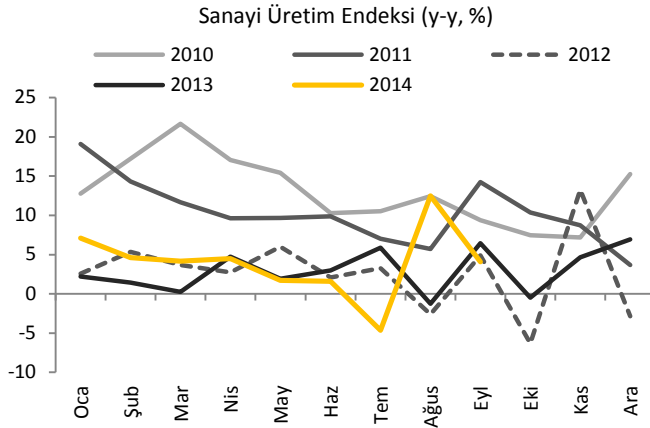
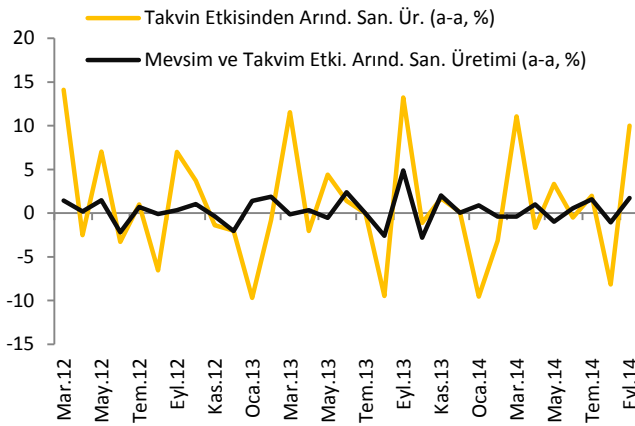


Sanayi üretimi Eylül ayında yıllık bazda %4.1 arttı.

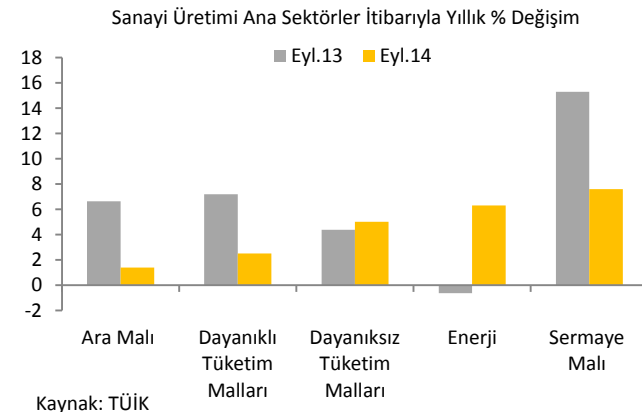
Ağustos ayında olumlu takvim etkisine bağlı olarak yıllık %12.5 oranı ile hızlı bir artış kaydeden sanayi üretimi Eylül ayında üretim faaliyetlerine ilişkin beklendenen olumlu bir performans ortaya koyarak yıllık bazda %4.1 arttı. Eylül ayı verisi ile birlikte üçüncü çeyrekte yıllık ortalama %4.0 artan sanayi üretimi performansının, tarımda kuraklık etkisiyle yaşanan üretim kaybını bir miktar telafi etmesi beklenebilir. Bu durum, %3.2 seviyesindeki 2014 yılı büyüme tahminimiz ile uyumlu bir tablo sergilemektedir.



