

İçindekiler:

- 1 Özet Değerlendirme
- 2 İzlenecek Önemli Gelişmeler

Türkiye Ekonomisi ve Piyasalar

- 2 Enflasyon
- 3 Sanayi Üretimi
- 4 Büyüme
- 5 Dış Ticaret Dengesi
- 6 Ödemeler Dengesi
- 7 Merkezi Yönetim Borç Stoku
- 8 Piyasa Gelişmeleri

Ekler

- 13 Hazine Finansmanı
- 14 Temel Ekonomik Tahminler

ING Bank A.Ş. Ekonomik Araştırmalar Grubu

Adres:

Reşitpaşa Mahallesi
Eski Büyükdere Cd. No:8
34330 Maslak - İstanbul
Tel: + 212 329 0752
Faks: + 212 365 4362

E-posta: sengul.dagdeviren@ingbank.com.tr

LÜTFEN ÖNEMLİ AÇIKLAMALAR İÇİN SON SAYFAYA BAKINIZ.

Rapor Tarihi: 13 Eylül 2012

Makroekonomik verilerde iyileşme görmeden temkinli olunmalı...

Global risk iştahının görece güçlü kaldığı Ağustos ayının ardından Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) sınırsız ancak koşullu tahvil alım programı açıklaması ve Avrupa Kalıcı İstikrar Fonu'nun (ESM) hayata geçmesinin önündeki en belirgin hukuki engelin ortadan kalkmasıyla uluslararası piyasalarda olumlu havanın korunduğunu görüyoruz. Ancak kritik Eylül ayının ilk günleri itibariyle yurtiçinde özellikle 50:50 EUR:USD sepetindeki artışın devam etmesi 13 Eylül'de açıklanacak Fed kararı öncesinde olumlu beklentilere karşın Türkiye açısından risklerin ortadan kalkmadığına işaret ediyor. Özellikle petrol fiyatlarının yüksek seyrettiği bir dönemde enflasyon beklentilerini yönetmek açısından kur cephesinde yaşananlar politika yapımcılar tarafından da yakından izlenecektir. Sonuç olarak global ekonomide büyümeye dair kaygılar korunuyor. Diğer bir deyişle makro ekonomik verilerde iyileşme görmediğimiz bir ortamda global likidite beklentilerine bağlı yaşanan iyimserliğin kırılma olduğunu söyleyebiliriz. Nitekim para politikalarında alınabilecek önlemlerin sonuna yaklaşıldığı bir dönemde (AMB'nin 2012 yılında 25 baz puanlık bir faiz indirimi daha yapacağı beklentimizi korunmakla birlikte) Atlantik'in iki yakasında politik risklerin devam etmesi bu resmin kırılma potansiyelini farklı bir açıdan teyit ediyor. Nitekim Fed'in bu ay (veya yılsonundan önce) atacağı yeni adımların 2013'e dair mali uçurum (durgunluk) riskini dengeleme açısından da önemi büyük olacak. Bu ortamda EUR/USD her ne kadar Fed'in yeni bir parasal genişlemeye gideceği beklentisi ile artsa da, ING olarak EUR aleyhine risklerin hala ağır bastığını düşünüyoruz. Makro ekonomik görünüm açısından da Euro bölgesindeki durgunluğun yerini önümüzdeki yıl beklendiği gibi sınırlı ama pozitif bir büyümeye bırakması için zayıf EUR'nun kısa vadede gerekli olduğunu söyleyebiliriz. Bu ortamda EUR/USD'da düşüş beklentimizi yılsonu öngörülerimizi bir miktar yukarı çekmiş olsak da koruyoruz. Türkiye'de ise, kontrollü bir yavaşlamanın ardından ekonomik aktivitede belirgin bir ivmelenme görmediğimiz bir dönemde bütçede bu yıl gerçekleşmesi beklenen sapmaların zam yapılmasını ve/veya vergi artışlarını da gündeme getirmiş olması para politikası yönetimini biraz daha zor hale getirdi. Bütçe açığındaki olası sapmanın, özellikle de bütçenin hem harcamalar hem de gelirler tarafında yapısal sorunlar varsa, harcamalar kanalı yoluyla dengelenmesi tercih edilir. Burada vergi artışı seçilirse, Merkez Bankası risk senaryolarında yer verdiği üzere para politikası duruşunu şu an bekleneneye göre sıkılaştırmak zorunda kalabilir. Mali disiplinin orta vadede korunması ve bu güvenin 17 Ekim'e kadar Meclis'e sunulması gereken 2013 bütçe tasarısı ve yeni Orta Vadeli Program'la sağlanması önemli ama kısa vadede enflasyon beklentilerinde sağlanan olumlu eğilimin bozulmaması da fiyat istikrarına yaklaşımları için şart. Tam da bu nedenle bütçe kısıntılarının harcamalar tarafında aranması gerekiyor. Tüm bu gelişmelerin ışığında her ne kadar büyüme tarafında aşağı yönde, enflasyon konusunda ise kısmen yukarı yönde riskler dikkat çekmeye başlasa da Eylül ayında gelişmiş ülkelerde atılan adımların içeriği ve ilk etkilerini görmeden bu ay da beklentilerimizde bir değişiklik yapmamayı tercih ettik. Yıllık enflasyonda Eylül'de güçlü olasılıkla görebileceğimiz yükseliş olumlu beklentiler için bir test olacaktır. Durgunluk riskinin belirgin olarak artmadığı bir dönemde ise iki yıllık gösterge tahvil faizinin mevcut düzeylerinin çok altına inme olasılığı kanımızca yüksek değil. Tabii uzunca süredir yabancı ilgisinin tahvil faizlerindeki gerilemede etkili olduğunu anımsayacak olursak bu beklentimizin yurtdışı olumlu havanın devamına bağlı olarak muhafazakar kalma riski var. Son dönemde (portföy hariç) kısa vadeli döviz girişlerinin kısmen azalmasına karşın döviz rezervlerinin bankacılık kanalıyla güçlenmesi, kur cephesinde fazla tedirgin olmaya gerek olmadığını düşündürüyor.

Sengül Dağdeviren - Baş Ekonomist

Eylül ayında takip edilecek önemli gelişmeler:

- **17 Eylül:** Haziran ayı işsizlik verisi, Ağustos ayı tüketici güveni ve Temmuz/Ağustos merkezi bütçe gerçekleştirmeleri verileri açıklanacak.
- **18 Eylül:** Eylül ayı Para Politikası Kurulu toplantısı yapılacak
- **20 Eylül:** Ağustos ayı Merkezi Yönetim Borç Stoku açıklanacak.
- **24 Eylül:** Eylül ayı Kapasite Kullanım Oranı ve Reel Kesim Güven Endeksi verileri açıklanacak
- **28 Eylül:** İkinci çeyrek brüt borç stoku verileri ve Ağustos ayı dış ticaret verileri açıklanacak

EKONOMİK VERİLER**Enflasyon:**

Ağu-12	Aylık	YBY	Yıllık
ÜFE	0.26%	-0.30%	4.56%
Tarım	-0.75%	-2.25%	11.43%
Sanayi	0.46%	0.10%	3.29%
Madencilik	1.78%	3.78%	8.34%
Ham petrol*	7.73%	-3.32%	3.46%
İmalat	0.38%	0.50%	2.82%
Gıda ürünleri	0.96%	4.07%	8.82%
Petrol ürünleri	7.89%	3.18%	5.71%
Ana metal	-0.68%	-5.51%	-8.77%
TÜFE	0.56%	2.28%	8.88%
Gıda-Alkolsüz İçki	1.46%	-1.36%	9.14%
Giyim ve Ayakkabı	-4.60%	-0.65%	7.24%
Konut	0.68%	6.07%	11.84%
Özel Kapsamlı TÜFE			
(G)	-0.14%	3.54%	7.78%
(H)	-0.14%	3.68%	7.71%
(I)	-0.28%	3.43%	7.17%
FX Sepeti *	1.48%	-6.49%	-3.56%
USD/TRY*	0.33%	-5.22%	3.53%
EUR/TRY*	2.70%	-7.76%	-9.94%

* Ham petrol ve doğalgaz çıkarım ** Merkez Bankası ay sonu döviz kurları kullanılmıştır. Kur Sepeti: 1USD + 0.77 EUR

(G) = İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü içki-tütün, diğer yönlendirilen fiyatlar ve dolaylı vergiler hariç TÜFE

(H) = İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü içki-tütün, altın hariç TÜFE

(I) = Gıda-içecek, enerji, alkollü içki-tütün, altın

Kaynak: TÜİK ve TCMB

Herhangi bir bozulma göstermeyen çekirdek enflasyon göstergeleri, temel fiyatlama eğilimindeki düzelmenin devam ettiğini gösterdi...

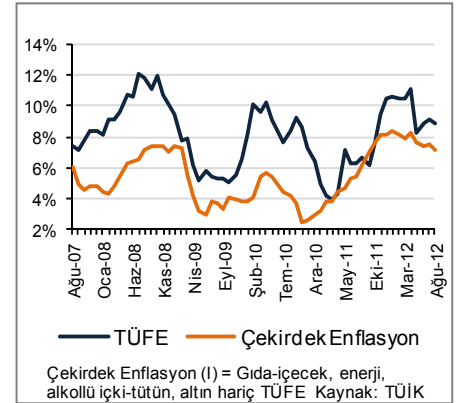
TÜFE, Ağustos'ta ulaştırma ile gıda ve alkolsüz içecekler gruplarındaki sırasıyla aylık %1.59 ve %1.46'lık artışların etkisiyle piyasanın %0.25'lik, bizim ise %0.18'lik beklentimizin üzerinde %0.56 artarken, baz etkisinin katkısıyla yıllık enflasyon Temmuz ayındaki %9.07 düzeyinden %8.88'e geriledi. Rafine edilmiş petrol ürünleri grubundaki aylık %7.89 oranındaki dikkate değer artışa rağmen, tarım ve ana metal gruplarındaki sırasıyla %0.85 ve %0.68'lik gerilemelerin etkisiyle ise ÜFE Ağustos'ta aylık %0.26 artarken, yıllık ÜFE enflasyonu Kasım 2009'dan beri en düşük değer olan %4.56'ya geriledi.

