi tahsili gerçekleştirilmesi hedeflenirken, yılın sekizinci ayı itibariyle ortalama olarak %65.6'lık tahsilat yapılmıştır. Yılsonu hedefine göre bakıldığında petrol ve doğalgazdan alınan ÖTV'nin diğer kalemlere göre hedefin bir miktar daha altında kaldığı görülmektedir. Yukarıdaki tabloda yer alan ÖTV kalemlerinin yılsonu hedefine ulaşması için yılın kalan aylarında 28.2 milyar TL'lik tahsilata ihtiyaç duyulmaktadır. Mevcut vergi ayarlamaları kanalı ile elde edilmesi düşünülen yaklaşık 9 milyar TL'lik ek vergi tahsilatının sağlanması bu kalemlerin yılsonu hedefinin altında kalınması olasılığını azalttığı görülmektedir. Bütçe açığının yılsonunda hedefin yaklaşık 14 milyar TL üzerine çıkacağı hesaplanırken ilk aşamada alınan önlemlerin bütçe açığının 9 milyar TL'lik kısmını kompanse etmesi beklenebilir. Yeni doğalgaz zammının kalan bölümün ne kadarını karşılayacağı ve gelir artırıcı politikalara gider azaltıcı önlemlerin de eklenip eklenmeyeceği yılsonu gerçekleştirmeleri açısından önemli olacaktır.

VERGİ DÜZENLEMELERİNİN ENFLASYONA ETKİSİ

Kalem	Değişiklik	Artış Oranı (%)	Enflasyon Sepetindeki Ağırlık	Enflasyona Katkısı (Aylık enflasyon)
Alkollü İçecekler	Muhtelif İçkilerde asgari maktu vergi tutarları artırıldı.	16.7	0.3	0.044
Kolalı Gazozlar	Kolalı Gazozlara %25 ÖTV konuldu.	25	0.03	0.008
Benzin	95 ve 98 oktan kurşunsuz benzinde 30'ar kuruşluk ÖTV artışı yapıldı.	6.4	2.25	0.14
Motorin	Motorinde 30 kuruşluk ÖTV artışı yapıldı.	7.7	1.17	0.09
LPG	LPG'de 30 kuruşluk ÖTV artışı yapıldı.	11.8	1.49	0.18
Otomobil	1600 cc'yi geçmeyen araçların ÖTV'si %37'den %40'a çıkartıldı.	2.19	3.17	0.07
Doğalgaz	%9.8 fiyat artışı yapıldı.	9.8	1.32	0.13
Elektrik	%9.8 fiyat artışı yapıldı	9.8	3.11	0.30
Diğer vergi artışı yaşanan kalemlerinin enflasyon sepetindeki ağırlığı çok düşük olduğu için ihmal edilmiştir.				Toplam Etki: 0.96
Kaynak: TÜİK, Resmi Gazete, VakıfBank				

Son yapılan vergi düzenlemelerinin enflasyona yansımaları para politikasının seyri açısından önemli bir role sahip görünmektedir. Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi hali hazırda alınan kararların enflasyon üzerindeki birincil etkisinin enflasyona aylık olarak 0.96 puan katkı olarak gerçekleşeceğini hesaplıyoruz. Buna ek olarak, 1 Ekim 2012 tarihinden itibaren geçerli olacak %9.8 oranındaki doğalgaz fiyat artışının da enflasyona 0.13 puan katkı yaratması söz konusu olabilecektir. Doğalgazdaki artışa paralel olarak elektrik fiyatlarında da yaşanan %10.1'lik yükselişin enflasyona 0.30 puanlık bir katkı yapması beklenebilir. Sigara fiyatlarında da ÖTV'nin %65'ten %69'a çıkarılmasına ilişkin kararın ertelenmemesi halinde bu grupta da 2012 yılında olmasa da 2013 yılının başından itibaren bir fiyat artışı yaşanabilecektir. Diğer yandan önümüzdeki dönemde bu yeni düzenlemelerin enflasyon üzerinde ikincil etkileri de görülebilecektir.

Sonuç olarak, bütçe dengelerinde son dönemde meydana gelen bozulmalar bir takım önlemlerin de alınması gerekliliğini doğurmuştur. Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin mevcut durumda yaşadıkları derin kamu dengesi sorunları beraberinde borç yapılarının sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri de artırmaktadır. Bu bağlamda, cari işlemler açığının hali hazırda yüksek seviyelerde bulunduğu ortamda mali dengelerin istikrarının sağlanması politika yapıcılar tarafından bir öncelik olarak ele alınmıştır.

Kamu borç stokunun GSYİH'ye oranının %40'ın, bütçe açığının GSYİH'ye oranının ise bozulmaya karşın hala %3 olan Maastricht kriterinin altında olması Türkiye ekonomisinin diğer ülkelere göre göreceli bir avantajı olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak bütçe gelirlerinin artırılması yönünde atılan son adımların gerek enflasyon gerekse büyüme üzerinde baskı yaratması mümkün görünmektedir. Son aylarda açıklanan kapasite kullanımı, tüketici güveni, PMI gibi birçok öncül göstergeler ekonomik aktivitede yavaşlamanın devam ettiğine işaret etse de, son açıklanan sanayi üretimi verisi üçüncü çeyrek büyüme tahmini açısından önem taşımaktadır. Son yapılan fiyat ayarlamalarının büyüme üzerinde daraltıcı bir etki yaratabilecek olması VakıfBank olarak 2012 yılı için %3.5 olan büyüme tahminimiz üzerindeki aşağı yönlü risklerin arttığını göstermektedir. Bu bağlamda, 2012 yılı büyümesinin %3 seviyesinde gerçekleşmesi ihtimali bulunmaktadır. Ancak gelişmiş ülke merkez bankalarının yeni parasal genişleme önlemlerinin küresel piyasalarda yarattığı olumlu havanın, söz konusu fiyat ayarlamalarının büyüme üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırabilecek olması, Türkiye ekonomisinin yılın son çeyreğinde daha olumlu bir büyüme performansı sergilemesini sağlayabilecektir. Ayrıca Haziran ayında yürürlüğe giren yeni teşvik paketinin ekonomik aktivite üzerindeki olumlu etkilerinin de yılın son çeyreğinden itibaren daha fazla görülmeye başlaması büyüme performansını olumlu etkileyecek bir diğer gelişme olarak

karşımıza çıkmaktadır. Bu durum, 2012 yılı büyümesinin %3.5'in altında gerçekleşse bile piyasada beklenti olarak dile getirilen %2.5'e kadar düşmesinin zor olduğuna işaret etmektedir. Ancak İspanya'daki sorunlara ek olarak son günlerde, Yunanistan'ın yaşadığı sorunlara bağlı olarak para birliğinden çıkabileceği tartışmaları artmıştır. Söz konusu senaryonun gerçekleşmesi düşük bir ihtimal olarak görünmesine karşın, yaşanan son finansal krizin ardından küresel risk algılamalarında sert bir bozulmaya yol açarak Türkiye ekonomisinin daha sıkıntılı bir büyüme sürecinden geçmesine neden olabilecektir.

