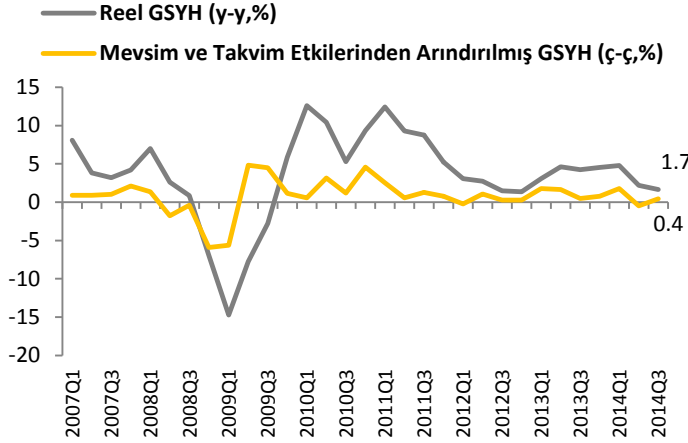
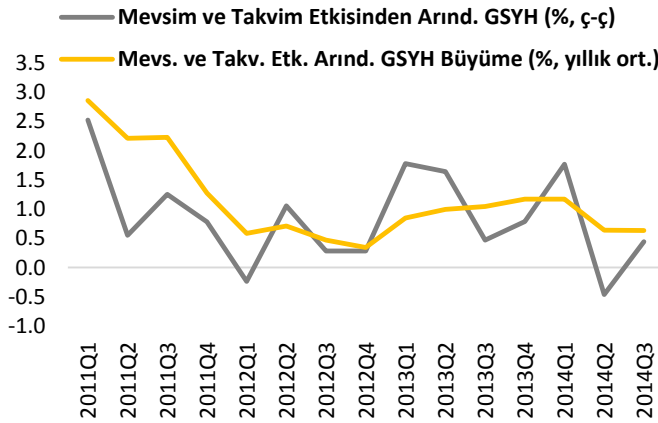


Türkiye ekonomisi 2014 yılının üçüncü çeyreğinde %1.7 büyüdü.

Kuraklık etkisiyle tarımsal üretimde yaşanan daralma ve iç tüketimde beklenen canlanmanın gerçekleşmemesi Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın üçüncü çeyrekte yıllık bazda %1.7 oranı ile beklentilerin altında büyümesinde belirleyici oldu. İhracattaki artışın üçüncü çeyrekte de devam etmesi dış talebin büyümeye olumlu katkısını devam ettirdi. Üçüncü çeyrek büyüme performansının beklenden zayıf olması nedeniyle 2014 yılı büyüme beklentimizi %3.3'ten %2.9'a revize ederken, %4.0 seviyesindeki 2015 yılı büyüme tahminimizi koruyoruz. Yılın son çeyreğine ilişkin öncül göstergelerin şu an için güçlü büyüme sinyalleri vermemesi 2014 yılı büyüme tahminimiz üzerinde aşağı yönlü riskler bulunduğunu gösteriyor.

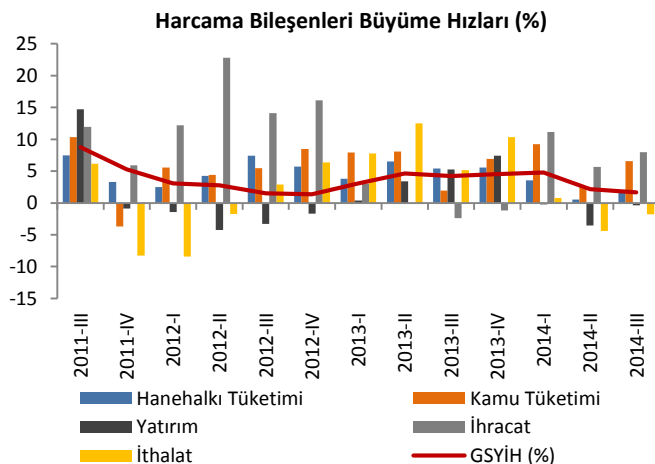


Kaynak: TÜİK



Kaynak: TÜİK

%4.0 idi.