TÜFE'de en yüksek ağırlığa sahip olan gıda ve alkolsüz içecekler grubunda fiyatlar (2011 Ağustos'taki %1.38'lik artış ile uyumlu) aylık %1.46 oranında yükseliş kaydetti. Bu grubun aylık enflasyona katkısı ise Temmuz'daki %2.42 puana göre sınırlı bir artış göstererek Ağustos'ta %2.44 puan oldu. Son dönemde artan petrol fiyatlarının etkisiyle Ağustos ayında ana harcama grupları arasında en yüksek aylık artışı kaydeden ulaştırma grubu ise aylık enflasyona %0.26 puan katkı yaptı. Temmuz'da olduğu gibi Ağustos'ta da mevsimsel hareketlerin etkisiyle giyim ve ayakkabı grubu ise %0.31 puanla aylık enflasyona kayda değer negatif katkı yapan tek grup oldu. Enflasyona %0.11 pozitif katkı yapan konut, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar grubunun haricinde diğer gruplar önemli bir etki yapmadı.

Ağustos'ta temel fiyatlama eğilimlerinin göstergesi olan özel kapsamlı TÜFE endekslerindeki H ve I tanımlı çekirdek enflasyon göstergeleri ise sırasıyla aylık %0.14 ve %0.28'lik gerilerken, yıllık enflasyon H tanımlı çekirdek enflasyonda %7.71'e, I tanımlı çekirdek enflasyonda ise %7.17'ye geriledi. Açıklanan rakamlar, orta vadede enflasyon görünümünde iyileşmenin süreceğinin işaretini verdi.

Sonuç olarak, TÜFE son dönemde uluslar arası piyasalarda yüksek düzeylerde kalan petrol fiyatlarının ve gıdanın etkisiyle Ağustos'ta beklentilerin üzerinde artarken, herhangi bir bozulma göstermeyen çekirdek enflasyon göstergeleri, temel fiyatlama eğilimindeki düzelmenin devam ettiğini gösterdi. Baz etkisiyle yıllık enflasyondaki iyileşme eğiliminin devam edeceğini önümüzdeki dönemde MB'nin temkinli (esnek) ama daha gevşek para politikası duruşunu sürdüreceğini ancak yüksek seyreden emtia fiyatlarının enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerindeki kalıcı etkisini ve yurtdışı gelişmeleri yakından izlemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Son dönemde bütçedeki sapma ekseninde gündeme getirilen vergi artışları ve kamu zamlarının ise MB'nin duruşunu etkilemesi şartırcı olmamalı.

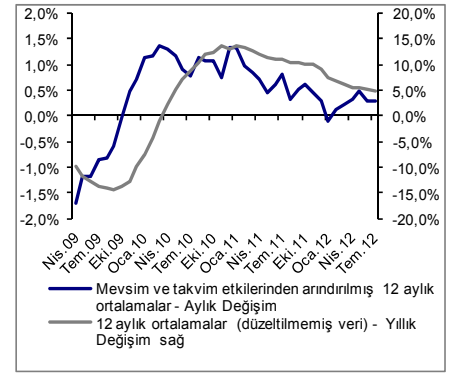
Ömer Zeybek, omer.zeybek@ingbank.com.tr



Sanayi Üretimi:

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretimi Temmuz ayında %1.7 arttı...

Temmuz ayında sanayi üretimi bir önceki yılın aynı ayına göre (YY) %2.25 olan piyasa beklentisinin üzerinde %3.4'lük bir büyüme kaydetti. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeks ise Temmuz ayında bir önceki aya göre %1.7 ile 2011 sonundan bu yana en büyük aylık artışı gösterdi. Öte yandan, 2011'in son çeyreğinden beri zayıflayan 12 aylık ortalama yıllık büyümedeki bu eğilim Temmuz ayında geçtiğimiz yıldan kalan baz etkisinin katkısıyla devam etti.



Kaynak: TÜİK

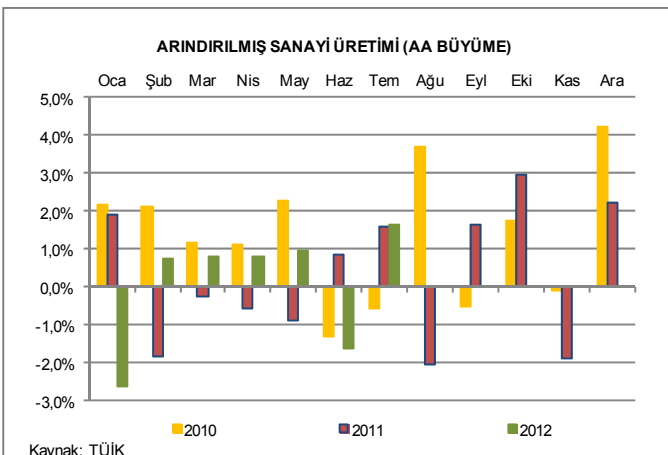
Endekse negatif katkı yapan sektörlerin endeks içerisindeki ağırlığı bir önceki ay %41.9 iken Temmuz'da %30.5'e geriledi...

Geniş ekonomik sınıflamalara göre bakıldığında, yıllık büyümeye en büyük katkı %2.01 puan ile dayanıksız tüketim malları grubundan gelirken, Haziran ayında yıllık büyümenin %85'ini açıklayan aramalı grubunun Temmuz'da endeksteki büyümeye katkısı %1.44'te kaldı. Temmuz ayında sermaye malı ve dayanıklı tüketim malları grupları büyümeye sırası ile %0.21 ve %0.70 negatif yönlü katkı yaptı ve zayıf seyrini sürdürdü.

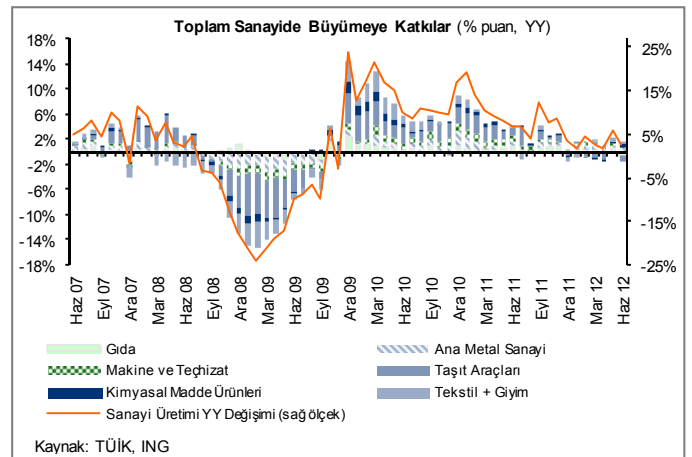
Temel eczacılık ve tekstil imalatlarında geçtiğimiz ay başlayan toparlanma sürdü. ...

İmalat sanayinin alt kalemlerinde ise, yıllık büyümeye en büyük katkı, %1.06 puan ile temel eczacılık ürünleri imalatından gelirken, ihracat yönelik sektörlerden tekstil ürünleri %0.72 puan katkı ile takip eden sektör oldu. Ana metal sektörü ise %0.53 oranında katkı ile öne çıkan bir diğer sektör oldu. İç talebe duyarlı olan dört sektör ise (kimyasal ürünler, temel eczacılık ürünleri, kauçuk ve plastik ürünleri ile diğer metalik olmayan ürünler) 2011'in ilk dört ayındaki negatif katkının ardından %0.98 puan ile toparlanma işaretleri vermeye devam etti. Öte yandan motorlu kara taşıtları sektörü ise toplam sanayi üretimi artışını %0.76 puan aşağıya çekerken, endekse negatif etki eden 8 sektör içerisinde ön plana çıktı ve 2011'in ikinci yarısında zayıflamaya başlayan ve Şubat 2012'den bu yana da negatifte kalan seyrini sürdürdü. Temmuz'da endekse negatif katkı yapan sektörlerin endeks içerisindeki ağırlığı bir önceki ay %41.9 (11 sektör) olan düzeyinden %30.5'e (8 sektör) geriledi.

Son dönemde dalgalı bir seyir izleyen sanayi üretim verileri, Haziran'daki düşüşün ardından Temmuz'da mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış rakamlara göre yılın en yüksek aylık artışını gösterirken, temel eczacılık ve tekstil imalatlarında geçtiğimiz ay başlayan toparlanma sürdü. Sonuç olarak, olumlu Temmuz rakamlarına rağmen, 2011 yılının ikinci yarısında başlayan ivme kaybının ardından, dalgalı seyrin devam ettiğini görüyoruz. Toparlanma eğiliminin başladığı yönünde bir değerlendirme yapmak için ise henüz erken olduğunu düşünüyoruz. **Ömer Zeybek, omer.zeybek@ingbank.com.tr**



Kaynak: TÜİK



Kaynak: TÜİK, ING

Seçilmiş İktisadi Faaliyet Kollarının GSYH Büyümesine Katkıları (%Puan)

	2011	2012	
	Yıllık	1Ç	2Ç
İmalat Sanayi	2,3%	0,7%	0,9%
İnşaat	0,6%	0,2%	0,0%
Toptan ve perakende ticaret	1,4%	0,1%	0,2%
Ulaştırma, depolama ve haberleşme	1,5%	0,8%	0,6%
Mali aracı kuruluşların faaliyetleri	1,1%	0,5%	0,4%
Konut Sahipliği	0,1%	0,1%	0,1%
Gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetleri	0,3%	0,3%	0,2%
Sağlık işleri ve sosyal hizmetler	0,1%	0,1%	0,0%
Sektörler Toplamı	8,7%	3,4%	3,1%
Dolaylı ölçülen mali aracı hizmetleri	1,1%	0,4%	0,3%
Vergi-Sübvansiyon	0,9%	0,2%	0,1%
GSYİH	8,5%	3,3%	2,9%

Kaynak: TÜİK, ING Bank

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış verilere göre GSYH artışı, düşük baz etkisiyle bir önceki döneme göre (ÇÇ) %1.8 ile 2011 yılı ilk çeyreğinden bu yana en yüksek düzeye ulaştı...

Hane halkları tüketiminin GSYH artışına katkısı ikinci çeyrekte uzun bir aradan sonra ilk defa negatife döndü...

Net ihracatın büyümeye katkısı ise son dönemdeki toparlanma eğilimini koruyarak %5.7 puan ile güçlü bir seyir kaydetti...

Büyüme:

Türkiye ekonomisi 2012 yılının 2. çeyreğinde geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre (YY) %2.9 ile beklentilerin hafif altında bir büyüme kaydetti. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış verilere göre GSYH artışı da, düşük baz etkisiyle bir önceki döneme göre (ÇÇ) %1.8 ile 2011 yılı ilk çeyreğinden bu yana en yüksek düzeye ulaştı. Öte yandan, 2011'in 3. çeyreğinde %9.6 ile 1999'dan bu yana en yüksek orana ulaştıktan sonra gerilemeye başlayan 12 aylık kümülatif büyüme ise Haziran sonu itibarıyla %4.9'a gelerek, aşağı yönlü seyrini sürdürdü.

