

İÇİNDEKİLER

Mayıs ayında yıllık TÜFE sert bir şekilde geriledi.

2012 yılı Mayıs ayında TÜFE bir önceki aya göre %0.21 oranında azalarak piyasa ve bizim beklentilerimizin (Vakıfbank: %0.48, piyasa: %0.40) altında gerçekleşmiştir. Nisan ayındaki artışı ile birlikte %11.14 seviyesine yükselen yıllık TÜFE Mayıs ayında %8.28 seviyesine gerilemiştir. Böylece Mayıs ayında yıllık TÜFE 2011 yılı Ekim ayından bu yana ki en düşük seviyesine gerilemiştir.

Cari işlemler açığındaki toparlanma Nisan ayında da devam etti.

Son açıklanan ödemeler bilançosu istatistikleri cari işlemler açığındaki yavaşlamanın Nisan ayında da devam ettiğini göstermektedir. Nisan ayı verisi ile birlikte yıllık cari işlemler açığı 2011 yılı Mayıs ayından bu yana ilk defa 70 milyar doların altına gerilerken, GSYH'ye oranı ise %9 seviyesine inmiştir. Bu raporumuzda öncelikle cari işlemler açığının seyri ve son dönemde giderek dikkat çekici bir hale gelen net hata noksan kalemi ele alınmıştır. Buna ek olarak, enerji hariç cari işlemler açığının seyri de ele alınmıştır. Raporun ikinci bölümünde ise cari işlemler açığının finansman yapısı incelenmiş ve doğrudan yatırımların finansman içindeki seyri ele alınmıştır.

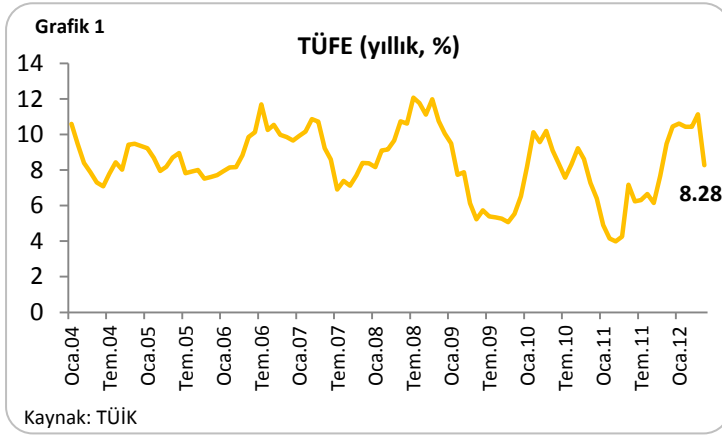
TCMB faiz oranlarında değişikliğe gitmediği Haziran ayı toplantısında zorunlu karşılıklara ilişkin düzenlemeler yaptı.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) son Para Politikası Kurulu toplantısında beklentilere paralel olarak faiz oranında değişikliğe gitmezken, zorunlu karşılıkların döviz ve altın cinsinden tutulabilecek oranlarında artırımına gitmiştir. Son dönemde küresel piyasalarda yaşanan gelişmeler gelişmekte olan ülke büyümeleri üzerindeki soru işaretlerini arttırırken, bu durumun Türkiye ekonomisine de yansımaları önem kazanmaktadır. Bu raporumuzda öncelikle TCMB'nin kararları ele alınmış olup, kararların yansımaları incelenmiştir. İzleyen bölümde ise enflasyon ve büyüme beklentileri çerçevesinde küresel ekonomilerdeki gelişmeler ve bu gelişmelerin para politikaları yansımaları ele alınmıştır.

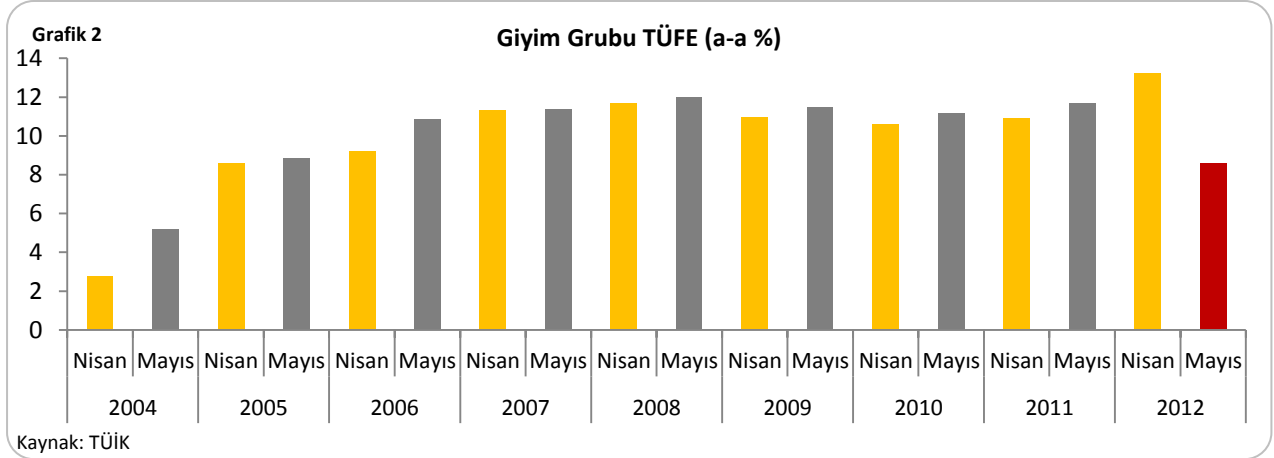
Türkiye ekonomisinin yılın ilk çeyreğinde %3.7 oranında büyümesini bekliyoruz

Euro Bölgesi'nde süregelen borç krizinin etkileri birçok dünya ülkesini olumsuz etkilemeye devam ederken, Türkiye ekonomisinde söz konusu etkinin daha sınırlı kaldığı görülmektedir. İç talep ve ekonomik aktivitedeki yavaşlama işaretlerine karşın, ihracattaki artışla birlikte net ihracatın büyümeye katkısının artmasını bekliyoruz. Bu yazımızda ilk çeyrek GSYİH beklentimiz ve beklentimizde rol oynayan faktörler detaylı bir şekilde incelendikten sonra öncül veriler ışığında yılın ikinci çeyreğine ilişkin değerlendirmeler ele alınacaktır.

Mayıs ayında yıllık TÜFE sert bir şekilde geriledi.