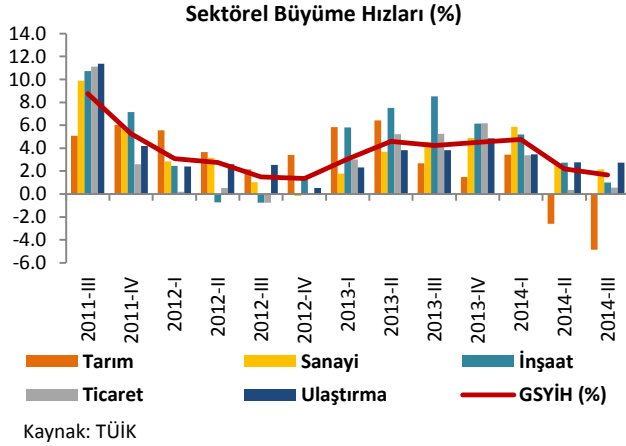
Kaynak: TÜİK

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) 2014 yılının üçüncü çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla %1.7 artarak, %3.2 düzeyindeki beklentimizin ve %3.0 olan piyasa beklentisinin altında gerçekleşti. 2014 yılı GSYH verilerindeki güncelleme ile ilk çeyrek büyüme oranı %4.7'den %4.8'e, ikinci çeyrek büyüme oranı ise %2.1'den %2.2'ye yükseldi. Takvim etkisinden arındırılmış reel GSYH üçüncü çeyrekte geçen yılın aynı dönemine göre %1.8 artarken, ikinci çeyrekteki olumsuz takvim etkisi ortadan kalktı.

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış reel GSYH ise üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre %0.4 arttı. İkinci çeyrekteki %0.5 daralmanın ardından mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH'de üçüncü çeyrekte yaşanan toparlanma, yılın son çeyreğinde bu iyileşmenin devam etme ihtimalini gündeme getiriyor. Türkiye'nin reel GSYH'sı 2014 yılının üçüncü çeyreğinde 33.5 milyar TL oldu. GSYH, cari fiyatlarla ise geçen yılın aynı çeyreğine göre %10.6 artarak 461.65 milyar TL oldu. Reel büyüme oranı 2014 yılının ilk üç çeyreğinde %2.8 olarak gerçekleşti. 2013 yılının ilk üç çeyreğinde büyüme oranı

Harcamalar yönetimiyle hesaplanan reel GSYH içinde en hızlı yıllık artış üçüncü çeyrekte %8.0 oranı ile ihracatta yaşanırken, ikinci en yüksek büyüme %6.6 oranı ile kamunun tüketim harcamalarında görüldü. Bu rakamlara göre ihracatın büyümeye katkısı üçüncü çeyrekte 1.5'ten 2.0 puana çıkarken, kamunun tüketim harcamaları büyümeye 0.6 puan katkıda bulundu. Kamunun yatırım harcamalarındaki %2 ve ithalattaki %1.8 azalış

üçüncü çeyrekte GSYH büyüme oranına sırasıyla 0.1 ve 0.5 puan olumsuz katkıda bulundu. Hanehalkı tüketim harcamalarının yıllık büyüme hızının ikinci çeyrekteki %0.5 oranından %1.6'ya yükselmesi ve özel sektör yatırımlarının ikinci çeyrekteki yıllık %3.5 daralmanın ardından bir miktar toparlanarak %0.4 yavaşlaması, üçüncü çeyrek büyüme verilerine olumlu yansıdı. Üçüncü çeyrekte hanehalkı tüketiminin büyümeye katkısı 0.4 puandan 1.1 puana çıkarken, toplam yatırımların ikinci çeyrekte 0.9 puan olan negatif katkısı 0.1 puana geriledi. Stokların büyümeyi 1.5 puan azaltması üçüncü çeyrek büyüme oranının beklentilerin altında kalmasına neden olan en önemli faktör oldu.