Üretim yöntemiyle GSYH'de en fazla ağırlığa sahip olan imalat sanayi sektörü 2. çeyrekte %3.4 büyürken, GSYH büyümesine katkısı %0.90 puan oldu ve zayıf seyrini sürdürdü. Genel olarak tüm sektörlerde 2011'in ilk yarısından sonra gözlenen ivme kaybı sürerken, önemli ana sektörlerden olan ticaret, ulaştırmanın yıllık büyümeye katkıları bu yılın ilk çeyreğinde olduğu gibi düşük kalırken, inşaatın katkısı yaklaşık sıfır oldu.

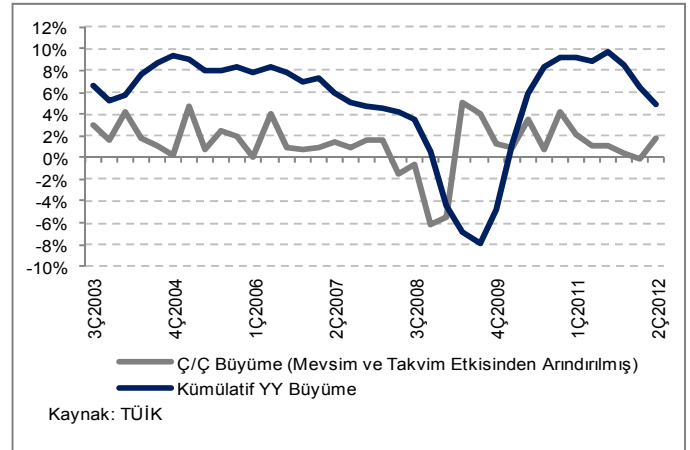
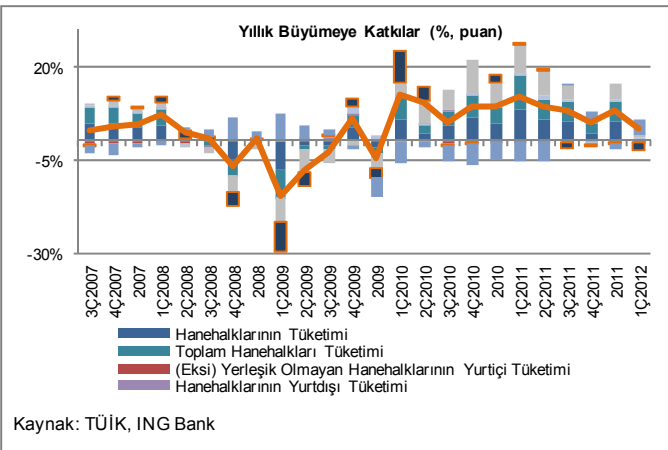
Harcamalar tarafında, 2011'in ilk çeyreğinde %8.7 puan ile 2005'ten bu yana en yüksek düzeye ulaşan ve sonrasında gerilemeye başlayan hane halkları tüketiminin GSYH artışına katkısı ikinci çeyrekte uzun bir aradan sonra ilk defa negatife döndü. Diğer bir deyişle GSYH'nin içinde en büyük paya sahip özel tüketim 2009 sonundan beri ilk defa küçüldü. Özel sektör yatırımlarının büyümeye katkısı da benzer şekilde %-1.9 ile negatife dönerken, 2011 başından bu yana gözlenen zayıf seyrini sürdürdü. Öte yandan, devletin tüketim ve yatırım harcamalarının büyümeye toplam katkısı %0.3 puan ile bu yılın ilk çeyreğinde olduğu gibi ikinci çeyreğinde de özel talebin katkısının üzerinde kaldı. Net ihracatın büyümeye katkısı ise son dönemdeki toparlanma eğilimini koruyarak %5.7 puan ile güçlü bir seyir kaydetti. 2011 3. çeyrekte beri büyümeye negatif katkı yapan stok değişimleri de benzer şekilde GSYH büyümesini %0.8 puan aşağı çekerken, ekonomik zayıf aktiviteyi teyit etti ve ileride olası talep şoklarının daha olumlu sonuçlar doğurabileceğini göstermeye devam etti.

Sonuç olarak, iç ve dış talebi dengelemeye yönelik politikaların net ihracatın büyümeye katkısından da görüleceği üzere önemli ölçüde amacına ulaştığı, ekonominin sağlıklı bir soğumanın ardından, zayıf seyrini sürdürdüğü gözleniyor. Bu şartlar altında, 2012'in üçüncü çeyreğinde de benzer bir eğilimin hâkim olduğu ve yıllık büyümenin %3 ile %4 arasında kalması olasılığının devam ettiği söylenebilir.

Talep Unsurlarının GSYH Büyümesine Katkıları (%Puan)

	2011	2012	
	Yıllık	1Ç	2Ç
Hanehalklarının Tüketimi	5,4%	0,1%	-0,3%
Devletin Tüketim Harcamaları	0,5%	0,5%	0,4%
Sabit Sermaye Oluşumu	4,4%	0,4%	-2,1%
Stok Değişimleri	-0,3%	-2,3%	-0,8%
Net İhracat	-1,5%	4,6%	5,7%
İhracat	1,6%	2,7%	4,6%
(Eksi) İthalat	3,0%	-1,9%	-1,1%
GSYİH	8,5%	3,3%	2,9%
Özel Yatırım / Büyüme	53,4%	10,2%	-67%

Kaynak: TÜİK, ING Bank



Muhammet Mercan, muhammet.mercan@ingbank.com.tr

Dış Ticaret:

Temmuz ayında dış ticaret açığı US\$7.9 milyar ile piyasa beklentisine ve tahminimize yakın bir düzeyde gerçekleşti...

İhracatın altın satışına bağlı olumlu hareketini devam ettirmesine ve önceki yılın aynı ayına göre (YY) %8.5'lik artış kaydetmesine ek olarak, ithalatın YY %1.5 küçülmesi sonucu Temmuz ayında dış ticaret açığı US\$7.9 milyar ile piyasa beklentisine ve tahminimize yakın bir düzeyde gerçekleşti. Buna paralel olarak, Kasım 2011'den itibaren toparlanma sürecindeki yıllık dış ticaret açığı Temmuz'da US\$93.3 milyara geriledi. Net enerji ithalatı hariç yıllık dış ticaret açığındaki daralma eğilimi de devam ederek US\$42.3 milyara geldi. Ancak, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış veriler, ihracatın aylık olarak %1.1, ithalatın ise %1.7 düştüğünü ortaya koydu.

Temmuz'da geniş ekonomik gruplar sınıflamasına göre ithalatta artış yönünde katkı yapan tek grup ara malları oldu...

Temmuz'da geniş ekonomik gruplar sınıflamasına göre ithalatta artış yönünde katkı yapan tek grup ara malları olurken, sermaye ve tüketim malları ithalatında azalma görüldü. Fasillara göre ithalatta YY değişime katkılara bakıldığında ise esas belirleyici kıymetli taşlar&metaller olmak üzere bu kalem, elektrikli cihazlar, optik aletler ve hava taşıtları hariç diğer temel fasılların hepsinin ithalattaki değişime katkıları negatif oldu. Yıllık ithalattaki gerilemeye en önemli negatif katkı ise mineral yakıtlar ile demir&çelik fasıllarından geldi. İhracatta ise, Temmuz'da YY artışa en yüksek katkı kıymetli taşlar ve metaller kaleminden gelirken, bu fasıl tek başına YY toplam ihracat artışından daha fazlasını gerçekleştirdi.

Temmuz verileri ithalatta 2011 yılı sonundan beri görülen zayıflama eğilimi ile birlikte ekonomide henüz bir ivmelenmenin olmadığını ortaya koydu...

AB ülkelerine yapılan ihracatın payı %34.3 ile Temmuz 2011'deki %47.7'ye göre önemli ölçüde azalırken, aynı dönemde, Kuzey Afrika ve Yakın-Ortadoğu ülkelerine yapılan toplam ihracatın payı %26.0 seviyesinden %39.9'a yükseldi ve Euro Bölgesi'nde yavaşlayan talebin ihracat pazarlarını çeşitlendirilmesi ile kısmen dengelenmeye devam edildiğini gösterdi.

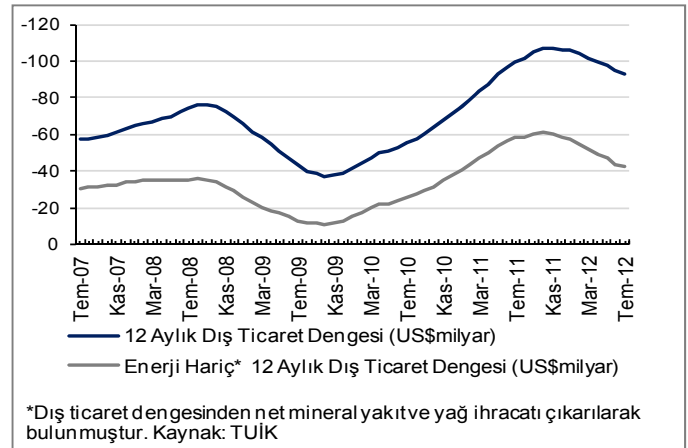
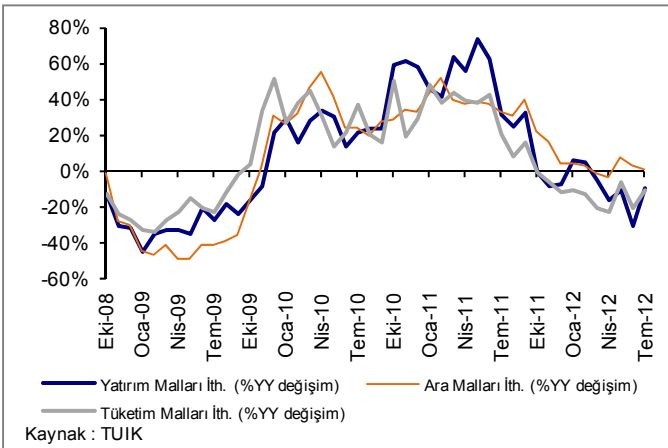
Sonuç olarak, Temmuz verileri ithalatta 2011 yılı sonundan beri görülen zayıflama eğilimi ile birlikte ekonomide henüz bir ivmelenmenin olmadığını ortaya koydu. Enerji hariç dış ticaret açığında daha belirgin olan iyileşmenin petrol fiyatlarındaki gelişmelere de bağlı olarak toplam açıktaki toparlanmayı yılın kalan döneminde de desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. İhracatta kıymetli maden hariç YY büyümenin yılın ilk yarısında %3.7'de kalması ise (2011'in aynı döneminde bu oran %22.6'ydı) dış ekonomik gelişmelere duyarlılığın devam ettiğini gösteriyor.