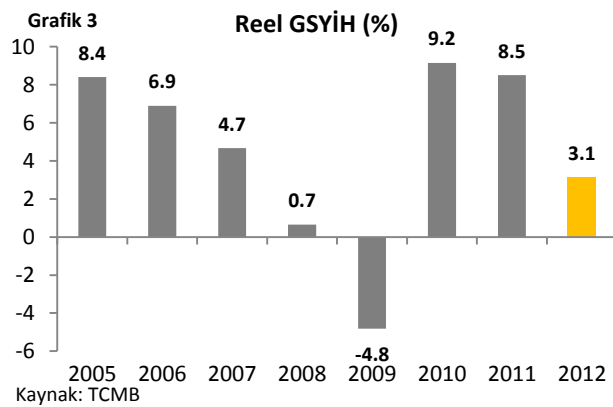
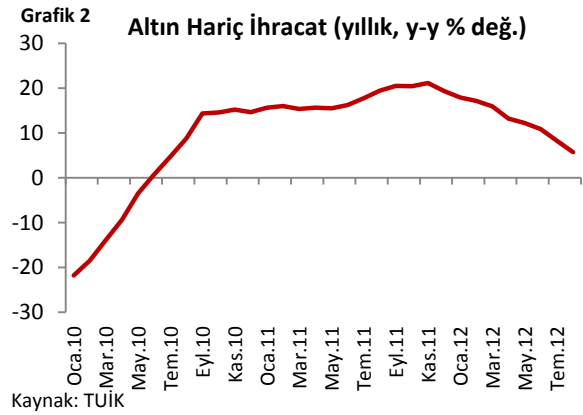
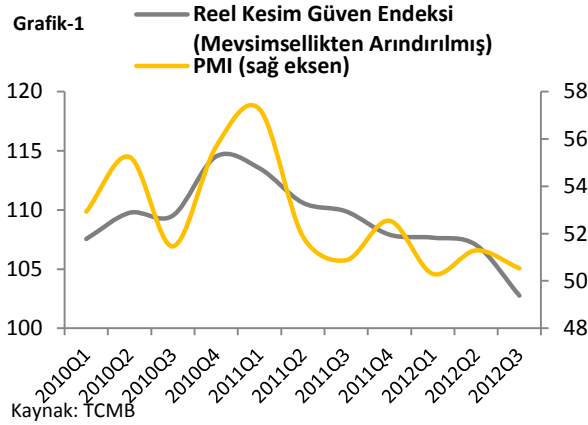
Enflasyon cephesinde ise son vergi ayarlamalarının yılsonu enflasyonu üzerinde bir miktar baskı yaratması beklenebilir. Piyasada TCMB'nin Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda yıl sonu enflasyon beklentisini %6.2'ye indirmesinin ardından yıl sonu Enflasyon tahminleri %6'lar seviyelerine çekilmişti. Ancak söz konusu dönemde yayımladığımız raporlarda da değindiğimiz gibi bütçe dengesinde oluşabilecek bozulmanın ve emtia fiyatlarındaki yükselişin yansımalarını dikkate alarak %7.2 olan tahminimizi korumuştuk. Son dönemde yaşanan gelişmeler enflasyon tahminimizdeki temel varsayımların gerçekleştiğini göstermektedir. Son vergi düzenlemeleri ile olası sigara fiyat artışları yılsonu enflasyonunun %7'nin üzerinde kalması olasılığını artırmıştır. Ancak enflasyon üzerinde talep yönlü baskıların sınırlı olması fiyat artışlarına karşın enflasyonda yükselişlerin daha sınırlı kalabilmesine olanak sağlayacaktır. Ekim ayından itibaren yıllık bazda gerileme trendine gireceğini düşündüğümüz enflasyona ilişkin %7.2 olan yıl sonu tahminimizi koruyoruz.

Yapılan son fiyat artışlarının geçen sene yine bu aylarda yapılan fiyat ayarlamalarına göre taşıdığı farklılıklar önemli çıkarımlar yapmamızı sağlamaktadır. Geçen sene hatırlanacağı üzere faiz oranlarının nispeten düşük olduğu bir dönemde hızlı büyüme neticesinde cari işlemler açığının GSYH'nin %10'larına yaklaşması piyasalarda endişe yaratmış ve TL geçen sene bu aylar en fazla değer kaybeden para birimi olmuştu. Bu durumda TL'de ortaya çıkan değer kaybı maliyetler üzerinde baskı yaratarak geçen sene yapılan fiyat ayarlamalarına kaynaklık etmiş enflasyonun bir ara %11'lere kadar yükselmesine yol açmıştı. Geçen sene alınan önlemler sonucu, cari işlemler açığındaki yükseliş durmuş ve cari açığın GSYH'ye oranı %7'ler seviyesine kadar inmiş, ancak ekonomik aktivitede görülen yavaşlama büyümeyi hızla aşağı çekmiştir. Yavaşlayan büyüme ise önemli gelir kaynağı olan vergi gelirlerinin azalmasına yol açarak bütçe dengelerinde bir bozulmaya neden olmuştur. TL'de önemli bir değer kaybının yaşanmadığı bu durumda bütçe dengelerindeki bozulma son yapılan fiyat artışlarını zorunlu kılmıştır. Burada önemle durulması gereken durum yüksek büyüme ortamının cari işlemler açığı ve kur kanalı ile düşük büyüme ortamının ise vergi gelirleri kanalı ile enflasyon üzerinde baskı yaratabilecek vergi düzenlemeleri yaratması Türkiye ekonomisinin önümüzdeki dönemde yeni bir sarmala girebileceği endişelerini doğurmaktadır. Bu çerçevede ekonomide yeni bir yapısal dönüşümün gerekli olduğu karşımıza çıkmaktadır. Türkiye ekonomisi yüksek büyüme performansını daha düşük bir cari işlemler açığı ile sağlamayı başarması enflasyon açısından da zorunlu görünmektedir. Aksi halde, önümüzdeki yıl güçlü büyüme performansının yeniden yakalanması ile cari işlemler açığının yükselmesi kur kanalı ile enflasyonda yükselişe neden olabilecek ve TCMB'nin 2013 yılı için verdiği %5 enflasyon hedefinin yakalanmasını, TL'de ciddi bir değerlenme olmaması ve bu değerlenmenin cari açığa yine tehlikeli bir artışa yol açmaması durumunda, zorlaştırılabilecektir. Bu durum aynı zamanda enflasyon beklentilerinin de bozulması riskine yol açabilecektir.

2012 yılı tahminlerimizi revize ediyoruz

2012 yılı üçüncü çeyrek verilerinin netleşmeye başlaması ile birlikte yılsonuna ilişkin beklentilerimizde revizyona gidiyoruz. Bu raporumuzda, Türkiye ekonomisinin temel makroekonomik göstergelerine ilişkin beklentilerimizde yaptığımız değişiklikleri ve gerekçelerini detaylı bir şekilde ele alacağız. Açıklanan öncül veriler yılın üçüncü çeyreği için yılın ilk yarısının bir miktar altında bir performansa işaret etmektedir. Ayrıca yılın son çeyreğindeki yeni fiyat düzenlemelerinin gerek büyüme gerek enflasyon açısından olası etkileri de beklentiler açısından önemli görünmektedir. Raporumuzda detaylı şekilde ele alacağımız gelişmelere göre, 2012 yılı büyüme beklentimizi mevcut ve gelecek döneme dair öncül göstergeler ışığında %3.5'ten %3.1'e revize ediyoruz. Enflasyonda ise %7.2 olan yılsonu beklentimizi korumaya devam ediyoruz. İşsizlik oranı tahminimizi ise son açıklanan olumlu rakamlar ışığında %8.7'ye çekiyoruz. Son olarak dış ticaret açığı beklentimizi 89 milyar dolara çekerken, buna bağlı olarak cari işlemler açığı beklentilerimizi 58 milyar dolara revize ediyoruz.

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin veriler %3.5 olan yılsonu büyüme tahminimiz üzerindeki aşağı yönlü riskleri arttırdı.