Kaynak: TÜİK



Kaynak: TÜİK



Kaynak: TÜİK

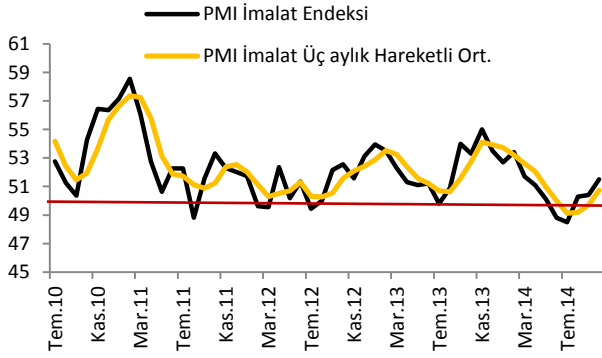
Sanayi üretimi Eylül ayında geçen yılın aynı ayına göre arındırılmamış verilere göre %4.1 oranında arttı (beklentimiz: %1.8, piyasa beklentisi: %4.0). Takvim etkisinden arındırılmış verilere göre ise sanayi üretiminde yıllık bazda %2.2 artış yaşandı (beklentimiz: %0.6, piyasa beklentisi: %1.7). Yıllık değişim oranları Bayramı tatili etkilerinin ortadan kalkmasıyla Eylül ayında çalışma gün sayısında meydana gelen düzelmenin sanayi üretimi performansının artmasında önemli payı olduğunu gösterdi. Öte yandan, geçen yıldan gelen olumsuz baz etkisinin sanayi üretimi artışını çok fazla baskılamadığı dikkat çekti. Eylül ayı verileri ile birlikte sanayi üretimindeki yıllık artışların ortalaması üçüncü çeyrekte %4.0 olarak gerçekleşti.

Sanayi üretimi arındırılmamış verilere göre Eylül'de bir önceki aya göre %12.3 artarken, takvim etkisinden arındırılmış verilere göre %10, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre ise %1.7 arttı. Aylık değişim rakamları, olumlu takvim etkisi ve mevsimsel etkiler göz ardı edildiğinde de sanayi üretiminin Eylül ayında olumlu performans sergilediğini gösteriyor.

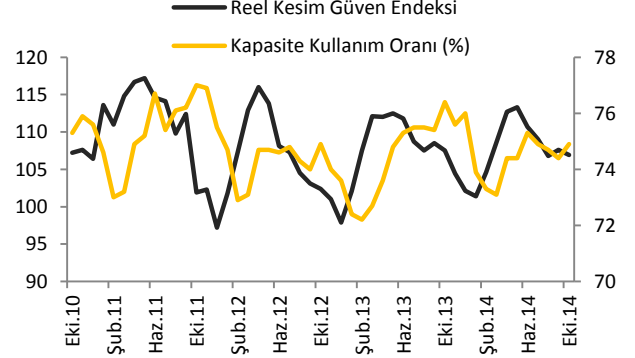
Sanayi üretim endeksi ana gruplar bazında incelendiğinde en hızlı yıllık artışın %7.5 oranı ile sermaye mallarında yaşandığı görülüyor. Geçen yıldan gelen olumsuz baz etkisi bu mal grubunda üretim artışını sınırladı. Arındırılmamış verilere göre enerji sektörü %6.3, dayanıksız tüketim malları ise %5.0 oranındaki yıllık artışlarla sermaye malları grubunu izledi. Mevsimsel etkilerin büyük ölçüde ortadan kalktığı dayanıklı tüketim malları üretimi yıllık %2.5 artarken, %1.3 yıllık artış yaşayan ara malları olumsuz baz etkisinin en çok hissedildiği mal grubu oldu.

Sanayi üretiminin yaklaşık üçte ikisini oluşturan imalat sanayi üretiminin yıllık artışı Eylül ayında %3.5 oldu. İmalat sanayiinde takvim etkisinden arındırılmış yıllık artış ise %1.1 oranı ile sınırlı kaldı. Ana metal sanayiindeki %4.9'luk yıllık artış ile deri ürünleri imalatındaki %9.2 azalış imalat sanayi ürün grupları içinde dikkat çeken detaylardan bazıları. Ayrıca, içecek sektöründeki %11.1 oranındaki yıllık artışa karşılık gıda ürünleri imalatının arındırılmamış ve takvim etkisinden arındırılmış verilere göre zayıf performans sergilediği göze çarptı.

