

-Bu Haftaki Yazımız...

2011 YILI TÜRKİYE EKONOMİSİ: Finansal Piyasalar – Faiz Oranı

2011 yılı trendini tahmin edebilmek amacıyla başladığımız 5 aşamalı çalışmamızın makro ekonomik görünümü analiz ettiğimiz ilk dört kısmının ardından bu haftaki çalışmamızda finans piyasalarının 2011 yılı görünümü çerçevesinde faiz oranlarına ilişkin beklentilerimiz ortaya konmaktadır.

-Geçtiğimiz Hafta Açıklanan Veriler...

Sanayi üretimi Eylül ayında yıllık bazda %10.4 oranında arttı...

Sanayi üretim endeksi Eylül ayında yıllık bazda %10.4 artmıştır. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırıldığında ise sanayi üretiminin yıllık artış oranı %12.9 olarak gerçekleşmiştir. Aylık bazda ise sanayi üretimi Temmuz ve Ağustos aylarında olduğu gibi gerilemiş fakat %1 oranındaki bu gerileme Ağustos ayındaki %4.2'lik düşüşün altında kalmıştır. Bunun yanında, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış endeks de aylık bazda %0.4 gerilemiştir. Sanayi üretiminde aylık bazda görülen yavaşlama yıllık artış oranlarının hız kestiğine işaret etmektedir.

Reel Kesim Güven Endeksi Ekim ayında 107.2 olarak gerçekleşti...

Reel Kesim Güven Endeksi 2010 yılı Ekim ayında, bir önceki aya göre 3.5 puan azalarak 107.2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Endekste düşüşte gelecek üç aya ilişkin üretim hacmi, istihdam ve ihracat sipariş miktarına ilişkin değerlendirmeler etkili olmuştur.

İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı

İmalat sanayi genelinde kapasite kullanım oranı, geçen yılın aynı ayına göre 7.1 puan, bir önceki aya göre ise 1.8 puan artarak son iki yılın en yüksek seviyesinde, %75.3 olarak gerçekleşmiştir. Kapasite kullanım oranının kriz öncesi %80 seviyelerine yaklaşmış olması olumlu bir gelişme olarak yorumlanabilir.

Dış ticaret açığı Eylül ayında 6.7 milyar dolar olarak gerçekleşti...

Dış ticaret açığı Eylül ayında geçen yılın aynı ayına göre %67.4 artışla 6.700 milyar dolar olarak beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Eylül ayında, 2009 yılının aynı ayına göre ihracat %5.5 artarak 8.950 milyar dolar, ithalat ise %25.3 artarak 15.650 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, böylece 2009 Eylül ayında %67.9 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2010 Eylül ayında %57.2'e gerilemiştir.

TÜFE Ekim ayında beklentilerin üzerinde %1.83 olarak gerçekleşmiştir...

Ekim ayında TÜFE aylık bazda beklentilerin üzerinde artarak %1.83 olarak gerçekleşmiştir. Böylece yıllık bazda TÜFE %9.24 seviyesinden %8.62 seviyesine gerilemiştir. TÜFE'de yaşanan artışta gıda fiyatlarında aylık bazda %4.52 oranındaki artış etkili olmuştur. Çekirdek enflasyon olarak bilinen enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç "I Endeksi" ise aylık bazda %1.15 oranında artmasına rağmen yıllık bazda çekirdek enflasyon %3.70 seviyesinden sert bir şekilde gerileyerek %2.50 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ekim ayında ÜFE ise aylık bazda %0.47 olan piyasa beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleşerek %1.21 olarak açıklanmıştır. Böylece yıllık bazda ÜFE %9.92 seviyesine yükselmiştir.

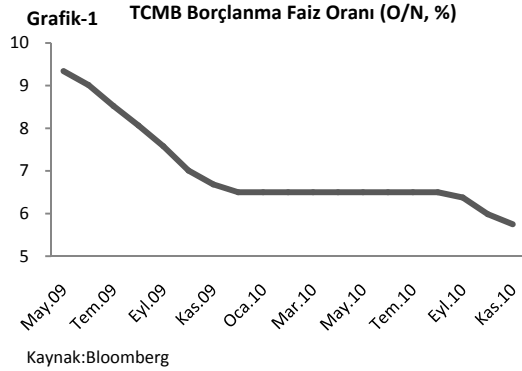
Haftalık Yurtiçi Ekonomi Gündemi

Tarih	Açıklanacak Veri	Önceki Veri	Beklenti
08.11.2010	Sanayi Üretim Endeksi (Eylül)	%11.0	%10.0
	TCMB Beklenti Anketi	--	--
	Hazine Nakit Dengesi	--	--
11.11.2010	Cari İşlemler Dengesi (Eylül)	-3.0 mlyr \$	-3.9 mlyr \$
	PPK Faiz Toplantısı	%7.0	%7.0
12.11.2010	İşsizlik Oranı (Ağustos)	%10.6	%10.9

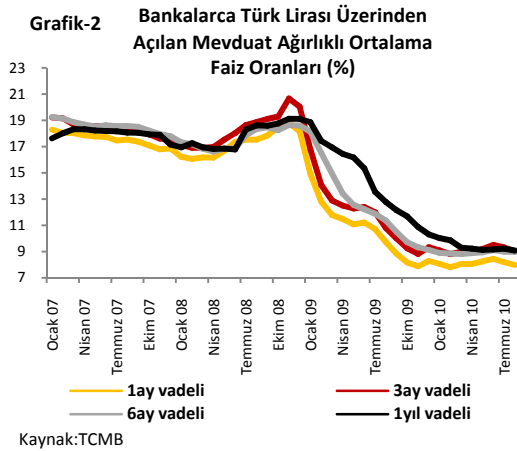


2011 YILI TÜRKİYE EKONOMİSİ : Finansal Piyasalar – Faiz Oranı

2011 yılı trendini tahmin edebilmek amacıyla başladığımız 5 aşamalı çalışmamızın makro ekonomik görünümü analiz ettiğimiz ilk dört kısmının ardından bu haftaki çalışmamızda finans piyasalarının 2011 yılı görünümü çerçevesinde faiz oranlarına ilişkin beklentilerimiz ortaya konmaktadır.



belirli bir düzeyde tutabilmek için kredi faizlerini arttırırken, günümüzde bu durum piyasada fazla likidite bulunması ve rekabet koşullarının farklılaşması nedeniyle geçerliliğini yitirmiş, para politikasının kredi piyasası üzerindeki etkinliği artmış, böylelikle reel faizlerdeki düşük seviyeler kredi faizlerine daha belirgin biçimde yansımaya başlamıştır.



düşünüyoruz. Yıl içinde TCMB'nin toplamda 100 baz puanlık bir faiz artırımına gitmesini bekliyoruz. Fakat, son dönemde ABD ekonomisinde gözlenen yavaşlama belirtilerinin diğer ülkeleri de etkisi altına alması durumunda, TCMB'nin faiz artırımını ötelemesi söz konusu olabilecektir. Özellikle gıda fiyatlarındaki artışa rağmen çekirdek enflasyon göstergelerindeki yatay seyrin 2011 yılında devam etme olasılığı TCMB'nin para politikası durumunda büyüme yönlü kaygılarla faiz artırımlarını ertelemesine neden olabilecektir. Şu an için beklentimiz TCMB'nin 2011 yılının ikinci çeyreği sonunda faiz artırımına gideceği yönündedir.

TCMB, Nisan ayında açıkladığı çıkış stratejisi kapsamında küresel krizin etkilerini azaltmak amacıyla geçici olarak devreye soktuğu tedbirleri geri çekmeye başlamıştır. Bu çerçevede piyasadaki fazla likidite kademeli olarak azaltılmış, zorunlu karşılık oranları artırılmış, zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son verilmiştir. TCMB'nin kriz süresince uyguladığı politikalarla artan güvenilirliği ve Türkiye'nin risk primlerinin düşük seyretmesi nedeniyle piyasa faiz oranlarının aşağı yönlü trendi devam etmektedir. Geçmiş yıllarda Türkiye'de TCMB tarafından tutulan banka mevduatlarına verilen faizler azaldığında bankalar gelirlerini

Çekirdek enflasyonun beklenenden daha hızlı gerilemesi de kısa vadeli faiz oranlarının düşük seyretmesinde etkili olmuştur. Önceki haftalarda yayınladığımız 2011 yılı Enflasyon ve Para Politikası raporumuzda da değindiğimiz gibi 2010 yılının ilk çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış ve vergi ayarlamalarıyla oluşan olumlu baz etkisiyle enflasyon rakamlarında düşüşün devam edeceği beklentimiz altında TCMB'nin faizleri 2011 yılının ilk yarısına kadar sabit tutmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Son dönemde global piyasalarda yaşanan sorunların derinleşerek küresel krizde ikinci bir dibe yol açmaması koşulu altında, TCMB'nin 2011 yılının ikinci çeyreğinin sonuna doğru enflasyondaki olumlu bazın tersine dönmesiyle artan enflasyonist baskılara bağlı olarak faiz artırımına başlamasının mümkün olabileceğini

2011 Yılında Türkiye’de Faiz Oranlarının Seyrinde Etkili Olabilecek Faktörler

i. Bankacılık Sektörü Bilançosuna İlişkin Beklentiler

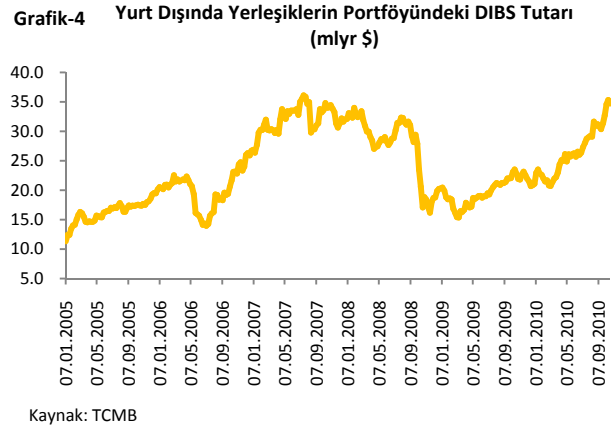
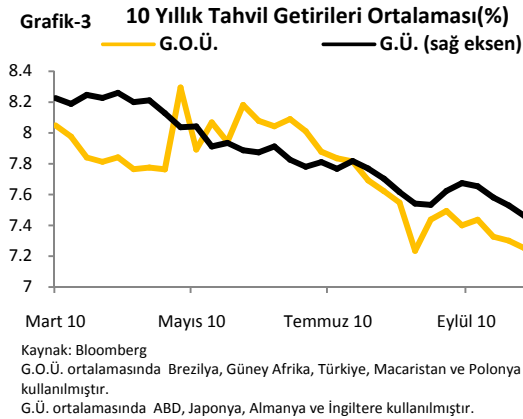
Tablo.1 -Bankacılık Sektörü Projeksiyonları		
Değişken (y/y,%)	2010	2011
Toplam Aktif	16.9	19.9
Kredi	24.1	26.1
MDC	10.0	11.9

Kaynak: VakıfBank

Türk bankacılık sektörüne ilişkin 2011 yılı beklentimiz, sektörün sahip olduğu sağlıklı mali bünyesini koruyarak aktif büyümesini sürdüreceği yönündedir. 2009 yılında büyümedeki yavaşlama nedeniyle kredilerde yaşanan daralmayı, menkul kıymetler portföyünü artırarak telafi eden bankacılık sektörüne 2010 yılında büyüme dinamiği kazandıran ana bilanço kalemi krediler olmuştur.