US\$ Milyar	Oca-Tem 11		Oca-Tem 12		Değişim (YY%)
	Değer	Pay	Değer	Pay	
İHRACAT	77.4	100.0	87.2	100.0	12.6%
İTHALAT	140.8	100.0	137.9	100.0	-2.0%
Sermaye (Yatırım Malları)	21.9	15.5	19.6	14.2	-10.3%
Ara (Ham madde) Malları	100.6	71.4	102.8	74.5	2.2%
Tüketim Malları	17.8	12.7	15.1	11.0	-15.1%
Diğerleri	0.5	0.3	0.4	0.3	-26.5%

İTHALAT	Oca-Tem 12	2011	Oca-Tem 11	YY puan
AB Ülkeleri (27)	37%	38%	39%	-2.2%
Kuzey Afrika Ülkeleri	1%	1%	1%	0.3%
Yakın ve Orta Doğu Ülke.	10%	8%	9%	1.8%
MENA Toplam	11%	10%	10%	1.1%

İHRACAT	Oca-Tem 12	2011	Oca-Tem 11	YY puan
AB Ülkeleri (27)	39%	46%	48%	-9.3%
Kuzey Afrika Ülkeleri	6%	5%	5%	1.4%
Yakın ve Orta Doğu Ülke.	28%	21%	20%	6.8%
MENA Toplam	34%	26%	25%	8.2%

Kaynak : TUIK



Temmuz'da 12 aylık birikimli açık düşüş eğilimini koruyarak US\$61.4 milyara geriledi...

Toplam kayıtlı sermaye girişi arka arkaya dördüncü ay cari açığın üzerinde gerçekleşti...

Net doğrudan yatırımlar Temmuz'da US\$473 milyonla son dönemdeki aylık giriş ortalamasının altında kaldı

Ödemeler Dengesi:

Temmuz ayında cari açık US\$3.9 milyar ile piyasa beklentisine yakın gerçekleşirken, 12 aylık birikimli açık düşüş eğilimini koruyarak US\$61.4 milyarla Mart 2011'den bu yana en düşük seviyesine geriledi. Cari dengenin en önemli kalemini oluşturan ve ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya paralel hızla gerileyen dış ticaret açığı önceki yılın aynı

dönemine göre (YY) Temmuz ayında da cari açıktaki düşüşte belirleyici oldu. Hizmetler dengesi ise mevsimsel faktörlerin olumlu etkisiyle US\$2.9 milyar fazla kaydederken, gelir dengesi portföy gelirlerindeki YY artışın katkısıyla kısmi bir iyileşme kaydederek US\$455 milyona geriledi.

Finansman tarafında temel olarak toplam kayıtlı sermaye girişinin arka arkaya dördüncü ay cari açığın üzerinde gerçekleşmesi öne çıkarken, böylelikle Temmuz ayında resmi rezervlerde US\$2.5 milyar düzeyinde dikkate değer bir artış kaydedildi. Spesifik olarak ise US\$6.6 milyarlık toplam kayıtlı sermaye girişinin cari açığı karşılama oranı %211 ile yüksek düzeyini sürdürdü. Sermaye girişlerinin kısa ve uzun vade kompozisyonu incelendiğinde ise kısa vadeli girişlerinin ağırlığının devam ettiği, Temmuz'da özellikle bono piyasasına US\$5.2 milyarlık girişin de katkısıyla ağırlığının biraz daha arttığı söylenebilir. Öte yandan, Haziran'da güçlü bir seyir izleyen uzun vadeli sermaye girişleri Temmuz'da Hazine'nin yurtdışı borç ödemesi ve şirketler kesiminin kredi geri ödemeleri nedeniyle negatife döndü. En önemli uzun vadeli finansman kalemlerinden olan net doğrudan yatırımlar ise Haziran'da US\$1.9 milyarlık güçlü bir girişin ardından Temmuz'da US\$473 milyonla son dönemdeki aylık giriş ortalamasının altında kaldı. Genel olarak bakıldığında, portföy ve bankalar kanalıyla gerçekleşen kısa vadeli girişlerle birlikte rezervlerin artıyor olması global risk iştahına bağlı kırılganlığı dengelemektedir.

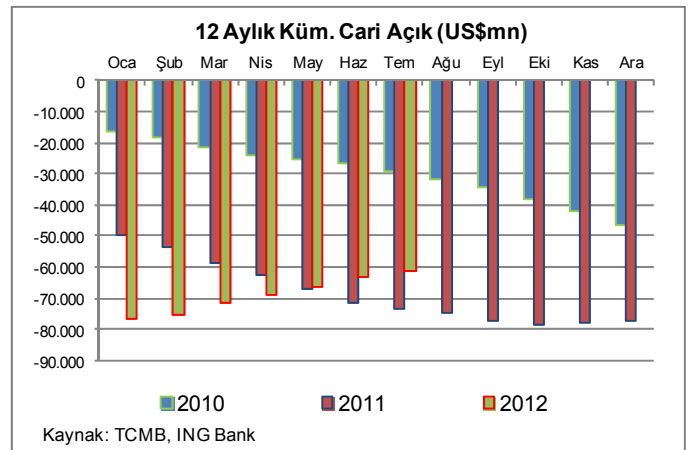
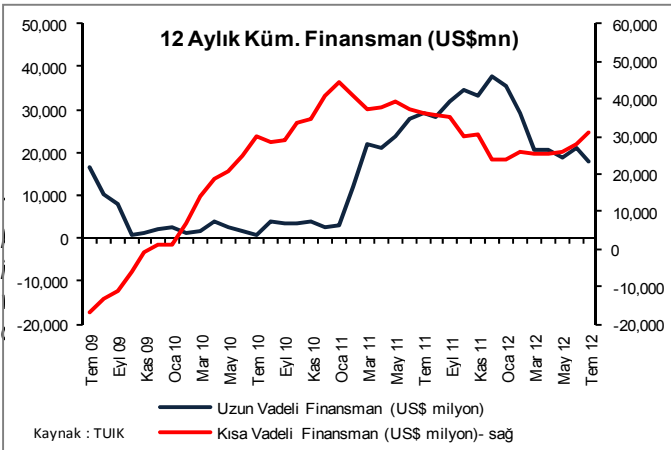
Borç çevrim oranları açısından reel sektörün uzun vadeli borç çevrim oranı Temmuz'da %67 ile Haziran 2010'dan bu yana en düşük düzeye gelirken, son 12 aylık dönemde %105 oldu. Bankaların uzun vadeli borç çevrim oranı da 12 aylık verilere göre %133 düzeyinde bulunuyor.

Temmuz verilerinin ardından yılın kalan döneminde cari açıktaki iyileşmenin ivme kaybedeceğini ve stabilize olacağını düşünüyoruz.

Seçilmiş Ödemeler Dengesi Kalemleri - Kümülatif Gelişim

	Haz 12		Tem 11 - Haz 12	
	US\$ milyon	Cari Dengeye Oranı	US\$ milyon	Cari Dengeye Oranı
Cari Denge	-3,856	100%	-81,417	100%
Dış Ticaret Dengesi	-6,379	165%	-75,543	123%
Toplam Kayıtlı Sermaye Girişi	6,579	171%	48,643	79%
Net Doğrudan Yatırımlar	473	12%	11,631	19%
Yabancıların Net Menkul Kıymet Alımları	5,877	152%	12,201	20%
Hisse Senedi	726	19%	1,650	3%
Bono	5,151	134%	10,551	17%
Net Dış Borçlanma*- Bankalar	141	4%	6,031	10%
Net Dış Borçlanma*- Reel Sektör	-1,704	44%	4,675	8%
Net Dış Borçlanma*-Hazine	-1,250	32%	431	1%
Bankalardaki Mevduat	134	3%	8,344	14%
Diğer	2,908	75%	5,330	9%
Rezerv Değişim	-2,399	62%	7,581	12%
Bankalar	121	3%	5,517	9%
Resmi	-2,520	65%	2,064	3%
Net Hata Noksan	-324	8%	5,193	8%
Diğer Sektörler Uzun Vadeli Kredi Çevrim Oranı		67%		105%
Bankalar Uzun Vadeli Kredi Çevrim Oranı		113%		133%
Kısa Vadeli Ticari Kredi Çevrim Oranı		106%		104%

*Ticari krediler hariç *Mutlak değer Kaynak: TCMB



Finansman tarafında ise, uzun vadeli kaynak girişinde Temmuz'da gözlenen düşüşün kalıcı olmayacağını, son dönemde güçlenen kısa vadeli kaynak girişlerinin ise rezerv artışı ile birlikte gerçekleşmeye devam ettikçe global risk iştahına bağlı kırılmanın yaratabileceği olası tedirginliklerin azalacağını tahmin ediyoruz.

Muhammet Mercan, muhammet.mercan@inqbank.com.tr

Merkezi Yönetim Borç Stoku:

Merkezi yönetim borç stoku Temmuz ayında TL 524.6 milyar oldu...