Reel GSYH verileri üretim yöntemiyle incelendiğinde, 2014 yılı üçüncü çeyreğinde GSYH içinde %56 oranı ile payı en yüksek sektör olan hizmet sektörünün reel olarak geçen yılın aynı dönemine göre %3.1 büyüyerek ikinci çeyrekteki düşük performansın ardından bir miktar toparlandığı görülüyor. %25 oranı ile ikinci en yüksek paya sahip sektör olan imalat sanayi üçüncü çeyrekte reel olarak yıllık %2.2 büyüyerek 2013 yılı ilk çeyreğinden bu yana en düşük büyüme oranını kaydetti. Üçüncü çeyrekte GSYH içindeki payı %7.5'ten %16.3'e

yükselen tarım sektöründe ise %4.9 daralma yaşandı. İkinci çeyrekteki %2.6 küçülmenin ardından tarım sektörünün GSYH içindeki payı artarken küçülme hızının da artması GSYH büyüme oranına 0.7 puan negatif katkıda bulundu. Tarım, üçüncü çeyrekte büyümeyi olumsuz etkileyen tek sektör olurken, en yüksek katkı GSYH içindeki payı üçüncü çeyrekte 1.7 puan artarak %14.3'e çıkan finans ve sigorta faaliyetleri sektöründen geldi. Söz konusu sektör üçüncü çeyrekte %5.2 büyüyerek GSYH büyüme oranına 0.6 puan katkıda bulundu.

Sonuç ve beklentiler:

GSYH büyüme oranının üçüncü çeyrekte yıllık bazda %1.7 oranı ile beklentilerin altında kalmasında, tarım sektöründe kuraklık etkisiyle yaşanan yavaşlama ve stoklardaki düşüş belirleyici oldu. 2014'te son on beş yılın en sert kuraklığının yaşanması tarımsal üretimi daraltırken, tarımın GSYH içindeki payının dördüncü çeyrekte tekrar ilk yarıdaki seviyesine incek olması kuraklığın devam etmesi nedeniyle tarımsal üretimdeki beklenen azalışın büyümeye olumsuz katkısını bir miktar azaltacaktır.

GSYH alt kalemleri içinde büyümeye en olumlu katkı üçüncü çeyrekte bir önceki çeyrekte olduğu gibi ihracattan geldi. Döviz kurundaki nispi yükseliş ve görece olumlu finansman koşulları ihracatı desteklerken, ithalatın yıllık %1.8 azalmasının da katkısıyla, Euro Bölgesi ekonomisindeki zayıflıklar ve Irak'a yapılan ihracattaki geçici azalışın net ihracatın büyümeye katkısını sınırlayıcı etkisinin düşük olduğu görüldü. Petrol fiyatlarındaki düşüşün yılın son aylarında maliyet azaltıcı etkileri gözlenebilir. Ancak dış talepte belirgin bir değişim yaşanmaması nedeniyle net ihracatta sert bir artış beklenmiyor.

Makro-ihiyati önlemlerin hanehalkı tüketimini azaltıcı etkisinin üçüncü çeyrekte hafiflemesi ve yurtiçi belirsizliklerin ilk iki çeyreğe göre azalmış olması tüketim harcamalarının üçüncü çeyrekte bir miktar toparlanmasını sağladı. Ancak tüketimdeki canlanmanın tahmin edildiği kadar güçlü olmadığını gördük.

Kamunun yatırımlarındaki azalışa karşılık özel sektör yatırımlarında gözlenen toparlanma son çeyrekte devam ettiği takdirde yatırımların büyümeye katkısı artabilir. TCMB'nin faiz indirimlerinin yatırımları teşvik edici etkisinin dördüncü çeyrekte azalarak devam etmesi, stokların büyümeye negatif katkısını da azaltabilir. Ancak, dördüncü çeyrekte olumsuz baz etkisi nedeniyle yatırım harcamalarındaki toparlanmanın sınırlı olması

mümkün. Ayrıca, Ekim ayı sanayi üretimi ve Kasım ayına ilişkin öncül aktivite göstergeleri dördüncü çeyrek büyüme performansının %3.3 seviyesindeki 2014 büyüme tahminimizi destekleyecek kadar güçlü olmadığını gösteriyor.

Beklentimizin altında kalan üçüncü çeyrek büyüme verileri ve dördüncü çeyreğe ilişkin öngörülerimiz doğrultusunda 2014 yılı büyüme beklentimizi %3.3'ten %2.9'a çekiyoruz. 2015 yılı büyüme beklentimizi ise %4.0 olarak koruyoruz. 2015'in ilk çeyreğinde enflasyonda beklenen düşüş, TCMB'nin faiz indirimine gitmesi için uygun koşulları hazırlayacaktır. Bu ortamda 2015 yılında tüketim harcamalarındaki canlanmanın devam etmesi ve tüketime büyüme katkısının artmasını bekliyoruz. Ayrıca, petrol fiyatlarının düşük seviyelerde kalması iç talebin artmasını ve ithalat faturasının düşmesini sağlayarak büyümeyi destekleyecektir.

