

İÇİNDEKİLER

İşsizlik Oranı Gerilemeye Devam Ediyor

Mayıs ayında Türkiye istihdam piyasası olumlu bir performans sergilemiş ve işsizlik oranı %8.2 ile Türkiye İstatistik Kurumu'nun (TÜİK) yeni nüfus projeksiyonlarına göre işsizlik oranlarını açıklamaya başladığı 2005 yılından bu yana en düşük seviyeye gerilemiştir. Ancak mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik rakamlarına bakıldığında, yatay bir hareket görülmektedir. Bu raporumuzda Türkiye Mayıs ayı istihdam piyasası gelişmeleri incelendikten sonra, uluslararası karşılaştırma yapılacak ve son olarak önümüzdeki döneme ilişkin işsizlik beklentimiz yer alacaktır.

Son gelişmelerin ardından gösterge tahvil getirisi nereye kadar geriler?

Geçtiğimiz hafta Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) yeni bir tahvil alım programı açıklamasının ve ABD istihdam rakamlarının beklentilerden zayıf gelmesinin ABD Merkez Bankası'nın (FED) yeni bir parasal genişlemeye gideceği ihtimalini artırmasının ardından gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) ilginin artmaya başladığı görülmektedir. Ağustos ayı enflasyon rakamlarının yanı sıra gelişmiş ülke merkez bankalarına ilişkin değindiğimiz bu gelişmelerin ardından Türkiye'ye olan yabancı ilgisinin artması ile tahvil-bono piyasasında faizlerde aşağı yönlü hareketlerin devam etmesi mümkün olabilir. Bu raporumuzda bahsedilen gelişmeler ışığında, 2 yıllık gösterge tahvil getirisinin hangi seviyelere inebileceği belirlenmeye çalışılmıştır.

Büyümede Net İhracat Belirleyici Oldu

Açıklanan son büyüme rakamlarıyla birlikte, Türkiye'deki ekonomik büyümenin hız kestiği görülmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde de ilk çeyrekte olduğu gibi net ihracatın büyüme rakamları üzerinde önemli rol oynamaya devam ettiği görülürken, ikinci çeyrekte altın ihracatında yaşanan sert artış dikkat çekmiştir. Bu bağlamda çalışmamızın bir bölümünde altın ihracatının büyüme üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Üçüncü çeyreğe ilişkin öncül göstergelerden sanayi üretimi Temmuz ayında sürpriz bir artış sergilemiştir. Beklentilerden olumlu gelen sanayi üretimi verisi piyasada oluşan 3 çeyrekte ekonominin büyüme hızının yavaşlamaya devam edeceği ile ilgili beklentilerden ters bir tablo çizmiştir. Bu raporumuzda, ikinci çeyrek büyüme verisi ayrıntılı bir şekilde incelendikten sonra, üçüncü çeyrek büyümesine ilişkin öncül bir gösterge olabilecek sanayi üretimi Temmuz ayı gerçekleştirmeleri de ele alınacaktır.

TCMB Eylül ayı toplantısında faiz koridorunu 150 baz puan daralttı.

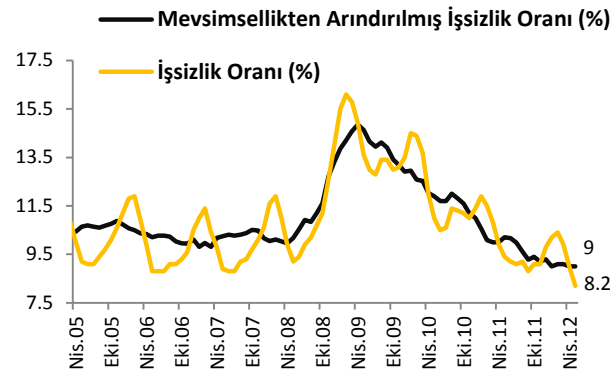
TCMB'nin Eylül ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısı piyasa oyuncuları tarafından uzun süredir beklenen bir gelişme olmuştur. Karar öncesinde piyasalarda faiz koridorunun üst bandında 100 baz puanlık bir indirim beklenirken, TCMB 150 baz puanlık bir indirim yapmıştır. Bu raporumuzda PPK kararlarının yanı sıra son dönemde yeni bir para politikası aracı haline gelen rezerv opsiyon katsayısı incelenecektir. Raporun izleyen bölümlerinde ise para politikası üzerinde etkili olan ve olabilecek makroekonomik ve finansal gelişmeler ele alınacaktır.

İşsizlik Oranı Gerilemeye Devam Ediyor

Mayıs ayında Türkiye istihdam piyasası olumlu bir performans sergilemiş ve işsizlik oranı %8.2 ile Türkiye İstatistik Kurumu'nun (TÜİK) yeni nüfus projeksiyonlarına göre işsizlik oranlarını açıklamaya başladığı 2005 yılından bu yana en düşük seviyeye gerilemiştir. Ancak mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik rakamlarına bakıldığında, yatay bir hareket görülmektedir. Bu raporumuzda Türkiye Mayıs ayı istihdam piyasası gelişmeleri incelendikten sonra, uluslararası karşılaştırma yapılacak ve son olarak önümüzdeki döneme ilişkin işsizlik beklentimiz yer alacaktır.

Mayıs ayında işsizlik oranı %8.2'ye geriledi.

Grafik 1

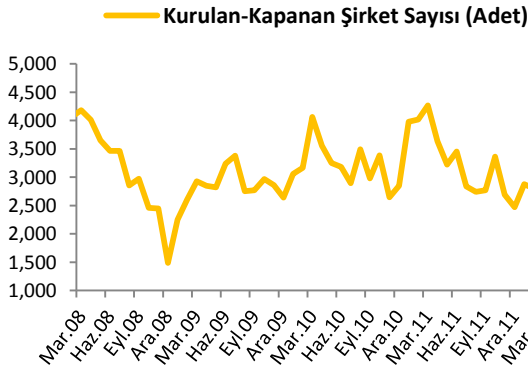


Kaynak: TÜİK

Mayıs ayında işsizlik oranı geçen senenin aynı dönemine göre 1.2 puan düşerek %8.2'ye gerilemiştir. Mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı ise bir önceki aya göre değişmeyerek %9.0 seviyesinde gerçekleşmiştir. İşsizlik oranında yıllık bazda kaydedilen belirgin gerilemeye rağmen mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranının bir önceki aya göre değişmemesi işgücü piyasasındaki toparlanmanın daha çok mevsimsel faktörlere bağlı olduğuna işaret etmektedir. Tarım dışı işsizlik oranı da bir önceki yıla göre 1.6 puan azalarak %10.4 seviyesine gerilemiştir. Tarım dışı işsizlik oranının manşet işsizlik oranına göre daha belirgin bir düşüş kaydetmesi, işgücü diğer sektörlerdeki artışlarından kaynaklandığını

piyasasındaki toparlanmanın tarım sektöründen ziyade göstermektedir.

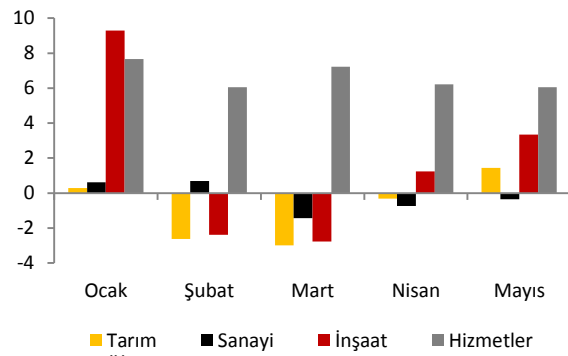
Grafik 2



Kaynak: TCMB

Grafik 3

Sektörel İstihdam Gelişimi (y-y,%)



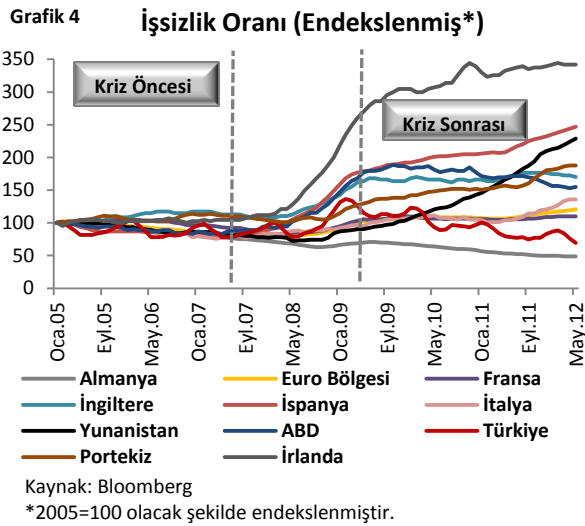
Kaynak: TÜİK

Mayıs ayında olumlu bir performans sergileyen istihdam piyasasına sektörel bazda bakıldığında, hizmetler sektörünün işsizlik oranındaki gerilemede en önemli rolü oynadığı görülmektedir. Hizmetler sektöründe istihdam Mayıs ayında 2011 yılının aynı ayına göre %6 oranında artarken bu sektör, toplam istihdamın da %48.8'ini karşılamıştır. Aylık bazda ise turizmde görülen artışın da etkisiyle %6 oranında artan hizmetler sektörü istihdamının mevsimsel etkilerden arındırıldığında bir önceki aya göre değişmediği görülmektedir. Hizmetler sektöründen sonra Mayıs ayında istihdamda ikinci en yüksek paya sahip olan sektör ise %25.2 ile tarım sektörü olmuştur. Tarım sektöründe istihdamın geçen üç ayda yıllık bazda azaldığı görülürken, Mayıs ayında yeniden yükselmeye başlamış olması olumlu görünmektedir. Mayıs ayında sürpriz şekilde %5.9 oranında büyüyen sanayi üretimine karşın, sanayi sektöründe istihdamın Mayıs ayında da gerilemeye devam ettiği görülmektedir. Ayrıca