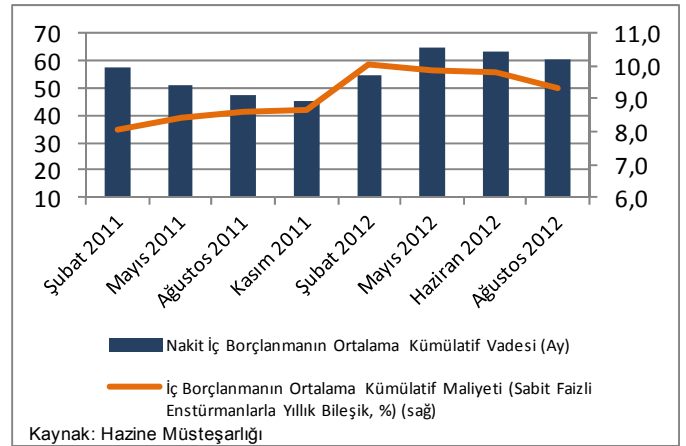
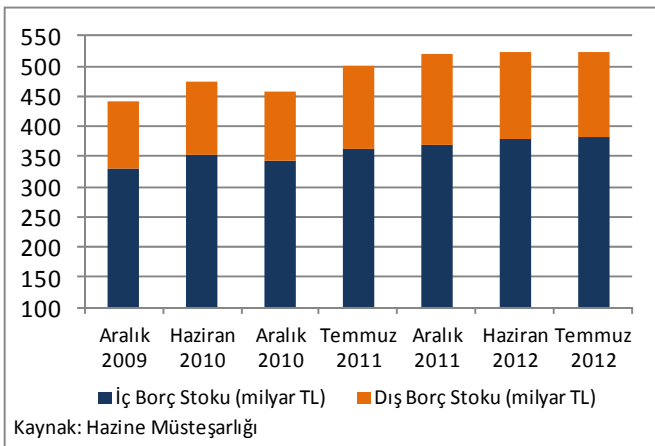
Temmuz ayında merkezi yönetim borç stoku Haziran'a göre %0.18 artarak TL 524.6 milyara ulaşırken, aynı dönemde bir önceki yıla göre artış ise %4.6 olarak gerçekleşti. Alt kırılımlar incelendiğinde, iç borç stokundaki artış aylık %1.1, geçtiğimiz sene aynı döneme göre ise %5 oldu. Dış borç stoku ise aylık USD cinsinden %2.1, yıllık bazda %3.8 geriledi. Toplam borç stokunun iç ve dış borç olarak kompozisyonu değişmezken, iç borcun toplam borç stoku içerisindeki payı çok sınırlı bir artış ile %72.8'e yükseldi.

İç borç içinde yurtdışı yerleşiklerin ellerinde bulunan kısmın payı ise Temmuz ayında %20'ye ulaştı....

İç borcun enstrümanlara göre dağılımında Temmuz ayında önemli bir değişiklik olmadı. Sabit faizli enstrümanlar borç stokunun %59.8'ini, değişken faizli enstrümanlar %27'sini, TÜFE'ye endeksli borçlanma araçları ise toplam borç stokunun %13'ünü oluşturdu. Öte yandan, iç borç stokunun alıcılara göre dağılımına bakıldığında toplam borcun %53'ünün bankalar, %25'inin ise banka dışı kesim tarafından tutulduğu anlaşılmaktadır. İç borcun yurtdışı yerleşiklerin ellerinde bulundukları kısmının büyüklüğü ise Temmuz'da bir önceki aya göre önemli bir artış göstererek %18'den %20'ye çıktı. Ağustos ayında iç borçlanmanın sabit faizli enstrümanlar cinsinden kümülatif maliyeti %9.32'ye gerilerken, toplam nakit borçlanmanın kümülatif maliyeti ise %9.22 oldu. Ağustos'ta nakit iç borçlanmanın kümülatif vadesi ise Temmuz'a göre sınırlı bir artış ile 60.8 aya ulaştı.

İç Borç Stoku Alıcı Dağılımı			
	2010	2011	Tem-12
Bankacılık Kesimi	62.9	56.7	52.8
Kamu bankaları	25.7	24.0	21.7
Özel bankalar	30.7	25.9	24.4
Yabancı bankalar	5.5	5.7	5.4
Kalk. Yat. Bankaları	1.0	1.1	1.3
Banka dışı kesim	22.6	24.0	24.8
Gerçek kişiler	1.5	1.6	1.2
Tüzel Kişiler	17.0	18.7	19.7
MKYF	4.1	3.8	4.0
Yurtdışı yerleşikler	12.5	17.3	20.4
TCMB	2.0	2.0	2.0
TOPLAM	100.0	100.0	100.0

Kaynak : Hazine



Ömer Zeybek, omer.zeybek@inqbank.com.tr

Piyasalardaki Gelişmeler:

	Ağustos sonu değeri	Aylık %	Yılbaşından %
İMKB	67367.95	4.84	31.41
DOW JONES	13090.84	0.63	7.14
S&P 500	1406.58	1.98	11.81
NIKKEI	8839.91	1.67	4.55
DAX	6970.79	2.93	18.19
SHANGAI	2047.52	-2.67	-6.89
BOVESPA	57061.45	1.72	0.54

Kaynak: Reuters

Fed Ağustos ayında parasal gevşeme konusunda doğrudan adım atmazken, bu konuya yönelik kararda istihdam verilerinin belirleyici olacağını vurguladı...

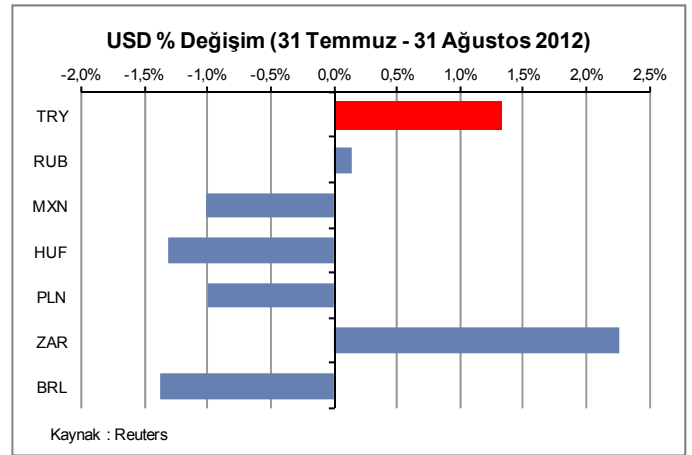
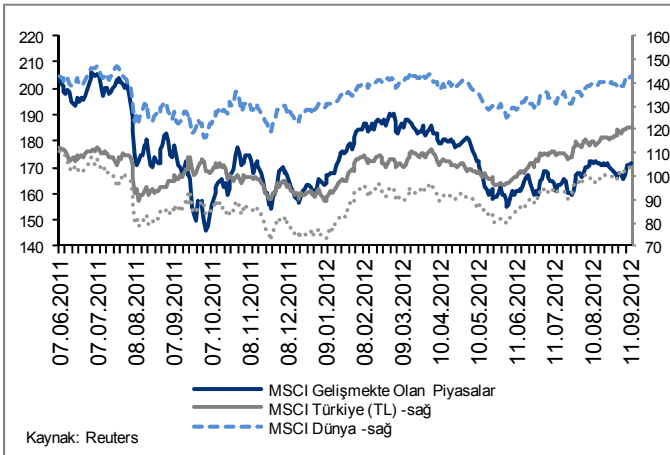
Euro Bölgesi PMI verileri Ağustos ayında beklentilerin hafif altında kalırken, Çin'de imalat PMI verileri büyümenin üçüncü çeyrekte zayıf kalacağına işaret etti...

Piyasaların genelde sakin seyrettiği Ağustos'ta, ay sonunda FED Başkanı Bernanke'nin Jackson Hole'da yapacağı konuşmaya dair beklentiler, AMB'den devam eden krize yönelik gelebilecek olası açıklamalar ve küresel büyüme ile ilgili veri akışı önemli rol oynadı. Para politikasında yeni bir niceliksel gevşemeye gidilip gidilmeyeceği konusunda net bir işaret verileceği düşünülen Jackson Hole konuşmasında Başkan Bernanke Fed'in gerektiği kadar ek politika desteği sağlayacağını söyledi. Büyüme ve istihdamda daha fazla iyileşmenin önemli olduğunun altını çizen Bernanke, daha fazla gevşemeyi değerlendirirken, belirsizlikleri ve politika araçlarının sınırlarını dikkate aldıklarını dikkat çekerken, geleneksel olmayan politikaların maliyetinin yönetilebilir görüldüğünü, ekonomik koşullar gerektirirse bu politikaların daha fazla kullanılabileceğini belirtti. Dolayısıyla Fed Ağustos ayında parasal gevşeme konusunda doğrudan adım atmazken, bu konuya yönelik kararda istihdam verilerinin belirleyici olacağını vurguladı.

Öte yandan, yakından takip edilen bir diğer Merkez Bankası AMB'nin Başkanı Mario Draghi etkin bir para politikası yürütmek için zaman zaman sıradışı tedbirler alınmasının gerekebileceğini, ancak bankanın fiyat istikrarı görevini gözeterek şekilde hareket edeceğini hatırlattı. Bu çerçevede, 6 Eylül'de yapılan ECB toplantısında yeni bir tahvil alım programının ayrıntıları açıklandı. Toplantıda %0.75 olan politika faizi aynı tutulurken, alınacak tahvillerin vadelerinin 1-3 yıl arasında olacağı ve yapılacak alımlarda herhangi bir limitin olmadığı belirtildi.

Euro Bölgesi'ndeki ekonomik aktivite ile ilgili önemli göstergelerden imalat sanayi satın alma yöneticileri endeksi (PMI) Ağustos'ta nihai 45.1 ile beklentilerin hafif altında kaldı. Temmuz'da 44 değerini alan endeksin 50'nin altında olması imalat sektöründe faaliyetlerin azaldığını ortaya koymaktadır. Benzer şekilde, Çin'de imalat PMI verileri büyümenin üçüncü çeyrekte zayıf kalacağına işaret ederek, imalat sektörünün yeni siparişlerdeki yavaşlamadan ciddi zarar gördüğünü ortaya koydu.

Temmuz'da genelde yatay bir seyir izledikten sonra Eylül başında yapılacak AMB toplantısında İspanya ve İtalya'nın borçlanma maliyetlerini azaltacak yeni bir tahvil alım programının ayrıntılarının açıklanacağı ve FED'den bir parasal gevşeme kararı gelebileceği beklentisiyle Temmuz sonunda 1.22-1.23 seviyesinde olan EUR/USD paritesi ayın özellikle ikinci yarısında yükselerek 10 Eylül itibarıyla 1.28 seviyelerine geldi.