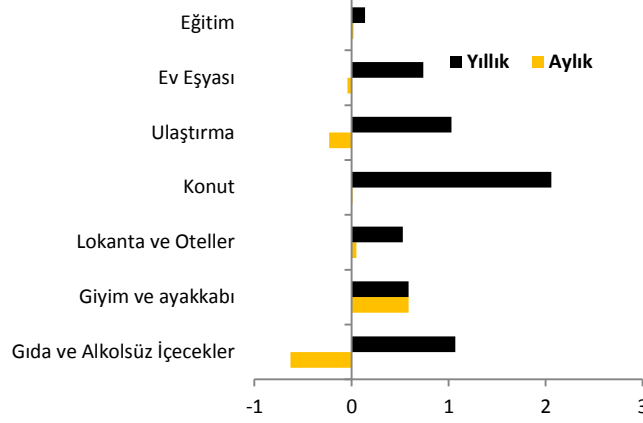


2012 yılı Mayıs ayında TÜFE bir önceki aya göre %0.21 oranında azalarak piyasa ve bizim beklentilerimizin (Vakıfbank: %0.48, piyasa: %0.40) altında gerçekleşmiştir. Nisan ayındaki artışı ile birlikte %11.14 seviyesine yükselen yıllık TÜFE Mayıs ayında %8.28 seviyesine gerilemiştir. Böylece Mayıs ayında yıllık TÜFE 2011 yılı Ekim ayından bu yana ki en düşük seviyesine gerilemiştir.



Mayıs ayında TÜFE'nin beklentilerin altında gelmesinde en önemli etken giyim ve ayakkabı grubunun aylık artışının düşük gerçekleşmesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Mayıs ayında giyim ve ayakkabı grubunda aylık fiyat artışını %12 beklememize karşın söz konusu gruptaki fiyat artışı %8.6 olmuştur. Geçmiş yıllarda giyim grubundaki Mayıs ayı fiyat gelişmelerine bakıldığında 2012 yılında yaşanan farklılık göze çarpmaktadır. Yeni sezon açılması dolayısıyla tarihsel olarak Nisan ve Mayıs aylarında giyim grubu enflasyonu yüksek çıkmaktadır. Mayıs ayında söz konusu grubun fiyat artışı Nisan ayına göre daha yüksek olmaktadır. Mayıs aylarında yıllık enflasyonun bir önceki aya göre sert bir şekilde gerilediği yıllarda (2007, 2010, 2011) dahi giyim ve ayakkabı grubunun fiyat artışı Nisan aylarına göre yüksek olmuşken, son açıklanan verilere göre söz konusu grubun aylık fiyat değişimi Nisan ayına göre önemli ölçüde gerilemiştir. Nisan ayında giyim ve ayakkabı grubunun fiyat artışının geçmiş yıllara göre bir miktar yüksek olması söz konusu gruba ilişkin bir düzeltmenin yaşandığı sonucunu doğurabilmesine karşın, yukarıdaki grafik incelendiğinde sert düşüşün sıra dışı olduğu söylenebilmektedir. Bu durum yurtiçi talebin yavaş seyri ile indirimlerin bir miktar öne çekilmiş olabileceğini de göstermektedir.

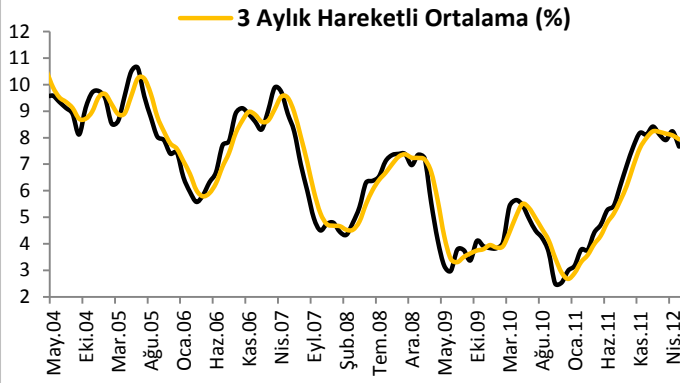
Grafik 3 TÜFE Harcama Gruplarının Katkısı (puan)



Kaynak: TÜİK

ile aylık enflasyona negatif katkı yapan bir diğer grup olmuştur.

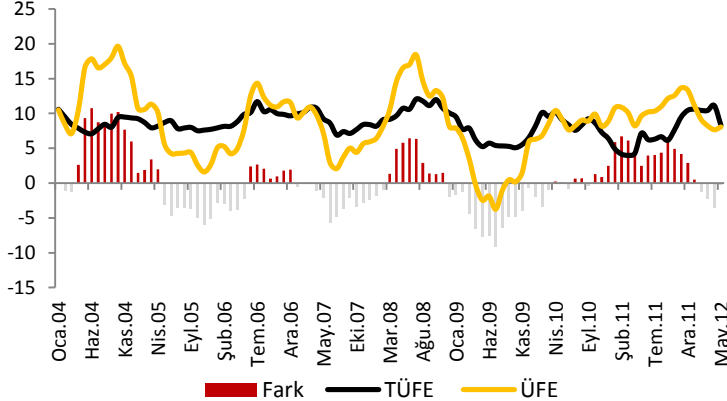
Grafik 4 Çekirdek I Endeksi (y-y, %)



Kaynak: TÜİK

enflasyonun 3 aylık hareketli ortalamasının ise son 4 aydır aşağı yönlü hareket ettiği görülmektedir. Mayıs ayında çekirdek göstergelerde görülen yavaşlamada, genel trendinin altında gelen giyim grubu fiyatlarının etkili olduğunu söylemek mümkündür.

Grafik 5 Enflasyon Göstergeleri (yıllık %)



Kaynak: TÜİK

Harcama gruplarının enflasyona katkılarına bakıldığında, Mayıs ayında %8.6 oranında aylık enflasyonun gerçekleştiği giyim ve ayakkabı grubunun aylık enflasyona katkısının 0.60 puan olduğu görülmektedir. Mayıs ayında fiyatların aylık olarak %2.4 gerilediği gıda ve alkolsüz içecekler grubunda enflasyon beklentilerimizin bir miktar altında gerçekleşmiştir. Söz konusu grup -0.63 ile aylık enflasyona en fazla negatif katkı yapan grup olmuştur. Mayıs ayında konut grubu fiyatlarında önemli bir değişim görülmezken, ulaştırma grubu -0.23 puan

Piyasalarda enflasyonun gidişatına ilişkin en yakından takip edilen ve gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I Endeksi) Mayıs ayında beklentilerimizin bir miktar altında kalarak, bir önceki aya göre %1.35 artış göstermiştir. Böylece çekirdek enflasyonun aylık artış hızı Nisan ayındaki %2.1'lik sert yükselişinin ardından gerilemiştir. Mayıs ayında yıllık çekirdek enflasyonda da gerileme görülmüştür. Çekirdek enflasyon Mayıs ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %7.6 oranında artarken, yıllık çekirdek