sanayi sektörünün toplam istihdam içindeki payı %18.8 ile hem geçen yılın aynı ayına göre hem de bir önceki aya göre gerilemiştir. Mayıs ayında toplam istihdam içinde %7.2 ile en küçük paya sahip olan inşaat sektöründe ise istihdam bir önceki yılın aynı ayına göre %3.3 artmıştır. İnşaat sektörü istihdamı aylık bazda ise %12 ile sert bir yükseliş göstermiştir. Mevsimsellikten arındırıldığında ise inşaat sektörü istihdamının aylık bazda %0.8 oranında düşüş yaşadığı görülmektedir. Özellikle hizmetler ve inşaat sektöründeki bu durum, istihdamda sektörel bazda görülen iyileşmede mevsimsel etkilerin ağırlıklı rol oynadığını göstermektedir. Yaz aylarında hizmetler, inşaat ve tarım sektörlerinde işgücü hareketliliğinin arttığı göz önünde bulundurulduğunda, işsizlikteki olumlu performansın yaz ayları boyunca devam etmesi beklenebilir. Ancak sanayi istihdamı açısından önemli bir gösterge olabilecek kurulan kapanan şirket istatistiklerine bakıldığında, Haziran ayında kurulan kapanan şirket farkının 2008 yılının Aralık ayından sonraki en düşük seviyesine gerilediği görülmektedir. Bu durum önümüzdeki dönemde sanayi istihdamının seyri açısından risk oluşturabilecektir.

Türkiye işsizlikte olumlu bir performans sergiliyor.

Küresel krizle birlikte istihdam piyasalarında başlayan bozulma, Euro Bölgesi'ndeki borç kriziyle birlikte tetiklenmiş ve özellikle Euro Bölgesi ülkelerinin işsizlik oranlarında ciddi yükselişler görülmüştür. Ancak bölge içindeki ülkeler arasında istihdam piyasaları bakımından önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Euro Bölgesi ekonomisinin lokomotifleri olarak tanımlanan ve bölgenin en büyük ekonomisi olan Almanya'da bozulmanın kısa süreli olduğu görülürken, İrlanda'da işsizlik oranındaki ciddi artışların devam ettiği görülmektedir.

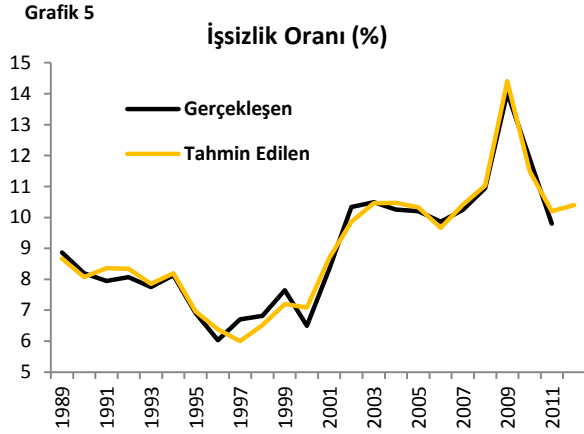


İşsizlik oranlarının kriz öncesi ve kriz sonrası dönemlerde nasıl hareket ettiğini görebilmek için, Türkiye işsizlik oranı ile seçilmiş ülke işsizlik oranları karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Yandaki grafikte Türkiye'nin işsizlik oranı 2005 bazlı olduğundan, seçilmiş ülke işsizlik oranları 2005=100 olacak şekilde endekslenerek Türkiye işsizlik oranı ile karşılaştırılmıştır. Grafik-4'teki endekslenmiş işsizlik oranları incelendiğinde, kriz öncesinde işsizlik oranı %4.6'nın üzerine çıkmayan İrlanda'da işsizlik oranının diğer ülkelere nazaran daha hızlı arttığı görülmüştür. İspanya işsizlik oranındaki artışın İrlanda'ya nazaran daha sınırlı olduğu görülürken, İspanya'yı takip eden ve Euro Bölgesi borç krizinin ilk patlak verdiği ülke olan Yunanistan'da da sert

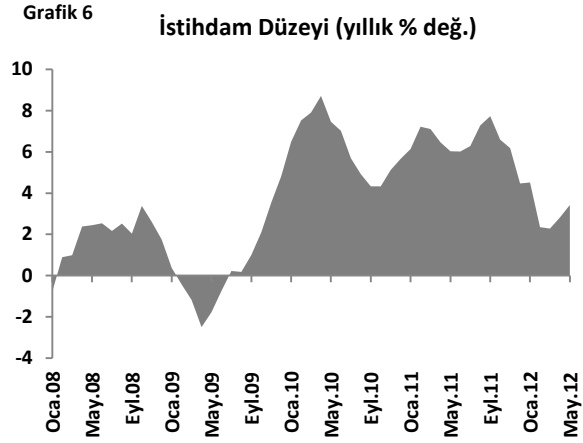
artışlar yaşandığı görülmektedir. Öte yandan Türkiye'nin bu çalışmada seçilmiş ülkeler arasında, Euro Bölgesi'nin en büyük ekonomisi olan Almanya'nın ardından en düşük işsizlik oranına sahip ikinci ülke olduğu görülmektedir. Başta ABD olmak üzere pek çok ülkenin istihdam piyasasında kriz sonrasında toparlanma görülmesine karşın işsizlik oranlarının hala kriz öncesi seviyelerinin üzerinde olduğu görülmektedir. Bunun en temel nedeni yapısal bir olgu olan işsizliğin ekonomi düzelse dahi toparlanmasının zaman almasıdır. Krizin ardından reel sektörün yatırım yaparak istihdamı destekleme yönünde yeni adımlar atabilmesi ekonomiye güven tesisinin sağlanması ile mümkün olabilmektedir. Küresel krizin ardından başlayan Euro Bölgesi borç krizi özellikle Avrupa'da ekonomiye dair algılamaları bozarak işsizlik oranı açısından olumsuz bir ortam yaratmıştır. Bu nedenle Euro Bölgesi ülkelerinin pek çoğunda işsizlik oranı hâlihazırda küresel kriz sonrası seviyelerin de üzerinde seyretmektedir. Örneğin İspanya'nın işsizlik oranının kriz öncesi seviyesinden 16.6 puan, kriz sonrası seviyesinin ise 6.7 puan üzerinde olduğu dikkat çekmektedir. Ekonomik açıdan oldukça zor durumda olan bir diğer Euro Bölgesi ekonomisi Yunanistan'ın işsizlik oranının da kriz öncesi seviyesinden 14.9 puan, kriz sonrası seviyesinden ise 13.8 puan daha yüksek olduğu görülmektedir. Aynı dönemlerde Türkiye'nin işsizlik oranı incelendiğinde ise işsizlik oranının kriz öncesine göre 1 puan, kriz sonrasına göre ise 4.8 puan gerilediği

görülmektedir. Sonuç olarak Türkiye'nin istihdam piyasası uluslararası karşılaştırmalarda dikkat çekici bir performans sergilemiştir. İşsizlik oranındaki toparlanmanın boyutu kadar çok hızlı bir şekilde gerçekleşmiş olması da önemli görünmektedir. Bu hızlı değişimin olumlu yönde devam etmesi işsizlik oranında yapısal bir dönüşümün de sinyali olabilir.

İlk 5 ayda istihdam beklentilerden olumlu bir performans sergiledi.



Kaynak: TÜİK, VakıfBank

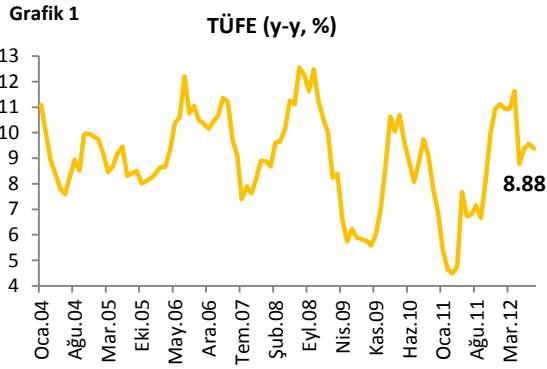


Kaynak: TCMB

Türkiye ekonomisinin küresel kriz sonrasında yakaladığı güçlü büyüme performansı işgücü piyasalarında da kendisini göstermiş ve olumlu bir seyrin ortaya çıkmasına katkı sağlamıştır. Canlı makroekonomik yapı yeni iş olanaklarının yaratılmasına katkı sağlayarak istihdam düzeyinin istikrarlı bir şekilde yükselmesini ve 2010 yılının başından 2011 yılı sonuna kadar istihdamın ortalama %6.4 oranında büyümesini sağlamıştır. 2012 yılının ilk 5 ayında ise ortalama istihdam artışının %3.1 ile yavaşladığı dikkat çekmektedir. Ancak özellikle büyümenin de 2012 yılında belirgin şekilde hız kestiği dikkate alındığında, istihdamın artış hızındaki yavaşlamanın nispeten sınırlı kaldığı dahi söylenebilmektedir. Güçlü büyüme performansına ve istihdamdaki artışa bağlı olarak 2011 yılında işsizlik oranı belirgin bir şekilde gerilemiştir. 2012 yılının ilk aylarında ise büyümedeki yavaşlama ile çift haneli seviyelere yükselen işsizlik oranı mevsimsel trendin üzerinde görülen olumlu hareketler ile son aylarda yeniden sürpriz bir toparlanma göstermiştir. Mevsimsel olarak tarım ve turizm istihdamındaki artışın istihdamı ve işsizlik oranını olumlu etkilediği görülürken son dönemde işsizlik oranındaki bu sürpriz hareketlerin ardından 2012 yılı için %10.4 seviyesinde bulunan işsizlik oranı tahminimize ilişkin aşağı yönlü riskler de artmıştır. Ancak temel olarak 2 önemli nedenle işsizlik oranının son dönemdeki bu hareketine temkinli yaklaşılması gerekmektedir. Öncelikle manşet işsizlik oranında görülen bu toparlanmaya karşın mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranı son 7 aydır %9-%9.3 aralığında daha yatay bir hareket sergilemiştir. Bu nedenle konjonktür dışı olumlu mevsimsel etkilerin sona erdiği yaz aylarından sonra işsizlik oranında genel trendinin üzerinde bir yükseliş yaşanması mümkün olabilir. Diğer önemli neden ise ekonomik aktiviteye ilişkin açıklanan öncül verilerin ekonomi için yılın üçüncü çeyreğinde yılın ilk iki çeyreğine oranla daha olumsuz bir tabloya işaret etmesi olarak ele alınabilir. Açıklanan veriler yılın ikinci yarısında olumlu işsizlik rakamlarının terse dönebileceğinin sinyalini vermektedir. Önümüzdeki döneme ilişkin bu değerlendirmeler dikkate alındığında 2012 yılı işsizlik oranı beklentimizi %10.4 seviyesinde tutmaya devam ediyoruz.