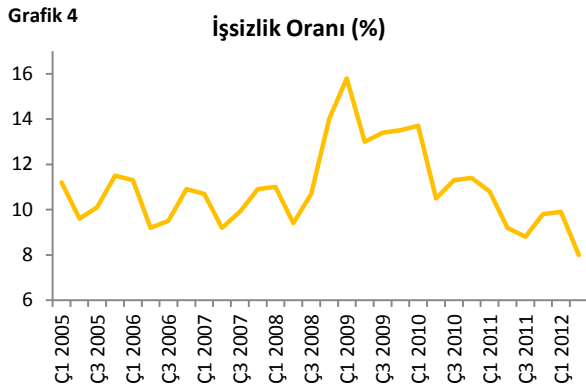


2011 yılını %8.5'lik güçlü bir büyüme performansı ile kapatan Türkiye ekonomisinde 2012 yılında önemli bir yavaşlamanın ortaya çıktığı görülmektedir. Gerek yurtiçinde alınan bir takım politika önlemleri gerekse küresel ekonomilerdeki toparlanmanın gerçekleşmemiş olması yılın ilk yarısında büyümedeki yavaşlamaya kaynaklık etmiştir. Büyüme oranı yılın ilk çeyreğinde %3.3, ikinci çeyreğinde ise %2.9 seviyesine gerilemiştir. 2012 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan öncül göstergelerin de ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın devam ettiğini işaret etmesi yıl sonu

için %3.5 olan büyüme beklentimiz üzerindeki aşağı yönlü risklerin artmasına neden olmuştur. Üçüncü çeyrekte başta Euro Bölgesi olmak üzere uluslararası piyasalardaki belirsizliklerin devam etmesi yurtiçi talep daralması ile birlikte yavaşlamada etkili olmuştur. Yukarıdaki grafiklerde de görüldüğü gibi reel kesim güven endeksi ve satın alma Yöneticileri (PMI) endeksi gibi göstergeler de yılın üçüncü çeyreğinde yavaşlamanın devam edeceği beklentilerimiz desteklemektedir. Yurtiçi büyüme üzerinde önemli bir role sahip olan ihracatın performansı da dikkat çekicidir. Altın ihracatı son dönemde dış ticaret dengesi üzerinde önemli yapısal değişimlere neden olurken, söz konusu etkiyi dışladığımızda ihracatın da gerilediği görülmektedir. Bu durum yurtiçi üretimdeki

yavaşlamanın önemli bir yansıması olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu çerçevede yılın üçüncü çeyreğinde büyümenin ikinci çeyreğin bir miktar altında da olsa yakın bir seviyede gerçekleşmesini bekliyoruz. Son açıklanan bazı göstergeler ekonomide bir kırırdanmanın başladığına işaret etmektedir. Kredi büyümesinin bir miktar ivme kazanması, Eylül ayı PMI'ında beklentinin üzerinde artış gibi göstergeler yılın son çeyreğinde ekonomide daha ılımlı bir seyrin görülebileceğine işaret etmektedir. 2012 yılı Haziran ayında yürürlüğe giren yeni teşvik programını etkilerinin yılın son çeyreğinde daha fazla görülmeye başlanabilecek olması ve özellikle kentsel dönüşüm uygulamalarının inşaat sektöründe neden olabileceği olası canlanma da büyüme performansı açısından dikkat çekici olabilecektir. Yurtdışı tarafında ise gelişmiş ülke merkez bankalarının yeni parasal genişleme önlemlerinin küresel piyasalarda risk algılamalarını bir miktar azalttığı görülüyor. Bu durumun ülke ekonomilerine somut yansımalarının da görülmeye başlaması yılın son çeyreğindeki hafif toparlanmayı destekleyebilecektir. Yılın kalan bölümündeki ekonomik performansta yeni atılan vergi düzenlemelerinin iç talep üzerindeki etkilerinin ne boyutta olacağı da önemli olacaktır. **Sonuç olarak, yılın üçüncü çeyreğini %2.6, dördüncü çeyreğini ise %3.7 büyüme ile tamamlayacağımızı düşünüyoruz. Böylece 2012 yılı büyümemiz %3.1 olacaktır.**

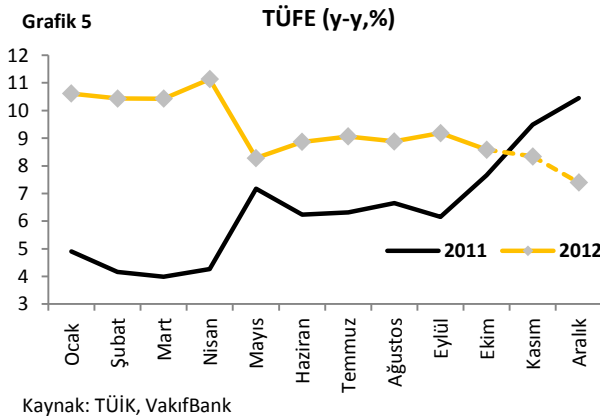
İşgücü piyasasındaki olumlu seyir dikkat çekiyor.



İşsizlik oranı 2012 yılının ilk çeyreğinde çift haneli seviyelerde seyretmeye devam etmesine karşın Haziran ayı itibarıyla %8'e gerileyerek rekor düşük seviyeleri görmüştür. İşsizlik oranının hızlı bir gerileme kaydetmesinde özellikle inşaat ve hizmetler sektörlerinin genel trendinin üzerinde istihdam yaratması etkili olurken, ilk altı aylık dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre %9.8 gerileyen işsiz sayısındaki belirgin toparlanma dikkat çekmektedir. Bu gelişmelere bağlı olarak %10.4 ile çift hanelere işaret eden yıllık işsizlik oranı beklentimiz üzerindeki riskler de artmıştır. Türkiye

ekonomisinin işgücü piyasasındaki bu toparlanma küresel ölçekte de öne çıkarken, işsizlik oranının yılın ilk altı ayındaki performansına bağlı olarak **2012 yılına ilişkin işsizlik oranı beklentimizi %8.7'ye çekiyoruz.**

Yılsonu enflasyon beklentimizi değiştirmiyoruz.

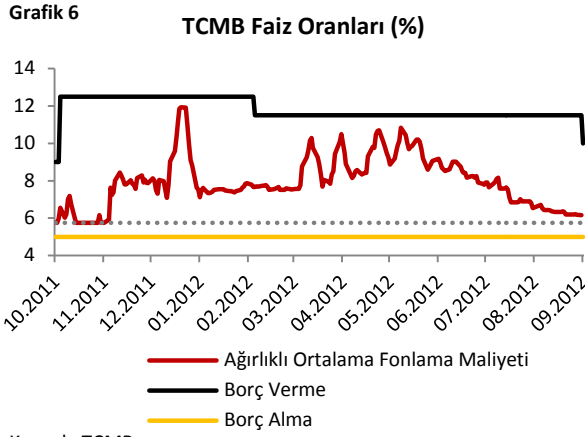


2011 yılının Aralık ayından 2012 yılının Nisan ayına kadar çift haneli seyrini devam ettiren TÜFE geçen yıldan gelen baz etkisi ile Mayıs ayında belirgin bir düşüş göstermiştir. Ancak sonrasında gıda ve enerji fiyatlarına bağlı olarak dalgalı bir eğilim sergileyerek Eylül ayı itibarıyla %9.19 seviyesine yükselmiştir. Açıklanan Eylül ayı rakamlarında son vergi ve fiyat düzenlemelerinin enflasyon üzerindeki etkisinin sınırlı kaldığı gözlenirken, bu etkinin büyük oranda Ekim ayına yansıtacağı söylenebilir. Son yapılan düzenlemelerin enflasyona 0.96 puan katkı yapmasını bekliyoruz. Böylece Ekim ayında

enflasyonun aylık bazda genel trendinin üzerinde bir aylık artış yaşaması mümkün görünmesine karşın, yıllık bazda enflasyonun belirgin bir gerileme yaşayacağını düşünüyoruz. Geçen yılın son çeyreğinde hem vergi düzenlemelerinin hem de gıda fiyatlarının hareketine bağlı olarak hızlı bir yükseliş yaşayan enflasyon bu yılın son çeyreği için olumlu baz etkisi oluşturmaktadır. Geçen yıldan gelen baz etkisi ile yıllık enflasyonda Ekim