2010 yılında tahvil getirilerindeki gerileme nedeniyle, menkul kıymetler cüzdanından elde edilen faiz gelirlerinin azalması bankaları kredi plasmanına sevk etse de, tahvil piyasasına artan yabancı ilgisi ve Merkez Bankası’nın faiz oranlarının 2011 yılının son çeyreğine kadar düşük seviyelerde kalacağı söyleminin etkisiyle bankacılık sektörünün menkul kıymetler portföyünü azaltmakta zorlandığı görülmektedir. Öte yandan, 2010 yılında ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunan baz etkisinin 2011 yılında negatife dönüşeceği beklentimiz ışığında kredilerdeki artışın bir miktar sınırlanabileceğini söyleyebiliriz. Ancak, dış talebin zayıf görünümüne karşın iç talepteki canlılık kredi büyümesini destekleyecek önemli bir faktördür. Bu doğrultuda, Türk bankacılık sektörünün kredi portföyünü genişletmeye devam edeceğini ve menkul kıymetlere olan ilgisinin azalacağını söyleyebiliriz. Bu durum tahvil faizlerini artırıcı rol oynasa da, küresel ölçekte tahvil alımlarının devam etmesi ve Türkiye’den gerek yurtiçi ekonomik ve siyasi nedenlerle gerekse küresel risk algılamalarının değişmesine bağlı olarak sermaye çıkışları yaşanmadığı sürece faizler üzerindeki aşağı yönlü baskının çok fazla azalmasını bekleyemeyiz. Ayrıca, kredi plasmanlarının artması sonucu rekabet artışının kredilerden elde edilecek faiz gelirlerini azaltabilecek olması, bankaların menkul değerler portföylerini küçültme eğilimlerini sınırlayabilecektir.

ii. FED’in Niceliksel Genişlemeye Gitmesinin Tahvil Piyasasına Etkisi



2010 yılının ikinci yarısında, Amerikan Merkez Bankası’nın (FED) ekonomik aktivitenin istenen hızda canlanma gösterememesi ve azalan çekirdek enflasyon karşısında deflasyonist baskıları düşürme gereği duyarak, yeniden niceliksel genişlemeye gideceği (QE2) beklentisinin oluşması, küresel büyüme dinamiklerinin temel kaynağı haline gelen Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ) piyasalarına sermaye akımlarını artırmıştır. FED’in yeniden niceliksel genişleme uygulamaya başlaması ABD’de faiz oranlarının uzun bir süre daha düşük seviyelerde kalacağı beklentisini artırarak, getiri oranlarının nispeten yüksek olduğu ve yatırım fırsatları açısından cazip görünen GOÜ tahvillerine gelen alımları desteklemektedir. Bu arada, küresel ekonomide ikinci bir dip yaşanacağı endişesinin arttığı yaz aylarından itibaren ABD, Almanya ve Japonya’nın Hazine tahvillerine de yoğun alımlar gelmiştir. Bu dönemde Türkiye piyasalarına olan yabancı ilgisi de ciddi biçimde artarken, Hazine tahvillerinin faizleri rekor düşük seviyelere gerilemiştir. Ekim ayını

alıcılı tamamlayan gösterge Hazine tahviline gelen alımların Kasım ayında da sürmesiyle söz konusu tahvilin bileşik faizi %7.55 seviyesine kadar inmiştir.

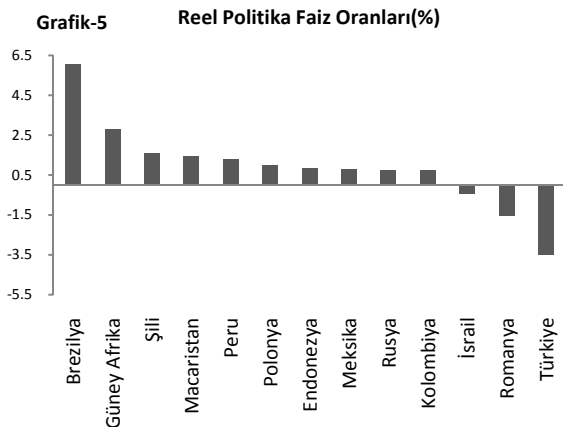
FED'in 2-3 Kasım 2010 tarihlerinde yaptığı toplantıda, Haziran 2011'e kadar 600 milyar dolar tutarında Hazine tahvili satın almayı kararlaştırması, şu an için tahvil piyasalarının alıcılı seyrini desteklemektedir. FED'in alımlarının 2 ve 10 yıllık Hazine tahvillerinde yoğunlaşacak olması bu vadelerde piyasadaki tahvil arzını azaltacağı için, getiri oranlarının gerilemesinde etkili olmaktadır. FED kararının ardından tahvillere küresel ölçekte gelen alımların devam etmesinin temel nedeni ise, faiz oranlarının bir süre daha düşük seviyelerde kalacağı beklentisi olarak görülmektedir. Ayrıca, FED kararının piyasa beklentileri doğrultusunda olması sebebiyle risk algılamalarının artmamış olması da bir diğer etkidir. FED kararının Türkiye'de tahvil piyasasına kısa vadeli etkisi de küresel piyasalara paraleldir.

Tahvil piyasasının ilk etaptaki tepkilerinin alım şeklinde olmasına karşın, FED'in niceliksel genişleme ile ABD'de enflasyon beklentilerini yükseltmesine paralel olarak, diğer ülkelerde de enflasyonist etkileri olması beklenebilecektir. Emtia fiyatlarında son haftalarda yaşanan yükselişler de bu ihtimali artırmaktadır. Enflasyonun küresel ölçekte artması durumunda, Türkiye'de enflasyon beklentilerindeki olası bozulma Merkez Bankası'nı faiz artırımına zorlayabilecektir, kurdaki değerlenme nedeniyle azalan rekabet gücü büyüme performansına olumsuz yansıtılabilecektir. Bu durumda Merkez Bankası'nın büyüme ve enflasyon görünümünün yarattığı olumsuzlukların nispi ağırlığına göre tavır alması beklenebilecektir. Şu an için sermaye akımlarını sınırlayıcı tedbirler alma çabası göstermeyen Merkez Bankası'nın daha sonraki dönemde makroekonomik riskler görmesi durumunda sermaye girişlerini sınırlamak üzere faiz oranlarını uzunca bir süre daha düşük seviyelerde tutması beklenebilir. Döviz kurundaki değer artışının enflasyonist baskıları sınırlayıcı etkisi de böyle bir politikada yardımcı olacaktır.

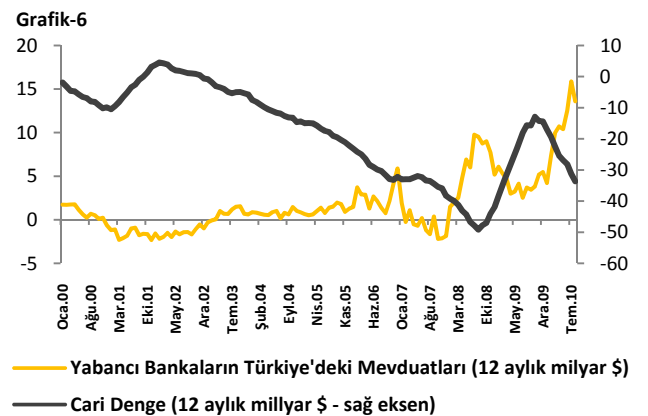
Bununla birlikte, Türkiye'nin halen sermaye girişlerini sınırlamaya çalışan Brezilya gibi emtia ihracatçısı veya cari işlemler fazlasına sahip bir ülke olmayıp, ithalata dayalı ihracat gerçekleştiren bir ülke olduğu dikkate alındığında, sermaye girişlerinde bu ülkelerin gerisinde kalma ihtimali de söz konusu olabilir. Bu durumda, Merkez Bankası'nın faiz artırım kararını her hangi bir şekilde ertelemeyeceği düşünülmektedir.

iii. Küresel Piyasalarda Yaşanabilecek Dalgalanmalar

Türkiye'de faiz oranlarının 2011 yılındaki seyri ile ilgili olarak vurgulanması gereken bir diğer husus da, küresel ekonomide yaşanabilecek olası dalgalanmalardır. GOÜ'lerin ABD'nin nispeten zayıf büyüme görünümünden etkilenmeye başlamaları ve küresel krizde ikinci bir dip tehlikesinin tekrar gündeme gelmesi halinde, küresel tahvil piyasalarındaki aşırı alımların tersine dönmesi kaçınılmaz olacaktır. Bu durumda Türkiye'de de Hazine tahvillerine sert satışlar gelmesiyle piyasa faizleri de hızla yükselişe geçecektir.



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: TCMB

Türkiye’de reel politika faizlerinin halen negatif düzeylerde, reel piyasa faizleri ise %1’in üzerinde olmasına rağmen yurtdışından fon girişlerinin devam etmesi ve söz konusu portföy akımlarının cari işlemler açığının finansmanında önemli bir kalem haline gelmesi, fon çıkışlarına karşı duyarlılığı artırabilecektir. Halen diğer GOÜ’lerle birlikte hareket eden Türkiye’nin küresel piyasalarda olası bir çalkantıda geçmiş dönemlerde olduğu gibi ilk çıkış yaşanan ülkelerden olması riski göz ardı edilmemelidir. Böyle bir ihtimal gerçekleştiği takdirde piyasalarda artan tansiyonu ve sermaye kaçışlarını önlemek için başvurulabilecek ilk çare faiz artırımları olacaktır.

iv. Kamu Maliyesi Görünümü

Tablo.2-Hazine Finansman Programı (*)

(Milyar TL)	2009 (Gerçekleşme)	2010 (Program)	2010 (Gerçekleşme Tahmini)(***)	2011 (Program)
I-ÖDEMELER	148.9	200.3	194.8	152.8
İç Borç Servisi	134.2	182.6	178	135
Dış Borç Servisi	14.6	17.7	16.8	17.8
II-FİNANSMAN	148.9	200.3	194.8	152.8
Toplam Borçlanma	150.2	195.3	175.7	131.7
Dış Borçlanma	11.3	13.7	15	12.5
İç Borçlanma	138.9	181.6	160.7	119.1
Diğer Finansman(***)	-1.3	5	19.1	21.1
Toplam İç Borç Çevirme Oranı(%)	103.5	99.5	90	88

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

*nakit bazlı

**Kamuoyuna duyurulan düzenli geri alım programı gerçeklemeleri çerçevesinde borç servisi rakamlarında değişiklik olabilecektir.

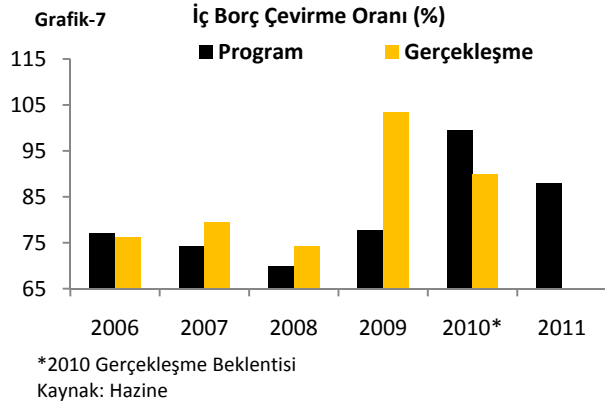
***Nakit bazlı faiz dışı denge, özelleştirme gelirleri, işsizlik sigortası fonundan yapılan aktarımlar, TMSF’den sağlanan gelirler, devirli/garantili borç geri dönüşleri, kasa/banka değişimi ve kur farkı kalemlerini içermektedir.

Hazine’nin Orta Vadeli Program (OVP) ve Merkezi Yönetim Bütçesi (MYB) öngörülerini göz önüne alınarak hazırladığı 2011 Hazine Finansman Programı, 2010 yılı gerçekleşme tahminlerinin Kasım 2009’da yayınlanan hedeflerden daha başarılı bir performans göstermesi nedeniyle aynı olumlu havanın 2011 yılında da yaşanması ihtimaline işaret etmektedir.

2010 yılında Hazine tarafından ihale yöntemiyle ilk kez 10 yıl vadeli, sabit faizli ve enflasyona endeksli Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) ihraç edilmesi önemli gelişmelerden biri olarak göze çarpmaktadır. DİBS alımlarına ek olarak, 2010 yılında ilk kez düzenli geri alım programı başlatılması ve daha önceden ihraç edilen DİBS’lerin bir kısmının önceden ilan edilerek geri alınmaya başlanması da olumlu politikalar olmuştur. Gerçekleştirilen bu iki politikanın, Hazine’nin sattığı kağıtları geri alarak piyasaya likidite sağlaması ve yine yüksek fiyatlarla sattığı kağıtların geri alınması yoluyla düşük faizli yeni kağıtlar satarak maliyeti düşürmesi gibi olumlu yönlerinden bahsedilebilir.

2010 yılında gerçekleştirilen politikalardan bir diğer önemli olan ise iç borçlanma vadesinin uzatılması suretiyle faizlerin düşürülmesi olmuştur. Bu doğrultuda kriz yılı olan 2009’da 35.3 ay olan nakit iç borçlanma ortalama vadesinin 2010 yılı Ocak- Ekim döneminde 40.9 aya uzatılmasıyla, aynı dönemler itibariyle iskontolu iç borçlanmanın ortalama maliyeti %11.6’dan %8.2’ye gerilemiş ve kamu finansmanını en çok rahatlatan unsur olmuştur. Faizlerdeki bu rahatlama iç borç çevirme rasyosunun da gerilemesine yol açmış ve 2010 yılı için başlangıçta %99.5 olarak tahmin edilen toplam iç borç çevirme rasyosunun %90 olarak gerçekleşeceği öngörüsüne neden olmuştur. Açıklanan bu beklentiler doğrultusunda Hazine’nin özel kesimi piyasaya çekme konusunda adımlar attığı söylenebilir.