Son gelişmelerin ardından gösterge tahvil getirisi nereye kadar geriler?

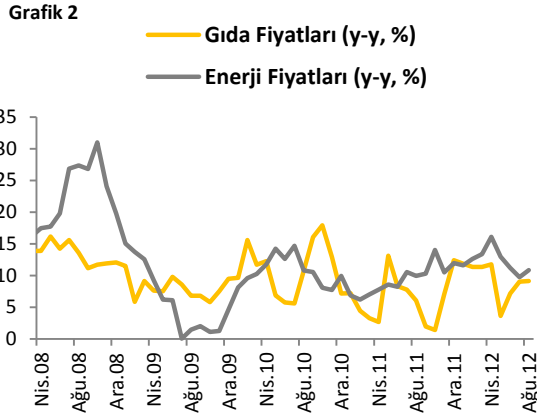
Geçtiğimiz hafta Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) yeni bir tahvil alım programı açıklamasının ve ABD istihdam rakamlarının beklentilerden zayıf gelmesinin ABD Merkez Bankası'nın (FED) yeni bir parasal genişlemeye gideceği ihtimalini artırmasının ardından gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) ilginin artmaya başladığı görülmektedir. Ağustos ayı enflasyon rakamlarının yanı sıra gelişmiş ülke merkez bankalarına ilişkin değindiğimiz bu gelişmelerin ardından Türkiye'ye olan yabancı ilgisinin artması ile tahvil-bono piyasasında faizlerde aşağı yönlü hareketlerin devam etmesi mümkün olabilir. Bu raporumuzda bahsedilen gelişmeler ışığında, 2 yıllık gösterge tahvil getirisinin hangi seviyelere inebileceği belirlenmeye çalışılmıştır.



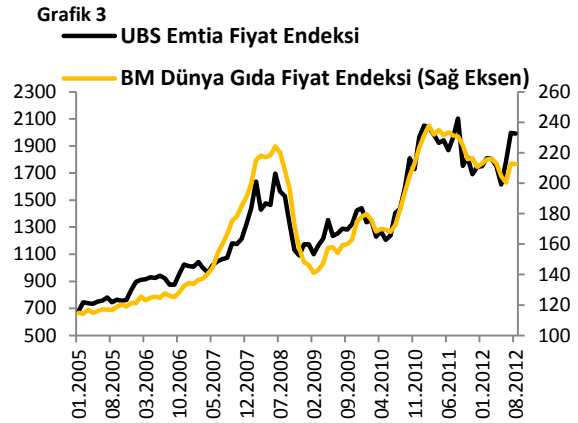
Kaynak: TÜİK

2012 yılının Ağustos ayında TÜFE aylık bazda %0.56 oranında artarak beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Geçtiğimiz yılın Ağustos ayında enflasyon, aylık bazda daha sert bir artışa işaret etmişti. Bu nedenle geçtiğimiz yıldan gelen olumlu baz etkisiyle yıllık bazda TÜFE Temmuz ayındaki %9.07 seviyesinden Ağustos ayında %8.88 seviyesine gerilemiştir. Ağustos ayında TÜFE'de beklentilerin üzerinde yaşanan yükseliş gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemlerden kaynaklanmıştır. Buna karşın çekirdek enflasyon göstergeleri ılımlı seyrini devam ettirmiştir.

Enflasyondaki artışta kontrol edilemeyen kalemler rol oynadı



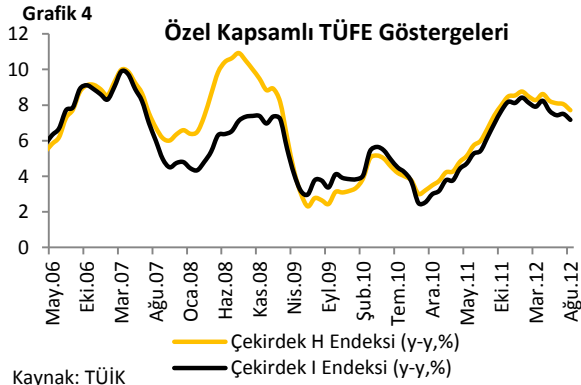
Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

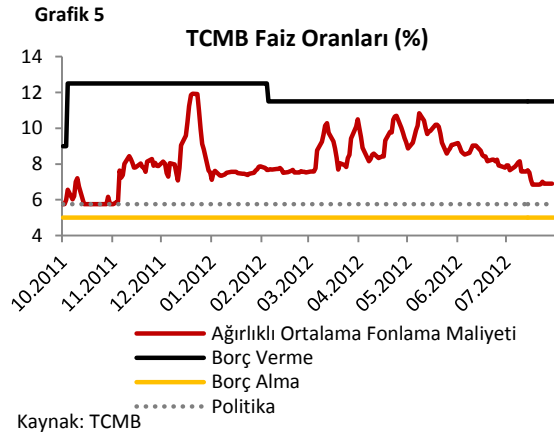
Ağustos ayında enflasyonda görülen yükselişte gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemler belirleyici olmuştur. Ağustos ayında aylık bazda %1.46 artan gıda ve alkolsüz içecekler grubu enflasyona en yüksek katkıyı yapan grup olurken, onu aylık bazda %2.29 artan enerji fiyatları izlemiştir. Ağustos ayında gıda fiyatlarındaki yüksek artış, son dönemde kötü hava koşulları nedeniyle küresel gıda fiyatlarında görülen yükselişin yurtiçi enflasyon üzerindeki ikincil etkilerinin düşünülenden daha hızlı görülmeye başladığına işaret etmektedir. Bununla birlikte küresel gıda göstergeleri Birleşmiş Milletler Dünya Gıda Fiyat Endeksi ile UBS emtia endeksinin Ağustos ayında da yüksek seviyelerini koruduğu görülmektedir.

Çekirdek enflasyon göstergelerinde olumlu seyir devam ediyor.



Ağustos ayında aylık TÜFE beklentilerin üzerinde gerçekleşirken, çekirdek enflasyon göstergeleri TCMB'nin son enflasyon raporundaki beklentisine paralel bir görünüm sergileyerek Ağustos ayında da düşüş trendini sürdürmüştür. Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I Endeksi) Ağustos ayında bir önceki aya göre %0.28 düşerken, yıllık artış hızı ise aylık bazdaki düşüşe paralel olarak Temmuz ayındaki %7.5 seviyesinden %7.17'ye gerileyerek, Eylül 2011'den bu yana görülen en düşük seviyede gerçekleşmiştir.

Yukarıda bahsettiğimiz gibi önümüzdeki dönemde gıda ve enerji fiyatları enflasyon üzerindeki en belirgin risk unsurlarını oluşturmaktadır. Bununla birlikte yurtiçindeki düşük faiz ortamının TL'deki değer kazancını sınırlandırması ve kurlar üzerindeki baskının artması da kurun geçişkenliği ile enflasyon üzerinde etkili olabilecektir. Böylece TL'de sert değer kaybı yaşanması durumunda gıda ve enerji dışındaki kalemlerde de maliyet kaynaklı artışlar görülebilir. Ayrıca son açıklanan bütçe rakamları, OVP'nin yılsonu hedefinin aşılabileceğini ortaya çıkarmıştır. Bu durumun yeni vergiler ile giderilmeye çalışılması durumunda, vergi artışlarının da enflasyon üzerindeki etkileri takip edilmelidir.