Öncül göstergeler Eylül ayında sanayi üretiminde çok güçlü bir artış yaşanmayacağına işaret ediyordu. Ekim ayına ilişkin yayımlanmış verilere baktığımızda ise PMI Satın Alma Yöneticileri imalat endeksindeki toparlanma ilk olarak dikkatimizi çekiyor. Haziran ve Temmuz aylarında 50 seviyesinin altında kalan PMI imalat endeksindeki yavaş toparlanmanın Ekim'de daha belirginleştiği ve endeksin üç aylık ortalamasının da 50 seviyesinin üzerine çıktığı görülüyor. Reel kesim güven endeksindeki hafif gerilemeye karşın kapasite kullanım oranınının 0.5 puan artması olumlu olarak yorumlanabilir. Buna karşın, tüketici güven endeksinin 3.7 puan azalarak bu yılın en hızlı düşüşünü yaşaması ve yine bu yılki en düşük seviyesine inmesi iç talep koşullarının üretim performansına olumsuz yansıtılabileceğini gösteriyor. Ekim ayında Kurban Bayramı tatilinin çalışma gün sayısını azaltmış olması sanayi üretiminin önümüzdeki ay daralma ihtimaline işaret ediyor.



Kaynak: Reuters, Markit, Vakıfbank



Kaynak: TCMB

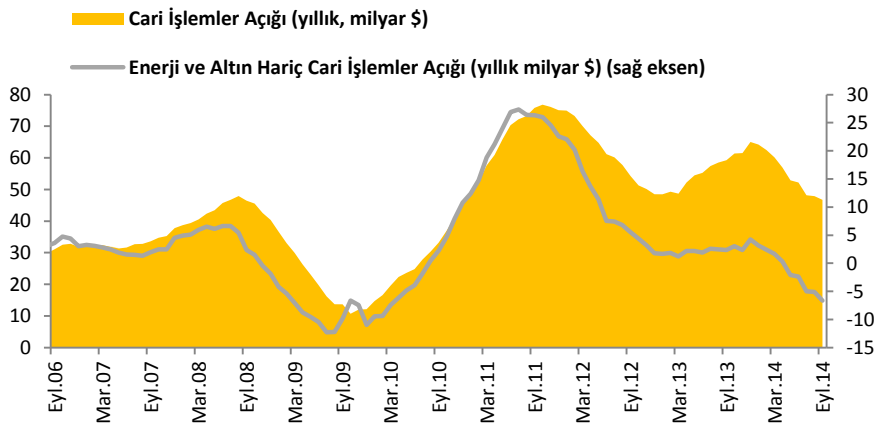
Sanayi üretiminin Eylül ayında beklentimizin üstünde gelmesinde olumsuz baz etkisinin üretim performansına sınırlı ölçüde yansması ve Bayram tatilleri dolayısıyla çalışma gün sayısında yaşanan dalgalanma etkili oldu. Irak'a yapılan ihracatın Haziran-Ağustos döneminde yıllık bazda ortalama %30 gerilemesinin ardından Eylül'de söz konusu yıllık gerilemenin belirgin biçimde yavaşlayarak %10'a inmesi sanayi üretimindeki artışın bir başka nedeni. Ayrıca, otomotiv ve beyaz eşya gibi sanayi üretimi içinde önemli paya sahip sektörlerde, yaz aylarının ardından Eylül ayında mevsimsel olarak üretimde hızlı artışlar yaşanması da sanayi üretimi artışına katkıda bulunmuş görünüyor. Geçen yıl olduğu gibi bu yıl da Ekim ayında yaşanan Kurban Bayramı tatili öncesinde, üretimin öne çekilmiş olma ihtimalinin de Eylül ayı sanayi üretimi performansında payı olduğunu düşünüyoruz.