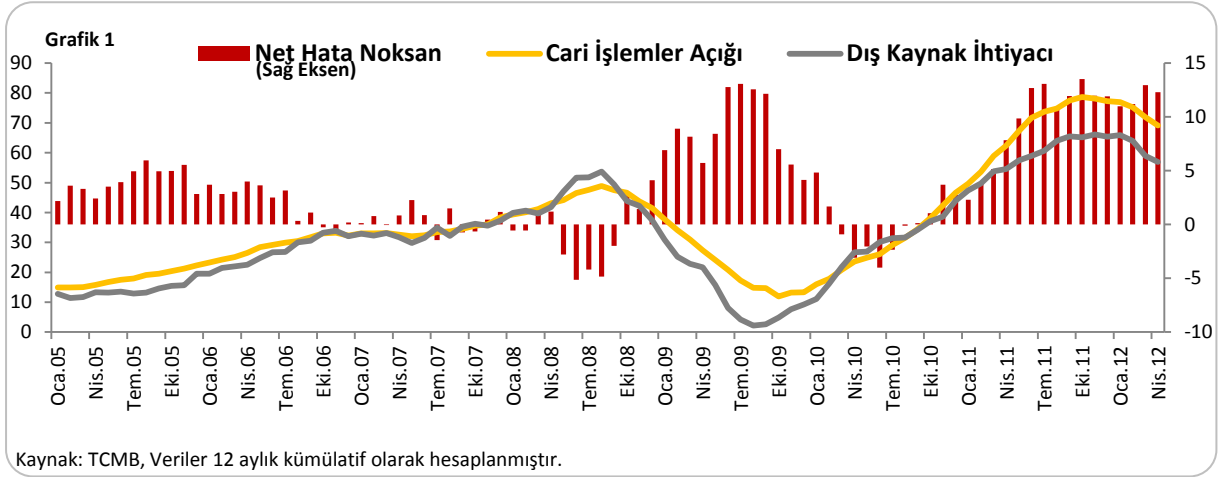
enflasyonun 3 aylık hareketli ortalamasının ise son 4 aydır aşağı yönlü hareket ettiği görülmektedir. Mayıs ayında çekirdek göstergelerde görülen yavaşlamada, genel trendinin altında gelen giyim grubu fiyatlarının etkili olduğunu söylemek mümkündür. Maliyet kaynaklı fiyat baskılarını izlemekte önemli bir role sahip olan Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) Mayıs ayında gerek aylık gerekse yıllık bazda yükselmiştir. Mayıs ayında ÜFE bir önceki aya göre %0.53 artış gösterirken, Nisan ayında %7.65'e kadar gerileyen ÜFE'nin yıllık artış hızı da %8.06 seviyesine yükselmiştir. ÜFE verilerine alt gruplar itibariyle bakıldığında tarım fiyatlarında aylık bazda %3.65 oranındaki artış dikkat

çekmektedir. 2011 yılının Kasım ayından sonra ilk defa bu kadar yüksek bir aylık artışın gerçekleştiği tarım fiyatlarının yıllık artış hızı ise %7.72 olmuştur. Mayıs ayında hem tarım hem de sanayi fiyatları yıllık bazda yükselirken, sanayi fiyatlarında aylık bazda %0.12 oranında sınırlı bir düşüş görülmüştür. Tarım grubu fiyatlarında görülen bu yükseliş, önümüzdeki dönemde gıda fiyatları üzerinde bir baskı yaratabilecektir. ÜFE'nin Mayıs ayındaki yükselişi ile TÜFE'nin sert bir şekilde gerilemesi sonucunda makro marjin olarak ifade edilen iki enflasyon göstergesi arasındaki fark -0.22 gibi düşük bir seviyeye gerilemiştir. ÜFE'nin önümüzdeki aylarda TÜFE'nin üzerine çıkması enflasyon üzerinde maliyet baskıları yaratabilecek olmasına karşın, bu duruma ilişkin nihai tespitlerin yapılabilmesi için bir süre daha beklenmesi yararlı olacaktır. Petrol fiyatlarının son dönemdeki aşağı yönlü hareketi de bu konuda temkinli olunması gerektiği yönündeki düşüncemizi desteklemektedir.

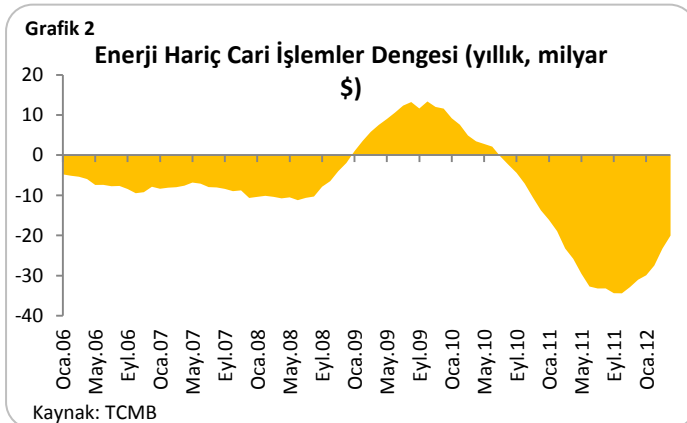
Mayıs ayında yıllık enflasyon bir önceki aya göre önemli ölçüde gerilemiştir. Gıda ve ulaştırma gruplarında görülen fiyat düşüşleri enflasyonun gerilemesinde önemli rol oynarken, giyim ve ayakkabı grubunda görülen fiyat artışlarının genel trendinden daha düşük olması enflasyonun beklentilerimizden aşağı yönde sapsmasında başrolü oynamıştır. Enflasyonun önümüzdeki aylarda izleyeceği seyir açısından, ÜFE'nin son aylarda sergilediği yükselişi devam ettirip ettiremeyeceği önem kazanmaktadır. Yıllık ÜFE'deki yükselişin sürmesi, enflasyon üzerinde maliyet yönlü baskıların artmasına neden olabilecektir. Önümüzdeki birkaç ay yıllık TÜFE'de baz etkisi kaynaklı bir miktar yükseliş görülebilecek olmasına karşın, enflasyonun çift haneli seviyelere ulaşması zor görünmektedir. Son dönemde petrol fiyatlarının uluslararası piyasalarda fiyatlarının düşüşü de enflasyondaki ılımlı seyrin devamını destekler niteliktedir. Şubat ayında 111 dolar/varil seviyesine yükselen ham petrol fiyatları Haziran ayı başında %26 gerileyerek 82 dolar/varil seviyesine inmiştir. Küresel piyasalarda büyümeye ilişkin endişelerin petrol fiyatlarını aşağı yönde desteklemesi enflasyon görünümüne olumlu yansıtılabilecektir. Gelecek üç aylık periyotta baz etkisi kaynaklı bir yükseliş beklediğimiz yıllık TÜFE'nin yılın son çeyreğinde yeniden gerilemesini bekliyoruz. Ancak, Avrupa kaynaklı yaşanan sorunların derinleşmesi ile gelişmekte olan ülkelerden hızlı bir fon çıkışı yaşanması söz konusu düşüşü sınırlayabilecek bir etken olabilecektir. Sonuç olarak, gerek çekirdek enflasyonun artış hızının yavaşlaması gerekse Merkez Bankası'nın önemini sıklıkla vurguladığı enflasyon beklentilerinin gerilemesi, TCMB politikalarının enflasyonun ılımlı seyrini desteklediğini göstermektedir.

Cari işlemler açığındaki toparlanma Nisan ayında da devam etti.