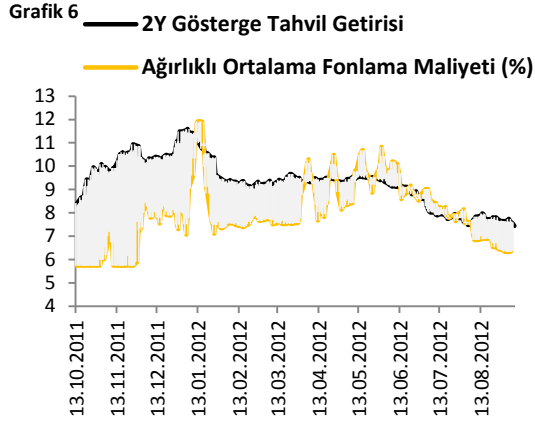


Son açıklanan Ağustos ayı enflasyon rakamlarında beklentilerin üzerinde bir yükseliş yaşamasında gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemlerin etkili olduğu görülürken, gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon ise gerilemeye devam etmektedir. Diğer yandan birinci çeyrek büyüme rakamlarının ardından ikinci çeyrek büyüme rakamlarının da büyümenin hız kesmeye devam ettiğini göstermesi ve genel olarak öncül verilerin ekonomideki yavaşlamanın devam edebileceğine işaret etmesi, TCMB'nin önümüzdeki dönemde daha fazla büyüme odaklı bir para politikası izleyebileceğine işaret etmektedir. Son açıklanan enflasyon verilerinin

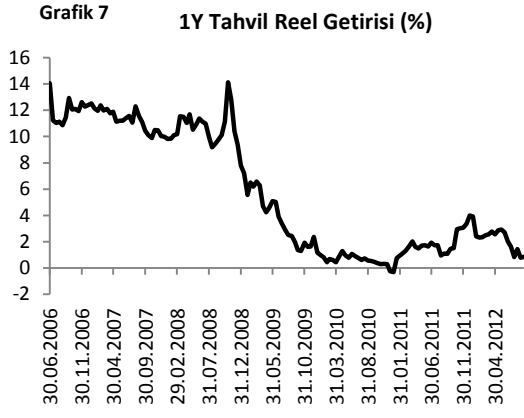
ardından hareket alanı bir miktar artan TCMB'nin Eylül ayı toplantısında faiz koridorunun üst bandı olan borç verme faiz oranında 50 baz puan yerine 100 baz puan indirime gitmesini bekliyoruz. TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini %6.30'lara kadar çekmesi ile %5.75 olan politika faiz oranı ile arasındaki farkın oldukça azalması, TCMB'nin koridoru daha sert daraltmasına olanak sağlayabilmektedir. Yurtiçinde bu gelişmelerin yanı sıra ECB'nin almış olduğu kararla Avrupa İstikrar Mekanizması (ESM) ve Avrupa Finansal İstikrar Fonu'ndan (EFSF) resmi olarak yardım talebinde bulunan ülkelerin piyasada işlem gören tahvillerinin sınırsız olarak satın alınması kararının yatırımcılar tarafından olumlu karşılanması, Türkiye gibi GOÜ'lere fon akışının hızlanmasına neden olmaktadır. Bunun yanı sıra geçen Cuma açıklanan ABD istihdam rakamlarının beklentilerin altında kalması FED'in bu haftaki toplantısı sonrası yeni parasal genişleme açıklama ihtimalini artırmıştır. Bu gelişmelerin de Türkiye'ye olan yatırımcı ilgisini artırması ihtimali yüksek görünmektedir. Ayrıca Almanya Anayasa Mahkemesi'nin 12 Eylül'de ESM ile ilgili olumlu bir karar açıklaması durumunda artan küresel risk iştahının GOÜ'lere fon girişlerini desteklemesi beklenmektedir.

Önümüzdeki dönemde gösterge tahvil nasıl hareket eder?

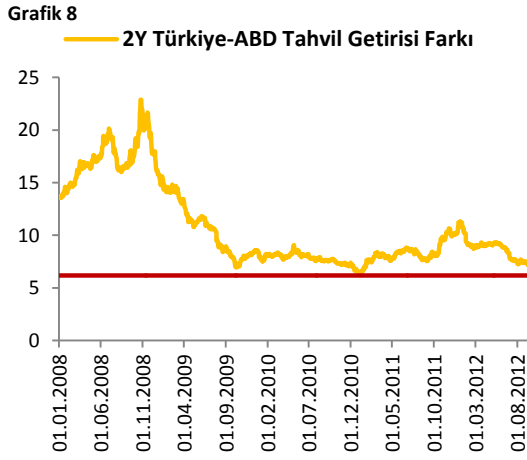
Yukarıda bahsettiğimiz koşulların oluşması özellikle yabancı yatırımcıların ilgisinin artmasına neden olacakken, bu durum tahvil-bono piyasasında yeni alımlara neden olabilir. Bu bağlamda geçtiğimiz hafta görülen aşağı yönlü hareket ile önemli bir destek seviyesi olan %7.50 seviyesinin altına gerileyen gösterge tahvilin bileşik getirisinde bu aşağı yönlü hareketin devam etmesine yol açabilir. Böyle bir aşağı yönlü hareketin yaşanması durumunda bileşik getiri en düşük hangi seviyeleri görebilir?



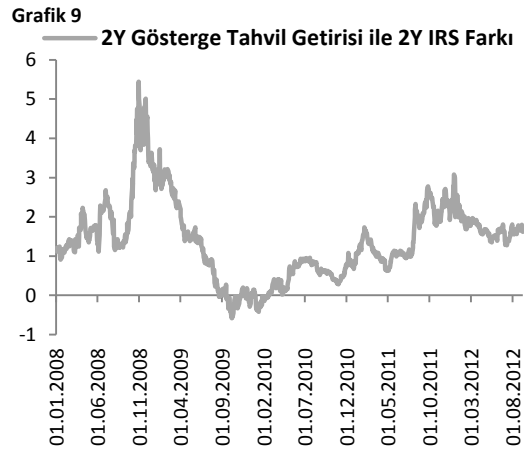
Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg, TCMB, VakıfBank



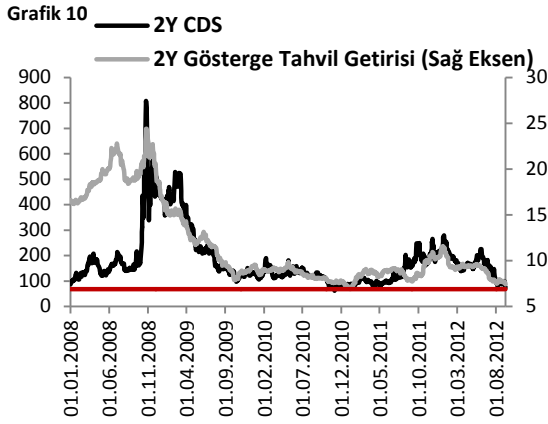
Kaynak: Bloomberg



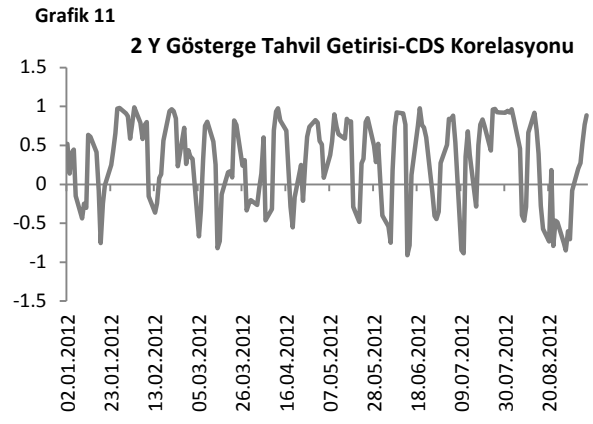
Kaynak: Bloomberg

Gösterge tahvil getirisi gerek gelişmiş ülke merkez bankalarının büyüme yönlü riskleri gidermek için yeni parasal genişlemeye gideceği beklentilerinin artması, gerekse TCMB'nin ortalama fonlama maliyetini aşağı çekmesi ile son 2 aydır aşağı yönlü bir seyir izlemiştir. Geçtiğimiz hafta yılın en düşük seviyesine gerileyen bileşik getiride bundan sonraki dönemde bu aşağı yönlü hareketin devam edip etmeyeceği de önemli görünmektedir. Yukarıda yer alan Grafikler (Grafik6-7-8-9) bileşik getiride aşağı yönlü hareketin marjının daraldığına işaret etmektedir. Öncelikle TCMB'nin ağırlıklı fonlama maliyetinin izlediği aşağı yönlü hareketi incelediğimizde, %6.20 ile 2011 yılının Kasım ayından sonraki en düşük seviyelere gerilediği ve böylece TCMB'nin yıl sonu enflasyon beklentisi olan %6.2'ye de oldukça yaklaştığı görülmektedir. Son yayımlanan Eylül ayı birinci beklenti anketine göre ise piyasanın yıl sonu enflasyon beklentisi %6.8 ile halihazırda fonlama maliyetinin üzerinde bir rakama işaret etmektedir. Bu bağlamda özellikle bütçe üzerindeki baskının yeni vergi düzenlemeleri ile telafi edilmesi ile Ekim ayında enflasyonda beklenen sert düşüşün gerçekleşmemesi durumunda ortalama fonlama maliyetinde

gerileme terse dönebilir. Böyle bir durumda bileşik getiride bu seviyelerden yukarı yönlü hareketler yaşanabilecektir. Ayrıca 1 yıllık tahvil getirisinin 12 ay sonrası enflasyon beklentilerinden arındırılarak hesaplanan reel getirisi sıfıra çok yakın bir değere işaret etmektedir. Daha önce reel getirinin 2011 yılının Ağustos ayında bu denli düşük seviyelere gerilediği ve sonrasında ise hızlı bir yükseliş yaşadığı görülmektedir. Reel getirinin negatife düştüğü 2010 yılının sonunda ise bu düşük seviyelerden daha sert bir yükseliş yaşandığı dikkat çekmektedir. Reel getirinin bu tarihsel hareketleri tahvil-bono piyasasındaki bu düşük seviyelerin kalıcı olmayacağına işaret etmektedir.