2011 yılında finansman programı çerçevesinde Hazine’nin toplamda 135 milyar TL iç borç geri ödemesi yapacak olması ve bunu finanse etmek için 119.1 milyar TL iç borçlanma gerçekleştirecek olması beklentisi doğrultusunda, 2011 yılında toplam iç borç çevirme rasyosu %88 olarak öngörülmektedir.



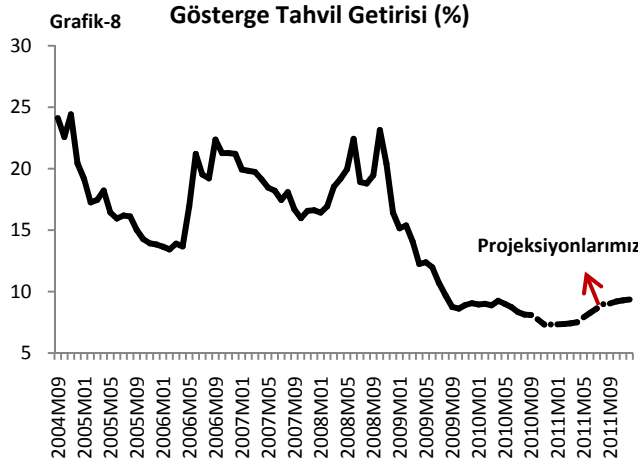
Hazine'nin 2010 yılı Finansman Programı'nda öngördüğü iç borç çevirme rasyosunu %99.5'ten %90'a revize etmiş olması, 2011 yılı için de benzer şekilde ihtiyatlı bir tavır sergileyebileceğine işaret etmektedir. Ancak, Merkez Bankası'nın 2011 yılında sıkı para politikasına geçeceği beklentisi doğrultusunda piyasada aşırı likidite bulunmasını tercih etmeyeceği dikkate alındığında, Hazine'nin borçlanma rasyosunu öngörülen %88 seviyesinin altına düşürmesine ihtiyaç olmayacağı düşünülebilir. Bunun yanında, önümüzdeki yıl genel seçimlerin de yapılacak olduğu dikkate alındığında borçlanma rasyosu hedefinin %90 seviyesinin çok fazla

altına düşürülmemiş olması da makul görülmektedir. Hazine'nin finansman programındaki ihtiyatlı görünümün Orta Vadeli Program'da 2011 için öngörülen %40 seviyesindeki borç stoku/GSYİH rasyosu ile uyumlu olması, bütçe disiplini konusunda kredibilite sağlayabilecektir. Dolayısıyla, 2011 yılında borçlanma ve bütçe hedeflerinin tutturulması konusunda sıkıntı yaşanmayacağı ve bu durumun faizler üzerindeki yukarı yönlü baskıları hafifleteceği düşünülmektedir.

2011 yılında Gösterge Tahvil Getirisi Nasıl Bir Seyir İzleyecek?

i. Ekonometrik Analiz

Gösterge tahvil getirisinin 2011 yılındaki seyrini belirlemek amacıyla kurduğumuz ekonometrik modelimizde (gösterge tahvil getiri oranının veri setinin 2004 yılı Eylül ayından başlamasına bağlı olarak), 2004 yılı Eylül ayı ile 2010 yılı Ekim ayı arasındaki aylık veri seti ile çalışılmıştır. 27 Eylül 2010 tarihinde yayınladığımız raporumuzda yer alan gösterge tahvil getirisinin makro ekonomik ve finansal göstergeler ile korelasyon matrisi dikkate alınarak değişkenler belirlenmiştir. Söz konusu korelasyon matrisine göre, menkul değerler portföyü, cari işlemler açığı, manşet enflasyon, çekirdek I-endeksi, TCMB gösterge faiz oranı, gelişmekte olan ülke ortalama faiz oranları ile gelişmiş ülke ortalama faiz oranları ve 5 yıllık Türkiye CDS değerinin gösterge tahvil getirisi ile yüksek korelasyona sahip olduğu dikkat çekmektedir. Teorik olarak Merkez Bankası faizlerinin piyasa faizleri üzerinde temel belirleyici olduğu, korelasyon matrisince de desteklediği için gecelik borçlanma faiz oranı modele dahil edilmiştir. Bununla birlikte gecelik borçlanma faiz oranı ile enflasyon rakamlarının güçlü korelasyonu değerlendirildiğinde, iki değişkeni beraber modele dahil etmek ekonometrik olarak sorun yaratacağından, geçici fiyat artışlarını da yansıtan manşet enflasyon yerine çekirdek enflasyon tercih edilmiştir. Çekirdek I endeksi için, 11 Ekim 2010 tarihinde yayınladığımız 2011 yılı Türkiye Ekonomisi-Enflasyon başlıklı çalışmamızda yer alan 2011 yılı enflasyon projeksiyonları baz alınmıştır. Nominal döviz kuru ile gösterge tahvil getirisi arasında beklenildiği kadar yüksek bir korelasyon bulunmamasına karşın, nominal döviz kuru modelde ekonometrik olarak anlamlı sonuçlar vermiştir. Diğer yandan, korelasyon matrisine göre yüksek korelasyon saptadığımız, cari işlemler açığının 12 aylık kümülatif toplamı ve toplam kamu borç stoku ile iç borç stoku değişkenleri modelde denenmiş ve ekonometrik olarak anlamlı sonuçlar vermediği saptanmıştır. Menkul değerler portföyü değişkeni modele dahil edildiğinde çekirdek I endeksi ile %96 oranında yüksek korelasyona sahip olmasından dolayı ekonometrik olarak sorun yaratacağından bu değişken dışarıda bırakılmıştır. Tahvil-bono piyasasının daha çok yurtiçi makroekonomik verilerden etkilendiği değerlendirildiğinde, yukarıda da değindiğimiz gibi yurtiçi değişkenler ağırlıklı olarak modele dahil edilmiştir. Ancak, özellikle ABD tahvil-bono piyasasındaki hareketler yurtiçi tahvil-bono piyasasını da etkilemektedir. Bu etkiyi yansıtmak amacıyla gösterge 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirisi modele dahil edilmiştir. Yanda yer alan değişkenler kullanılarak oluşturduğumuz modelimizde modelin gösterge tahvil getirisini açıklama gücünün %97.4 ile oldukça güçlü olduğu görülmektedir.



TCMB'nin 2011 yılının üçüncü çeyreğinden sonra faiz artırımına gideceği beklentisinin aksine, TCMB'nin faiz artırımına ikinci çeyreğin sonunda geçeceği beklentimiz paralelinde gösterge tahvil getirisinin de yukarı yönlü bir ivme kazanması mümkün olabilir. Diğer yandan, 10 yıllık ABD Hazine tahvilinde de ilk yarının sonuna doğru satış baskısının bir miktar hızlanması beklenmektedir. 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirisinin yılın üçüncü çeyreğinde ise yeniden %3.00 seviyesinin üzerinde tutunması mümkün görünmektedir. Yılın son çeyreğinde faizlerdeki yukarı yönlü hareketin hız kesmesi beklenirken, kurduğumuz ekonometrik model paralelinde 2011 yıl sonunda gösterge tahvil getirisinin %9.35 seviyesinde oluşmasını bekliyoruz. Modelimizde cari açık ve borçlanma verileri ekonometrik olarak anlamlı sonuçlar vermemesine karşın, önümüzdeki dönemde cari açığın finansmanı konusundaki risklerin sertleşmesi ya da azalması veya Hazine Finansman programında öngörülenden daha olumlu ya da olumsuz bir senaryonun yaşanması durumunda gösterge tahvil getirisinin bu gelişmelerden etkilenmesi kaçınılmaz olacaktır.

Modelin sonuçları değerlendirildiğinde, 2010 yılının sonunda ve 2011'un ilk çeyreğinde gösterge tahvil getirisinin %8.0 seviyesinin altındaki seyrinin devam etmesi beklenmektedir. FED'in geçtiğimiz hafta 2011 yılının ilk yarısında tahvil alımlarına devam edeceği açıklamalarının yanı sıra, 2011 yılının ilk çeyreğinde enflasyonda geçen yıl yaşanan yükselişlerin oluşturduğu baz etkisi ile sert düşüşlerin beklenmesi gösterge faiz üzerinde aşağı yönlü kırılmalara neden olabilecektir. Diğer yandan, gösterge tahvil getirisinin seyri TCMB'nin faizleri 2011 yılının ilk çeyreğinde değiştirmeden bırakacağı beklentileri ile de uyumlu bir görünüm çizmektedir. 2011 yılının ikinci yarısına doğru USD/TL kurunun hareketi ve enflasyon gelişmeleri ile birlikte piyasada oluşan,

ii. Senaryo Analizi

Tablo.3	TÜFE (y/y,%)	USD/TL	TCMB Politika Faizi	ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi (%)*	Gösterge Tahvil Getirisi (%)
Baz Senaryo	7.15%	1.5	8.00%	3.30%	9.35%
1. Senaryo	9.40%	1.55	9.00%	3.90%	11.10%
2. Senaryo	5.50%	1.4	7.00%	2.25%	7.30%

Kaynak: Vakıfbank

*Bloomberg Anketi

2011 yılı Türkiye ekonomisi çalışmalarımız çerçevesinde hazırladığımız değişik senaryolar altında gösterge tahvil getirisi beklentilerimiz Tablo-3'de yer almaktadır. Baz senaryo altında 2011 yılında gösterge tahvil getirisinin %9.35 seviyesinde oluşacağı yönündeki beklentimizi gerekçeleri ile birlikte yukarıda incelemiştik. Baz senaryo altında TCMB'nin 2011 yılında politika faizinde toplamda 100 baz puan artırıma gitmesi öngörülmüşken, kurun daha önceki çalışmalarımızda olduğu gibi 2011 yılında 1.50 seviyesine yükseleceği beklenmektedir. ABD 10 yıllık Hazine tahvil getirisi beklentisi ise ortalama piyasa beklentisi olan %3.30 olarak alınmıştır. Gösterge tahvil getirisini etkileyen değişkenlerin beklentilerden sapması halinde gösterge tahvil getirisini değişik senaryolar altında incelemenin faydalı olacağını düşünüyoruz. Oluşturduğumuz ilk senaryoda enflasyon için yukarı yönlü olarak %9.4 değeri baz alınırken, son dönemdeki performansın aksine TL'nin 2011 yılında değer kaybedeceği öngörülmektedir. Ayrıca söz konusu senaryo enflasyonist baskılarla TCMB'nin faiz artırımını konusunda daha agresif olacağı düşüncesi altında oluşturulmuştur. Enflasyonist baskıların arttığı bir ortamda ABD Hazine tahvillerine de satış geleceği öngörülmektedir. Böyle bir ortamda gerek yurtiçi gelişmeler gerekse yurtdışı konjonktüre bağlı olarak gösterge tahvil

getirisi üzerinde yukarı yönlü baskıların artacağı düşünüldüğünden, ilk senaryo altında gösterge tahvil getirisinin %11.1 olması öngörülmektedir. Diğer yandan, ikinci senaryoda enflasyonun TCMB'nin de hedefi olan %5.5 oranında gerçekleşeceği analize dahil edilirken, bu senaryoda enflasyonist baskılarının görece daha sınırlı olduğunu söylemek mümkün görünmektedir. Enflasyonist baskıların görece yatıştığı bir ortamda TCMB'nin politika faiz oranını %7.00 seviyesinde sabit tutacağını söyleyebiliriz. USD/TL kurunda ise son dönemde gelinen düşük seviyelerin korunacağı varsayımı yer almaktadır. 10 yıllık ABD Hazine tahvillerinde de alımların devam edeceği ve getirinin %2.50 seviyelerinde tutunacağı düşünülmektedir. İkinci senaryo altında gösterge Hazine tahvil getirisinin 2011 yılı sonunda %7.30 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.