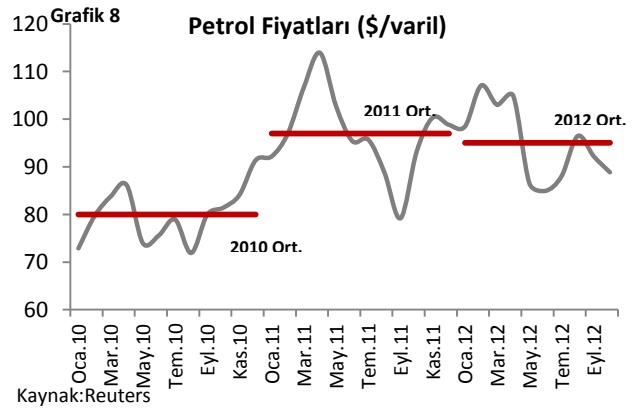
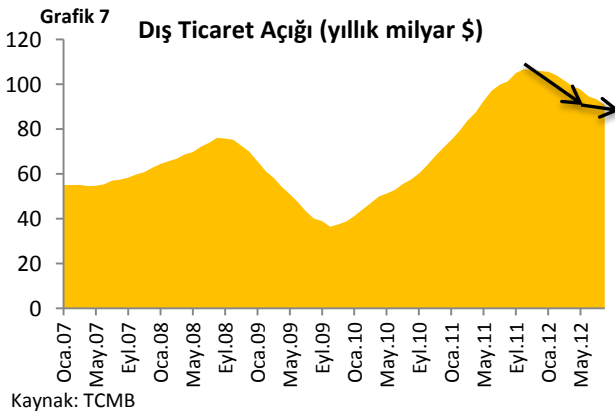
ayında başlamasını beklediğimiz bu aşağı yönlü hareketin yılsonuna kadar devam etmesini bekliyoruz. Son yaşanan enflasyonist gelişmelerin ardından yıl sonunda enflasyonun %7.2 oranında gerçekleşeceğine ilişkin beklentimiz üzerindeki riskler artmış görünmesine karşın, Ekim ve Kasım aylarında genel trendin üzerinde yaşanmasını beklediğimiz aylık enflasyon artışlarının ardından Aralık ayında daha belirgin düzeltmenin yaşanacağı ihtimali ile **%7.2 olan yıl sonu enflasyon beklentimizi koruyoruz.**

İlmlı çekirdek enflasyon göstergeleri TCMB'nin para politikası açısından önemli görünüyor.



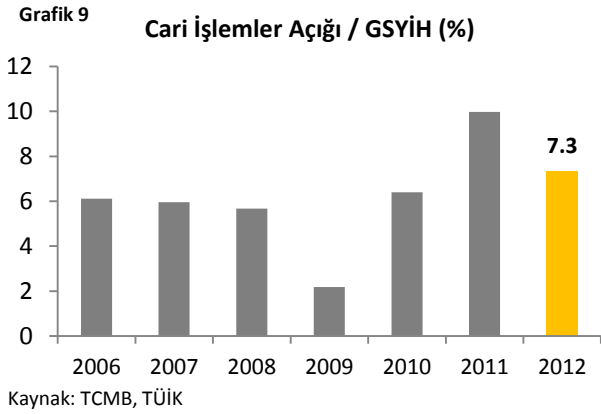
TCMB yayımladığı son “Aylık Fiyat Gelişmeleri” Raporu’nda, 22 Eylül’de alınan bazı ürünlerdeki ÖTV artışı kararının ve 1 Ekim’den geçerli olan doğalgaz ile elektrik fiyatları artışlarının tüketici enflasyonuna tam yansımaları durumunda yılsonu enflasyonuna etkisini %1.16 olarak hesaplamıştır (ÖTV artışı: 0.66 puan, doğalgaz-elektrik fiyatları artışı: 0.5 puan). TCMB enflasyon beklentisini oluştururken, doğalgaz ve elektrik fiyatlarındaki artışları önceden beklentilerine dahil ettiğini belirtmesine karşın diğer vergi düzenlemelerinden gelen 0.66 puanlık kısım TCMB’nin Ekim ayında yayımlayacağı son Enflasyon Raporu’nda beklentisini yukarı yönlü revize edeceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede enflasyonda beklenenin altında bir düşüşle karşılaşılabilir ihtimaline karşın çekirdek enflasyon göstergelerinin ilmlı seyrini devam ettirmesi ile TCMB’nin bir sonraki Para Politikası Kurulu toplantısında faiz koridorunun üst bandında 100 baz puanlık indirim gideceği beklentimizi koruyoruz. Ancak son fiyat ayarlamalarının enflasyon beklentilerinde önemli bir bozulmaya yol açıp açmayacağı önem kazanmaktadır. 2012 yılı sonuna kadar faiz koridorunda ek bir daraltma söz konusu olabilecek olmasına karşın, enflasyon gelişmeleri son dönemde öne çıkan bekle-gör politikasının etkili olmasına neden olabilecektir.

Cari işlemler açığının yılsonunda 58 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.



2011 yılı Ekim ayında yıllık bazda 106.7 milyar dolar seviyesine kadar ulaşan yıllık dış ticaret açığı izleyen süreçte kademeli olarak düzelmiştir. Son dönemde dış dengelenme sürecinin etkisini artırması ile yıllık dış ticaret açığı Ağustos ayı sonu itibarıyla 90.7 milyar dolara kadar gerilemiştir. Dış ticaret açığındaki söz konusu düşüşte başlıca etken olarak iç talep koşullarındaki yavaşlamanın ithalatta neden olduğu ivme kaybı karşımıza çıkmaktadır. Buna ek olarak, petrol fiyatlarındaki küresel büyümeye ilişkin endişelerin nedeni ile bir miktar düşüş görülmesi de dış ticaret dengesi açısından olumlu bir tablo çizmiştir. 2012 yılında dış ticaretin performansı

açısından altın ticareti de dikkat çekici bir hale gelmiştir. Yılın ilk sekiz aylık bölümünde gerçekleştirilen 9.3 milyar dolarlık altın ihracatı dış ticaret açığındaki daralmayı hızlandıran bir gelişme olmuştur. Son açıklanan göstergelerin yılın üçüncü çeyreğinde de ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın devam ettiğini göstermesi dış ticaret açığındaki toparlanmanın devam edeceğine işaret etmektedir. Buna ek olarak ithalatımız içinde önemli bir paya sahip olan petrolün fiyatının da 2012 yılı ortalamasının altında seyrettiği dikkat çekmektedir. Yılın son çeyreğinde ise ekonomik aktivitedeki olası bir canlanma dış ticaret üzerinde bir baskı yaratabilecektir. TL'nin değerinde de önemli bir değişim olmayacağı varsayımı altında **yılsonu dış ticaret açığı beklentimizi 93 milyar dolardan 89 milyar dolara düşürüyoruz.**



Dış ticaret açığı beklentimizde yaptığımız aşağı yönlü revizyon çerçevesinde 2012 yılı cari işlemler açığı beklentimizi de düşürüyoruz. 2011 yılında 77.1 milyar dolar ise Gayri Safi yurtiçi Hasıla'nın (GSYİH) %10'una ulaşan cari işlemler açığında kademeli toparlanma devam etmektedir. 2012 yılında 65 milyar dolar seviyesinde olan önceki cari işlemler açığı tahminimizdeki aşağı yönlü revizyonda TL'de beklediğimiz değerlenmenin gerçekleşmemesi ve petrol fiyatlarındaki gevşeme etkili olmuştur. 2012 yılı Temmuz ayı itibarıyla yıllık bazda 61.4 milyar dolara gerileyen cari işlemler açığındaki düşüşün