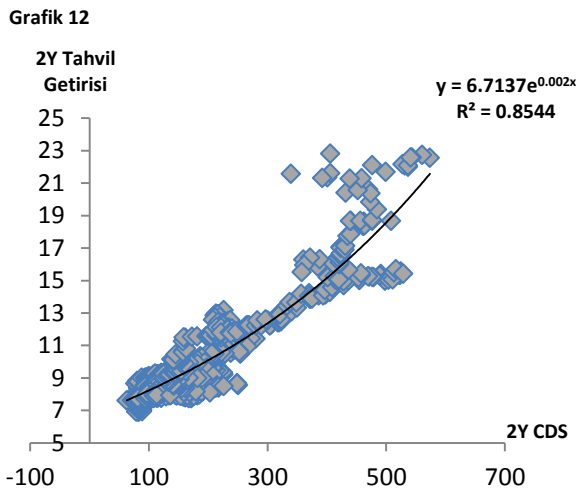


Kaynak: Bloomberg



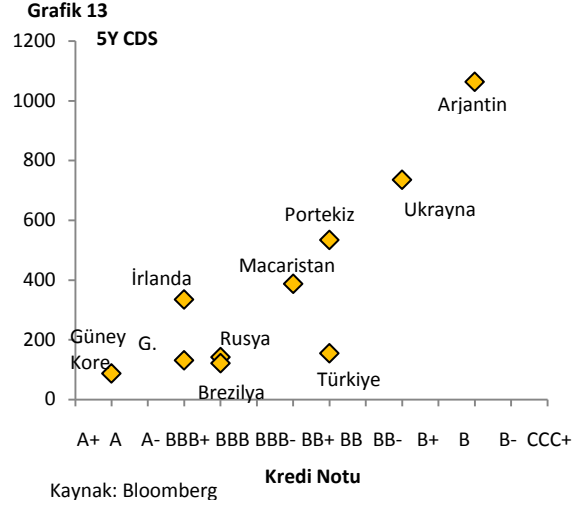
Kaynak: Bloomberg

Yukarıda bahsettiğimiz gibi reel getiri seviyelerinin negatife çok yaklaşmış olmasına karşın son günlerde risk alma iştahındaki olumlu ortamın bono faizlerini bir miktar daha aşağı yönlü çekebileceği ihtimali göz önüne alınmalıdır. Olası dip seviyelerinin ne olabileceğini belirlemek için risk alma iştahını en sağlıklı gösteren verinin ülke kredi temerrüt takası (CDS) olduğunu düşünüyoruz. Genellikle ülkede risk alma iştahı artarsa CDS'lerin aşağı yönlü hareket ettiği ve ülke faiz hadlerinin de aşağı yönlü hareket ettiği görülmektedir. Bu bağlamda en önemli risk primi göstergelerinden biri olan CDS ile 2 yıllık tahvil getirisi serilerinin hareketleri beraber incelendiğinde, grafiksel uyum dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik 10). Söz konusu değişkenler arasındaki korelasyon rakamları zaman zaman bu uyumun zayıfladığına işaret etse de özellikle son dönemde korelasyonun yeniden arttığı görülmektedir (Bkz. Grafik 11).



Bileşik getirinin yılın en düşük seviyelerine gerilediği son dönemde Türkiye'nin 2 yıllık CDS'leri de 74 ile tarihi düşük seviyelere gelmiştir. Önümüzdeki dönemde son günlerde görülen küresel risk alma iştahındaki artış devam ederse 2 yıllık CDS'lerde bu düşüş devam edebilir ve bu durum yurtiçi tahvil-bono piyasasını da destekleyebilecektir. Ancak 74 seviyelerine kadar gerileyen 2 yıllık CDS'lerin 2006 yılının Mart ayında gördüğü rekor düşük seviye olan 44.8 seviyelerine oldukça yaklaştığı değerlendirildiğinde, aşağı yönlü hareketler sınırlı kalabilir. 2 yıllık gösterge tahvil getirisi ile 2 yıllık CDS'ler arasındaki yüksek korelasyon rakamları dikkate alındığında CDS'lerde görülebilecek düşüşlerin bileşik getiri üzerindeki etkilerini belirlemek amacıyla, tek değişkenli bir regresyon denklemi oluşturulmuştur. Denklem açıklıçılığının %85 ile tek değişkenli bir model için önemli bir değere işaret ettiği söylenebilir. Üstel

bir denklem ile temsil edilen modelimizin sonuçları 2 yıllık CDS'in halihazırdaki 74 seviyesinden tarihi düşük seviye olan 44'e gerilemesi durumunda bileşik getirinin 45 baz puan gerileyeceğine işaret etmektedir. Böyle bir durumda bileşik getiri son önemli destek seviyesi olarak gösterdiğimiz rekor düşük seviyesi olan %6.80-%6.85 seviyesine gerileyecektir.



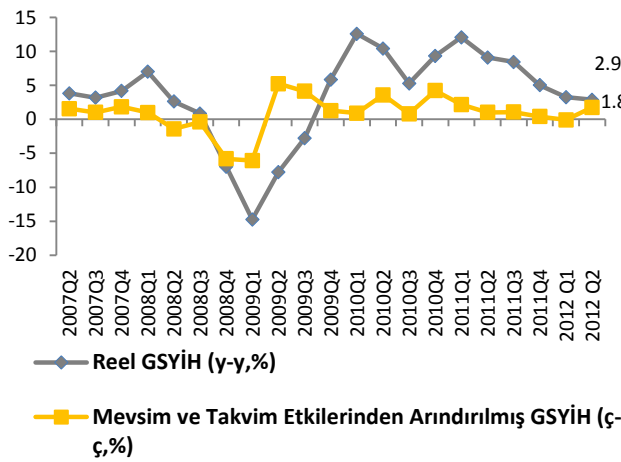
Sonuç olarak çalışmamızda da değindiğimiz gibi, Türkiye'de risk alma iştahındaki artışın hâlihazırda bileşik getiride aşağı yönlü harekete izin verdiği görülmektedir. Ancak önümüzdeki dönemde küresel risk alma iştahının TL üzerindeki değerlenme sürecinin ardından geçmiş yıllarda olduğu gibi TCMB'nin faizleri düşük tutmaya devam ettiği bir ortamda kur ve enflasyon üzerinde baskı yaratabilecektir. Böyle bir durumda önümüzdeki dönemde bileşik getiride sert yukarı yönlü hareketler görülebilir. Son günlerde piyasada oluşan hava Türkiye'nin notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseltileceği beklentisini yansıtmaktadır. Ancak ülke risk priminin gelmiş olduğu değerler dikkate alındığında, yatırımcıların hâlihazırda Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılabilir seviyenin

üzerinde fiyatlandıkları görülmektedir. Bu nedenle Türkiye'nin CDS'lerinin yukarıda değindiğimiz tarihi düşük seviye olan 44 seviyelerine gelmeden de yukarı dönmesi mümkün olabilecektir. Böyle bir durumda bileşik getirinin de %6.80-%6.85 seviyelerini görmeden yukarı yönlü hareket etmesi mümkün görünmektedir. Gösterge tahvilin bileşik getirisinin yukarı yönlü hareketlerinde %7.80-%8.0 seviyelerine doğru sert bir çekilme riski de oluşabilecektir.

Büyümede Net İhracat Belirleyici Oldu

Açıklanan son büyüme rakamlarıyla birlikte, Türkiye'deki ekonomik büyümenin hız kestiği görülmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde de ilk çeyrekte olduğu gibi net ihracatın büyüme rakamları üzerinde önemli rol oynamaya devam ettiği görülürken, ikinci çeyrekte altın ihracatında yaşanan sert artış dikkat çekmiştir. Bu bağlamda çalışmamızın bir bölümünde altın ihracatının büyüme üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Üçüncü çeyreğe ilişkin öncül göstergelerden sanayi üretimi Temmuz ayında sürpriz bir artış sergilemiştir. Beklentilerden olumlu gelen sanayi üretimi verisi piyasada oluşan 3 çeyrekte ekonominin büyüme hızının yavaşlamaya devam edeceği ile ilgili beklentilerden ters bir tablo çizmiştir. Bu raporumuzda, ikinci çeyrek büyüme verisi ayrıntılı bir şekilde incelendikten sonra, üçüncü çeyrek büyümesine ilişkin öncül bir gösterge olabilecek sanayi üretimi Temmuz ayı gerçekleşmeleri de ele alınacaktır.

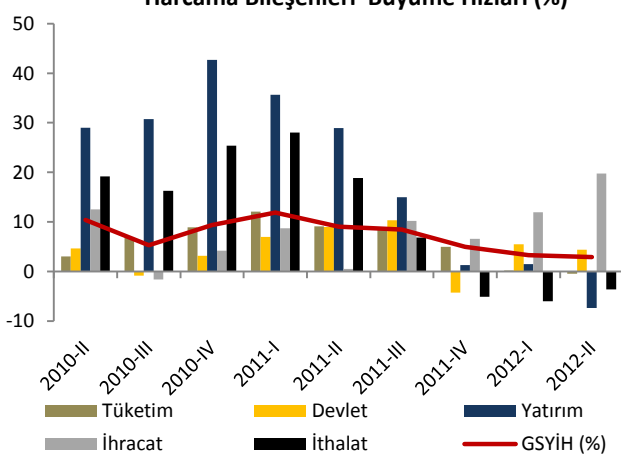
Grafik 1



Kaynak: TÜİK

revize edilmiştir.