Ekonomik ve Finansal Değişkenlerin Gösterge Tahvil Faizi Üzerindeki Toplam Etkisi

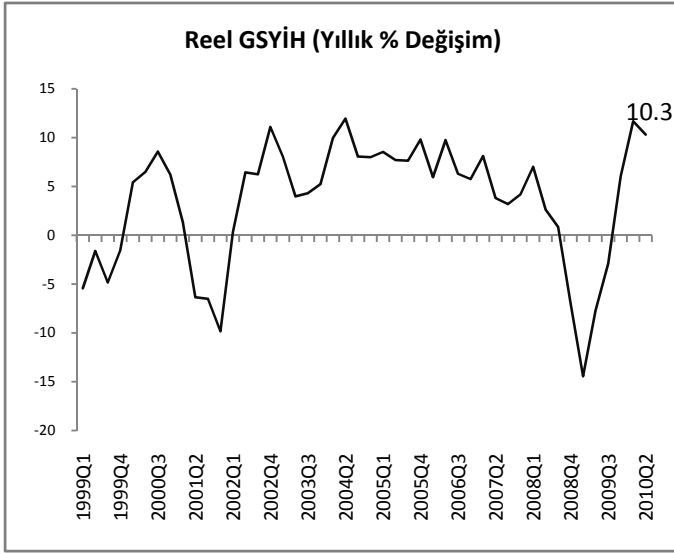
	Olumlu	Olumsuz	Nötr
Büyüme			✓
Enflasyon		✓	
Cari açık		✓	
Bütçe	✓		
Borçlanma	✓		
TCMB Faiz Oranı			✓
Dolar/TL kuru			✓
Toplam Etki	2	2	3

Raporumuzda ele aldığımız makro ekonomik ve finansal değişkenlerle oluşturduğumuz skor matrisine göre, Türkiye ekonomisi için geçmiş dönemlerde en büyük kırılganlık unsurlarından biri olan kamu maliyesi göstergelerinin 2011 yılında piyasa faizleri üzerinde olumlu etkide bulunması beklenmektedir. Cari işlemler açığının ise 2010 yılından itibaren hızlı bir şekilde artış eğilimi kazanması ve dış talebe ilişkin belirsizliklerin devam ettiği bir ortamda, artış eğiliminin 2011 yılında da devam edeceği beklentisi cari açığın finansmanı açısından endişe yaratmaktadır. Ayrıca, cari açığın finansmanında kısa vadeli sermaye girişlerinin ağırlığının artması, ani sermaye çıkışları karşısında önemli bir risk

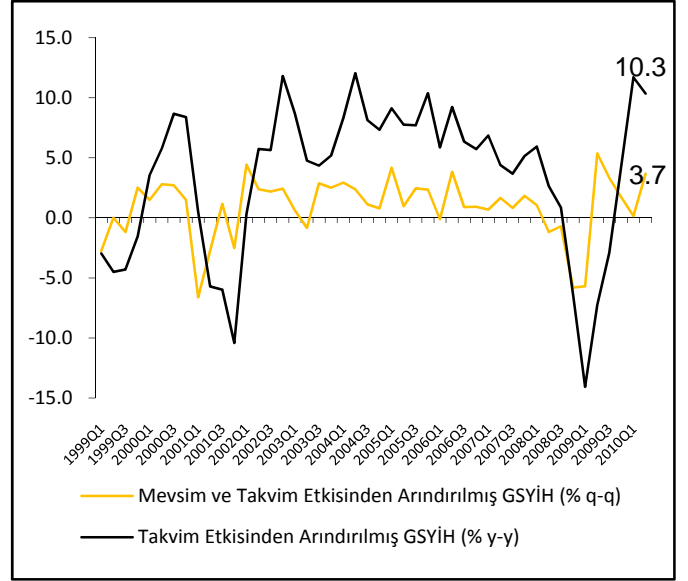
oluşturmaktadır. 2011 yılının seçim yılı olmasının yanında global piyasalarda emtia fiyatlarında yaşanabilecek artışlar enflasyonist baskı oluşturabilecektir. Bu nedenle cari işlemler açığı ve enflasyon oranı 2011 yılında piyasa faizleri üstünde yukarı yönlü baskıları destekleyebilecektir. Böyle bir ortamda TCMB faizleri artırmak durumunda kalacaktır. Ancak, büyüme ve enflasyon görünümü beklentiler dahilinde gerçekleştiği takdirde, TCMB'nin politika faizleri piyasa faizleri üzerinde olumsuz etkide bulunmayacaktır. TL'nin önümüzdeki yıl sınırlı ölçüde değer kaybedeceği beklentimiz doğrultusunda, dolar/TL kurunun piyasa faizleri üzerinde önemli bir etkide bulunmayacağını düşünmekteyiz.

TÜRKİYE

Türkiye Büyüme Oranı (Çeyrek)



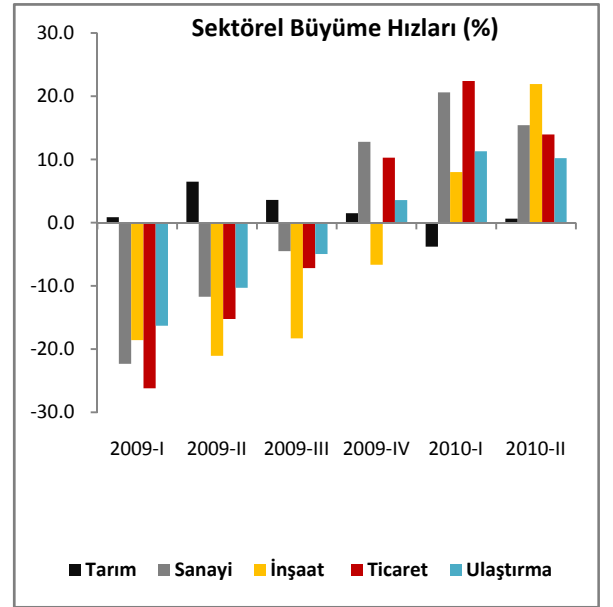
Kaynak:TÜİK



Sektörel Büyüme Hızları (%)

Sektörler	Sektör Payları (%)	2009			2010	
		II. Çeyrek	III. Çeyrek	IV. Çeyrek	I. Çeyrek	II. Çeyrek
Tarım	4.1	6.5	3.6	1.5	-3.8	0.05
Sanayi	25.4	-11.7	-4.5	12.8	20.6	3.79
İnşaat	5.6	-21.1	-18.3	-6.6	8.0	1.15
Ticaret	13.3	-15.2	-7.2	10.3	22.4	1.77
Ulaş. ve Haber.	14.9	-10.3	-5.0	3.6	11.3	1.51
Mali Kur.	12.5	7.5	7.8	8.1	4.7	0.99
Konut Sah.	5.5	4.8	3.8	3.4	0.6	
Eğitim	2.4	1.3	3.3	3.1	1.8	
Sağ. İş. ve Sos. Hiz.	1.5	2.9	4.5	4.9	5.2	
Vergi-Süb.	8.6	-7.8	-8.1	6.3	16.9	
GSYİH		-7.7	-2.9	6.0	11.7	10.3

Kaynak:TÜİK

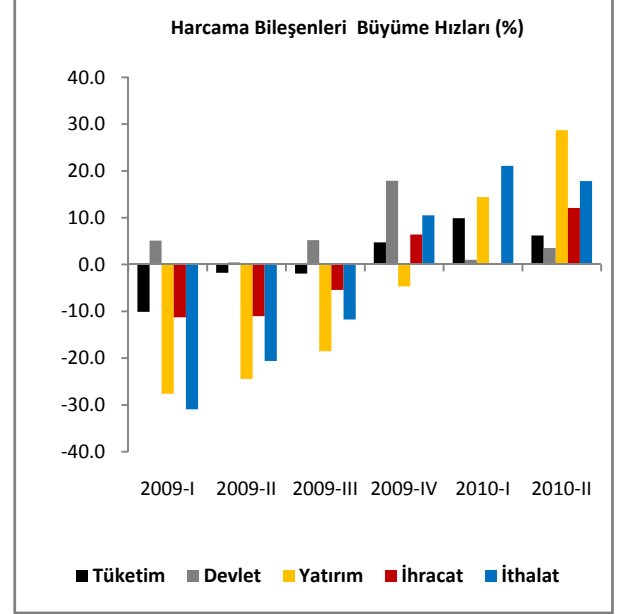


Kaynak:TÜİK

Harcama Bileşenlerinin Yıllık Büyüme Oranları (%)

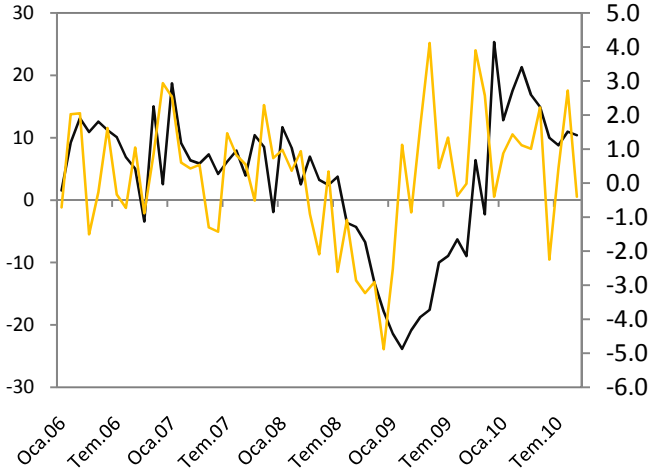
Harcama Bileşenleri	Sektör Payları (%)	2009 II. Çey	2009 III. Çey	2009 IV. Çey	2010 I. Çey	2010 II. Çey
Yer. Hanehalkı Tük. Har.	74.0	-1.8	-1.9	4.7	9.9	4.47
Dev. Nihai Tük. Har.	10.1	0.5	5.2	17.9	1.0	0.38
Gay. Safi Ser. Oluş.	21.6	-24.4	-18.5	-4.7	14.4	5.80
Kamu Sektörü	2.3	0.2	-5.7	-8.6	-25.6	0.58
Özel Sektör	19.3	-28.7	-21.0	-3.5	22.1	5.22
Mal ve Hiz. İhracatı	23.6	-11.0	-5.4	6.4	-0.1	2.91
Mal ve Hiz. İthalatı	27.1	-20.6	-11.7	10.5	21.1	4.52
GSYİH		-7.7	-2.9	6.0	11.7	10.30

Kaynak:TÜİK



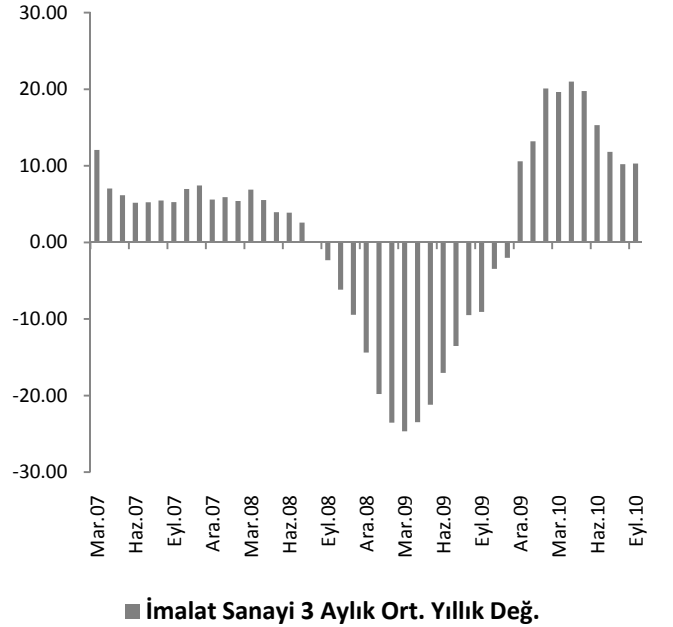
Kaynak:TÜİK

Sanayi Üretim Endeksi



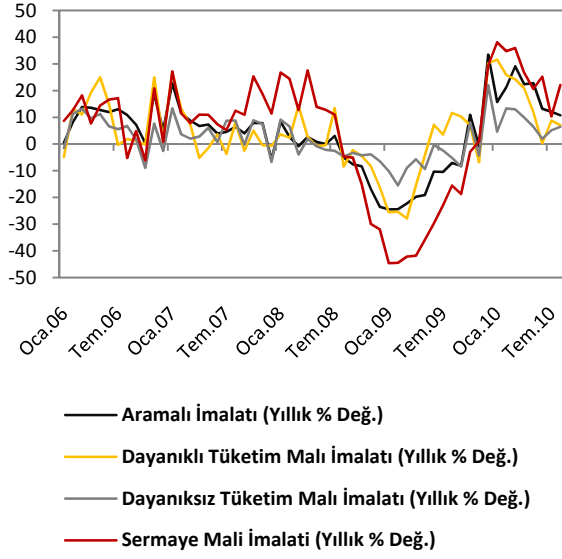
Kaynak:TÜİK

İmalat Sanayi Üretim Endeksi



Kaynak:TÜİK

Sektörel Bazda Sanayi Üretim Endeksi

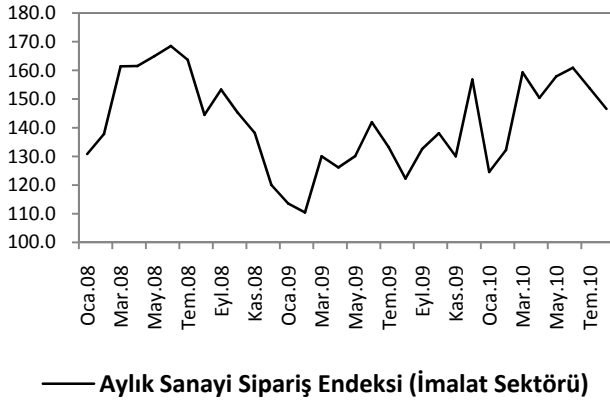


Kaynak:TÜİK

Sektörler	Yıllık Değişim Oranı (%)	
	Eylül Ayı	
	2009	2010
Petrol Ürünleri	-32.5	7.2
Tekstil	-11.1	4.7
Gıda	-13.5	12.9
Kimyasal Madde	5.5	8.0
Ana Metal Sanayi	-11.5	11.2
Metalik Olm. Diğ. Mineral	-14.4	15.3
Taşıtl Araçları	-14.2	19.4
Elektrikli Teçhizat	6.1	22.1
Giyim	-12.3	3.8