Eylül ayında finansal piyasalarda dalgalanmaların artması ve döviz kurunda yaşanan yükselişin, üretim kararlarında belirgin bir değişim yaratmadığı görüldü. Döviz kurundaki yükselişin Eylül'de ara malı üretimini artırıcı etkisinin ortaya çıkmadığı da dikkat çekti. En büyük ihracat pazarımız olan Euro Bölgesi'nde iç talep görünümünün yılın ilk yarısına göre zayıflamış olmasının Türkiye'nin ihracat ve dolayısıyla sanayi üretimi performansına henüz belirgin biçimde yansımadağı da göze çarpıyor. Firmaların ihracat pazarlarını değiştirme esnekliğinin önümüzdeki aylarda ihracatın ve sanayi üretiminin performansında belirleyici olacağını düşünüyoruz. USD'nin dünya genelinde değer kazanma, EUR'nun ise değer kaybetme eğiliminde olması ve bu sürecin önümüzdeki yıl da devam edeceği öngörüsü altında, dış talep koşulları ve ihracat pazar değişikliklerinin sanayi üretimi performansındaki belirleyici rolünün daha da öne çıkmasını bekleyebiliriz. Petrol fiyatlarında son dönemde yaşanan azalışın önümüzdeki aylarda maliyet azalışı olarak üretime yansıtacak olması stokların artmasını sağlayabilir. Ancak, sanayi üretimi performansında iç ve dış talep koşulları daha çok belirleyici olacaktır.

Sanayi üretiminde üçüncü çeyrekte yaşanan %4.0 oranındaki yıllık artışın, tarımda kuraklık etkisiyle yaşanması beklenen üretim kaybını bir miktar telafi etmesi beklenebilir. Bu durum, %3.2 seviyesindeki 2014 yılı büyüme tahminimiz ile uyumlu bir tablo sergilemektedir.

Cari işlemler açığı Eylül ayında da daralmaya devam etti...

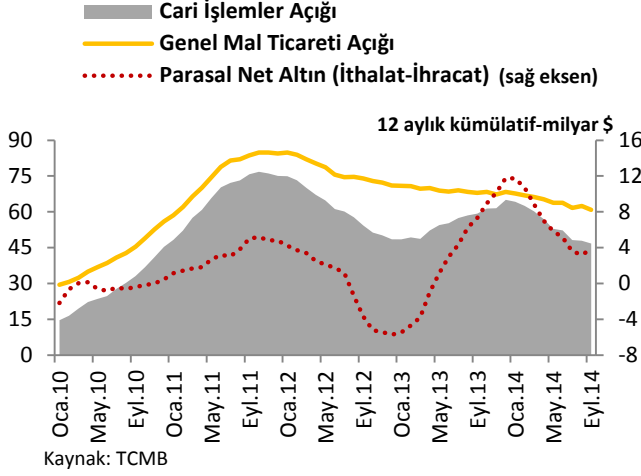
Eylül ayında mal ticaretinde görülen toparlanma, turizm gelirleri kanalı ile döviz girişinin geçen yıldaki performansının üzerinde seyretmesi ve TCMB tarafından Temmuz-Ağustos aylarına yapılan aşağı yönlü revizeler cari işlemler açığının Eylül ayında daralmasına destek sağlayan unsurların başında geldi. Ayrıca, TCMB tarafından yayımlanan ödemeler dengesi bilançosu Eylül ayı itibarıyla ilk kez "Altıncı Uluslararası Dengesi El Kitabı" formatında yayımlanmaya başladı.



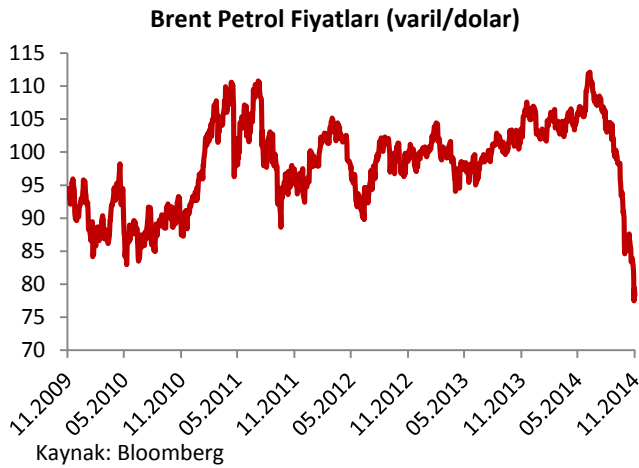
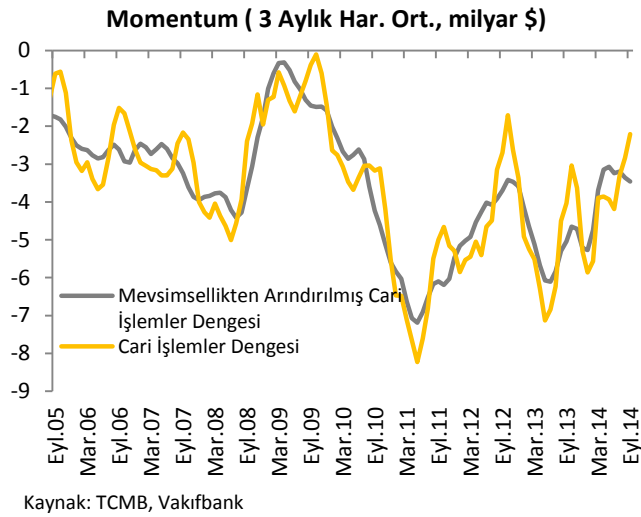
Kaynak: TCMB