Grafik 2

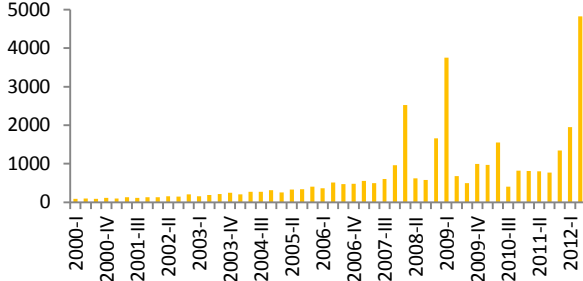


Kaynak: TÜİK

Büyüme verileri harcamalar yöntemiyle incelendiğinde, hemen hemen tüm harcama bileşenlerinin yıllık artış hızında yılın ikinci çeyreğinde yavaşlamanın devam ettiği görülmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde de ilk çeyrekte olduğu gibi net ihracat büyüme rakamlarında en önemli rolü oynamıştır. İhracatın yılın ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %19.8 artarak dikkat çekici bir performans yakalamasının yanı sıra aynı dönemde ithalatın %3.6 oranında daralması ile net ihracat, büyümeye 5.7 puanlık katkı sağlamıştır. 2010 ve 2011 yıllarında yakalanan hızlı büyüme performansında kilit rol oynayan yerleşik hanehalkları tüketiminin yıllık artış hızı ise ilk çeyreğin ardından ikinci çeyrekte de yavaşlamaya devam etmiştir. Böylece özel tüketimin GSYİH içindeki payı 2008 yılının üçüncü çeyreğinden beri görülen en düşük seviye olan %65.7'ye gerilemiştir. Yatırım harcamalarının yıllık artış hızının ise son çeyrekte bir önceki çeyreğe göre oldukça yavaşladığı görülürken, yatırım harcamalarındaki zayıf görünümde, özel yatırımların temel rol oynadığı görülmektedir. 2012 yılının ikinci

çeyreğinde yıllık bazda %7.9 küçülen özel sektör yatırımları büyümeye 1.95 puan negatif katkı yapmıştır. Yatırım performansı açısından öncül olan ara malı ve sermaye malı imalatının yanı sıra kapasite kullanım oranı üçüncü çeyrekte de yatırımların düşük kalabileceğine işaret etmektedir.

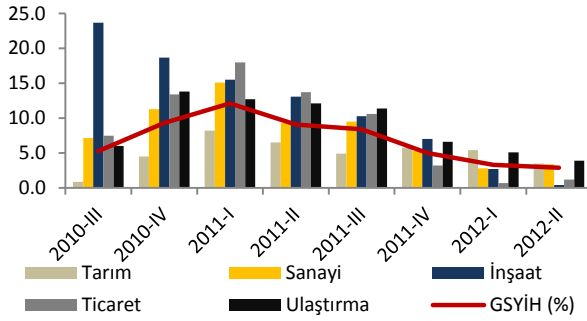
Grafik 3
Altın İhracatı (milyon dolar)



Kaynak: TÜİK

düzeyindeyken, 2012 yılının ilk çeyreğinde 1.9 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu yılların ikinci çeyreğinde ortalama 480 milyon dolar olan altın ihracatı 2012 yılının ikinci çeyreğinde sert şekilde yükselerek 4.8 milyar dolar olmuştur. Altın ihracatı 2012 yılında da daha önceki yıllara benzer bir seyir izleseydi, ilk çeyrekte %3.3 gerçekleşen büyüme oranının %2.6, %2.9 olan ikinci çeyrek büyüme oranının ise %0.6 olacağı hesaplanmaktadır. Bu durum altın ihracatındaki artışın büyümeye olumlu katkısını gösterirken, 2011 yılının üçüncü çeyreği incelendiğinde tersi bir durum dikkat çekmektedir. 2012 yılında büyümeye pozitif katkı yapan altın ihracatı 2011 yılının üçüncü çeyreğinde büyüme oranını aşağı çekmiştir. 2011 yılının 3. Çeyreğindeki bu negatif etki 1 puan olarak hesaplanmıştır. Daha açık bir ifade ile hesaplarımız 2011 yılının 3. çeyreğinde, net altın ihracatının 2000-2010 yılları üçüncü çeyrek ortalamasına benzer bir performans sergilemesi durumunda 2011 yılının 3. çeyreğinde ekonominin %8.4 yerine %9.4 oranında büyüyeceğine işaret etmektedir.

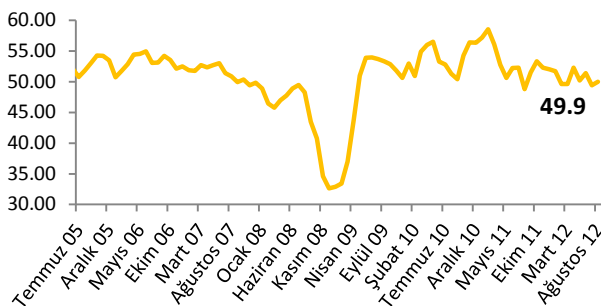
Grafik 4
Sektörel Büyüme Hızları (%)



Kaynak: TÜİK

katkısı sağlayan sektör olmuştur. İkinci çeyrekte sanayi sektörünün yıllık büyüme hızı %2.8'den %3.4'e yükselirken, tarım ve ulaştırma sektörlerinde büyüme hız kesmiştir. Tarım ve ulaştırma sektörlerinin yıllık büyüme hızları yavaşlamaya devam etmesine karşın, genel büyüme performansının üzerinde, sırasıyla %3.5 ve %3.9 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 5
PMI İmalat Endeksi



Kaynak: Reuters

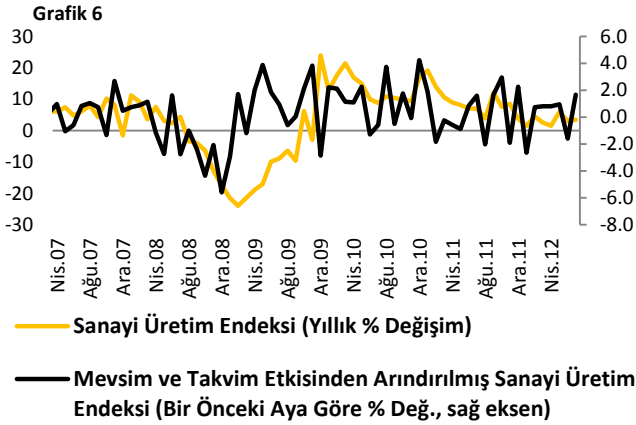
Açıklanan ikinci çeyrek büyüme rakamlarında büyümeye 5.7 puanlık katkı sağlayan net ihracat, en dikkat çekici performansı sergilemiştir. İhracatın bu yüksek performansında altın ihracatı en önemli rolü oynamıştır. Bu nedenle, çalışmamızın bu bölümünde altın ihracatının büyüme üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılacaktır. Öncelikle altın ihracatının genel seyrine bakıldığında özellikle 2012 yılında görülen sert artış dikkat çekmektedir. TÜİK verilerine göre 2000-2011 yıllarının ilk çeyreğinde ortalama altın ihracatı 820 milyon dolar

2012 yılı ikinci çeyrek büyüme verilerine iktisadi faaliyet kolları itibarıyla bakıldığında ise, genel olarak tüm sektörlerin artış hızında yavaşlama olduğu görülmektedir. Sektörel bazda en dikkat çekici yavaşlama %0.4'lük sınırlı büyüme ile yılın ilk çeyreğinde yıllık bazda %2.7 büyüyen inşaat sektöründe yaşanmıştır. Böylece inşaat sektörünün büyümeye katkısı neredeyse durmuştur (Büyümeye katkı: 0.02 puan). İkinci çeyrekte yıllık bazda %3.4 büyüyen sanayi sektörü ise 0.88 puan ile büyümeye en yüksek

Üçüncü çeyreğe ilişkin açıklanan son veriler genel olarak ekonomide yavaşlamanın devam edeceğine işaret etmektedir. PMI imalat endeksi 50 kritik seviyesinin altında seyretmeye devam ederken, reel kesim güven endeksinde dört aydır gerileme görülmektedir. Ancak son açıklanan sanayi üretimi verisi Temmuz ayında sürpriz bir

artışa işaret ederek diğer göstergelerden farklı bir tablo çizmiştir. Bu nedenle son açıklanan sanayi üretimi rakamlarının incelenmesi faydalı görünmektedir.

Temmuz ayında sanayi üretimi yıllık bazda %3.4 arttı.



Kaynak: TÜİK

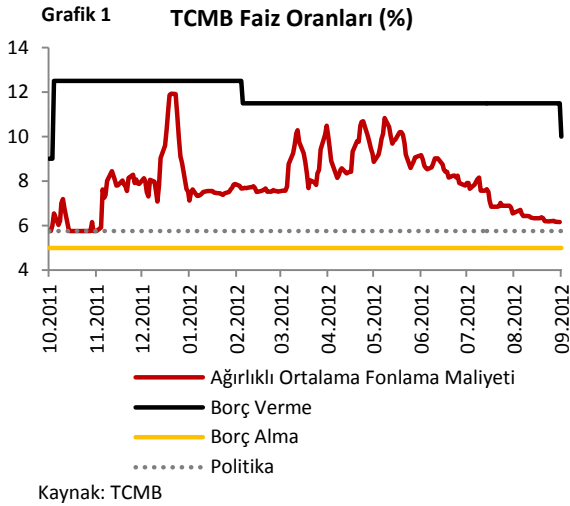
Sanayi üretim endeksi, 2012 yılının Temmuz ayında sürpriz şekilde %3.4 oranında artmıştır. Temmuz ayında yıllık bazda artış gösteren sanayi üretim endeksi, aylık bazda da çalışma gün sayısında görülen bir günlük artışın etkisiyle %0.2 oranında artış kaydetmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endekste ise dikkat çekici bir artış yaşanmıştır. Geçtiğimiz ay negatif gerçekleşen mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış endeksin aylık artış hızı, Temmuz ayında %1.7 ile yılın en sert büyümesini kaydetmiştir. Ayrıca endeksin Haziran ayı yıllık artış hızı %2.7'den %3'e revize edilmiştir.

Sanayi üretim endeksi altı gruplarına bakıldığında, dayanıksız tüketim malı imalatının yıllık bazda %9, enerji imalatının ise %5.6 oranında arttığı görülmektedir. Temmuz ayında dayanıklı tüketim malı ve sermaye malı imalatı gerilemeye devam ederken, ara malı imalatının yıllık artış hızında ise yavaşlama görülmektedir. Temmuz ayı sanayi üretimindeki artışta önemli bir katkısı olan imalat sanayi üretimi ise yıllık bazda %3 oranında artmıştır.