Son açıklanan ödemeler bilançosu istatistikleri cari işlemler açığındaki yavaşlamanın Nisan ayında da devam ettiğini göstermektedir. Nisan ayı verisi ile birlikte yıllık cari işlemler açığı 2011 yılı Mayıs ayından bu yana ilk defa 70 milyar doların altına gerilerken, GSYH'ye oranı ise %9 seviyesine inmiştir. Bu raporumuzda öncelikle cari işlemler açığının seyri ve son dönemde giderek dikkat çekici bir hale gelen net hata noksan kalemi ele alınmıştır. Buna ek olarak, enerji hariç cari işlemler açığının seyri de ele alınmıştır. Raporun ikinci bölümünde ise cari işlemler açığının finansman yapısı incelenmiş ve doğrudan yatırımların finansman içindeki seyri ele alınmıştır.

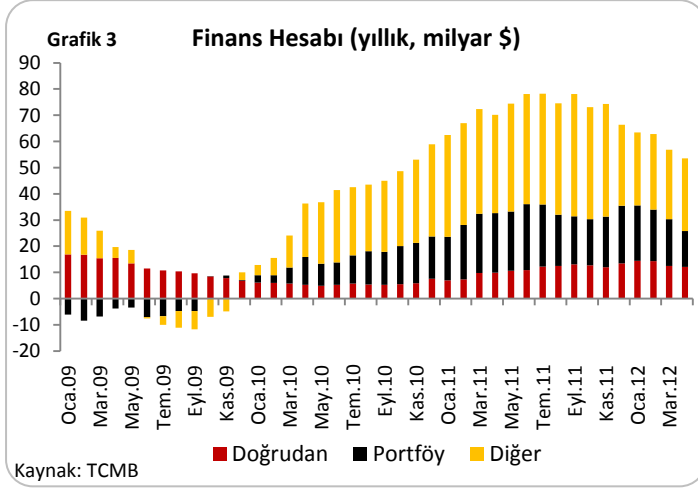


Merkez Bankası tarafından açıklanan verilere göre 2012 yılı Nisan ayında cari işlemler açığı, 4.96 milyar dolar ile bizim ve piyasa beklentisinin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. 2011 yılının Ocak-Nisan döneminde 29.3 milyar dolar olan cari işlemler açığı için 2012 yılının aynı döneminde 21.2 seviyesine gerilemiştir. Böylece 12 aylık kümülatif cari işlemler açığı Mart ayındaki 71.8 milyar dolar seviyesinden Nisan ayında 69.1 milyar dolar seviyesine gerilemiş yıllık artış hızı da, Temmuz ayından bu yana süren trendini devam ettirerek %10.9'a düşmüştür. Son dönemde yüksek miktarda döviz girişine işaret eden net hata noksan kaleminde Nisan ayında 1 milyar dolarlık bir çıkış yaşanmasına karşın son bir yıldaki kaynağı belirsiz döviz girişinin 12.1 milyar dolar ile hala yüksek olduğu dikkat çekmektedir. Cari işlemler açığından net hata noksan kaleminin çıkartılması ile bulunan dış kaynak ihtiyacındaki gerilemenin de net hata noksan kalemindeki bu düşüşe karşın sürdüğü dikkat çekmektedir.



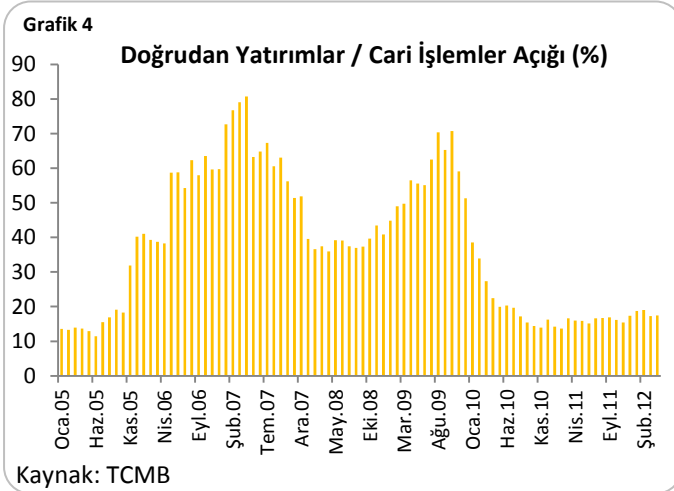
Merkez Bankası tarafından yakından takip edilen ve cari işlemler açığının politika araçları ile kontrol edilebilen bölümü olarak ifade edilebilen enerji hariç cari işlemler açığı da 2011 yılı Kasım ayından bu yana önemli bir düşüş trendine girmiştir. Son açıklanan verilerin ardından enerji hariç cari işlemler açığı yıllık bazda %22.5 gerileyerek 20 milyar dolara düşmüştür. Enerji hariç cari

işlemler açığının gerilemesi dış dengedeki toparlanmanın daha net olarak görülmesini sağlamaktadır. Önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki düşüş cari işlemler açığına olumlu yansiyabilecek olmasına karşın, gerek TL'deki kısmi değerlenme ve iç talepteki yavaşlamanın etkisini bir miktar kaybetmesi enerji hariç cari işlemler açığındaki düzelmeye sona ermesine yol açabilecektir.



Cari işlemler açığının finansman tarafında bakıldığında, Nisan ayında kümülatif finansman girişindeki gerilemenin devam ettiği görülmektedir. Mart ayında 56.8 milyar dolar seviyesinde olan son on iki aydaki sermaye girişi cari işlemler açığındaki azalmaya da paralel olarak, Nisan ayında 53.6 milyara gerilemiştir. Nisan ayında doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları bir önce aya göre gerilerken, diğer yatırımlar kaleminde bir yükseliş dikkat çekmektedir. 190 milyon dolarlık

net giriş ile doğrudan yatırımlar son beş ayın en düşük seviyesine gerilerken, portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasalarından çıkışı (145 milyon dolar) devam etmiştir. Nisan ayında yabancıların DİBS alımları (514 milyon dolar) bir önceki aya göre bir miktar ivme kaybetse de sürmüştür. Nisan ayında bankacılık kesiminin yurtdışı piyasalarda ihraç ettiği 1 milyar dolarlık borçlanma senedi de portföy yatırımlarındaki artış da önemli rol oynamıştır. Nisan ayında önemli ölçüde artan diğer yatırımlar kaleminde ise bankaların artan yurtdışı kredi kullanımları etkili olduğu görülmektedir.