üçüncü çeyrek rakamlarında belirgin bir şekilde devam etmesini bekliyoruz. Yılın son çeyreğinde ise bir miktar hız yatay bir seyir izlemesini beklediğimiz cari işlemler açığının **2012 yılında 58 milyar dolar seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Büyüme ve cari işlemler beklentilerimiz çerçevesinde 2012 yılında cari işlemler açığının GSYİH'ya oranının ise %7.3 seviyesinde gerçekleşeceğini bekliyoruz.**

VAKIFBANK EKONOMİK ARAŞTIRMALAR 2012 YILI TAHMİNLERİ			
	<i>Eski Tahminimiz</i>	<i>Yeni Tahminimiz</i>	
Büyüme (y-y, %)	3.5	3.1	↘
İşsizlik Oranı (%)	10.4	8.7	↘
TÜFE (y-y, %)	7.2	7.2	→
Dış Ticaret Dengesi (milyar \$)	-93.0	-89.0	↘
Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)	-65.0	-58.0	↘

2012-2015 dönemi kapsayan Orta Vadeli Program Açıklandı

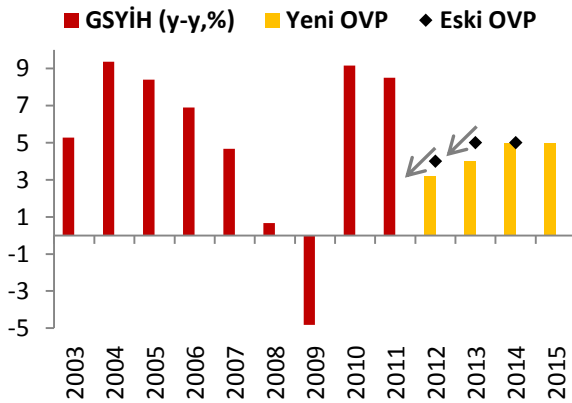
2013-2015 dönemi kapsayan Orta Vadeli Program (OVP) Ekim ayında açıklanmıştır. OVP'nin özellikle dünya ekonomisine ilişkin gelişme ve beklentilerin anlatıldığı bölümünde, teşvik uygulamalarının sona erecek olması, borç tavanının neden olacağı harcama kesintileri ile oluşacak mali sıkılaştırma ve zayıf konut piyasası nedeniyle ABD ekonomisinin 2013 yılında ılımlı bir büyüme sergileyeceği öngörülmektedir. Avrupa tarafında ise yüksek borçluluk oranlarının ve bankacılık sektörünün mevcut görünümünün bölgenin büyümesi üzerindeki yarattığı aşağı yönlü baskılar vurgulanmıştır. Küresel ekonomilerde artan aşağı yönlü risklerin devam etmesi durumunda GOÜ'lerin makro-finansal dengelerinin olumsuz etkileneceği ortaya konulmuştur. Gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları parasal genişleme uygulamaları sonucu oluşan likidite bolluğunun gelişmekte olan ülkelere fon akışını hızlandırması ile finansal istikrar üzerinde risklerin arttığı belirtilmektedir. OVP'de yükselen Asya ekonomileri hariç diğer GOÜ'lerin daraltıcı önlemler, dışsal etkenler ve artan risk algılamaları nedeniyle potansiyellerinin altında büyüme performansı sergileyecekleri varsayılmaktadır.

Raporun ilerleyen bölümlerinde ayrıntılı olarak ele alınacak hedefler:

1. **Küresel büyümenin kademeli olarak artacağı,**
2. **Ticaret ortaklarımızın daha ılımlı büyüyeceği,**
3. **Yükselen piyasa ekonomilerine sermaye girişlerinin artacağı,**
4. **İhracat ve ithalat fiyatlarının yatay seyredeceği**

Varsayımları altında hazırlanmıştır.

i. Büyüme ve İstihdam



Kaynak: TCMB, Maliye

2013-2015 dönemi kapsayan raporda küresel ekonomide devam eden sorunlara rağmen, büyümeyi potansiyel seviyesine çıkarmak ve istihdamı artırmak amaçlanırken, istihdamı artırmak için istikrarlı büyüme ortamını sağlayacak politikaların yanı sıra işgücünün niteliğini, işgücü piyasasının esnekliğini ve işgücüne katılımı artıracak politikalara ağırlık verileceğine değinilmiştir.

Raporda, Euro Bölgesi ülkeleri başta olmak üzere dış ticaret ortaklarımızdaki talep yetersizliği göz önüne alınarak 2013 yılı büyümesi %4.0 seviyesinde tahmin edilmiştir. 2014 ve 2015 yıllarında ise büyümeye dış talebin katkısının sınırlı kalarak, esas

olarak yurtiçi talep kaynaklı olması öngörüsüyle, büyümenin bir miktar ivme kazanıp potansiyel seviyesine yakınsayarak %5 seviyesinde gerçekleşmesi hedeflenmiştir. Programda, iç ve dış talep arasındaki dengenin gözetilerek, büyümenin potansiyel hızında seyretmesi amacıyla para, maliye ve gelirler politikalarının koordinasyonuna dikkat çekilmiştir. Ayrıca, reel olarak yıllık ortalamada, özel tüketim harcamalarının %4, özel sabit sermaye oluşumunun ise %7 artması öngörülmüşken, özel kesim tasarruflarındaki artışla son yıllarda önemli ölçüde düşen yurtiçi tasarrufların dönem boyunca artarak program sonunda %16.7 ulaşması beklenmektedir. Bir başka deyişle yeni programda, özel tüketim ve yatırım harcamalarının büyümeye katkısının önemine dikkat çekilmiştir.

Öte yandan, program döneminde tarımdışı istihdamda beklenen sınırlı gerilemenin etkisiyle toplam istihdamdaki artışın 1.5 milyon kişi olacağı öngörülmüşken, dönem sonunda işgücüne katılım oranının %49.8, istihdam oranının %45.5 olacağı tahmin edilmiştir. Böylece kriz sonrasında ciddi artışlar kaydeden işsizlik oranının, geçmiş OVP öngörülerindeki çift haneli rakamların aksine 2013 yılında %8.7 seviyesine gerilemesi

beklenmektedir. İstihdamda planlanan artışın sağlanmasıyla, gelir artışı yoluyla tasarrufların artırılması amaçlanırken, yurtiçi tasarrufların artırılması için ayrıca tüketimin gelirle dengeli bir büyüme sağlamasına yönelik politikalar uygulanacağı belirtilmiştir. Ayrıca büyümenin sürdürülebilirliğini sağlamak ve yeni istihdam olanakları sağlamak için ihracatı artıracak ve ithalata bağımlılığı azaltacak, özellikle Ar-Ge tabanlı yenilikçi yatırımlara destek verileceğine de dikkat çekilmiştir.

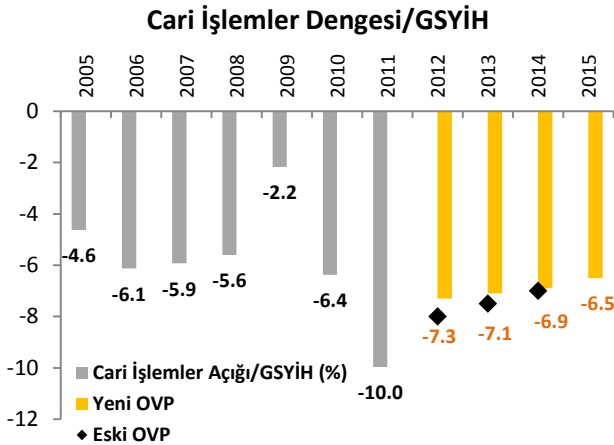
ii. Kamu Maliyesi

Kamu harcamalarındaki etkinlik, eğitim sistemi, yargı sistemi, vergi sistemi, yerel yönetimler, bölgesel gelişme ve sürdürülebilir kalkınma alanlarındaki yapısal dönüşümler ve geçtiğimiz hafta ilk adımı atılan kentsel dönüşüm gerçekleştirilmesi programın temel öncelikleri arasında yer almaktadır.