İkinci çeyrek büyüme rakamları ekonominin hız kesmeye devam ettiğini göstermiştir. İkinci çeyrekte yatırım harcamaları beklentilerin üzerinde yavaşlamış ancak tüketimden net ihracata doğru dengelenme devam etmiştir. Net ihracat yılın ikinci çeyreğinde büyümeye yüksek oranlı bir katkı sağlarken, altın ihracatının büyümeye pozitif katkısının ilk çeyreğin ardından ikinci çeyrekte de artarak devam ettiği görülmüştür. Büyüme oranının beklentilerin altında kalmasına karşın, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış büyümenin 2011 yılının ilk çeyreğinden sonraki en sert yükselişini kaydetmesi önümüzdeki dönem büyüme rakamları açısından olumlu bir tabloya çizmektedir. Beklentilerden olumlu gelen sanayi üretimi verisi ise piyasada oluşan 3 çeyrekte ekonominin büyüme hızının yavaşlamaya devam edeceği ile ilgili beklentilerden ters bir tablo çizmiştir. Ayrıca son dönemde Euro Bölgesi'nde yavaşlama sinyallerinin artmasının yanı sıra TL'de görülen değer kazancı dikkate alındığında olumlu ihracat performansının önümüzdeki dönemde hız kesmesi mümkün görünürken, sürpriz şekilde yıllık bazda %3.4 artan sanayi üretimi yeniden iç tüketim kaynaklı büyüme ortamına geçilebileceğinin sinyalini vermiştir. Bu değerlendirmeler altında, yıl sonuna ilişkin %3.5 oranındaki büyüme beklentimizi koruyoruz. Açıklanan büyüme rakamlarının da ikinci çeyrekte de büyümenin yavaşlamaya devam ettiğine işaret etmesi ile Ekim ayında yıllık bazda sert bir şekilde gerilemesini beklediğimiz enflasyon dikkate alındığında, mevcut görünümde bir bozulma olmadığı takdirde, TCMB'nin daha büyüme odaklı para politikası izleme ihtimali arttığından, önümüzdeki haftaki toplantısında faiz koridorunun üst bandını 50 baz puan yerine 100 baz puan indirmesi mümkün olabilir. ECB ve FED'in ekonomiyi desteklemek için attığı adımların ardından piyasalarda artan risk iştahı ile Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere kaynak girişinin artacağı beklentisi ile TCMB'nin faiz koridorunun üst sınırı olan borç verme faiz oranında 100 baz puanın üzerinde bir indirime gitmesi de mümkün olabilir.

TCMB Eylül ayı toplantısında faiz koridorunu 150 baz puan daralttı.

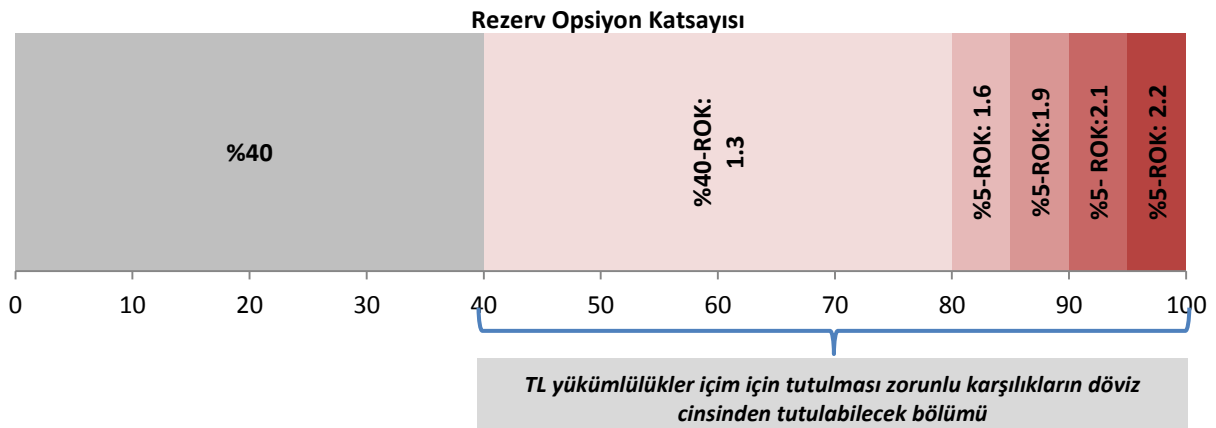
TCMB'nin Eylül ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısı piyasa oyuncuları tarafından uzun süredir beklenen bir gelişme olmuştur. Karar öncesinde piyasalarda faiz koridorunun üst bandında 100 baz puanlık bir indirim beklenirken, TCMB 150 baz puanlık bir indirim yapmıştır. Bu raporumuzda PPK kararlarının yanı sıra son dönemde yeni bir para politikası aracı haline gelen rezerv opsiyon katsayısı incelenecektir. Raporun izleyen bölümlerinde ise para politikası üzerinde etkili olan ve olabilecek makroekonomik ve finansal gelişmeler ele alınacaktır.



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Eylül ayı toplantısında faiz koridorunun üst limiti olan borç verme faiz oranını beklentilerin bir miktar üzerinde 150 baz puan indirerek %11.5 seviyesinden %10.0 seviyesine çekmiştir (Piyasa beklentisi: 100 baz puan indirim). Faiz koridorunun alt limiti olan borç alma faiz oranını ise %5.0 düzeyinde sabit tutan TCMB böylece faiz koridorunu 150 baz puan daraltmıştır. TCMB ayrıca politika faiz oranında da herhangi bir değişikliğe gitmeyerek %5.75 seviyesinde bırakmıştır. TCMB, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranını %11'den %9.5'e, geç likidite penceresi uygulaması çerçevesindeki borç verme faiz oranını da %14.5'ten %13'e indirmiştir.

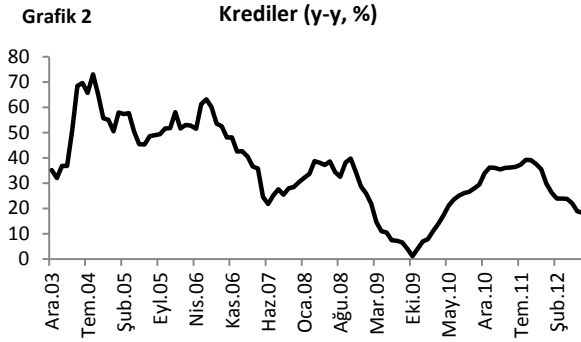
Son dönemde temel para politikası aracı olarak faiz koridorunu kullanan TCMB bir önceki toplantının ardından da sıklıkla vurguladığı gibi "rezerv opsiyon katsayısını" (ROK) yeni bir araç olarak kullanıma kullanmaya devam etmektedir. TCMB önümüzdeki dönemde faiz koridorunun yine kullanılmaya devam edeceğini belirtirken, finansal istikrarın sağlanması ve döviz kurundaki oynaklıkların azaltılması için ROK'u daha aktif bir şekilde kullanacağını ortaya koymuştur. Gelişmiş ülke merkez bankalarının yeni attıkları adımların likidite artışı ile birlikte risk iştahında bir yükselişe neden olması önümüzdeki dönemde sermaye hareketlerinin daha belirleyici bir konuma gelmesine neden olabilecektir. TCMB ROK aracını kullanarak sermaye akımlarındaki olası değişikliklere daha hızlı tepki verebilmeyi de amaçlamaktadır. Söz konusu politika, para politikasının sonuçlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları kapsamında ayrıştırılabilmesine de katkı sağlamaktadır.

TCMB bir önceki toplantıda %60'a yükseltile TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tutulabilecek kısmının üst sınırının %40'lık bölümü için 1.1 olarak belirlenmişti. Bu çerçevede bankalar %92.3'lük kullanım gerçekleştirmişti.



TCMB son yaptığı PPK toplantısında da ROK'u daha sık kullanacağı vurgularına paralel olarak katsayılarla değişikliğe gitmiştir. TCMB, küresel gelişmeleri de dikkate alarak bütün dilimlere ilişkin ROK'ları 0.2 puan arttırmıştır. Bu değişiklik ile söz konusu imkanın aynı oranda kullanılması durumunda 23 milyar dolar olarak tutulan zorunlu karşılıklar için tutulan miktarın TCMB rezervlerinde 3.6 milyar dolarlık artış yaratması beklenmektedir. Merkez Bankası önümüzdeki dönemde yeni bir para politikası aracı haline gelen ROK'larda yeni bir artışın söz konusu olabileceğini belirtmiştir.

TCMB daha büyüme odaklı bir para politikası izliyor.

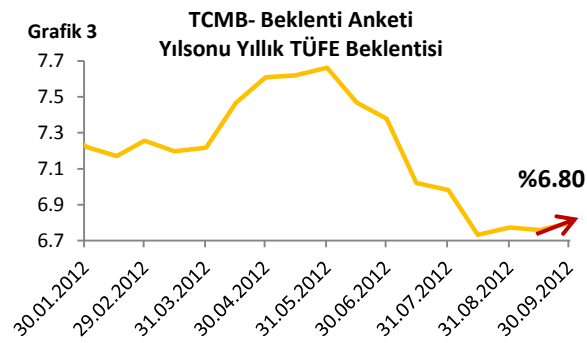


Kaynak: BDDK

2012 yılının ilk çeyreğinde %3.3 olan büyüme oranı, yılın ikinci çeyreğinde %2.9'a gerilemiştir. Böylece 2011 yılının son çeyreğinde %8.5 olan yıllıklandırılmış GSYİH büyümesi ilk çeyrekteki %6.5'in ardından ikinci çeyrekte %4.5'e kadar gerilemiştir. Bir başka deyişle, 2011 yılında yüksek oranda büyüyen Türkiye ekonomisinin 2012 yılının ilk yarısında belirgin şekilde hız kestiği söylenebilir. İkinci çeyrek büyüme rakamlarının ardından daha önemli hale gelen üçüncü çeyrek açısından öncül göstergeler olabilecek verilere baktığımızda, Temmuz ayında PMI imalat

endeksi, kapasite kullanım oranı gibi öncül verilerde yavaşlamanın devam ettiği görülmektedir. Diğer bir öncül göstergeler olan sanayi üretim endeksi ise Temmuz ayında sürpriz şekilde beklentilerin üzerinde artarak ikinci çeyrek performansına benzer bir tablo çizmiştir. Sanayi üretimindeki bu hareket yurtiçi talep kaynaklı olumlu bir gelişme olarak dikkat çekse de diğer bir yurtiçi talep göstergesi olan kredilerin yıllık artış hızı Temmuz ayında yavaşlamaya devam ederek yurt içi talebin zayıf seyrini ortaya koymuştur. Ağustos ve Eylül ayı haftalık kredi rakamları da kredilerdeki yavaşlamanın sürdüğünü göstermektedir. Sonuç olarak öncül göstergeler, üçüncü çeyrekte de büyümenin yavaşlamaya devam edebileceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, TCMB'nin son kararı da daha büyüme odaklı bir politikaya işaret etmektedir.