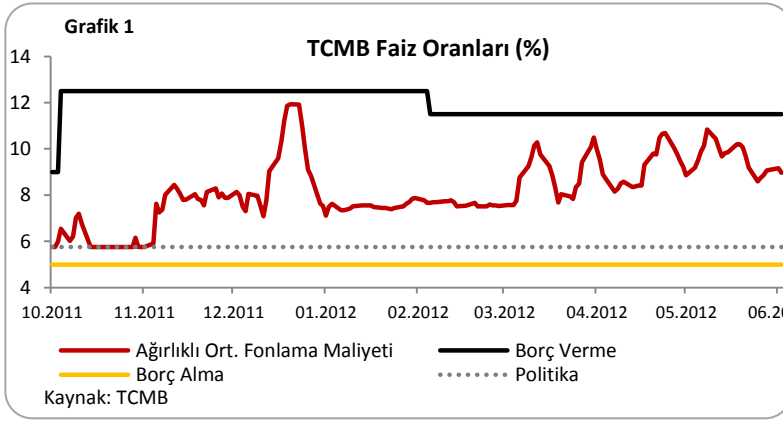
Son dönemde cari işlemler açığında bir gerileme yaşanırken, finansman tarafında da dikkat çekici gelişmeler karşımıza çıkmaktadır. Cari işlemler açığının düşüşüne paralel olarak finans kalemlerindeki döviz girişleri azalırken, finansman yapısı da bu süreçte değişmiştir. Bu bağlamda, doğrudan yatırımların cari işlemler açığını karşılama oranı 2010 yılının son çeyreğinden itibaren düşük seviyelerde yatay bir seyir izlerken, toplam sermaye girişi içinde

doğrudan yatırımların payı da özellikle son aylarda gerilemiştir. Cari işlemler açığının doğrudan yatırımlarla finanse edilen bölümünün uzun süredir düşük seviyelerde istikrar kazanması ve toplam sermaye girişi içindeki payının azalması, cari işlemler açığının finansmanın da kısa vadeli sermaye olarak tanımlanan portföy yatırımlarının ve borç yaratan diğer yatırımların payının yükseldiğini göstermektedir. Özellikle, küresel piyasalarda başta Avrupa kaynaklı kırılmalıkların artarak devam etmesi sıcak para olarak ifade edilen sermaye girişlerinin önemini arttırmaktadır.

Nisan ayı verileri 2011 yılı Mayıs ayından bu yana ilk defa 70 milyar doların altına gerileyen cari işlemler açığındaki düzelmeye devam ettiğini göstermektedir. Cari işlemler açığındaki düşüşte, dış ticaret dengesinin ihracatın değerli maden ihracatındaki yükselişin de etkisiyle güçlü görünümünü devam ettirmesi ve ithalatın ivme kaybetmesi sonucunda toparlanması etkili olmuştur. Türkiye ekonomisinde cari işlemler açığının düşüşü en önemli kırılma noktası olarak belirtilen yapısal sorunumuzda bir düzelmeye işaret etmesi bakımından olumlu olarak algılanmaktadır. Ancak, finansman tarafında cari işlemler açığının hala sıcak para olarak ifade edilen kısa vadeli sermaye ile finanse ediliyor oluşu finansman kaynaklı riskleri göz ardı etmememiz gerektiğini göstermektedir. Buna ek olarak, borç yaratan finansman kaynaklarının da toplam sermaye girişi içindeki payının Nisan ayındaki sert yükselişi finansman açısından bir diğer dikkat çekici gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır. Sonuç olarak, petrol fiyatlarında Mayıs ayından itibaren görülen gerileme cari işlemler açığındaki toparlanmayı destekleyebilecek olmasına karşın önümüzdeki aylarda cari açığındaki söz konusu toparlanmanın bir miktar ivme kaybetmesi mümkün görünüyor. Nisan ayı itibarıyla 69.1 milyar dolar seviyesine gerileyen cari işlemler açığının yıl sonunda 65 milyar dolar seviyesine gerilemesini ve 2011 yılında %10 olan GSYİH'ya oranının ise %7.5 - %8 aralığına düşmesini bekliyoruz.

TCMB faiz oranlarında değişikliğe gitmediği Haziran ayı toplantısında zorunlu karşılıklara ilişkin düzenlemeler yaptı.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) son Para Politikası Kurulu toplantısında beklentilere paralel olarak faiz oranında değişikliğe gitmezken, zorunlu karşılıkların döviz ve altın cinsinden tutulabilecek oranlarında artırımına gitmiştir. Son dönemde küresel piyasalarda yaşanan gelişmeler gelişmekte olan ülke büyümeleri üzerindeki soru işaretlerini arttırırken, bu durumun Türkiye ekonomisine de yansımaları önem kazanmaktadır. Bu raporumuzda öncelikle TCMB'nin kararları ele alınmış olup, kararların yansımaları incelenmiştir. İzleyen bölümde ise enflasyon ve büyüme beklentileri çerçevesinde küresel ekonomilerdeki gelişmeler ve bu gelişmelerin para politikaları yansımaları ele alınmıştır.



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Haziran ayı toplantısında faizlerde herhangi bir değişikliğe gitmeyerek politika faiz oranını beklentilere paralel olarak, %5.75 seviyesinde sabit bırakmıştır. TCMB ayrıca borç alma ve borç verme faiz oranlarını %5 ve %11.5 olarak sabit tutmuştur.

TCMB'nin toplantının ardından yaptığı açıklamada, önceki kararlara paralel olarak, yurtdışı koşulların para politikası duruşunda esneklik gerektirdiği vurgulanırken, enflasyonun bir süre daha hedefin üzerinde seyredecek olmasından dolayı temkinli duruşun korunacağı ifade edilmiştir. Bununla birlikte TCMB'nin gerekli görülen günlerde ek parasal sıkılaştırmaya gidebileceğini belirtmesi de önümüzdeki günlerde gerektiğinde istisnai gün uygulamasının devam edebileceğini ve efektif faiz oranının daha yukarı çekilebileceğini göstermektedir. TCMB'nin ikinci çeyrek büyümesi için ılımlı toparlanma ifadesini kullanması da dikkat çekmektedir.

TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tutulabilecek kısmına ilişkin kararlar

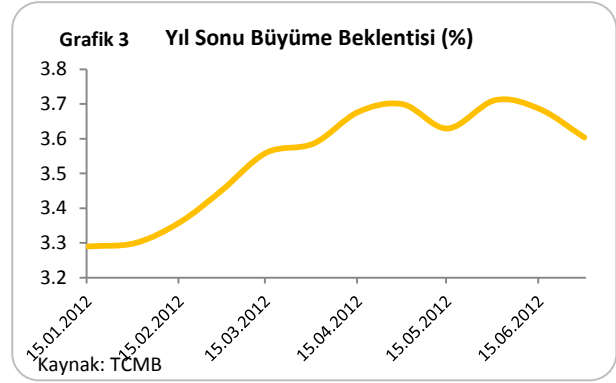
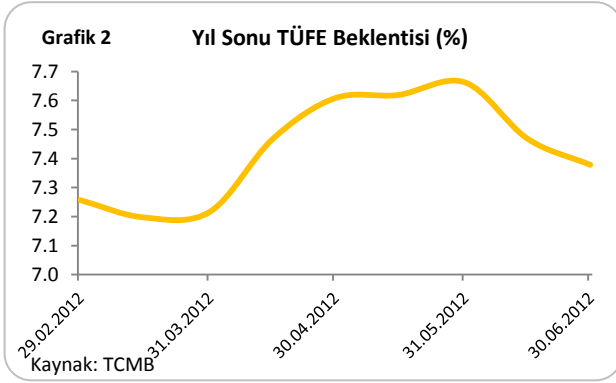
Karar Tarihi	Karar	Döviz Rezervi Artışı
05 Ekim 2011	%10'dan %20'ye	3.6 milyar dolar
27 Ekim 2011	%20'den %40'a	4.7 milyar dolar
29 Mayıs 2012	%40'tan %45'e	2.1 milyar dolar
21 Haziran 2012	%45'ten %50'ye	2.7 milyar dolar

TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların altın cinsinden tutulabilecek kısmına ilişkin kararlar

Karar Tarihi	Karar	Altın Rezervi Artışı
27 Mart 2012	%10'dan %20'ye	2.2 milyar dolar
21 Haziran 2012	%20'den %25'e	2.2 milyar dolar


TCMB, Haziran ayı toplantısında ayrıca TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tutulabilecek kısmının üst sınırına ilişkin Mayıs ayı toplantısından sonra beklentilerimize paralel ikinci bir ayarlamaya gitmiş ve söz konusu oranı %45'den %50'ye yükseltmiştir. TCMB, beklentilerimiz dahilindeki 5 puanlık yükselişe karşın, döviz TL dönüşüm katsayısını 1.4 yerine 1.7 olarak belirlemiştir. Bu çerçevede, imkanın bankalarca tam olarak kullanılması durumunda TCMB rezervlerinin 2.7 milyar dolar artması, piyasaya ise 2.8 milyar TL likidite sağlanması beklenmektedir.

Katsayının beklentilerden yüksek olması, TCMB'nin piyasaya sağlayacağı TL likiditenin kısıtlı olacağını göstermekte ve sıkı para politikasının devamının teyidi anlamına gelmektedir. Bununla birlikte, alınan kararın TCMB rezervlerine artış yönünde katkı yapacak olması da olumlu karşılanmaktadır. Ayrıca TCMB, Türk lirası zorunlu karşılıkların altın olarak tutulabilecek kısmına ilişkin üst sınırı da %20'den %25'e yükseltmiştir. Böylece, sağlanan imkanın önceki uygulamayla aynı oranda kullanılması durumunda, TCMB rezervlerinde 2.2 milyar dolarlık bir artış olacak, piyasaya ise 2.8 milyar TL likidite sağlanacaktır.



Merkez Bankası'nın söylemlerinde fiyat gelişmelerinin enflasyon beklentilerinde bozulmaya yol açmaması önemli bir yer tutmaktadır. Bu çerçevede TCMB enflasyonun mevcut seyrinin yanında ekonomik aktörlerin enflasyona ilişkin beklentilerini de politika tasarımında göz önüne almaktadır. Son dönemde TL'de görülen değerlenme ve uluslararası piyasalarda petrol fiyatlarının gerilemesi yıl sonu enflasyon beklentilerinin önemli ölçüde gerilemesini sağlamıştır. Bu durum TCMB'nin para politikası uygulamalarının enflasyon üzerinde olumlu yansımalarının görüldüğünü yansıtmaktadır. Bunun yanında, küresel krizin ardından 2009 yılından itibaren görülen toparlanma sürecindeki aksamaların giderek belirginleştiği de göze çarpmaktadır. Özellikle Avrupa'da sorunlu ülkelerde yaşanan borç ve bankacılık sorunlarının giderek derinleşmesi ve bulaşıcı bir nitelik kazanması ile Avrupa'daki gelişmelerin ABD ekonomisine de büyüme kaynaklı endişeleri artırıcı şekilde yansımaya başlaması söz konusu süreci desteklemektedir. Uluslararası ekonomilerde yaşanan bu gelişmeler şu anda olmasa bile önümüzdeki dönemde Türkiye ekonomisinde de büyümeye ilişkin soru işaretlerini artırabilecektir. Bu sürecin devam etmesi TCMB'nin önümüzdeki dönemde enflasyondan daha çok büyümeye odaklanmasına yol açabilecektir. Avrupa ve ABD kaynaklı sorunların artması piyasalarda yeni bir parasal genişleme paketinin uygulamaya konulması beklentilerini güçlendirmiştir. Her ne kadar ABD Merkez Bankası son yaptığı toplantıda QE3 yerine vade uzatım programını (Operation Twist) genişleterek uzatmaya karar verse de sorunların daha fazla hissedilmeye başlanması ile önümüzdeki aylarda yeni bir parasal genişleme söz konusu olabilecektir. Avrupa tarafında ise İspanya ve İtalya kaynaklı sorunların artması ile ECB'nin Temmuz ayında 50 baz puanlık bir faiz indirimine gitmesi ve önümüzdeki dönemde yeni bir uzun vadeli kredi imkanı (LTRO) sağlaması söz konusu olabilecektir. İngiltere ve Japonya Merkez bankalarının da genişleyici politikalarına devam ettiği bir ortamda, yeni parasal genişleme uygulamalarının devreye girmesi gelişmekte olan ülkelere fon akışını hızlandırabilecektir. Bu durum görece güçlü konumda olan Türkiye ekonomisinde TL'nin değer kazanmasına yol açabilecek ve TCMB'yi daha yumuşak duruşa itebilecektir.

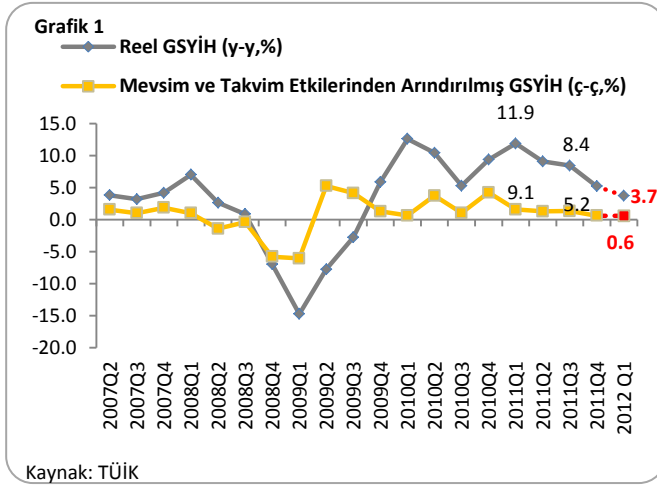
Sonuç olarak, TCMB Haziran ayı toplantısında gerek yurtiçindeki gerekse yurtdışındaki gelişmeleri de göz önünde bulundurmuş ve enflasyonun bir süre daha yukarı yönlü hareket edeceği beklentisiyle