Bu çerçevede, 2012 yılsonunda %1.7 olacağı tahmin edilen kamu kesimi açığının GSYİH'ya oranının program sonunda %0.9'a gerilmesi beklenmektedir. Bütçede öngörülen olumlu performansın kamu borç göstergelerinde de düzelmelere neden olacağı söylenebilmektedir. Bu kapsamda, 2011 yılında %39.2 düzeyinde gerçekleşen AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun 2012 yılında %36.5, program sonunda ise %31 seviyesine gerileyeceği öngörülmüştür.

Programda kamu harcama politikasında ödeneklerin etkin ve verimli şekilde kullanılmasına dikkat çekilirken, kamu yatırımlarının etkinliğinin artırılarak, öncelikli olarak sosyal ihtiyaçları giderecek ve üretken faaliyetleri destekleyici nitelikteki altyapıya yönlendirileceği belirtilmiştir. Ayrıca programda, eğitim, sağlık, teknolojik araştırma, ulaştırma, içme suyu, adalet ile ilgili bilgi iletişim teknolojilerinin geliştirilmesine yönelik altyapı yatırımlarına öncelik verileceği yönündeki madde dikkat çekmektedir. Kamu gelir politikasında ise Ar-Ge faaliyetlerinin desteklenerek yüksek katma değerli ürünler geliştirilmesi ve böylece ülke ekonomimizin uluslararası düzeyde rekabet edilebilir bir seviyeye ulaşmasına yönelik vergi politikası uygulamalarının devam edileceği vurgulanmıştır. Kamu borçlanmasının ise piyasa koşullarına bağlı olarak, ağırlıklı olarak TL cinsinden sabit faizli enstrümanlarla yapılmasıyla döviz kuru ve faiz oranı riskinin azaltılacağına, ortalama vadenin uzatılması ve Hazine'nin güçlü rezerv tutmasıyla ise likidite riskinin düşürüleceğine dikkat çekilmiştir.

iii. Ödemeler Dengesi

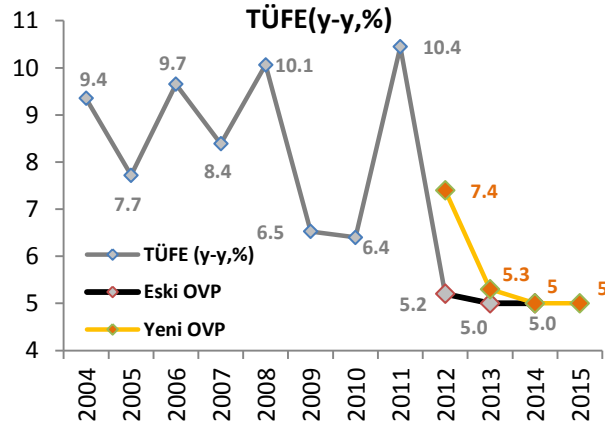


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Kalkınma Bakanlığı

2012 yılında önemli ölçüde azalan iç talep ile daralan ithalat ve altın ihracatının yanı sıra pazarların özellikle Orta Doğu ve Kuzey Afrika'ya doğru başarılı bir şekilde çeşitlendirilmesi ile güçlü performansını devam ettiren ihracat cari işlemler açığının hızla bir toparlanma yaşamasında etkili olmuştur. Söz konusu toparlanma ile açıklanan son OVP'de 2012 yılı cari işlemler açığının/GSYİH'ya oranı beklentisi %8.0'den %7.3'e çekilmiştir. OVP'nin cari işlemler açığının/GSYİH'ya oranına ilişkin beklentisi bizim 2012 yılında bu oranın %7.3 olacağı yönündeki beklentimizle örtüşmektedir. OVP'nin cari işlemler açığı öngörülerini cari işlemler açığının 2013-2015 yılları arasında kademeli şekilde toparlanmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Cari işlemler açığı projeksiyonları büyüme projeksiyonları ile birlikte değerlendirildiğinde ise, ekonominin bir önceki yıla göre sınırlı da olsa artan bir ivmede büyüdüğü bir ortamda cari işlemler açığının kademeli de olsa daralması yapısal bir dönüşüme işaret etmektedir. Bu yılın başında açıklanan ve özellikle ithalata dayalı üretim yapısını değiştirmeyi amaçlayan yatırım teşvik sistemi, ihracat teşvikleri ve pazar çeşitliliğinin artırılması bu yönde atılan başlıca somut adımlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu politikaların önümüzdeki dönemde de devam ettirilmesinin yanı sıra tasarrufların artırılması yönündeki politikaların da cari işlemler açığındaki toparlanmada etkili olması beklenmektedir. Cari işlemler açığı

beklentileri üzerindeki en önemli risk unsuru ise petrol fiyatlarındaki oynaklıklar olarak ele alınabilir. OVP'de petrol fiyatlarının 2013 yılı ve sonrasında 110 dolar/varil olması beklenmektedir.

iv. Enflasyon



Kaynak: TCMB, Kalkınma Bakanlığı

Açıklanan 2013-2015 OVP öngörülerinde enflasyon rakamlarına ilişkin güncellemeler dikkat çekmektedir. Görece yüksek revizyonların yapıldığı enflasyon rakamları Kamu otoritesinin enflasyon görünümü açısından bir önceki OVP'ye göre daha az iyimser olduğunu göstermektedir. OVP'ye göre 2012 yıl sonu enflasyon beklentisi %5.2'den %7.4'e, 2013 yıl sonu enflasyon beklentisi ise %5'den %5.3'e revize edilmiştir. OVP'nin 2012 yıl sonu enflasyon beklentisi bizim yıl sonu için %7.2'ye işaret eden enflasyon beklentimize paralel görünmektedir. 2013 yılına ilişkin enflasyon beklentisi TCMB'nin %5 hedefinin bir miktar

üzerinde bir rakama işaret ederken açıklanan OVP beklentilerinin ardından yılın son Enflasyon Raporu daha önemli hale gelmiştir. 2014 ve 2015 yılları için ise OVP'nin enflasyon beklentisi %5 ile TCMB'nin uzun vadeli hedefi ile uyumlu bir tablo çizmiştir. OVP'de ayrıca fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetilen TCMB'nin önümüzdeki dönemde de farklı para politikası araçlarını bir arada kullanmaya devam edeceği belirtilmiştir.

Sonuç olarak, 2013-2015 dönemini kapsayan OVP'de yurtiçi tasarruf oranına, kamu dengelerine ve cari işlemler açığına ilişkin önemli vurgular yer alırken, bir takım makroekonomik tahminlerde bir önceki OVP'ye göre revizyonlara gidilmiştir. 2012 ve 2013 yılları büyüme tahminleri aşağı çekilirken, cari işlemler açığının da daha düşük gerçekleşeceği öngörülmüştür. Son yayımlanan OVP'de en dikkat çekici revizyon enflasyon oranında karşımıza çıkmaktadır. 2012 yılında önceki OVP'de %5.3 gerçekleşeceği tahmin edilen enflasyon oranı tahmini %7.2'ye yükseltilmiştir. 2012 yılları için yapılan revizyonların Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak yaptığımız revizyonlarla paralellik gösterdiği görülmektedir. OVP dönemi için yapılan (2013-2015) tahminler gerçekleşebilir olduğu görünürken, 2013 yılında büyümenin tahmin edilen %4'e yükselmesi durumunda enflasyonun %5.3 seviyesine düşmesi sürecinde bir miktar dirençle karşılaşılması riski bulunmaktadır.