TCMB enflasyondaki temkinli duruşunu sürdürdü

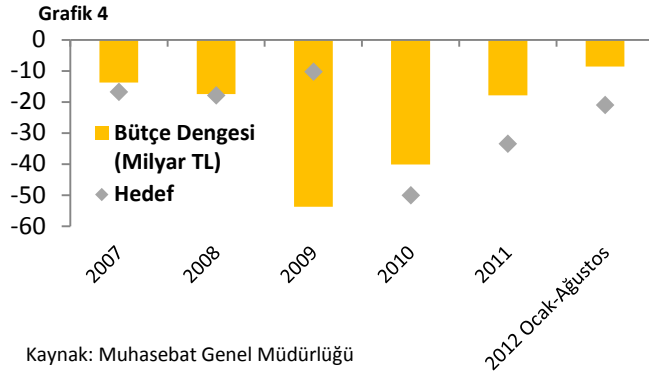


Kaynak: TCMB

TCMB yapılan son Eylül ayı PPK toplantısında, enflasyona karşı temkinli duruşunu devam ettirmişti. Yurtiçi talepteki zayıf seyrin enflasyon rakamlarındaki düşüşü desteklemesine karşın, enerji fiyatlarında yaşanan sert artışlardan dolayı TCMB enflasyona daha temkinli yaklaşılması gerektiğini vurgulayarak, enflasyonda yılın son çeyreğinde belirgin bir düşüş yaşanacağı söylemini yinelemiştir. Son dönemde Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) ve ABD Merkez Bankası'nın (FED) ekonomiyi desteklemek için attığı

genişletici politika adımlarının emtia fiyatlarını artırması, yurtiçi enerji fiyatları açısından olumsuz bir tabloya işaret etmektedir. Diğer yandan küresel gıda fiyatlarında olumsuz mevsimsel koşullar ile görülen yükselişlerin de yurtiçi enflasyona yansımaları riski TCMB'yi enflasyona karşı temkinli kalmaya sevk etmektedir. Eylül ayında yükselen petrol fiyatlarının yurtiçi akaryakıt fiyatlarına yansıtılması ve toplu taşıma bilet fiyatlarındaki artışlar Ağustos ayında çift hanelere yükselen enerji fiyatları üzerinde baskıların devam edebileceğine işaret ederken işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen artışlar da Eylül ayında gıda enflasyonu açısından olumsuz görünmektedir. Söz konusu artışların ardından TCMB'nin son beklenti anketindeki gelişmeler de dikkat çekmektedir. Bu gelişmeler ile TCMB'nin Eylül ayı 2. dönem beklenti anketinde yılsunu enflasyon beklentisinin

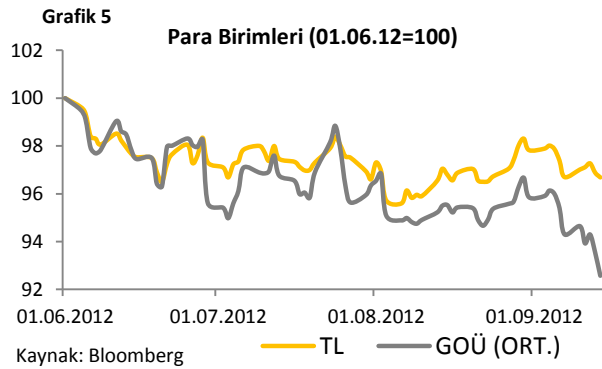
%6.76'dan %6.80'e yükseldiği görülmektedir. Son dönemde hükümetin olası yeni vergi ayarlamaları da yılın geri kalanında enflasyonun seyri açısından önemle takip edilmektedir.



Tablo 1	ÖTV İçindeki Payı (%)
Petrol ve Doğal Gaz Ürünleri	52
Alkollü İçecekler ve Tütün Mamulleri	31
Diğer*	17

Kaynak: TCMB

2011 yılının ilk 8 ayında merkezi yönetim bütçe açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık 5 kat artarak 8.5 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu sert yükselişle birlikte Hazine'nin yılın son çeyreğindeki yüklü ödemeleri de değerlendirildiğinde, 21.1 milyar TL olan yıl sonu bütçe açığının tutturulamayacağı yönünde algılamalar da artmıştır. Bütçe açığındaki bu tablo daha çok personel ve sosyal güvenlik harcamalarındaki artış ve vergi gelirlerinin zayıf performansından kaynaklanırken, Hükümet bütçe açığını telafi etmek için yeni düzeltici önlemler almaya başlamıştır. Bu çerçevede vergi gelirlerini artırma konusunda alınan önlemler yoğunlukla ÖTV gelirlerinin sırasıyla %52'sini ve %31'ini oluşturan petrol ve doğal gaz ürünleri ile alkollü içecekler ve tütün mamullerine uygulanan vergi oranlarındaki artışlar ile sağlandığından enflasyon üzerinde de baskı oluşturabilecektir. Söz konusu vergi artışlarının geçen yıl olduğu gibi bu yıl da son çeyrekte gerçekleşmesi geçen yıldan gelen olumlu baz etkisini hafifletebileceğinden, enflasyonda yılın son çeyreğinde beklendiği kadar büyük bir düşüş yaşanmayabilir. Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarının yanı sıra vergi ayarlamaları da TCMB'nin para politikasında enflasyona daha temkinli yaklaşmasında rol oynamaktadır.



TCMB'nin ROK kullanımı ile döviz kurundaki oynaklığın azaltılmasının en önemli vurgusu haline geldiği dikkate alındığında, TL'nin değerinin önümüzdeki dönemde izleyeceği seyir de para politikasının dizaynında belirleyici bir role sahip olacaktır. Son dönemde piyasalarda TCMB'nin faiz koridorunda indirim gideceği beklentilerinin fiyatlanması ile birlikte TL'nin diğer gelişmekte olan ülke (GOÜ) para birimlerine göre daha zayıf bir performans sergilediği görülmektedir. TL'nin söz konusu görünümünü devam ettirerek değer kaybetmesi ya da beklendiği ölçüde değer kazanmaması TCMB'nin kura daha duyarlı hareket etmesine neden olabilecektir.

TCMB son toplantısında faiz koridorunu beklentilerin bir miktar üzerinde daraltmış ve bu durum, TCMB'nin daha büyüme odaklı bir politika izlediğine işaret etmiştir. Son açıklanan öncül göstergelerin birçoğu iç talepteki zayıf görünümün devam ettiğini göstermektedir. TCMB'nin enflasyona ilişkin son çeyrekte belirgin bir düşüşün yaşanacağı vurguları önümüzdeki aylarda faiz koridorunda ek daralmanın gelebileceği sinyalini vermektedir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişleme yönünde attıkları adımların arzu edilen sonuçlarının gelmeye başlaması durumunda TCMB'nin önümüzdeki ayki toplantısında faiz koridorunda 100 baz puanlık ek indirim giderek daha sonra durması mümkün görünmektedir. Bu durumda borç verme faiz oranı yılsonu için beklentimiz olan %9 seviyesine inecektir. TL'nin volatilitesinin seyri de ROK'un kullanımı açısından belirleyici olacaktır. Küresel piyasalarda risk iştahı artıyor olmasına karşın ECB ve FED'in ekonomileri canlandırma yolunda

attıkları adımların emtia fiyatları üzerinde yarattığı baskı da, önümüzdeki dönemde enflasyon görünümü açısından önemli olacaktır. Bütçe açığının son dönemde artışının telafi edilmesi amacıyla yapılan ve yapılması gündemde olan vergi düzenlemelerinin fiyatlara yansımaları yıl sonu enflasyonunun %6.2 olan TCMB'nin enflasyon tahmininin üzerinde kalması ihtimalini artırmaktadır. Sonuç olarak, TL'nin son dönemde diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla daha zayıf bir performans sergilediği dikkate alındığında, bu seyrin devam etmesi durumunda emtia fiyatlarında da yukarı yönlü baskıların olduğu bir ortam TCMB'nin önümüzdeki ayki toplantılarında faiz koridorunun daraltılmasında daha temkinli davranmasına neden olabilecektir. TCMB, son dönemde kullandığı para politikası araçlarına ek olarak önümüzdeki dönemde kredilerin seyrine bakarak özellikle kısa vadeli TL zorunlu karşılıklarda bir artırıma gidebilecektir. Son faiz koridoru indiriminin kredilerde bir artışa neden olması ve söz konusu artışın cari işlemler açığındaki toparlanmayı sekteye uğratabilecek boyutlara ulaşması TCMB'nin zorunlu karşılıklarda adım atmasına neden olabilecektir.

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

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.