önümüzdeki dönemde de sıkı para politikasına devam edeceğini belirtmiştir. Ancak yukarıda da bahsettiğimiz gibi, özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı küresel belirsizliklerin dünya ekonomileri üzerinde neden olduğu yavaşlama sinyalleri giderek artmaktadır. Böyle bir ortamda, söz konusu belirsizliklerin Türkiye ekonomisi üzerinde de önümüzdeki dönemde bir etki yaratması mümkün görünmektedir. Daha önce de bahsedildiği gibi, önümüzdeki dönemde küresel ekonomilerdeki olası bir yavaşlamaya bağlı olarak FED, ECB gibi büyük merkez bankalarının yeni bir parasal genişlemeye gitmeleri de mümkünken, bu durum GOÜ ekonomilerine olan ilgiyi artıracaktır ve TL'nin de değer kazanmasına yol açabilecektir. Söz konusu durumun oluşması, TCMB'nin halihazırda yürütmekte olduğu enflasyon odaklı sıkı para politikası üzerindeki enflasyonist baskıları azaltabileceğinden, izlenecek para politikasında büyümeye odaklanılmasına neden olabilecektir. Böyle bir durumda, TCMB'nin piyasalardaki genel beklentilerin aksine, Eylül veya Ekim aylarından önce borç verme faiz oranında bir indirime giderek, faiz koridorunu daraltması mümkün görünmektedir. Bu kapsamda, Vakıfbank olarak, politika faiz oranında yıl sonuna kadar bir değişiklik beklemeyizken, TCMB'nin halihazırda %11.5 olan borç verme faiz oranını yılsonuna kadar %9'a indirmesini bekliyoruz.

Türkiye ekonomisinin yılın ilk çeyreğinde %3.7 oranında büyümesini bekliyoruz

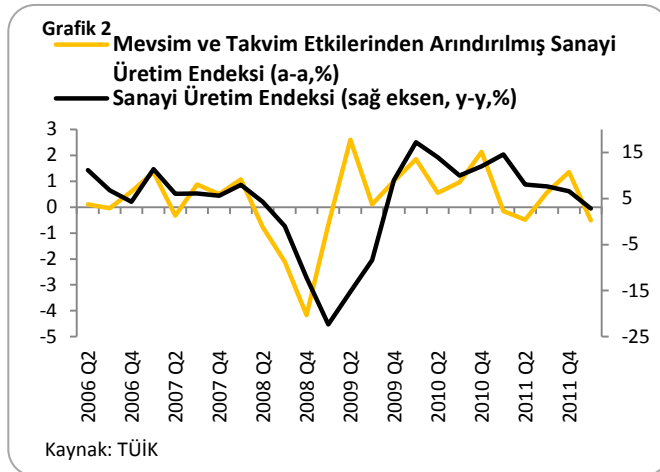
Euro Bölgesi'nde süregelen borç krizinin etkileri birçok dünya ülkesini olumsuz etkilemeye devam ederken, Türkiye ekonomisinde söz konusu etkinin daha sınırlı kaldığı görülmektedir. İç talep ve ekonomik aktivitedeki yavaşlama işaretlerine karşın, ihracattaki artışla birlikte net ihracatın büyümeye katkısının artmasını bekliyoruz. Bu yazımızda ilk çeyrek GSYİH beklentimiz ve beklentimizde rol oynayan faktörler detaylı bir şekilde incelendikten sonra öncül veriler ışığında yılın ikinci çeyreğine ilişkin değerlendirmeler ele alınacaktır.



2012 yılının ilk çeyreğine ilişkin tablo büyüme verisinin de açıklanmasıyla netleşmiş olacak. 2010 yılı ardından 2011 yılında da güçlü büyüme performansını devam ettiren Türkiye ekonomisinde yılın ilk çeyreğine ilişkin öncül göstergeler iç talebin belirgin şekilde hız kestiğine işaret etmektedir. Diğer yandan ihracatın artış hızının ithalatı aşması cari işlemler açığı kadar büyüme açısından da olumlu bir gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır. Çalışmamızın ileriki bölümlerinde detaylı bir şekilde inceleyeceğimiz bu gelişmeler

ışığında yılın ilk çeyreğine ilişkin büyüme tahminimiz yıllık bazda %3.7 oranına işaret etmektedir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış büyümenin ise bir önceki çeyreğe göre %0.6 oranında artış yaşayacağını düşünüyoruz.

i. Sanayi üretimi yılın ilk çeyreğinde ortalama %2.8 büyüdü.

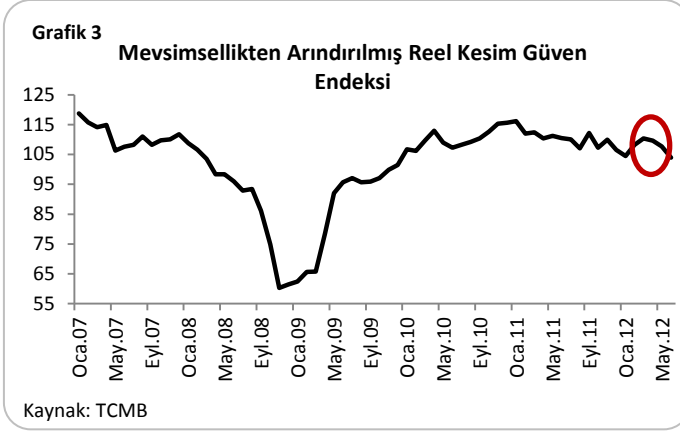


Yılın ilk çeyreğinde ekonomik aktiviteye ilişkin yavaşlama sinyallerinin arttığı görülmektedir. Büyümenin en önemli öncül göstergelerinden biri olan sanayi üretim endeksi, 2012 yılının ilk çeyreğinde, 2011 yılının ikinci çeyreğinde başlayan yavaşlama eğilimini devam ettirerek belirgin şekilde hız kesmiş ve ortalama %2.8'lik bir yıllık büyüme kaydetmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksinde ise yavaşlamanın daha net görüldüğü söylenebilir. Arındırılmış endeks

yılın ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre ortalama %0.5'lik bir gerileme sergilemiştir. Arındırılmış endekste Ocak ayındaki %3.1'lik sert gerilemenin ardından Şubat ve Mart aylarında pozitif artışlar yaşanmasına karşın bu artışların Ocak ayındaki gerilemeyi telafi edemediği dikkat çekmektedir. Sanayi üretiminin detaylarına baktığımızda, dayanıklı ve dayanıksız tüketim malı imalatının yıllık artış hızındaki yavaşlama iç tüketimdeki yavaşlamayı yansıtmaktadır. Diğer yandan ara malı ile sermaye malı imalatında yaşanan sert gerileme ise dış talep koşullarındaki bozulmaya bağlı olarak üretimin

yavaşladığını göstermektedir. Tüm bu gelişmeler ışığında gerek iç talep gerekse dış talep koşullarındaki zayıf görünümün ilk çeyrek büyüme rakamlarında belirleyici olacağı söylenebilir.