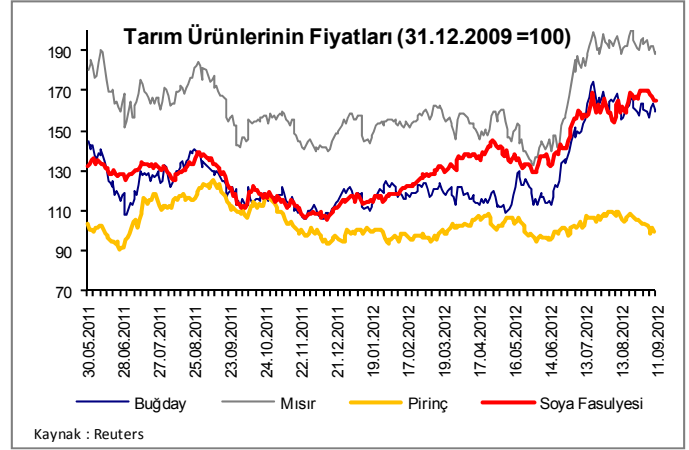
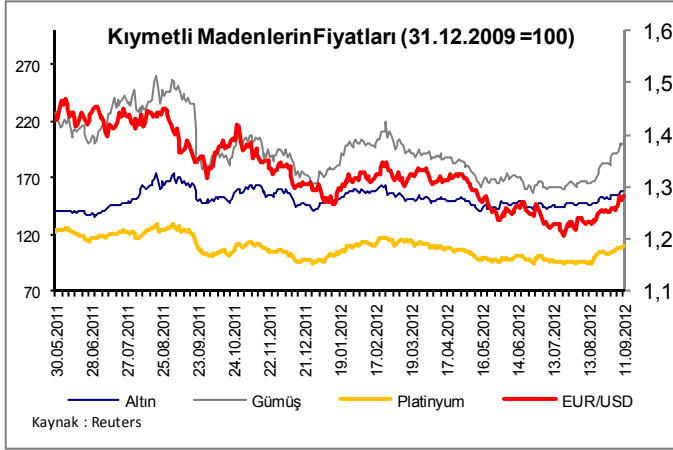


Bilindiği gibi MB, Temmuz'daki son Enflasyon Raporu'nda emtia fiyatlarına ilişkin belirsizlikleri önümüzdeki döneme dair bir diğer risk unsuru olarak belirtmiş, küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyri genel olarak emtia fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıları sınırlasa da, jeopolitik ve arz yönlü sorunların devam etmesinin enerji fiyatlarını yukarı ittiğine dikkat çekmişti. Nitekim Haziran başında US\$90'ın altına gerileyen petrolün varil fiyatı sonraki dönemde hızlı bir artış kaydetmişti. Bu çerçevede artış Ağustos'ta da

Petrolün varil fiyatı Temmuz sonundaki US\$105'ten 11 Eylül itibariyle US\$115'e ulaştı....

sürerken, petrolün varil fiyatı Temmuz sonunda US\$105'ten 11 Eylül itibariyle US\$115'a ulaştı.

Bunun yanı sıra, son dönemde MB'nin yakından takip ettiği bir diğer risk unsuru olarak tarımsal emtia fiyatlarında hızlı artışlar dikkat çekti. Nitekim buğday, mısır, soya fasulyesi gibi tarımsal emtia fiyatlarında yılbaşından bu yana yükselişler sırasıyla %32, %21 ve %42'ye ulaşırken, Ağustos ayında söz konusu ürün fiyatları nispeten daha sakin bir seyir izledi. Öte yandan merkez bankalarının Ağustos ayı başından itibaren ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya karşı önümüzdeki dönemde daha aktif bir politika izleyecekleri yönünde bir söylem takınması sonrası 15 Ağustos – 11 Eylül döneminde altın, gümüş ve platin gibi metallerin fiyatları sırasıyla %8, %21 ve %15 arttı.



31 Temmuz – 11 Eylül arasında MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksi %1.8 artarken, MSCI Dünya endeksi ise %4.5 yükseldi...

Türkiye MSCI endeksi aynı dönemde daha iyi bir performans sergileyerek TL bazında %6.8, USD bazında ise %6.2'lik artış kaydetti...

MB önümüzdeki dönemde piyasada likiditeyi yönetmede etkin olarak kullanmayı planladığı TL zorunlu karşılıkların (ZK) altın ve yabancı para olarak tutulabilecek oranların üst sınırları mekanizmasının inşasını tamamladı...

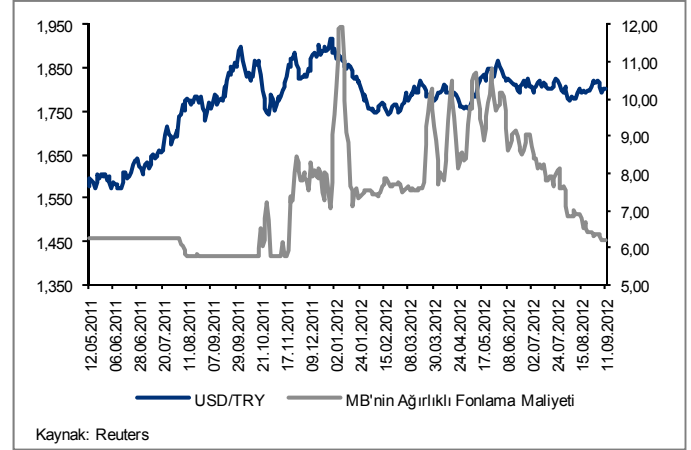
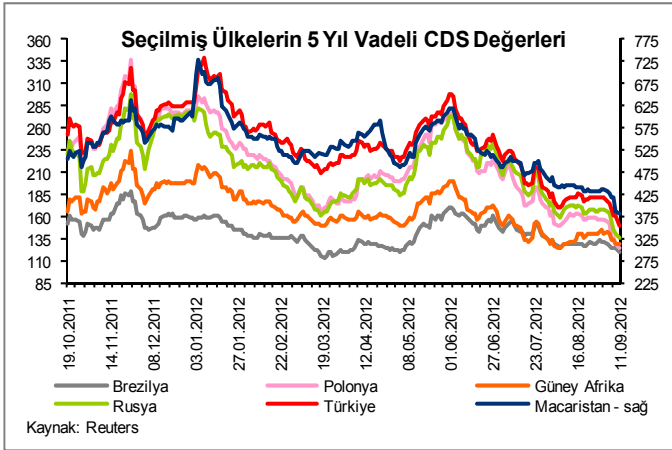
Haziran ortasından sonra toparlanan ve ayı nispeten iyi bir performans sergileyerek kapattıktan sonra Temmuz'da genelde yatay bir seyir izleyen piyasalar bu eğilimini Ağustos'ta da sürdürdü. Bu çerçevede 31 Temmuz – 11 Eylül arasında MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksi %1.8 artarken, MSCI Dünya endeksi ise %4.5 yükseldi. Enflasyon görünümünün son dönemde olumluya döndüğüne dair değerlendirmeler, Merkez Bankası (MB)'nin gevşek para politikası uygulamaları ve derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin notunu yakın dönemde yatırım yapılabilir düzeye getireceği beklentileriyle Türkiye MSCI endeksi aynı dönemde daha iyi bir performans sergileyerek TL bazında %6.8, USD bazında ise %6.2'lik artış kaydetti.

MB, Ağustos toplantısında, %5.75 olan politika faizini (haftalık repo oranı), %5 gecelik borçlanma oranını ve %11.5 olan gecelik borç verme faizini (%11 düzeyindeki piyasa yapıcı bankalara sağlanan borçlanma faizini) değiştirmede. MB önümüzdeki dönemde piyasada likiditeyi yönetmede etkin olarak kullanmayı planladığı TL zorunlu karşılıkların (ZK) altın ve yabancı para olarak tutulabilecek oranların üst sınırlarını sırasıyla %55'ten %60'a ve %25'ten %30'a çıkararak söz konusu mekanizmanın inşasını tamamladı. Sağlanan her iki %5'lik yeni ek dilim için 1 TL zorunlu karşılık için 2TL (rezerv opsiyon katsayısı=2) karşılığında döviz veya altın tutulabilecek.

Son makroekonomik gelişmelere dair değerlendirmelerinde ise, hemen hemen hiç bir değişikliğe gitmeyen MB, enflasyona dair Temmuz Enflasyon Raporu'nda güncellenen tahminlerle uyumlu aşağıya yönlü eğilimin sergileneceğinin tahmin edildiğini belirtti. Kurul küresel ekonomiye dair devam eden belirsizliklerin sürmesi nedeniyle para politikasında her iki yönde esnekliğin korunmasının uygun olduğunu yinelerken, krediler, yurtiçi talep ve enflasyon beklentilerindeki gelişmelere göre TL likiditesinin gerekli görüldüğünde aşağıya veya yukarı yönlü ayarlanacağı yönündeki duruşunu korudu.

Öte yandan MB, TL zorunlu karşılıkların yabancı para olarak tutulabilecek kısmının ilk %40'lık dilimi için daha önce 1 olarak belirlediği rezerv opsiyon katsayısını sınırlı olarak arttırarak 1.1 olarak revize etti. MB bu düzenlemeler sonrası TL zorunlu karşılıklar için tutulan US\$20 milyarın (ek imkanların önceki dilimlerle aynı oranda kullanılması durumunda) US\$4.3 milyar kadar artacağını ve bu tutarın MB rezervlerini destekleyeceğini, piyasaya ise TL 2.8 milyar kalıcı likidite sağlanacağını belirtti. Halen altın imkanı dâhilinde US\$8.3 milyar tutarında 163 ton altın tutulduğunu açıklayan MB, yeni sağlanan imkan sonrası MB'nin altın rezervlerinin US\$3 milyar artmasının, piyasaya ise TL 2.8 milyar likidite sağlanmasının öngörüldüğünü belirtti. Ağustos PPK toplantısı sonrasında yapılan açıklamanın can alıcı noktası ise MB'nin TL zorunlu karşılıklar için öngörülen bu düzenlemelerin tamamlanması sonrası, önümüzdeki dönemde faiz koridorunun kademeli olarak daraltılabileceğini ilk defa yazılı olarak belirtmesi oldu.

Enflasyon görünümündeki iyileşmeye paralel olarak piyasaya verdiği likiditenin maliyetini önemli ölçüde aşağı çeken MB, Mayıs'ta %9.75'e kadar yükselen ortalama fonlama maliyetini Haziran'da %9.14'e, Temmuz'da %8.05'e, Ağustos'ta ise %6.76'ya getirdi. Her ne kadar Ağustos enflasyonu beklentilerin kısmen üzerinde kalsa da, özellikle çekirdek enflasyonda göstergelerinde devam eden iyileşme ve manşet enflasyonu daha belirgin hale gelmesi beklenen iyileşmeden hareketle MB'nin bu politikasını sürdüreceğini düşünüyoruz.



Türkiye' nin beş yıllık CDS'i 31 Temmuz'da 188 puan düzeyindeyken %14'lük bir düşüş ardından 11 Eylül'de 150 puana geriledi...

Döviz piyasasında, olumluya dönen enflasyon görünümü ve güçlü yabancı sermaye girişiyle Haziran'da ve Temmuz'da da benzer para birimleriyle karşılaştırıldığında daha olumlu bir seyir izleyen USD/TRY Ağustos'un ilk yarısında bu seyrini sürdürdükten sonra kalan dönemde gerek EUR/USD paritesinde yukarı yönlü hareket gerekse MB'nin faiz koridorunun üst bandında Eylül'de yapacağı indirimle yükseldi ve 1.81-1.82 aralığına geldi. 50:50 EUR: USD döviz sepeti ise bu gelişmeye bağlı olarak 2.00 seviyelerinden 2.03'in üzerinde dikkate değer bir artış kaydetti.