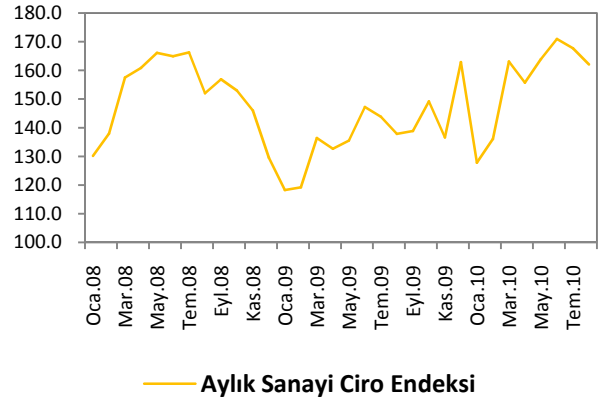
Kaynak:TÜİK

Aylık Sanayi Sipariş Endeksi



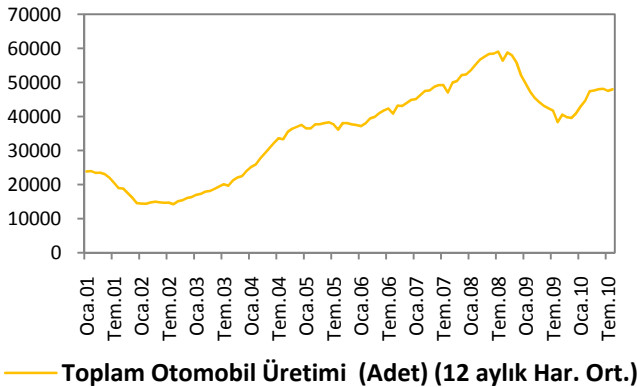
Kaynak:TÜİK

Aylık Sanayi Ciro Endeksi



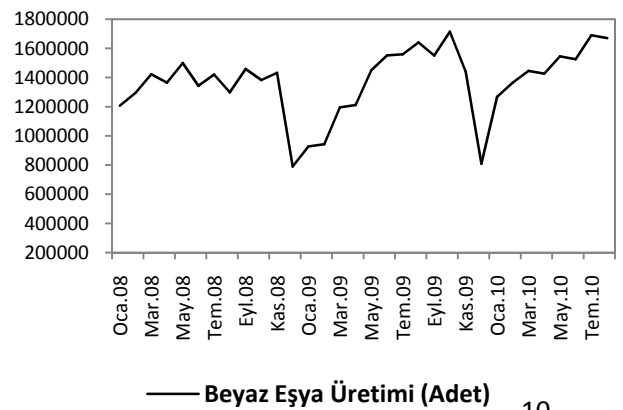
Kaynak:TÜİK

Toplam Otomobil Üretimi



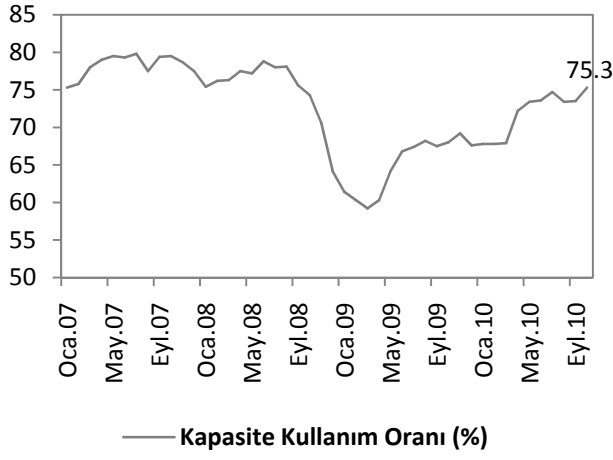
Kaynak:OSD,Vakıfbank

Beyaz Eşya Üretimi

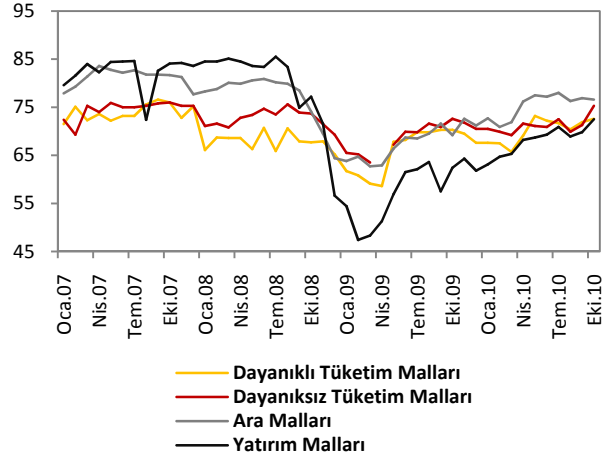


Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Kapasite Kullanım Oranı

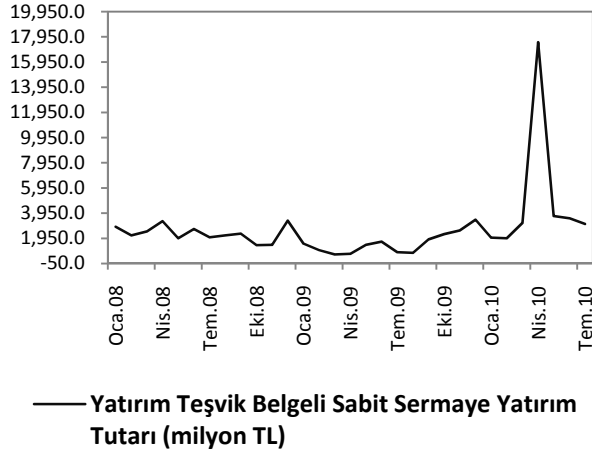


Kaynak:TÜİK



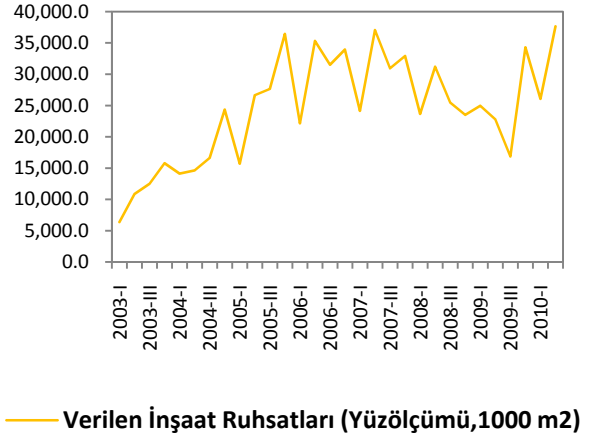
Kaynak:TÜİK

Yatırım Teşvik Belgeli Sabit Sermaye Yatırım Tutarı



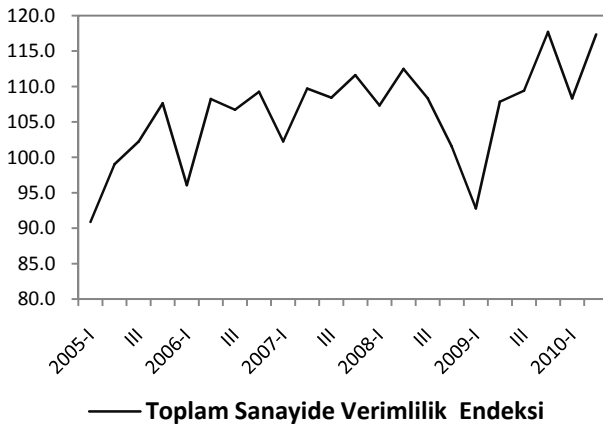
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Verilen İnşaat Ruhsatları



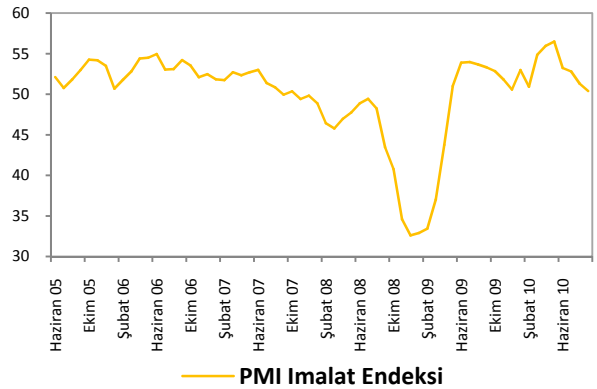
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Toplam Sanayide Verimlilik



Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

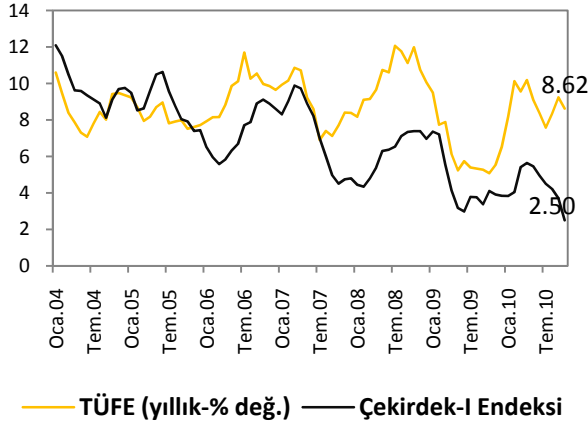
PMI Endeksi



Kaynak: Reuters

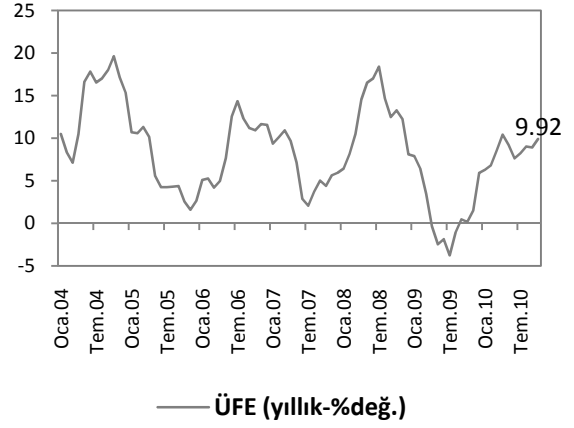
ENFLASYON GÖSTERGELERİ

TÜFE ve Çekirdek Enflasyonu



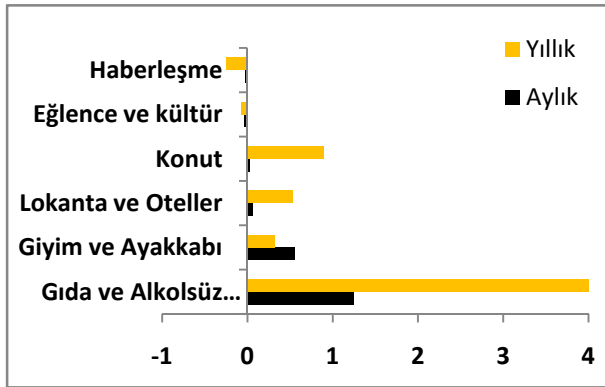
Kaynak:TCMB

ÜFE



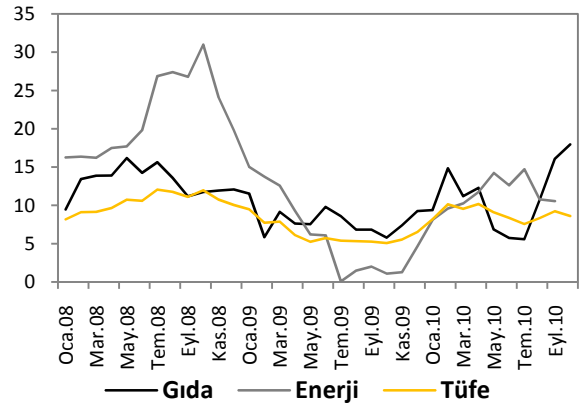
Kaynak:TCMB

TÜFE Harcama Grupları (Katkı, Puan)



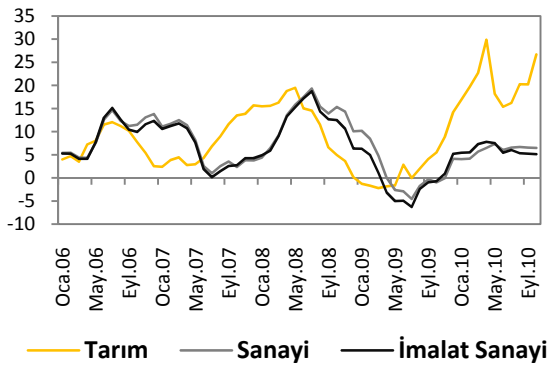
Kaynak:TCMB, Vakıfbank

Gıda ve Enerji Enflasyonu (yıllık-% değ.)