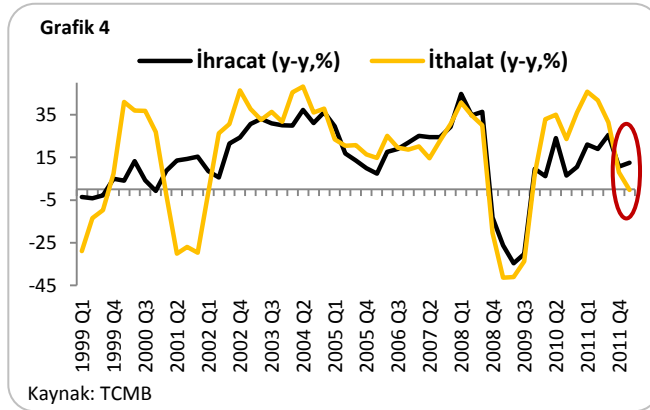
ii. Yatırımlar zayıf bir performans sergiledi.



2011 yılında görece zayıf bir performans sergileyen yatırımların yılın ilk çeyreğindeki seyri büyüme açısından önemli görünmektedir. Yukarıda da değindiğimiz gibi yatırımlar açısından öncül olan yatırım malı imalatındaki sert yavaşlamanın yanı sıra yatırım malı ithalatının da gerilemesi yılın ilk çeyreğinde de yatırımların düşük seyrinin devam ettiğini göstermektedir. Diğer yandan yatırım talebini göstermesi bakımından algılamaları yansıtan mevsim ve

takvim etkilerinden arındırılmış reel kesim güven endeksi yılın ilk çeyreğinde yukarı yönlü bir hareket sergilemesine karşın bir önceki yılın aynı dönemine göre yavaşlamıştır. Bu görünüm reel kesimin ekonomiye dair algılamasının geçen yıla göre daha olumsuz ama yine de ılımlı olduğunu göstermektedir. Yılın ilk çeyreğinde %73.6 olan kapasite kullanım oranının nispeten güçlü bir görünüm sergilediği görülürken, mevsimsellikten arındırılmış kapasite kullanım oranının da ilk çeyrekte belirgin bir düşüş yaşanmasına karşın hala düşük seviyelerde seyrettiği dikkat çekmektedir.

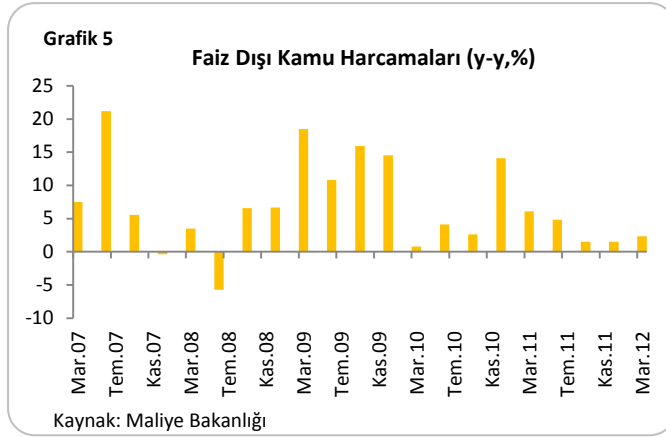
iii. Net ihracatın büyüme katkısı ilk çeyrekte artacak.



2012 yılının ilk çeyreğinde dış ticaret açığındaki toparlanma daha belirgin hale gelmiştir. Söz konusu toparlanmada ihracat performansı dikkat çeken bir rol oynarken, ihracatın yıllık artış hızı, 2009 yılının son çeyreğinden sonra ilk kez ithalatın yıllık artış hızının üzerine çıkmıştır. Gerileyen ithalat artış hızına karşın ihracatın bu performansı yılın ilk çeyreğinde net ihracatın büyümeye katkısının da artacağına işaret etmektedir. ihracatın bu performansında bölgesel ticaret

ağımızın Euro Bölgesi krizi ile birlikte Avrupa'dan Orta Doğu'ya kaydırılması yönünde atılan adımların meyvelerini vermesinin yanı sıra geçmiş dönemlerden farklı olarak "İnciler, kıymetli veya yarı kıymetli taşlar, kıymetli metaller" sektörü ihracatında görülen sert artışların etkili olduğu görülmüştür.

iv. Kamu harcamalarının ilk çeyrekte büyümeye olumlu katkıda bulunmasını bekliyoruz.



2012 yılının ilk çeyreğinde faiz dışı kamu harcamaları reel olarak yıllık bazda %2.3 oranında artış göstermiştir. Harcamalardaki yüksek oranlı artışın ilk çeyrekte büyümeye olumlu yansıtacağını düşünüyoruz. Ancak ithalattaki azalışa bağlı olarak ithalde alınan KDV gelirleri ve tüketimin hız kesmesi ile özel tüketim vergisi gelirlerinde yaşanan düşüş kamu disiplininin taviz vermek istemeyen kamunun harcamalarını kısmasına neden olarak önümüzdeki

dönemde büyüme açısından dolaylı bir olumsuz etki de doğurabilecektir.

Yukarıda değindiğimiz öncül veriler ışığında, yılın ilk çeyreğinde ekonominin yıllık bazda %3.7 oranında büyümesini bekliyoruz. Beklentilerimiz geçen yılın tamamında %8.5, son çeyreğinde ise %5.2 oranında büyüyen ekonominin 2012 yılında bir miktar soğuyacağına işaret etmektedir. İlk çeyrekte iç ve dış talepteki yavaşlama işaretleri büyümenin ivme kaybetmesinde temel rol oynamasına karşın, net ihracatın büyümeye katkısı ve kamu harcamalarının performansı büyümeyi destekleyecektir.

2012 yılının ikinci çeyreğine ilişkin ilk veriler de açıklanmaya başlandı. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi bir önceki aya göre %1 oranında artış yaşayarak ilk çeyreğin ardından daha olumlu bir tablo çizdi. Yılın ilk çeyreğinde arındırılmış endeks ortalama %0.5 oranında daralmıştı. Mevsimsel etkilerden arındırılmış kapasite kullanım oranı ise Haziran ayında %73 ile 2010 yılının Eylül ayından sonraki en düşük seviyesine geriledi. Bu durum yatırım performansı açısından da zayıf seyrin devam ettiğine işaret etmektedir. Yatırım malı ithalatındaki yavaşlamanın da Nisan ayında sertleşmesi bu düşüncemizi desteklemektedir. İhracat ise Nisan ayında beklentilerin üzerinde açıklanmasına karşın altın ihracatının bu artışta pay sahibi olduğu değerlendirildiğinde büyümeye katkısı açısından Mayıs ve Haziran aylarının beklenmesinin daha doğru olacağını düşünüyoruz. Diğer yandan son dönemdeki olumlu enflasyon gelişmelerinin TCMB'nin para politikası açısından elini rahatlatacağını düşünüyoruz. Açıklanan verilerin ekonomide yavaşlamanın devam ettiğini göstermesi durumunda, halihazırda enflasyon odaklı bir politika izleyen TCMB'nin büyüme odaklı bir politika izlemeye başlaması mümkün olabilecektir. Tüm bu gelişmeler dikkate alındığında 2012 yılında ekonominin bir önceki yıla göre %3.5 oranında büyüyeceği yönündeki beklentilerimizi koruyoruz.

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.