Orta Vadeli Program Hedefleri

	2012		2013		2014		2015
	Önceki OVP	Son OVP	Önceki OVP	Son OVP	Önceki OVP	Son OVP	Son OVP
GSYİH (milyar TL)	1,426	1,435	1,572	1,571	1,733	1,740	1,933
GSYİH Büyümesi (%)	4.0	3.2	5.0	4.0	5.0	5.0	5.0
İşsizlik Oranı (%)	10.4	9.0	10.2	8.9	9.9	8.8	8.7
Yurtiçi Tasarruf / GSYİH (%)	-	14.3	-	15.0		15.7	16.7
Mer. Yön. Bütçe Den./GSYİH (%)	-1.5	-2.3	-1.4	-2.2	-1.0	-2.0	-1.8
AB Tan. Gen. Yön. Nom. Borç Stoku / GSYİH (%)	37.0	36.5	35.0	35.0	32.0	33.0	31.0
İhracat (milyar \$)	148.5	149.5	165.7	158.0	185.1	172.3	187.1
İthalat (milyar \$)	248.7	239.5	272.5	253.0	295.9	272.2	291.2
Dış Ticaret Dengesi (milyar \$)	-100.2	-90.0	-106.8	-95.0	-110.8	-99.9	-104.1
Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)	-65.4	-58.7	-67.0	-60.7	-67.1	-63.6	-64.7
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-8.0	-7.3	-7.5	-7.1	-7.0	-6.9	-6.5
TÜFE (%)	5.2	7.4	5.0	5.3	5.0	5.0	5.0

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı

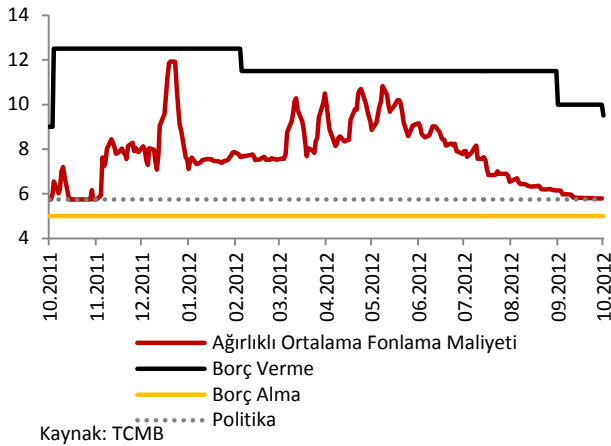
TCMB Ekim ayı toplantısında faiz koridorunu 50 baz puan daralttı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Ekim ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında beklentilere paralel olarak politika faiz oranını %5.75 seviyesinde sabit bırakmasına karşın borç verme faiz oranını 50 baz puan düşürerek faiz koridorunu daraltmıştır. Bu raporumuzda, PPK kararının gerekçeleri ile birlikte incelemesi yapılmış ve söz konusu kararın piyasa faizlerine ve getiri eğrisine yansımaları ele alınmıştır.

		Eylül PPK	Ekim PPK	Değişim
Para Politikası Araçları	Politika Faiz Oranı	5.75	5.75	→
	Borç Alma Faiz Oranı	5.0	5.0	→
	Borç Verme Faiz Oranı	10.0	9.5	↓
	Faiz Koridoru	5.0	4.5	↓
	ROK	Bütün dilimlerde 0.2 puan artış	Bütün dilimlerde 0.1 puan artış	↑
Enflasyon	TÜFE	Son çeyrekte belirgin gerileyecek.	Son çeyrekte belirgin gerileyecek.	→
Makro Ekonomi	Cari Açık	Kademeli azalıyor	Kademeli azalıyor	→
Politika Duruşu	Para Politikası	Esnek	Esnek	→

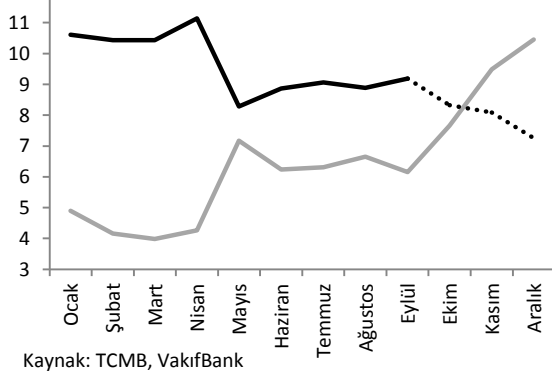
Kaynak: TMCB

Grafik 1 TCMB Faiz Oranları (%)



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Ekim ayı toplantısında faiz koridorunun üst limiti olan borç verme faiz oranını beklentilerin altında 50 baz puan indirerek %10 seviyesinden %9.5 seviyesine çekmiştir (Beklenti:100 baz puan indirim). TCMB faiz koridorunun alt limiti olan borç alma faiz oranını ise %5 düzeyinde sabit tutmuş, böylece faiz koridorunu 50 baz puan daraltmıştır. TCMB politika faiz oranını ise herhangi bir değişikliğe gitmeden %5.75 seviyesinde bırakmıştır. Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranını ise TCMB %9.5'ten %9'a, geç likidite penceresi uygulaması çerçevesindeki borç verme faiz oranını da %13'ten %12.5'e düşürmüştür.

Grafik 2 TÜFE (y-y,%)

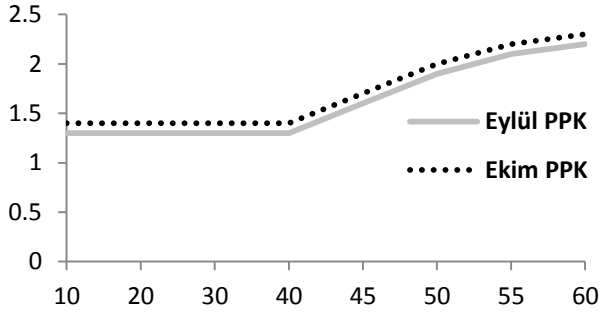


TCMB'nin Ekim ayı toplantısında faiz koridorunu beklentilerin altında daraltması enflasyona karşı temkinli bir duruş sergilediğini göstermesi bakımından da önemli görünmektedir. Özellikle enerji fiyatlarının enflasyonun hedefin üzerinde seyretmesinde temel rol oynadığı diğer yandan talep koşullarının ise enflasyonu düşüş yönünde desteklediği belirtilmiştir. Enerji fiyatlarındaki artışlar ile manşet enflasyonun yüksek seviyelerini korumasına karşın kontrol edilemeyen kalemleri dışlayan çekirdek enflasyonun sakin bir seyir izlediği görülmektedir. Ayrıca manşet enflasyonun

geçen yıldan gelen olumlu baz etkisi ile son çeyrekte belirgin bir düşüş eğilimine girmesi beklenmektedir. Geçtiğimiz yıl gerek yeni vergi düzenlemeleri gerekse döviz kuru geçişkenliği ile enflasyon Ekim-Kasım aylarında sırasıyla aylık %3.3 ve %1.7 artış yaşamıştır. Enflasyonun bu yılın Ekim-Kasım ayında, genel trendinin oldukça üzerinde bir artışa işaret eden bu seviyelerin, altında gerçekleşmesi yıllık bazda sert düşüşler yaşanmasına neden olabilecektir. Beklentimiz enflasyonun yılın son çeyreğinde belirgin bir düşüş yaşayacağına işaret etmektedir. Ayrıca çekirdek enflasyonun da yılın geri kalanında yatay hareket etmeye devam etmesi mümkün görünmektedir.