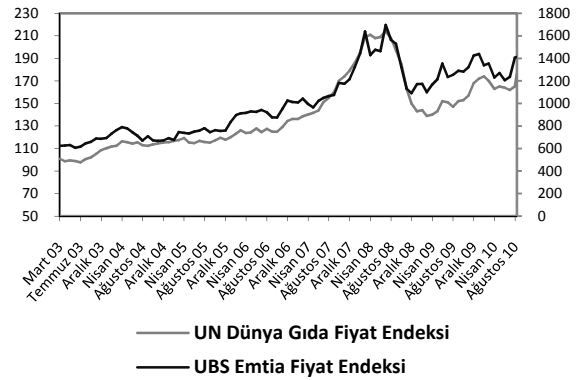
Kaynak:TCMB

ÜFE Alt Sektörler (yıllık-% değ.)



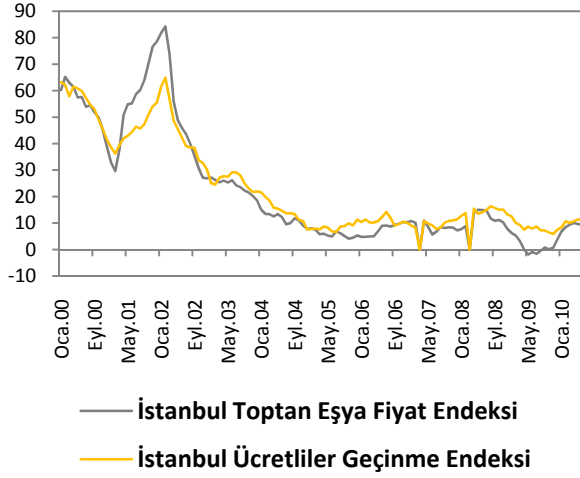
Kaynak:TCMB

Dünya Gıda ve Emtia Fiyat Endeksi



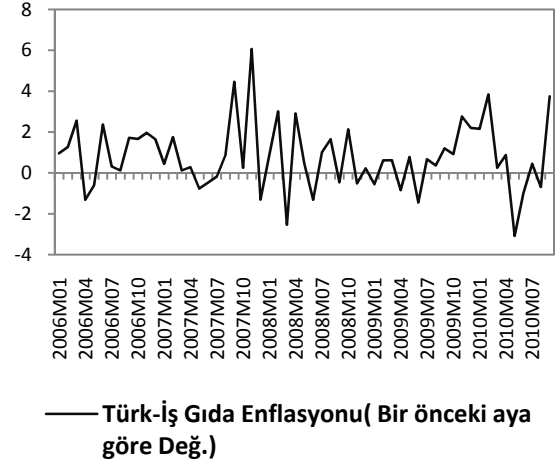
Kaynak:Bloomberg

İTO Enflasyon Göstergeleri



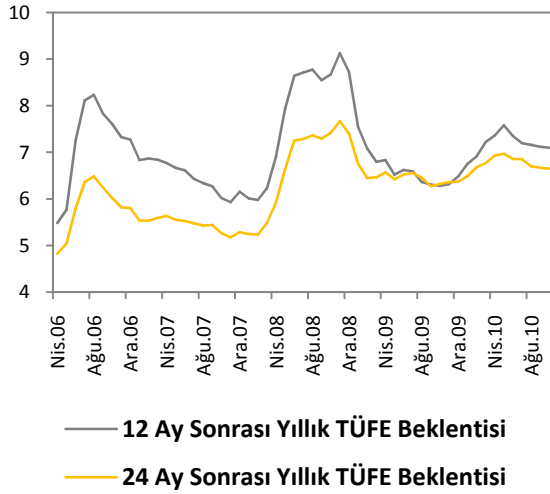
Kaynak:TCMB

Türk- İş Mutfak Enflasyonu



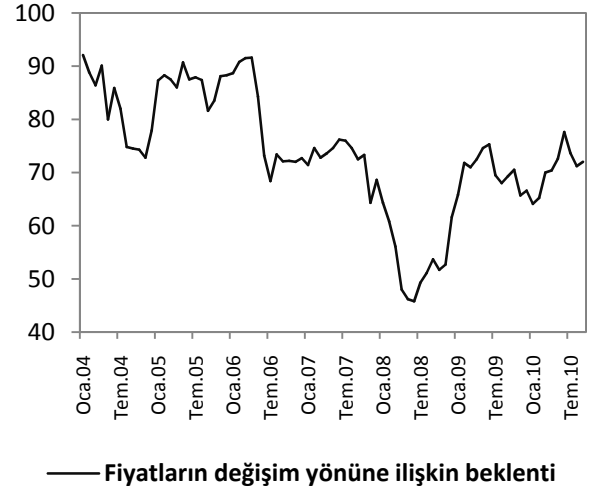
Kaynak:Türk-İş

Enflasyon Beklentileri



Kaynak:TCMB

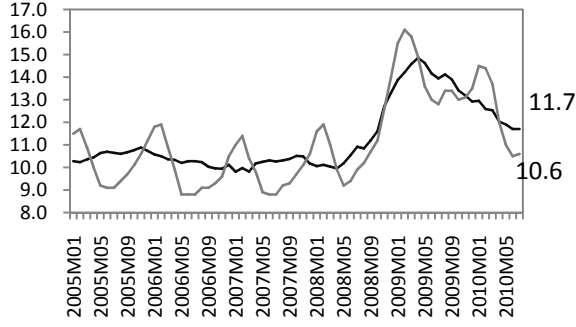
Tük. Güven Endeksi Fiyatların Değ. Yönünde Beklenti



Kaynak:TCMB

İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

İşsizlik Oranı

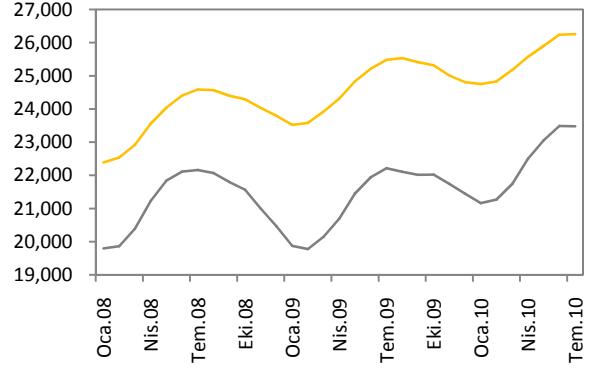


— Mevsimsellikten Arındırılmış İşsizlik Oranı

— İşsizlik Oranı

Kaynak:TCMB, Vakıfbank

İşgücü Durumu

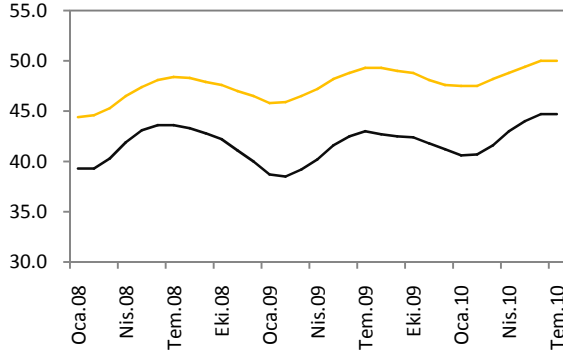


— İşgücü Arzı

— İstihdam Edilenler

Kaynak:TCMB

İşgücüne Katılım Oranı

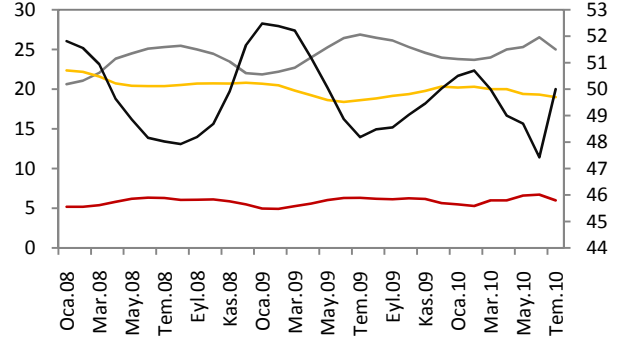


— İşgücüne Katılma Oranı

— İstihdam Oranı

Kaynak:TCMB

Sektörlerin Toplam İşgücü İçindeki payı



— Tarım

— Sanayi

— İnşaat

— Hizmetler

Kaynak:TCMB

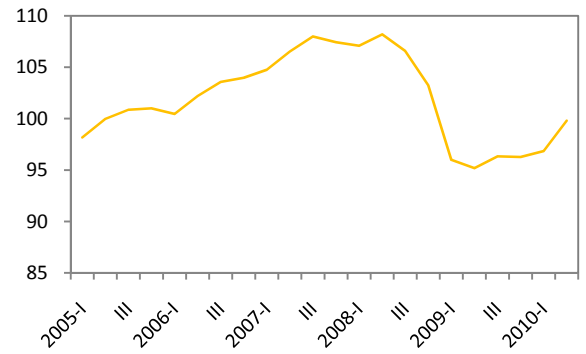
İşkur İstatistikleri



— İş Arayanların Sayısı

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

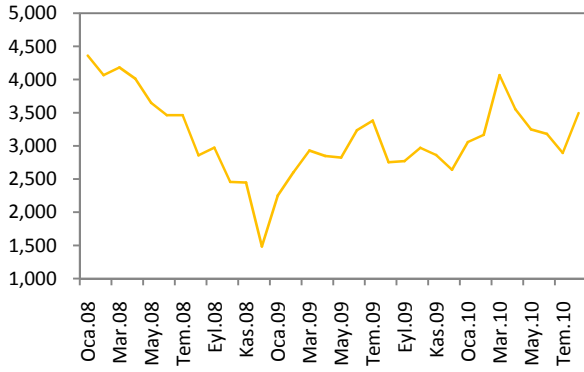
Sanayi İstihdam Endeksi (2005=100)



— Sanayi İstihdam Endeksi

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

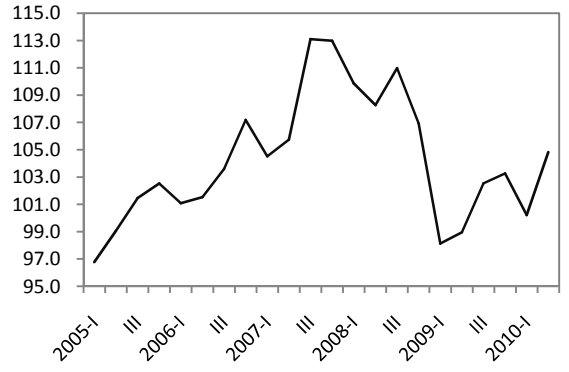
Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı



— Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı (Adet)