Merkez Bankası tarafından açıklanan verilere göre Eylül ayında cari işlemler açığı, 2013 yılının aynı ayına göre %34.4 gerileyerek 2.2 milyar dolar ile 3.2 milyar dolar olan beklentimizin altında açıklandı (piyasa beklentisi: 2.7 milyar dolar). Bu bağlamda, geçtiğimiz yıl Eylül ayında 59.3 milyar dolar olan yıllıklandırılmış cari işlemler açığı, bu yılın aynı ayında %21.1 azalarak 46.7 milyar dolar seviyesine gerilemiş oldu. Cari işlemler açığının beklentilerden sapmasında, TCMB tarafından daha önce ilan edildiği üzere, Eylül ayı ödemeler dengesi metodolojisinde uluslararası standartlar kapsamında bir değişikliğe gidilmesi ve aylık bazda ihracattaki artış nedeniyle dış ticaret açığında yaşanan %19 oranındaki iyileşme etkili oldu. Ayrıca cari işlemler dengesinin diğer önemli kalemi hizmetler dengesinde yer alan net seyahat¹ gelirlerinden gelen 3.35 milyar dolarlık döviz girişi de Eylül ayı cari işlemler açığına pozitif yönlü katkıda bulundu. 12 aylık kümülatif enerji ve altın hariç cari işlemler dengesinin ise, Mayıs ayından bu yana izlenen olumlu seyrini Eylül ayında 6.6 milyar dolar fazla vererek sürdürdüğü görülüyor. Cari işlemler dengesinin diğer önemli kalemi olan hizmetler dengesi tarafına bakıldığında, net taşımacılık gelirlerinin ve net seyahat gelirlerinin Ocak-Eylül döneminde geçen yıla göre artış kaydetmesi cari işlemler açığının toparlanmasında olumlu gelişmeler olarak karşımıza çıkıyor. Söz konusu dönemde gelir dengesinin alt kalemlerinden biri olan doğrudan yatırımlardaki kar transferleri nedeniyle görülen döviz çıkışının geçtiğimiz yıla göre azalması da diğer bir olumlu gelişme oldu.

¹ Revize öncesi bilançodaki hizmetler dengesi altında "Turizm" olarak yer alan kalem, "Seyahat" olarak değiştirilmiştir.



da devam eden yıllık cari işlemler açığının Ocak 2011 tarihindeki seviyelerine kadar gerilediği dikkat çekiyor. BDDK tarafından getirilen değişiklikler kapsamında kuyumculuk sektörüne getirilen taksitlendirme imkanı ve stoklarda görülen dönemsel azalışın önümüzdeki aylarda altın ithalatındaki artışı destekleyecek unsurlardan biri olarak karşımıza çıkabilir.