Harcama Kalemlerinin Büyümeye Katkıları			
	GSYH içindeki Payı (%)	Büyüme Oranı (%)	GSYH Büyüme Oranına Katkısı (puan)
Tüketim	80.9	2.2	1.7
Hanehalkı	71.1	1.6	1.1
Kamu	9.9	6.6	0.6
Yatırım	22.0	-0.4	-0.1
Özel	17.7	0.0	0.0
Kamu	4.3	-2.0	-0.1
Stok Değişimleri	1.9	-	-1.5
Net İhracat	0.9	-	2.5
İhracat	26.8	8.0	2.0
İthalat	25.9	-1.8	-0.5

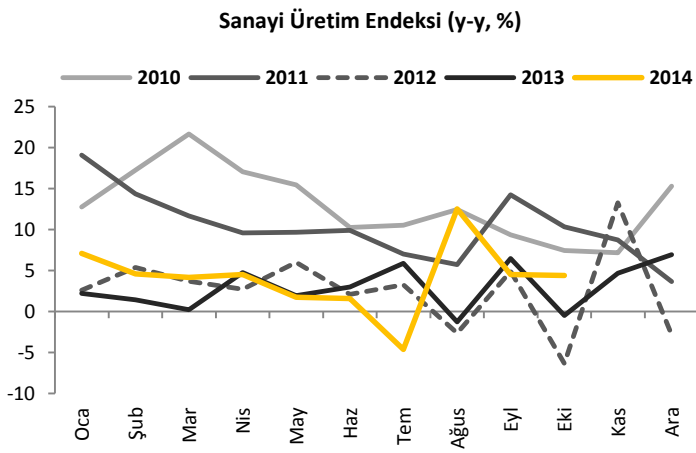
Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Sektörlerin Büyümeye Katkısı			
	GSYH içindeki Payı (%)	Büyüme Oranı (%)	GSYH Büyüme Oranına Katkısı (puan)
İmalat Sanayi	24.9	2.2	0.5
Finans ve sigorta faaliyetleri	14.3	5.2	0.6
Toptan ve Perakende Ticaret	13.4	0.6	0.1
Ulaştırma, depolama ve haberleşme	13.6	2.7	0.3
İnşaat	6.4	1.0	0.1
Gayrimenkul faaliyetleri	4.9	2.4	0.1
Tarım, ormancılık ve balıkçılık	16.3	-4.9	-0.7
Mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler	2.2	10.7	0.2

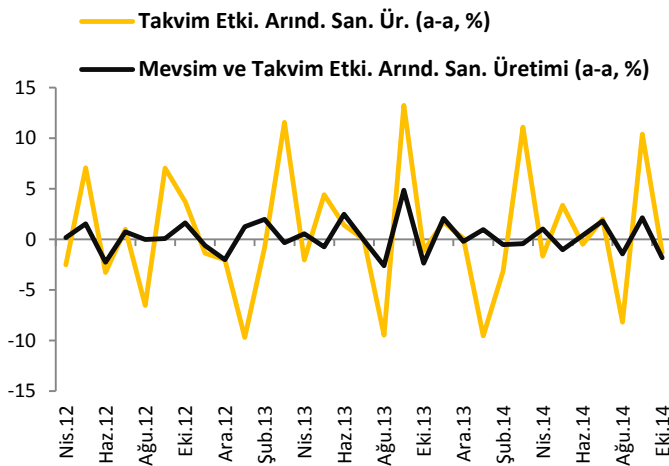
Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Sanayi üretimi Ekim ayında yıllık bazda %4.4 arttı.