Kaynak:TÜİK

Reel Brüt Ücret - Maaş Endeksleri

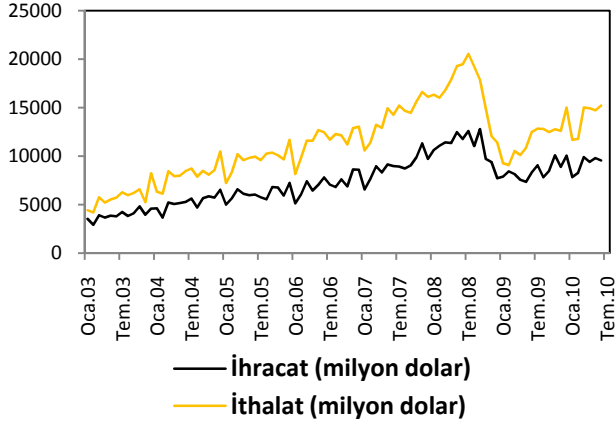


— Reel Brüt Ücret - Maaş Endeksleri

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

İthalat-İhracat



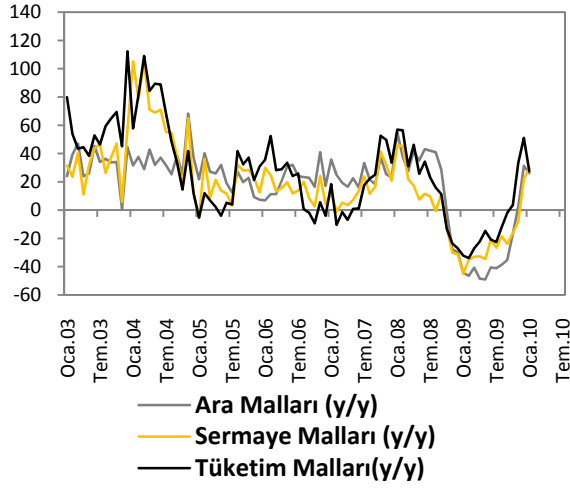
Kaynak:TCMB

Dış Ticaret Dengesi



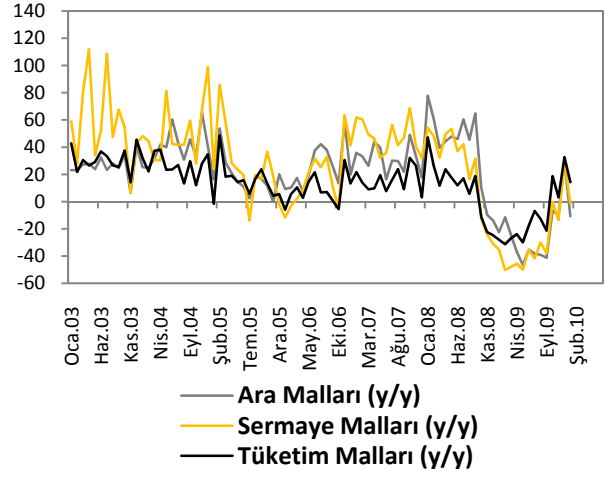
Kaynak:TCMB

İthalat



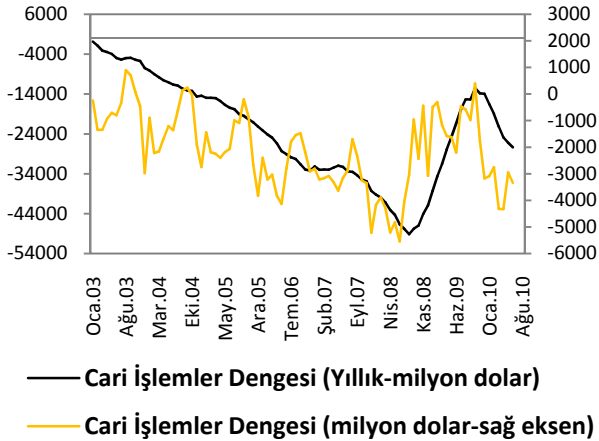
Kaynak:TCMB

İhracat



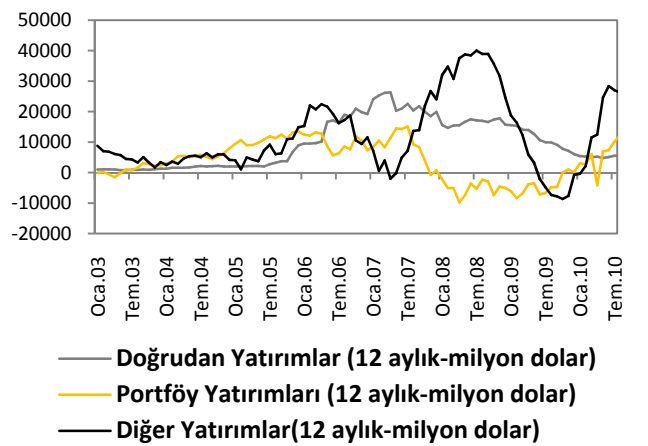
Kaynak:TCMB

Cari İşlemler Dengesi



Kaynak:TCMB

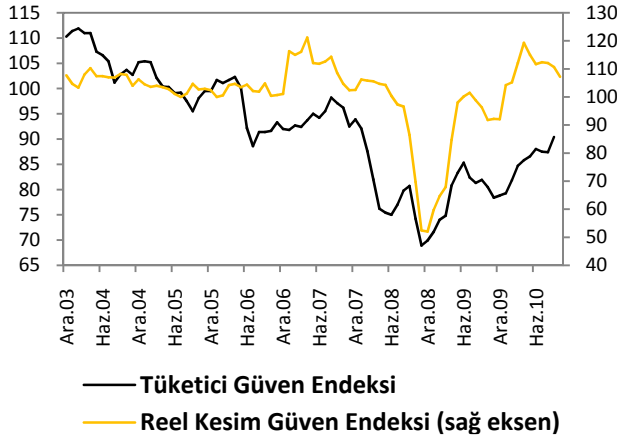
Sermaye ve Finans Hesabı



Kaynak:TCMB

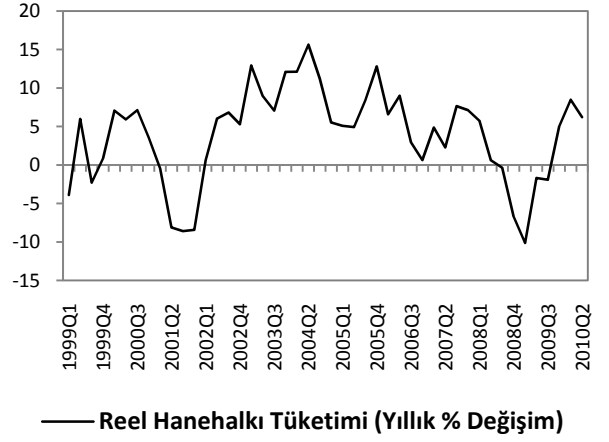
TÜKETİM GÖSTERGELERİ

Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni



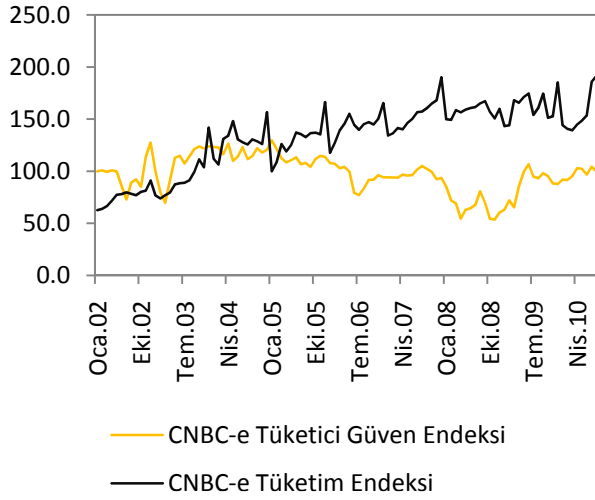
Kaynak:TCMB

Tüketim Harcamaları



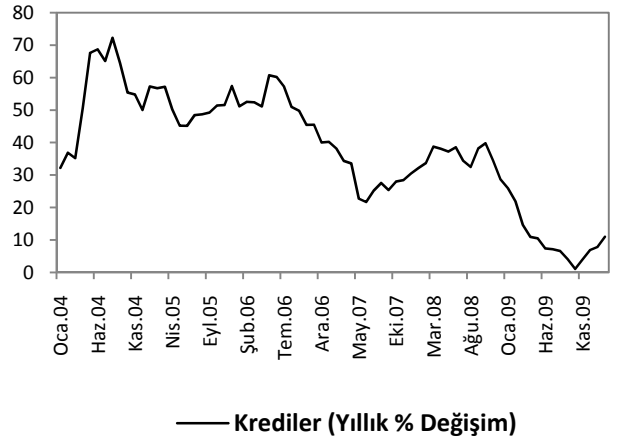
Kaynak:TCMB

CNBC-e Güven Endeksleri



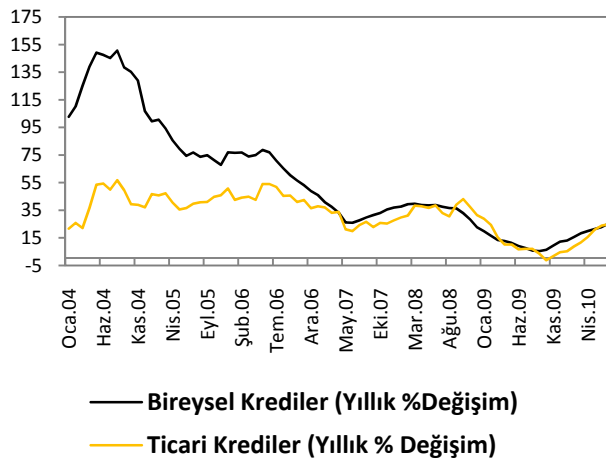
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Krediler



Kaynak:BDDK

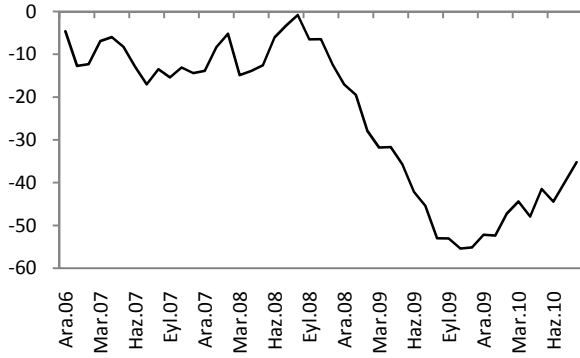
Bireysel ve Ticari Krediler



Kaynak:BDDK

KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

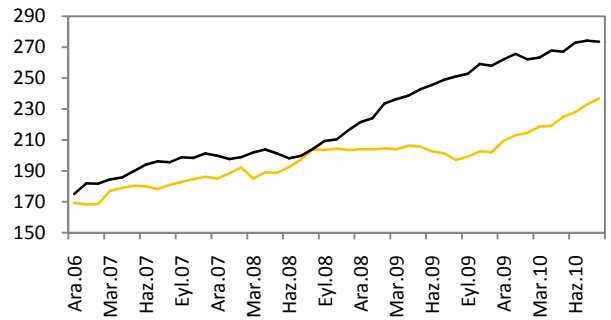
Bütçe Dengesi



— Bütçe Dengesi (12 Aylık toplam-milyar TL)

Kaynak:TCMB

Bütçe Gelirleri ve Harcamaları

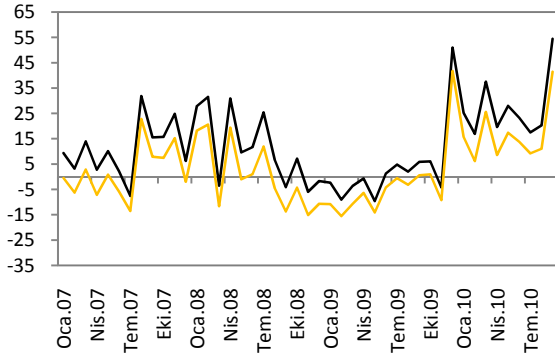


— Bütçe Gelirleri (12 aylık toplam-milyar TL)

— Bütçe Harcamaları (12 aylık toplam-milyar TL)

Kaynak:TCMB

Vergi Gelirleri

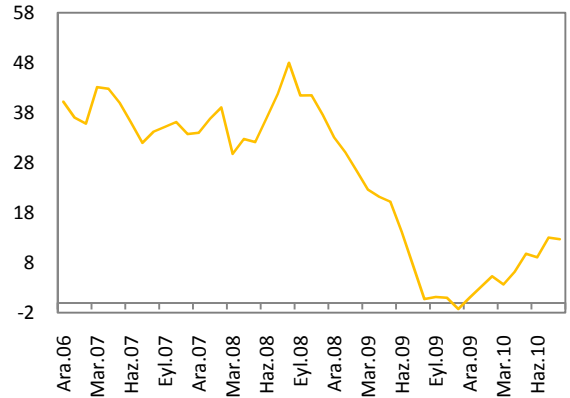


— Vergi Gelirleri (Nominal yıllık %)

— Vergi Gelirleri (Reel yıllık %)