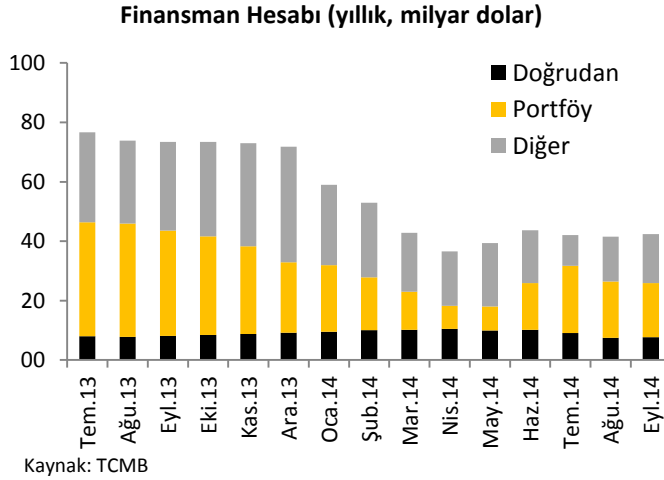
fiyatlarında indirmeye gitmesi, Euro Bölgesi krizi, Çin ve Japon ekonomisindeki yavaşlamalar ve önemli

Eylül ayı cari işlemler açığı gerçekleşmesinde diğer aylardaki gibi belirleyici olan genel mal ticareti açığının yıllıklandırılmış verileri incelendiğinde, yılbaşında başlayan gerilemenin hızında hafif artış olduğu görülüyor. Daha önceki aylarda 12 aylık kümülatif parasal olmayan net altının, 2014 yılının Ocak ayı itibarıyla altın ithalatındaki belirgin azalışın katkısıyla iyileşme seyrine girdiğini görmüştük. Eylül ayına gelindiğinde ise, altın ithalatında 486 milyon dolarlık artış yaşanması sebebiyle yıllıklandırılmış parasal olmayan net altındaki söz konusu iyileşmenin sürdürülemediği görülüyor. Yılın başından itibaren toparlanmasına Eylül ayında

Mevsimsellikten arındırılmış veriler bize turizm gelirleri gibi bazı alt kalemlerin dönemsel etkileri hariç tuttuğumuzda cari işlemler açığının hareketini yorumlayabilmemizi sağlıyor. Bu çerçevede baktığımızda mevsimsellikten arındırılmış cari işlemler açığındaki toparlanmanın, arındırılmamış cari işlemler açığındaki toparlanma kadar hızlı olmadığını görüyoruz. Özellikle Haziran ayından bu yana arındırılmamış verilerde belirgin bir gerileme görülürken, mevsimsellikten arındırılmış verilerde bu gerilemeyi göremiyoruz. Bu durum bize 2015 yılı ilk çeyreğinden itibaren cari açığa yeniden bir bozulma olabileceğine işaret ediyor.

Ülkelerin ekonomik ve siyasi politikalarında önemli bir yere sahip olan enerji, son dönemde özellikle Ukrayna ve Rusya arasındaki gerilim ile Ortadoğu'daki siyasi istikrarsızlık ortamı, enerji arzı güvenliği ilişkin endişelerle tekrar ekonomi gündemine oturdu. Söz konusu endişelerle Brent petrolün varil fiyatının yılın en yüksek seviyesine çıktıktan sonra petrol fiyatları düşüş eğilimine girdiği görüldü. Bunlara karşın, OPEC tarafından yapılan açıklamalar, Suudi Arabistan'ın rekabet gücünü korumak amacıyla petrol

uluslararası ekonomi kuruluşlarının küresel büyüme tahminlerini düşürmesi gibi gelişmeler ise talep eksikliğini artırarak petrol fiyatlarındaki geri çekilmeyi hızlandırdı. Bu bağlamda önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki düşüş seyrinin, petrol üreticisi olan ülkelere olumsuz yansımaları, Türkiye gibi enerjiye bağımlı ülkelerin ise cari açığına ve enflasyonuna olumlu etkide bulunmasını bekliyoruz.



Finansman hesabı gelişiminde Eylül ayında geçen yılın aynı dönemine göre döviz girişinde azalış yaşansa da, yıllık olarak doğrudan yatırımlar kaleminden 7.7 milyar dolarlık, portföy yatırımları kaleminden 18.2 milyar dolarlık, diğer yatırımlar kaleminden ise 16.5 milyar dolarlık döviz girişi olduğunu görüyoruz. Eylül ayında portföy yatırımları kalemindeki net yükümlülükte 1.3 milyar dolarlık girişi yaşandı. Bu girişin alt kalemlerine baktığımızda yurtdışı yerleşiklerin 1.7 milyar dolarlık devlet iç borçlanma seneti satın aldığı, hisse senetler piyasasında ise 408 milyon dolarlık satış yaptığı dikkat çekiyor. Yurtdışında gerçekleştirilen tahvil ihraçları yoluyla Eylül ayında bankalar 1.3 milyar dolar ve diğer