Büyümenin öncül göstergelerinden olan sanayi üretimi Ekim ayında yıllık bazda %4.4 arttı. İhracata yönelik sektörlerde daha yüksek üretim artışları kaydedilirken, iç tüketime yönelik sektörlerde üretimin daha ılımlı olduğu görüldü. TCMB'nin faiz indirimlerinin canlandırıcı etkilerinin ortadan kalkmaya başlamasıyla Kasım ve Aralık aylarında sanayi üretiminde sınırlı artışlar yaşanması ihtimali gündeme gelebilir. Gelecek yılın ilk aylarından itibaren TCMB'nin enflasyonda beklenen düşüşü dikkate alarak faiz indirimlerine devam etmesi sanayi üretimine de canlılık getirecektir. Öte yandan, ABD Merkez Bankası'nın 2015'in ortalarına doğru faiz artırımına başlayacağı beklentisinin piyasalarda yaratacağı olası dalgalanmaların beklentilere ve sözleşmelere etkisi sanayi üretiminde de hissedilecektir.



Kaynak: TÜİK



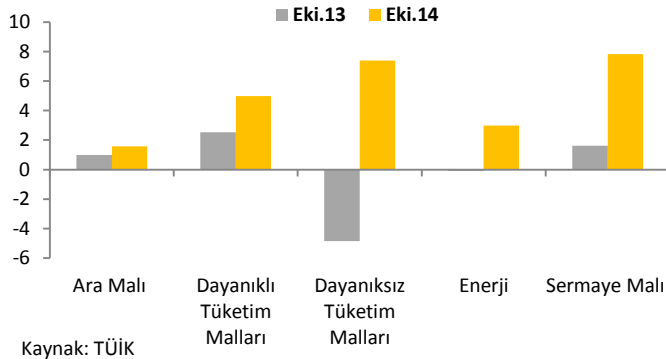
Kaynak: TÜİK

Ekim ayında geçen yılın Ekim ayından bu yana en hızlı düşüşü yaşamış oldu. İç talepte oluşan canlanma eğiliminin devam etmesiyle mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeksin yılın son iki ayında yükseliş yaşaması mümkün.

Sanayi üretimi Ekim ayında geçen yılın aynı ayına göre arındırılmamış verilere göre beklentimiz doğrultusunda %4.4 oranında arttı (beklentimiz: %4.3, piyasa beklentisi: %5.0). Takvim etkisinden arındırılmış verilere göre ise sanayi üretiminde yıllık bazda %2.3 artış yaşandı (beklentimiz: %3.3, piyasa beklentisi: %3.1). Eylül ayı verilerinin yukarı yönde revize edilmesi ile arındırılmamış endekste yıllık artış oranı %4.1'den %4.5'e, takvim etkisinden arındırılmış endekste ise %2.1'den %2.5'e revize edildi. Kurban Bayramı tatili nedeniyle çalışma gün sayısının geçen aya göre azalmış olmasına rağmen geçen yılın Ekim ayına kıyasla daha fazla olmasının arındırılmamış sanayi üretim endeksinde baz etkisi yaratması sonucu yıllık karşılaştırmada üretim kaybı yaşanmamış oldu. Takvim etkisinden arındırılmış endeksin geçen ayki değerindeki revizyonla birlikte sanayi üretiminin yılın son çeyreğine ılımlı bir performansla başlayacağı yönündeki düşüncemizin desteklendiği görülüyor.

Sanayi üretimi arındırılmamış verilere göre Ekim'de bir önceki aya göre %9.8, takvim etkisinden arındırılmış verilere göre %1.3, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre ise %1.8 geriledi. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırıldığında endeks