Kaynak:TCMB,Vakıfbank

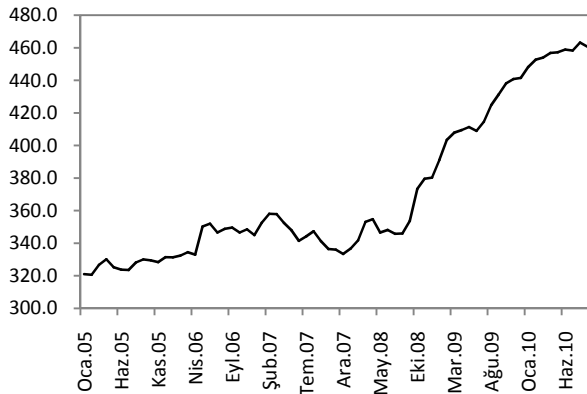
Faiz Dışı Denge



— Faiz Dışı Denge (12 aylık-milyar TL)

Kaynak:TCMB

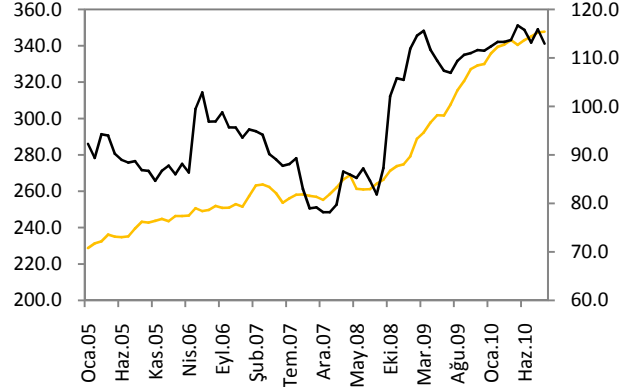
Borç Stoku



— Toplam Borç Stoku (milyar TL)

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

İç ve Dış Borç Stoku

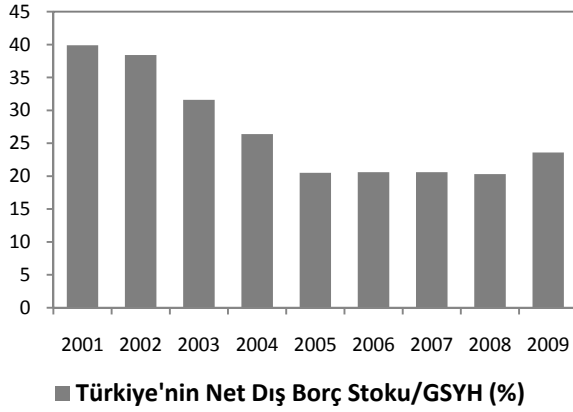


— İç Borç Stoku (milyar TL)

— Dış Borç Stoku (milyar TL-sağ eksen)

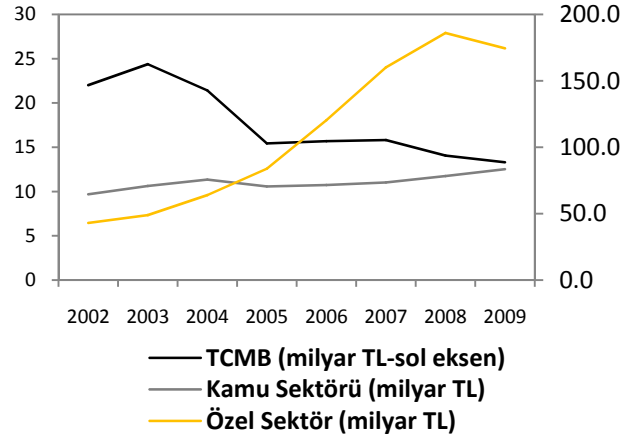
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Türkiye'nin Net Dış Borç Stoku



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

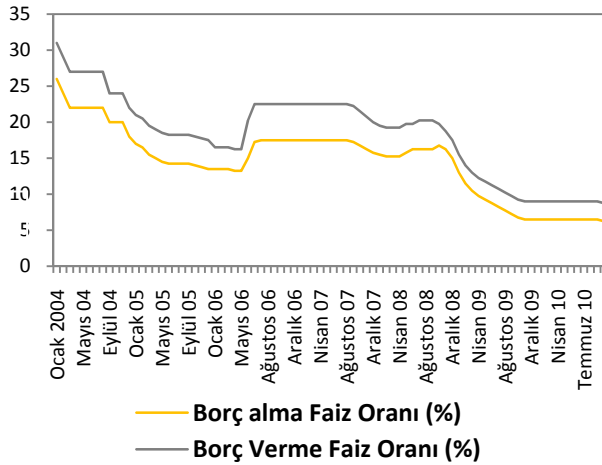
Türkiye'nin Dış Borç Stoku Profili



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

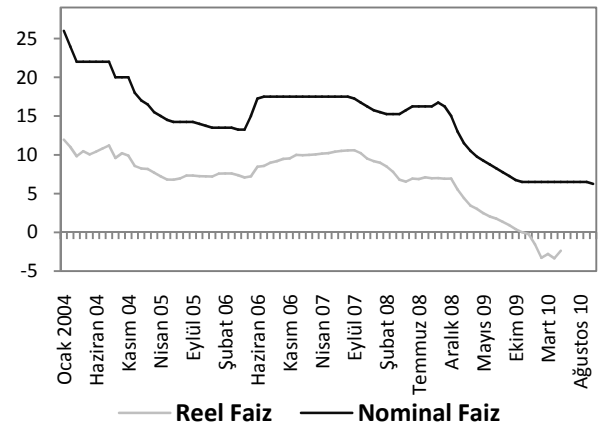
LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

TCMB Faiz Oranı



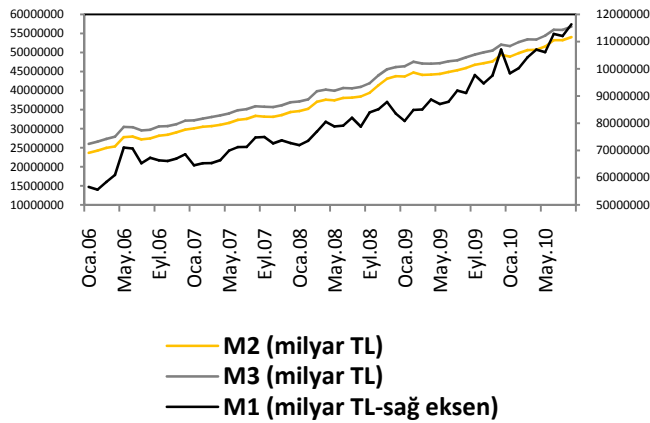
Kaynak:TCMB

Reel ve Nominal Faiz



Kaynak:TCMB,Vakıfbank

Para Arzı



Kaynak:TCMB

Dünya Piyasalarında Son Açıklanan Ekonomik Göstergeler

	Reel Büyüme (y/y) (Çeyreklik) (%)	Enflasyon (y/y) (Aylık) (%)	Cari Denge/GSYİH (%)	Merkez Bankası Faiz Oranı (%)	Tüketici Güven Endeksi
ABD	3.1	1.1	-2.95	0.25	50.2
Euro Bölgesi	1.9	1.8	-0.52	1.00	-11.00
Almanya	3.7	1.30	5.31	1	105
Fransa	1.70	1.60	-2.2	1.00	-34.00
İtalya	1.30	1.70	-3.61	1.00	107.70
Macaristan	1.00	3.80	0.10	5.25	-20.60
Portekiz	1.50	1.90	-10.29	1.00	-40.00
İngiltere	2.80	3.10	-1.56	0.50	-19.00
Japonya	2.40	-0.60	3.37	0.00	39.30
Çin	9.60	3.60	7.29	5.56	104.40
Rusya	5.20	7.50	3.94	7.75	-
Hindistan	8.80	9.82	-3.61	5.00	-
Brezilya	8.81	4.70	-2.32	10.75	118.30
G.Afrika	3.00	3.20	-2.50	6.00	15.00
Türkiye	10.30	8.62	-4.01	5.75	90.41

Beklentiler

2010-IMF Beklentisi (Nisan-2010)	Reel Büyüme (y/y)	Enflasyon (y/y)	Cari Denge /GSYH	İşsizlik Oranı	Borç St./GSYH
Gelişmiş Ülkeler	2.708	1.428	-0.267	8.289	-
Gelişmekte Olan Ülkeler	7.073	6.25	1.504	-	-
Tüm dünya	4.766	3.67	-	-	-
ABD	2.639	1.417	-3.19	9.73	92.715
Euro Bölgesi	1.682	1.561	0.177	10.067	-
Almanya	3.332	1.321	6.055	7.053	75.342
Fransa	1.565	1.64	-1.79	9.814	84.196
İtalya	1.003	1.627	-2.861	8.70	118.358
Macaristan	0.573	4.67	0.512	10.825	78.358
Portekiz	1.122	0.928	-9.982	10.738	83.134
İngiltere	1.702	3.078	-2.228	7.876	76.661
Japonya	2.824	-0.99	3.088	5.145	225.853
Çin	10.456	3.524	4.697	4.1	19.148
Rusya	3.966	6.559	4.728	7.5	11.075
Hindistan	9.668	13.187	-3.083	-	71.841
Brezilya	7.54	4.992	-2.561	7.2	66.8
G.Afrika	2.991	5.564	-4.286	24.8	34.123
TÜRKİYE	7.8	8.68	-5.214	11	43.375

Türkiye Makro Ekonomik Görünüm

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER						
	2008	2009	En Son Yayımlanan		2010 Yılı Sonu Beklentimiz	Açıklanacak İlk Veriye Ait Beklentimiz
Reel Ekonomi						
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon TL)	950 144	953 974	268 495	(2010 2. Çeyrek)		
GSYİH Büyüme Oranı (Sabit Fiyatlarla, %)	0.7	-4.7	10.3	(2010 2. Çeyrek)	%6.8	%5.5 (2010-III.Çey)
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%)	-17.8	-9.5	10.4	(Eylül 2010)	%7.75	--
Kapasite Kullanım Oranı (%)	64.7	67.6	75.3	(Ekim 2010)	%70.5	--
İşsizlik Oranı (%)	13.6	13.5	10.6	(Temmuz 2010)	%11.2	10.9
Fiyat Gelişmeleri						
TÜFE (Yıllık % Değişim)	10.06	6.52	8.62	(Ekim 2010)	%7.9	--
ÜFE (Yıllık % Değişim)	8.11	5.93	9.92	(Ekim 2010)	%8.7	--
Parasal Göstergeler (Milyon TL)						
M1	83,380	107,051	120,762	(22.10.2010)		
M2	434,205	494,024	549,954	(22.10.2010)		
M3	458,383	520,674	576,815	(22.10.2010)		
Emisyon	30,468	34,289	42,887	(22.10.2010)		
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	70,075	70,689	79,072	(28.10.2010)		
Faiz Oranları						
TCMB O/N (Borç Alma)	15.00	6.50	5.75	(05.11.2010)		
TRILIBOR O/N	15.00	6.50	6.75	(05.11.2010)		
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)						
Cari İşlemler Açığı	-41,947	-13,854	-2,966	(Ağustos 2010)	-38,500	-3,900
İthalat	-193,821	-134,401	15,649	(Eylül 2010)	--	--
İhracat	140,799	109,672	8,949	(Eylül 2010)	--	--
Dış Ticaret Açığı	-53,022	-24,729	6,700	(Eylül 2010)	-62,000	--
Kamu Ekonomisi (Milyon TL)						
Bütçe Gelirleri	208,898	215,060	18,493	(Eylül 2010)		
Bütçe Giderleri	225,967	267,275	25,395	(Eylül 2010)		
Bütçe Dengesi	-17,069	-52,215	-6,903	(Eylül 2010)	-44,200	
Faiz Dışı Denge	33,592	986	-2,906	(Eylül 2010)	-7,200	
Borç Stoku Göstergeleri						
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar TL)	274.8	330.0	347.8	(Eylül 2010)		
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar TL)	105.5	111.4	113.0	(Eylül 2010)		
Kamu Net Borç Stoku	268.0	309.8	313.1	(2010 II. Çeyrek)		

Serkan Özcan	Baş Ekonomist	serkan.ozcan@vakifbank.com.tr	0312-455 70 87
Cem Erođlu	Kıdemli Ekonomist	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0312-455 84 80
Nazan Kılıç	Ekonomist	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0312-455 84 89
Bilge Özalp Türkarşlan	Ekonomist	bilge.ozalpturkarşlan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 88
Zeynep Burcu Çevik	Ekonomist	zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Seda Meyveci	Ekonomist	seda.meyveci@vakifbank.com.tr	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0312-455 84 87
Selin Düz	Araştırmacı	selin.duz@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Naime Dođan	Araştırmacı	naime.dogan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 86
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0312-455 84 82
Elif Artman	Araştırmacı	elif.artman@vakifbank.com.tr	0312-455 84 90
Senem Güder	Araştırmacı	Senem.guder@vakifbank.com.tr	0312-455 84 76
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 83

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, hiçbir 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.