sektörler 440 milyon dolar net borçlanma gerçekleştirdi. Kamu sektörü Eylül ayında 918 milyon dolarlık tahvil ihracıyla birlikte dokuz aylık dönemde yurtdışı piyasalardan 3.2 milyar dolar tutarında net kullanım gerçekleştirdi. Eylül ayında portföy yatırımları tarafında 1.4 milyar dolarlık net satım yaşanırken, doğrudan yatırımlarda 609 milyon dolarlık net sermaye girişi yaşandı.

Diğer yatırımlar tarafında bankaların yurtdışı muhabirlerindeki efektif ve mevduat varlıkları Eylül ayında 1.1 milyar dolar, diğer sektörlerin yurtdışı mevduatları 557 milyon dolar artış gösterdi. Krediler tarafında ise, bankacılık sektörü Eylül ayında uzun vadeli kredilerde 821 milyon dolar, kısa vadeli kredilerde 2.3 milyar dolar tutarında net kullanım gerçekleştirdi. Kamu sektörü, yurtdışı piyasalar ve diğer uluslararası kuruluşlardan sağlanan uzun vadeli krediler için 152 milyon dolar net geri ödemede bulundu. Diğer sektörlerin ise uzun vadede 1.9 milyar dolarlık kredi kullandığı, 2.4 milyar dolar ise geri ödemede bulunduğu dikkat çekiyor.

TCMB'nin kullanıma hazır olan dış varlık gelişiminin takip edildiği rezerv varlıklarda Ağustos ayında 1.8 milyar dolarlık sert artış yaşanmışken, Eylül ayında 449 milyon dolarlık azalış dikkat çekti. Dokuz aylık dönemde ise rezerv varlıklarda 2.9 milyar dolarlık artış yaşandığı görülüyor. Net hata noksan kaleminde Eylül ayında 321 milyon dolarlık döviz çıkışı yaşanırken, dokuz aylık dönemde 7.6 milyar dolarlık döviz girişi yaşandı.

Sonuç olarak, Eylül ayı cari işlemler açığı 2.2 milyar dolar seviyesinde açıklanarak 3.2 seviyesindeki beklentimizin ve 2.7 seviyesindeki piyasa beklentisinin altında gerçekleşti. Cari işlemler açığının beklentilerden sapmasında, TCMB tarafından daha önce ilan edildiği üzere, Eylül ayı ödemeler dengesi metodolojisinde uluslararası standartlar kapsamında bir değişikliğe gidilmesi ve aylık bazda ihracattaki artış nedeniyle dış ticaret açığında yaşanan %19 oranındaki iyileşme etkili oldu. Ayrıca cari işlemler dengesinin diğer önemli kalemi hizmetler dengesinde yer alan seyahat gelirlerinden gelen 3.35 milyar dolarlık döviz girişi de Eylül ayı cari işlemler açığını olumlu etkiledi. Ödemeler dengesinin finans hesabı tarafında Eylül ayında yaşanan 2.5 milyar dolarlık döviz girişinin 1.4 milyar doları portföy yatırımları kanalı ile gerçekleşti. Dokuz aylık süreçte geçen yılın aynı dönemine göre finans hesabında düşüş yaşansa da Ağustos ayına göre Eylül ayında döviz girişinde 1 milyar dolarlık artış yaşanması aylık cari işlemler açığını finanse edebilmesi bakımından olumlu görünüyor. Bankacılık sektörünün uzun vadeli borç çevirme oranı ise Ocak-Eylül döneminde %176.5 oldu. Bu durum bize, Fed'in Ekim ayı itibarıyla sona erdirdiği parasal genişleme (QE3) programına rağmen, Türk bankacılık sektörünün finansman kaynağı