Sanayi Üretimi Ana Sektörler İtibarıyla Yıllık % Değişim

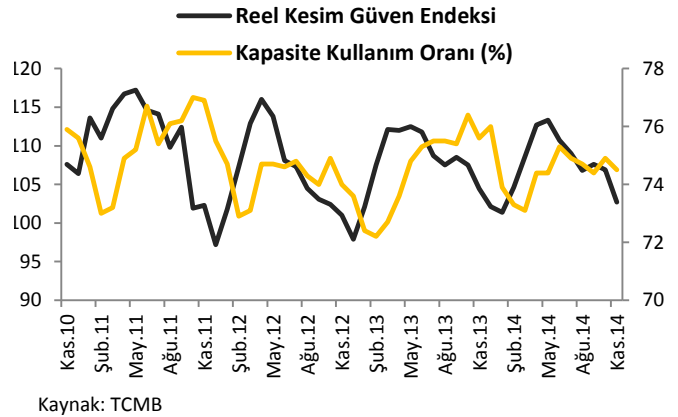
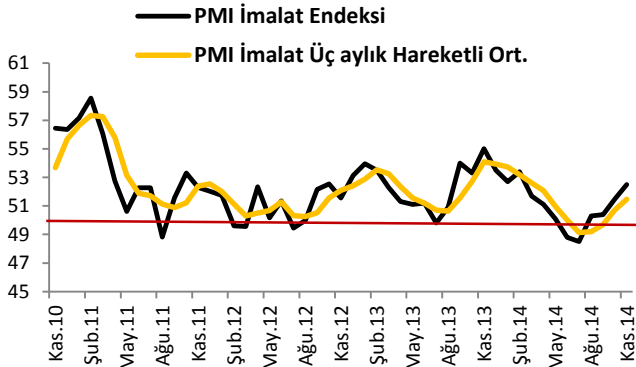


Sanayi üretim endeksi ana gruplar bazında incelendiğinde en hızlı yıllık artışın Eylül ayında olduğu gibi sermaye mallarında yaşandığı görülüyor. %7.8 artan sermaye malları üretimini, %7.4 yıllık artışla ihracata yönelik üretimin de katkıda bulunduğu dayanısız tüketim malları grubu izledi. İhracata konu bir diğer mal grubu olan dayanıklı tüketim malları ise yıllık %5 artışla geçen ayki ve geçen yılki performansının üzerine çıktı. Öte yandan ara malları üretimi %1.6 yıllık artış ile Eylül ayına ve geçen yılın Ekim ayına göre önemli bir değişim

kaydetmedi. TL'de bu dönemde yaşanan nispi değer artışının ara malı ithalatının yerli üretim ile ikame edilmesine ihtiyaç bırakmadığı görüldü.


Sanayi üretimi içinde en yüksek paya sahip olması bakımından yönlendirici olan imalat sanayi üretiminin yıllık artışı Ekim ayında %4.5 oldu. İmalat sanayiinde takvim etkisinden arındırılmış yıllık üretim artışı ise %2.0 oldu. En dikkat çekici yıllık artışlar %45.1 oranı ile eczacılık ürünleri ve %33.9 oranı ile tütün ürünleri imalatında yaşandı. Ana metal sanayiindeki %3.9'luk yıllık düşüş ile deri ürünleri imalatındaki %6.2 azalış imalat sanayi ürün grupları içinde dikkat çeken gelişmeler oldu. Ekim ayında en hızlı yıllık üretim kaybı yaşanan sektör 11.8 oranı ile bilgisayar ürünleri imalatı oldu.

Ekim ayı öncül göstergeleri sanayi üretimine ilişkin genel olarak çok olumlu sinyaller yansıtmasa da PMI Satın Alma Yöneticileri İmalat Endeksi'nde Ağustos'tan itibaren görülen artışın hızlanarak devam etmesi sanayi üretiminin artacağına işaret ediyordu. PMI imalat endeksinin Kasım'da da artışını sürdürmesi, sanayi üretiminin de artabileceği sinyalini veriyor. Ancak, kapasite kullanım oranındaki düşüş ve reel kesim güveni ile tüketici güvenindeki zayıflama aşağı yönlü riskler bulunduğunu gösteriyor.



Sanayi üretiminde Ekim ayında yaşanan artışta en önemli etken, TCMB'nin Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında aldığı faiz indirim kararlarının reel üretimi artırıcı gecikmeli etkileri oldu. Irak'a yapılan ihracatta Haziran-Ağustos döneminde yaşanan bozulmanın ortadan kalkması, Eylül ayında olduğu gibi sanayi üretiminin artmasına katkıda bulunan bir diğer önemli unsur oldu. Avrupa ekonomilerindeki zayıf görünüme rağmen Türkiye'nin ihraç mallarına olan dış talepte beklenmedik bir bozulma yaşanmaması, sanayi üretimini destekledi.

Kasım ayında piyasa faizlerindeki düşüşün devam etmesi iç talebi ve sanayi üretimini canlandırıcı rol oynayacaktır. Euro Bölgesi'nde ekonomik aktivitenin zayıf görünümünü koruması ise sanayi üretimi artışını sınırlamaya devam edecektir. Petrol fiyatlarında Temmuz ayında başlayan düşüşün Kasım ayından itibaren üretim maliyetlerinin azalması sonucu mevcut iç talebe ve stoklara yönelik üretimin artmasında etkili olması mümkün görünüyor.