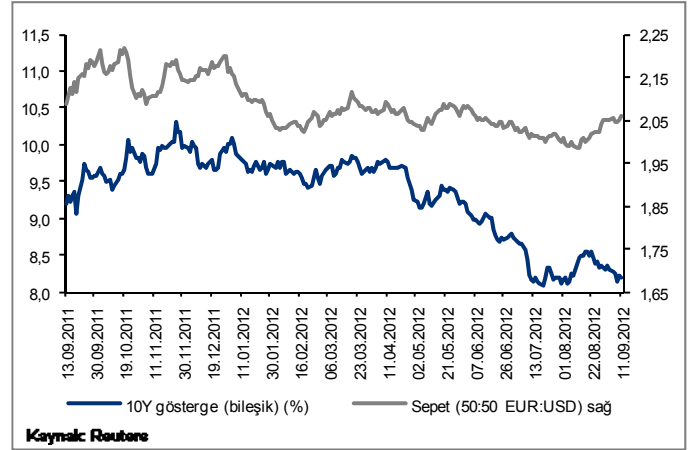
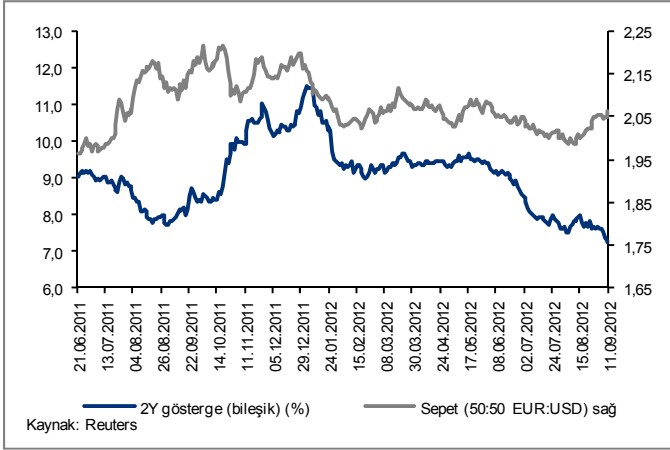
Mayıs'ta genelde yukarı yönlü hareket eden CDS primleri Haziran'ın ilk yarısında da bu eğilimini sürdürdükten sonra piyasalardaki havanın olumluya dönmesiyle Eylül başına kadar sonraki dönemde geriledi. Bu çerçevede Türkiye' nin beş yıllık CDS'i 31 Temmuz'da 188 puan düzeyindeyken %20'lik bir düşüş ardından 11 Eylül'de 150 puana geriledi. Risk primindeki yüzde olarak azalış Brezilya, Macaristan ve Güney Afrika'ya göre daha olumlu bir seyir izlerken, Polonya ve Rusya'daki değişimlerin gerisinde kaldı.

Yurtiçi ve yurtdışı finansal piyasalardaki seyir paralel olarak, Türkiye'den 18 Mayıs - 8 Haziran arasında US\$ 3 milyarlık (repo hariç US\$ 2.8 milyar) yabancı çıkışının ardından, sonraki sekiz haftada hızlı bir ivmeyle toplamda US\$ 9.5 milyar giriş gerçekleşti. Ancak bu eğilim takip eden dört haftada yurtdışındaki gelişmelerin de etkisiyle toplam US\$ 398 milyona dikkate değer

Merkez Bankası'nın faiz koridorunun üst sınırını belirleyen gecelik borçlanma oranını Eylül'de düşüreceğinin netleşmesinin ardından faizler son günlerde hafif artış işaretleri verse de genelde aşağı eğilimini korudu....

ölçüde geriledi. Bu gelişmelerin ardından yılbaşından bu yana toplam yabancı tahvil alımları US\$ 10.4 milyar oldu.

Artan risk algısı ve MB'nin ek sıkılaştırma uygulamalarıyla Mayıs ortasında %9.70 seviyelerini gören iki yıllık gösterge bileşik faiz, sonrasında iyileşen enflasyon görünümü, buna paralel Merkez Bankası'nın para politikasında gevşeme işaretleri vermesi ve Türkiye'nin kredi notunda yatırım yapılabilir düzeye doğru bir artışın yakın olduğu beklentileriyle hızla gerileyerek %7.3-8.0 aralığına geldi. Merkez Bankası'nın faiz koridorunun üst sınırını belirleyen gecelik borçlanma oranını Eylül'de düşüreceğinin netleşmesinin ardından faizler son günlerde hafif artış işaretleri verse de genelde aşağı eğilimini korudu.



İlk adımda Eylül PPK toplantısında 100 baz puanlık bir indirimle gecelik borçlanma oranının %10.5 çekilebileceğini tahmin ediyoruz...

Hazine, Ağustos ayında planladığı 5 ihaleyi 14 Ağustos itibarıyla tamamladı. Böylece, Ağustos'ta TL 17.7 milyar iç borç servisine karşılık TL 16 milyarlık iç borçlanma gerçekleştirmeyi öngören Hazine toplamda TL 15.9 milyar borçlanırken, ilk sekiz ayda iç borç çevrim oranı kendi hesaplamamızla %85.5 oldu. Yıllık iç borçlanma hedefinin ise %75'i tamamlandı. Hazine Eylül ayında düzenleyeceği üç ihaleyi 24/25 Eylül tarihlerinde gerçekleştirmeyi planlıyor. Hazine Eylül'de toplam TL 7.6 milyar iç borç servisine karşılık TL 7.0 milyar borçlanmayı öngörüyor.

Görünüm:

Halen piyasada kısa vadeli faizlerin bandın üst sınırının çok altında olduğu dikkate alındığında, Ağustos ayı PPK kararında faiz koridorunun önümüzdeki dönemde kademeli olarak daraltılabileceğinin açıkça ifade edilmesinin ardından gelecek indirim(ler)in önümüzdeki dönemde daha çok mevduat ve kredi faizlerini etkileyebileceğini söyleyebiliriz. Mevcut koşullarda enflasyonun yılsonunda %6.2'ye gerileyeceği öngörümüze paralel olarak halen %11.5 düzeyinde olan faiz koridorunun üst bandının yılı sonuna kadar %9'a çekileceği beklentimizi koruyoruz. Bu çerçevede ilk adımda Eylül PPK toplantısında 100 baz puanlık bir indirimle gecelik borçlanma oranının %10.5 çekilebileceğini, öte yandan TL münzam karşılıkların YP ve altın olarak tutulan kısımlarında rezerv katsayılarında ince ayar olabileceğini tahmin ediyoruz.

Diğer önemli gelişmeler:

Merkez Bankası ve BDDK'nın politika uygulamalarıyla 2011 ortasından bu yana ivme kaybeden kredi artış hızı Ağustos sonu itibariyle, %15.5'e düşerek, geçtiğimiz sene Aralık ayı sonundaki %29.5'lük büyüme oranına göre ciddi gerileme kaydetti.

Ağustos ayı itibariyle kredilerin mevduatlara oranı %97.98 oldu...

Sektörde yılbaşından bu yana seyir incelendiğinde, Ağustos sonunda toplam krediler %9.8 büyürken, TL kredilerin %13.6, YP kredilerin (US\$ cinsinden) ise %4.7 arttığı gözlemlendi. Mevduat tarafında, YbY büyüme toplam mevduatlarda %5.7, TL mevduatlarda %5.2, yabancı para cinsinden mevduatlarda %11.1 düzeyinde gerçekleşti. Son olarak Ağustos ayı itibariyle kredilerin mevduatlara oranı ise %97.98 oldu.

	Toplam Krediler		YP Krediler	Toplam TL Mevduat		YP Mevduat	Kredi/ Mevduat
	TL milyon	TL milyon	\$ milyon	TL milyon	TL milyon	\$ milyon	
31-Ara-10	532,329	386,358	95,411	644,583	447,551	128,610	82.59%
28-Oca-11	540,201	386,285	98,095	637,697	442,228	124,239	84.71%
25-Mar-11	562,718	403,285	104,405	655,584	449,280	134,818	85.83%
26-Ağu-11	655,508	463,278	111,125	712,212	476,307	136,109	92.04%
30-Eyl-11	668,400	470,092	109,772	714,662	470,097	133,064	93.53%
30-Ara-11	689,812	487,546	108,067	731,075	473,408	137,259	94.36%
27-Oca-12	682,587	491,011	108,876	723,355	470,705	143,181	94.36%
30-Mar-12	705,043	507,718	111,955	734,950	469,367	148,865	95.93%
29-Haz-12	744,110	542,118	112,731	761,764	484,787	154,334	97.68%
27-Tem-12	740,028	539,484	112,108	768,443	492,044	154,248	96.30%
31-Ağu-12	757,240	553,680	113,102	772,814	498,181	152,458	97.98%
Yılbaşından itibaren değişim	9.77%	13.56%	4.66%	5.71%	5.23%	11.07%	
Bir önceki yılın aynı ayına göre değişim	15.52%	19.51%	1.78%	8.51%	4.59%	12.01%	

Kaynak:BDDK Haftalık Veriler

Muhammet Mercan, muhammet.mercan@ingbank.com.tr

EK A:

HAZİNE İÇ BORÇ İHALELERİ																		
										Toplam Satış Miktarı		112.540,91						
2011										Piyasa Çevrim Oranı		84,85%						
										SATIŞ MİKTARI (TRYmilyon)								
										FAİZ ORANI		PİYASA		KAMU KURUM.		TOPLAM		
										BASİT	BİLEŞİK	NOM	NET	NOM	NET	NOM	NET	
										İHRAÇ TARİHİ	VADE TARİHİ	İHALE-TALEP/SATIŞ						
Haziran	DT	20.06.2012	05.03.2014	1,68	8,90	9,10	1420,70	1486,65	380,63	391,00	1801,33	1877,65						
	DT	11.07.2012	05.03.2014	1,76	7,85	8,00	3222,05	3378,40	1198,81	1257,00	4420,86	4635,40						
Ağustos	DT	08.08.2012	08.03.2017	1,25	7,78	7,93	2238,77	2423,70	554,23	600,00	2793,00	3023,70						
	TUFEX*	08.08.2012	23.02.2022	1,83	2,76	2,78	3024,87	3206,30	1292,49	1370,00	4317,36	4576,30						
	DT	08.08.2012	05.03.2014	1,06	7,52	7,66	3505,93	3714,80	0,00	0,00	3505,93	3714,80						
	DT	08.08.2012	12.01.2022	1,18	8,11	8,27	1487,96	1628,50	0,00	0,00	1487,96	1628,50						
	DT	15.08.2012	11.09.2013	2,36	8,10	8,07	3196,53	2940,60	0,00	0,00	3196,5	2940,60						
Ocak - Ağustos 2012										Toplam Satış Miktarı		76.756,25						
										Piyasa Çevrim Oranı		85,49%						