yaratabilme yetisinde henüz bir sıkıntı yaşamadığına işaret ediyor. Önümüzdeki dönemde Irak'a yapılan ihracattaki gerilemenin giderek ivme kaybediyor olması ihracatımızı destekleyici bir gelişme olarak karşımıza çıkarken, TCMB'nin daha önceki aylarda faiz indirimine gitmesinin gecikmeli etkileri düşünüldüğünde iç talepte oluşabilecek bir canlanma dış ticaret açığındaki toparlanmanın yavaşlamasına sebep olabilir. Diğer yandan, petrol fiyatlarında görülen sert düşüşün kalıcı olması durumu ise, cari işlemler açığının önümüzdeki dönemde toparlanmasına katkıda bulunacaktır. Brent ham petrolün varil fiyatının dün itibarıyla Eylül 2010 yılından bu yana ilk kez 80 doların altına inmiş olması Türkiye'nin enerji maliyetlerine ilişkin olumlu bir algı yaratıyor. Halihazırdaki üretim seviyesinde petrol fiyatlarında varil başına 10 dolarlık bir gerilemenin cari açık üzerinde yaklaşık 4 milyar dolarlık katkıda bulunma ihtimali göze alındığında 47 milyar dolar olan yılsonu beklentimiz üzerinde aşağı yönlü riskler bulunduğunu söyleyebiliriz.

Haftalık Veri Takvimi (17 – 21 Kasım 2014)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
17.11.2014	Türkiye	İşsizlik Oranı (Ağustos)	%9.8	Açıklandı (%10.1)
	ABD	Sanayi Üretimi (Ekim, a-a)	%1.0	%0.2
		Kapasite Kullanım Oranı (Ekim)	%79.3	%79.3
	İtalya	Dış Ticaret Dengesi (Eylül)	2.056 Milyon Euro	--
	Japonya	Büyüme (3. çeyrek, ç-ç, öncül)	-%1.8	%0.5
18.11.2014	ABD	ÜFE (Ekim, y-y)	%1.6	%1.2
	İtalya	Cari İşlemler Dengesi (Eylül)	2.312 Milyon Euro	--
	İngiltere	TÜFE (Ekim, y-y)	%1.2	%1.3
19.11.2014	ABD	İnşaat İzinleri (Ekim, a-a)	%1.5	%0.6
		Yeni Başlayan Konut İnşaatları (Ekim, a-a)	%6.3	%0.8
	Euro Bölgesi	Cari İşlemler Dengesi (Eylül)	18.9 Milyar Euro	--
	İngiltere	BOE Faiz Toplantısı (Kasım)	--	--
	Japonya	Öncü Göstergeler Endeksi (Eylül)	105.6	--
		BOJ Faiz Toplantısı (Kasım)	--	--
20.11.2014	Türkiye	TCMB PPK Toplantısı	--	--
		Merkezi Yönetim Borç Stoku (Ekim)	603.2 Milyar TL	--
	ABD	Öncü Göstergeler Endeksi (Ekim)	%0.8	%0.5
		İkinci El Konut Satışları (Ekim, a-a)	%2.4	-%0.4
		Philadelphia FED Endeksi (Kasım)	20.7	18.0
		PMI İmalat Endeksi (Kasım, öncül)	55.9	56.5
		TÜFE (Ekim, y-y)	%1.7	%1.6
		Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	290 Bin Kişi	280 Bin Kişi
		Fed Toplantı Tutanakları	--	--
	Euro Bölgesi	PMI Hizmet Endeksi (Kasım, öncül)	52.3	52.3
		PMI İmalat Endeksi (Kasım, öncül)	50.6	50.8
	Almanya	PMI İmalat Endeksi (Kasım, öncül)	54.4	54.5
		PMI Hizmet Endeksi (Kasım, öncül)	51.4	51.5
		ÜFE (Ekim, y-y)	-%1.0	-%1.0
	Fransa	PMI Hizmet Endeksi (Kasım, öncül)	48.3	48.5
		PMI İmalat Endeksi (Kasım, öncül)	48.5	48.8
	Japonya	PMI İmalat Endeksi (Kasım, öncül)	52.4	52.7
		Dış Ticaret Dengesi (Ekim)	-958.3 Milyar ¥	--1,027 Milyar ¥