Sanayi üretiminde arındırılmamış verilere göre yaşanan yükseliş piyasa beklentilerinin altında kalırken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endekste ki düşüşün beklentilerin üstünde olması, TCMB'nin faiz indirimlerinin gecikmeli etkilerinin azalmasının da etkisiyle sanayi üretiminde gelecek aylarda zayıflama görülebileceğine işaret ediyor. Bu nedenle, Ekim ayı sanayi üretimi verileri enflasyondaki yükseliş nedeniyle faiz indirimlerine Ağustos ayından itibaren ara veren TCMB'nin önümüzdeki dönemde faiz indirimine gitmesi için gerekçe oluşturabilir.

Haftalık Veri Takvimi (15-19 Aralık 2014)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
15.12.2014	Türkiye	İşsizlik Oranı (Eylül)	%10.1	--
	ABD	New York Fed İmalat Endeksi (Aralık)	10.6	12.0
		Sanayi Üretimi (Kasım, a-a)	-%0.1	%0.7
		Kapasite Kullanım Oranı (Kasım)	%78.9	%79.2
	Japonya	Tankan Büyük Şirketler Endeksi (4. çeyrek)	13.0	13.0
16.12.2014	ABD	PMI İmalat Endeksi (Aralık, öncül)	54.8	56.0
		İnşaat İzinleri (Kasım, a-a)	%5.9	-%2.9
		Yeni Başlayan Konut İnşaatları (Kasım, a-a)	-%2.8	%2.5
	Euro Bölgesi	Dış Ticaret Dengesi (Ekim)	17.7 Milyar Euro	18.5 Milyar Euro
		PMI İmalat Endeksi (Aralık, öncül)	50.1	50.5
		PMI Hizmet Endeksi (Aralık, öncül)	51.1	51.5
	Almanya	PMI İmalat Endeksi (Aralık, öncül)	49.5	50.3
		PMI Hizmet Endeksi (Aralık, öncül)	52.1	52.5
	İtalya	Dış Ticaret Dengesi (Ekim)	2.0 Milyar Euro	--
	Fransa	PMI İmalat Endeksi (Aralık, öncül)	48.4	48.6
PMI Hizmet Endeksi (Aralık, öncül)		47.9	48.5	
	İngiltere	TÜFE (Kasım, y-y)	%1.3	%1.2
		ÜFE (Kasım, y-y)	-%0.5	-%0.6
17.12.2014	ABD	Fed Faiz Toplantısı (Aralık)	--	--
		TÜFE (Kasım, y-y)	%1.7	%1.5
		Cari İşlemler Dengesi (3. çeyrek)	-98.5 Milyar Dolar	-97.5 Milyar Dolar
	Euro Bölgesi	TÜFE (Kasım, y-y)	%0.3	%0.3
	İngiltere	İşsizlik Oranı (Ekim)	%6.0	%5.9
		BOE Faiz Toplantısı	--	--
Japonya	Dış Ticaret Dengesi (Kasım)	-736.9 Milyar ¥	-992.0 Milyar ¥	
18.12.2014	ABD	PMI Hizmet Endeksi (Aralık, öncül)	56.2	--
		Philadelphia Fed Endeksi (Aralık)	40.8	26.0
		Öncü Göstergeler Endeksi (Kasım)	%0.9	%0.5
		Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	294 Bin Kişi	295 Bin Kişi
	Almanya	IFO İş Dünyası Endeksi	104.7	105.5
	İtalya	Cari İşlemler Dengesi (Ekim)	636 Milyon Euro	--
19.12.2014	Türkiye	TCMB Beklenti Anketi (Aralık)	--	--
	Euro Bölgesi	Cari İşlemler Dengesi (Ekim)	30.0 Milyar Euro	--
	Almanya	ÜFE (Kasım, y-y)	-%1.0	-%1.1
		Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	8.7	8.8
	Japonya	Öncü Göstergeler Endeksi (Ekim)	104.0	--
		BOF Faiz Toplantısı (Aralık)	--	--