İç borçlanma programı - Eylül 2012 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
10 yıl (3640 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	24.09.2012	26.09.2012	14.09.2022
12 Ay (350 gün)	TL cinsi kuponsuz Hazine Bonosu (yeniden ihraç)	25.09.2012	26.09.2012	11.09.2013
2 yıl (728 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	25.09.2012	26.09.2012	24.09.2014

İç borçlanma programı - Ekim 2012 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
2 yıl (707 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	16.10.2012	17.10.2012	24.09.2014

İç borçlanma programı - Kasım 2012 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
4 yıl (1582 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	05.11.2012	07.11.2012	08.03.2017
10 yıl (3640 gün)	TL cinsi TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	05.11.2012	07.11.2012	26.10.2022
2 yıl (686 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	06.11.2012	07.11.2012	24.09.2014
10 yıl (3598 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	06.11.2012	07.11.2012	14.09.2022
10 ay (294 gün)	TL cinsi kuponsuz Hazine Bonosu (yeniden ihraç)	20.11.2012	21.11.2012	11.09.2013

(Milyon TL)

Eylül 2012 İç Borç Ödemeleri			
TRY milyon	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
05.09.2012	948	203	1151
12.09.2012	323	36	359
26.09.2012	5862	567	6429
TOPLAM	7.133	806	7.939
Ekim 2012 İç Borç Ödemeleri			
TRY milyon	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
03.10.2012	967	122	1.089
10.10.2012	884	136	1.020
17.10.2012	847	57	904
31.10.2012	707	205	912
TOPLAM	3.405	520	3.925
Kasım 2012 İç Borç Ödemeleri			
TRY milyon	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
07.11.2012	14.316	4.016	18.332
21.11.2012	745	75	821
TOPLAM	15.061	4.091	19.153

Kaynak: Hazine

EK B:

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T
Ekonomik Aktivite										
Reel GSYH (% Yılda Yıla - YY)	8.4	6.9	4.7	0.7	-4.8	9.2	8.5	3.5	4.8	5.0
Özel tüketim (% YY)	7.9	4.6	5.5	-0.3	-2.3	6.7	7.8	1.9	4.8	4.5
Kamu tüketimi (% YY)	2.5	8.4	6.5	1.7	7.8	2.0	4.5	3.9	2.0	3.0
Yatırım (%YY)	17.4	13.3	3.1	-6.2	-19.0	30.5	18.5	1.8	8.3	10.9
Sanayi üretimi (%YY)	5.4	7.7	6.9	-0.9	-9.9	13.1	8.9	3.0	4.7	4.9
İşsizlik oranı (%)	10.6	10.2	10.3	11.0	14.0	11.9	9.8	9.7	9.6	9.6
Nominal GSYH (TL milyar)	649	758	843	951	953	1,099	1,298	1,463	1,626	1,805
Nominal GSYH (EUR milyar)	389	421	474	501	442	552	559	642	758	834
Nominal GSYH (US\$ milyar)	481	526	649	742	617	732	774	811	925	1081
Kişi başına GSYH (US\$)	7,056	7,643	9,221	10,376	8,590	10,067	10,469	10,710	12,051	13,905
Fiyatlar										
TÜFE (ortalama %YY)	8.2	9.6	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	6.2	5.8
TÜFE (yıl sonu %YY)	7.72	9.65	8.39	10.06	6.5	6.4	10.4	6.2	6.2	5.2
ÜFE (ortalama %YY) – TEFE ...<2003	5.9	9.3	6.3	12.7	1.2	8.5	11.1	6.2	4.8	5.8
Kamu Dengesi (GSYH %)										
Konsolide bütçe dengesi	-1.1	-0.6	-1.6	-1.8	-5.5	-3.6	-1.3	-2.3	-2.1	-2.0
Faiz dışı denge	6.0	5.4	4.1	3.5	0.1	0.8	1.9	1.5	1.7	1.9
Toplam kamu borcu	52.7	46.5	39.9	40.0	46.1	42.4	39.3	37.1	36.2	35.1
Dış Denge*										
İhracat (US\$ milyar)	78	94	115	141	110	121	143	150	158	171
İthalat (US\$ milyar)	111	135	162	194	134	177	232	223	239	262
Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)	-33	-41	-47	-53	-25	-56.4	-89.1	-73	-81	-91
Dış ticaret dengesi (GSYH %)	-6.9	-7.8	-7.2	-7.1	-4.0	-7.7	-11.5	-9.0	-8.8	-8.4
Cari denge (US\$ milyar)	-22.3	-32.2	-38.4	-41.5	-13.4	-46.6	-77.1	-63.0	-73.0	-84.5
Cari denge (GSYH %)	-4.6	-6.1	-5.9	-5.6	-2.2	-6.4	-10.0	-7.8	-7.9	-7.8
Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)	9.0	19.3	19.9	17.0	6.9	7.6	13.4	13.0	15.0	17.0
Net doğrudan yatırım (GSYH %)	1.9	3.7	3.1	2.3	1.1	1.0	1.7	1.6	1.6	1.6
Cari açık + net doğrudan yat. (GSYH %)	-2.8	-2.5	-2.9	-3.3	-1.1	-5.3	-8.2	-6.2	-6.3	-6.2
İhracat hacmi - miktar (%YY)	10	12	11	6	-7	6.4	6.4	14	5	6
İthalat hacmi - miktar (%YY)	12	8	13	-1	-13	21.2	12.3	-2	5	6
Döviz rezervleri (altın hariç, US\$ milyar)	51	61	73	71	71	80.7	78.3	92	100	110
İthalatı karşılama oranı (ay)	5.4	5.4	5.4	4.4	6.3	5.5	4.0	4.9	5.0	5.0
Borç Göstergeleri										
Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)	171	208	250	281	270	292	307	340	353	377
Brüt dış borç stoku (GSYH %)	35	40	39	38	44	40	40	42	38	35
Brüt dış borç stoku (İhracat %)	218	223	217	200	246	242	214	227	223	221
Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)	36.8	40.1	48.7	53.8	58.8	55.7	50.1	79.1	76.4	78.6
Toplam dış borç servisi (GSYH %)	7.6	7.6	7.5	7.3	9.5	7.6	6.5	9.8	8.3	7.3
Toplam dış borç servisi (İhracat %)	47	43	42	38	54	46	35	53	48	46
Faiz ve Kurlar										
Merkez Bankası faizi (%) yılsonu	13.50	17.50	15.75	15.00	6.50	6.50	5.75	5.75	6.50	6.50
Geniş para arzı (%YY)	40.1	23.4	15.4	27.5	12.9	19.0	11.5	7.7	12.2	12.7
3 aylık TL faiz oranı (%) ortalama	15.1	16.6	17.3	17.6	9.9	7.4	8.8	9.0	7.7	7.9
USD/TRY yıl sonu	1.34	1.41	1.16	1.51	1.51	1.55	1.91	1.82	1.70	1.65
USD/TRY ortalama	1.34	1.43	1.30	1.29	1.55	1.50	1.67	1.80	1.76	1.67
EUR/TRY yıl sonu	1.59	1.86	1.71	2.14	2.16	2.05	2.46	2.18	2.18	2.15
EUR/TRY ortalama	1.67	1.80	1.78	1.90	2.15	1.99	2.32	2.28	2.15	2.16
3 aylık USD LIBOR (dönem sonu)	4.54	5.36	4.70	1.43	0.25	0.30	0.58	0.40	0.40	1.50
EUR/USD (dönem sonu)	1.18	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.29	1.20	1.28	1.30
EUR/USD (ortalama)	1.24	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.39	1.26	1.22	1.30

* Dış ticaret verileri Ödemeler Dengesi içeriğinde sunulmuştur. KAYNAK: TÜİK, Merkez Bankası, Hazine Müsteşarlığı, Maliye Bakanlığı, ING Bank ve ING Global tahminleri

ING Bank Ekonomik Araştırmalar Grubu

Sengül Dağdeviren	Baş Ekonomist	+ 90 212 329 0752	sengul.dagdeviren@ingbank.com.tr
Muhammet Mercan	Kıdemli Ekonomist	+ 90 212 329 0751	muhammet.mercan@ingbank.com.tr
Ömer Zeybek	Ekonomist	+ 90 212 329 0753	omer.zeybek@ingbank.com.tr

AÇIKLAMA:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor, ING Bank A.Ş.Ekonomik Araştırmalar Grubu tarafından sadece bilgi amaçlı olarak hazırlanmıştır. Hiç bir şekilde bir yatırım önerisi veya herhangi bir yatırım aracının doğrudan alımına veya satımına dair bir teklif veya referans olarak alınmamalıdır. Sunulan bilgilerin yayım tarihi itibarıyla yanlış/yanıltıcı olmamasına özen gösterilmiş olmasına karşın, ING Bank A.Ş.bilgilerin doğru ve tam olmasından sorumlu değildir. Bu raporda yer alan bilgiler herhangi bir uyarı yapılmadan değişebilir. ING Bank A.Ş.ve kurum çalışanları bu raporda sunulan bilgilerin kullanılmasından kaynaklanabilecek herhangi bir doğrudan ve dolaylı zarardan ötürü hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Telif hakkı saklıdır, herhangi bir amaçla ING Bank A.Ş.'nin izni olmadan raporun tamamı veya bir kısmı başka bir yerde yeniden yayımlanamaz, dağıtımı yapılamaz. Tüm hakkı saklıdır. Bu raporda referans verilen yatırımlar ciddi risk taşıyabilir. Geçmiş performans, takip eden dönem için bir gösterge değildir. Yatırımcılar bu rapora dayanmadan kendi araştırmalarını ve yatırım tercihlerini yapmalıdırlar. Sadece finansal konularda getiri ve riskleri değerlendirebilecek düzeyde yeterli bilgi ve deneyime sahip olan yatırımcılar, bu raporda bahsi geçen yatırım araçları veya piyasalarda yatırım almayı dikkate almalı, diğer kişiler bu rapora dayanarak bir karar almamalıdır.

ING Bank A.Ş., bu raporun Türkiye'de yayımlanmasından sorumludur.