Grafik 3

Rezerv Opsiyon Katsayıları



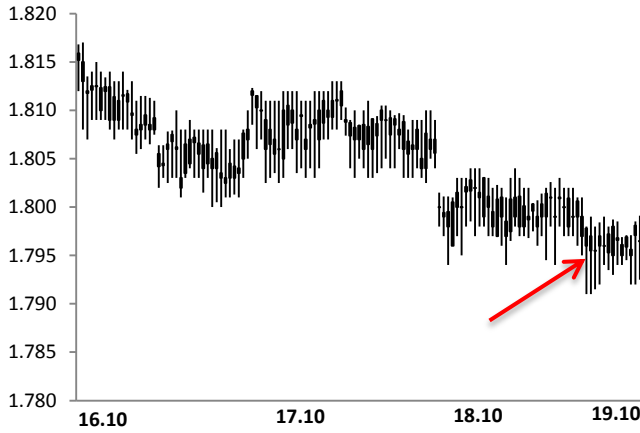
Kaynak: TCMB

TCMB faiz koridorunu daraltmasının yanı sıra son dönemde aktif bir politika aracı olarak kullandığı rezerv opsiyon katsayısında (ROK) da artırıma gitmiştir. Finansal istikrarı desteklemek amacıyla TCMB bütün dilimlere ilişkin ROK'ları 0.1 puan artırmıştır. Böylece ilk %40'lık dilim için ROK %1.4, %5'lik diğer dilimler içinse ROK sırasıyla %1.7, %2, %2.2 ve %2.3 olmuştur. Halihazırda bankaların bu imkandan yararlanma oranı %89 olup, Türk lirası zorunlu karşılıklar için tutulan dolar miktarı ise 25.9 milyardır. ROK'larda yapılan artırımın ardından imkanın aynı oranda kullanılması durumunda TCMB rezervlerinin yaklaşık 1.8 milyar

dolar artacağı tahmin edilmektedir. TCMB'nin ROK'ları artırım kararı, Banka'nın piyasaya sağladığı TL likiditesinde temkinli duruşunu sürdürdüğünü göstermektedir.

Grafik 4

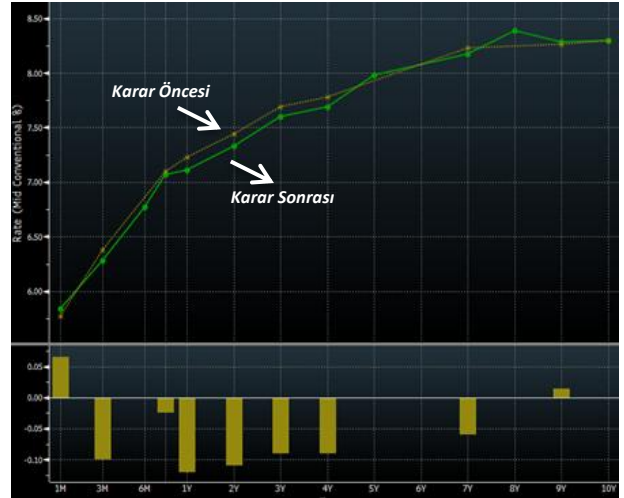
USD/TL Kuru



Kaynak: Reuters

Grafik 5

Getiri Eğrisi



Kaynak: Bloomberg

Merkez Bankası'nın Perşembe günkü faiz toplantısında alacağı karara ilişkin fiyatlamaya davranışları beklentiler çerçevesinde daha önceden başta piyasa faizleri olmak üzere etkisini göstermiştir. Piyasalarda faiz kararının öncesinde faiz koridorunun üst bandında 100 baz puanlık bir indirimin yapılacağı dile getirilmeye başlanmıştır. Toplantı sonrasında indirimin 50 baz puanda kalması piyasa faizleri üzerindeki etkinin nispeten sınırlı kalmasına neden olmuştur. Kararın ardından gösterge tahvil getirisi ilk aşamada son bir ayın en düşük seviyesine gerilemesine karşın daha sonra yükselmiştir. TCMB'nin faiz indiriminde temkinli bir duruş sergilemesi ve gelecek hafta yayımlayacağı Enflasyon Raporu'nda 2012 yılı enflasyon beklentisini yukarı yönde revize etme olasılığının artması faizlerdeki düşüşü sınırlandırabilecek gelişmeler olarak karşımıza çıkmaktadır. Piyasaların uzun süredir sonucunu beklediğiünkü PPK toplantısında faiz koridorunun üst bandındaki indirimin 50 baz puan ile beklentilerin altında kalması TL'nin USD karşısında ilk aşamada değer kazanmasını sağlamıştır. Toplantı öncesinde 1.7970-1.8030 bandında yatay bir seyir izleyen endeks kararın açıklanmasının ardından 1.7910

seviyesine kadar gerilemiştir. Ancak USD/TL kuru daha sonra dar banttaki yatay hareketine geri dönmüştür. Geçen haftaki faiz indirimi piyasa beklentilerinin altında kalmış olmasına karşın faizlerin hali hazırda düşük seviyelerde bulunması ve yatırımcıların fiyatladığı not artırımının 2013 yılının ilk çeyreğini bulabilecek olması USD/TL'nin aşağı yöndeki hareketlerinde zorlanmasına neden olmaktadır.

TCMB Ekim ayı toplantısında faiz koridorunu beklentilerin altında daraltırken son dönemde aktif bir politika aracı olarak kullandığı ROK'ları ise kademeli artırmaya devam etmiştir. Açıklanan sanayi üretimi ve işsizlik oranı gibi gecikmeli verilerin zayıf bir görünüme işaret etmesine karşın TCMB'nin öncül verilere odaklandığı dikkate alındığında öncül verilerden PMI imalat endeksinin Eylül ayında 49.99 seviyesinden 52.2'ye yükselmesinin TCMB'nin beklentilerden daha az indirimle gitmesinde etkili olduğunu düşünüyoruz. Diğer yandan TCMB'nin bu kararı büyüme yönlü bir politika izlemeye devam ettiğini göstermesinin yanı sıra enflasyon açısından ise temkinli olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca TCMB'nin önümüzdeki haftaki yılın son Enflasyon Raporu'nda yılsonu enflasyon beklentisinde revizyona gidebileceği sinyalleri de artmıştır. Açıklanacak Ekim ayı enflasyon rakamlarında enflasyonun yıllık bazda beklentilere paralel olarak gerilemeye devam etmesi durumunda büyüme yönlü riskler de dikkate alındığında TCMB'nin yılın geri kalanında da faiz koridorunu kademeli daraltmaya devam etmesi mümkün olabilir. Önümüzdeki dönemde finansal istikrarın sürmesi ve TL'de beklenmedik bir dalgalanma yaşanmaması durumunda, TCMB'nin faiz koridorunun üst bandı olan borç verme faiz oranını Kasım ve Aralık aylarında 50'şer baz puan indirerek yılsonunda daha önceki beklentimiz olan %9.0 yerine %8.50 seviyesine çekmesini bekliyoruz. TCMB'nin son yayımladığı raporda para politikasında esnekliğin devam edeceğini vurgulaması da faiz koridorunda indirimle devam edebileceği beklentimizi desteklemektedir. Ayrıca TCMB'nin ROK'larda yaptığı artırım faiz koridorunu daraltma yönünde attığı adımın bir kısmını kompanse ettiğinden önümüzdeki dönemde TCMB'nin ROK'larda daha fazla artırım yapma ihtimalinin azaldığını düşünüyoruz.

Cem Erođlu	Müdü	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0212-398 18 98
Nazan Kılıç	Müdü Yardımcısı	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0212-398 19 02
Ümit Ünsal	Müdü Yardımcısı	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0212-398 18 99
Emine Özgü Özen	Uzman	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0212-398 18 90
Naime Dođan Eriř	Uzman Yardımcısı	naimedogan.eris@vakifbank.com.tr	0212-398 18 92
Fatma Özlem Kanbur	Uzman Yardımcısı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0212-398 18 91
Sinem Ulusoy	Uzman Yardımcısı	sinem.ulusoy@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.