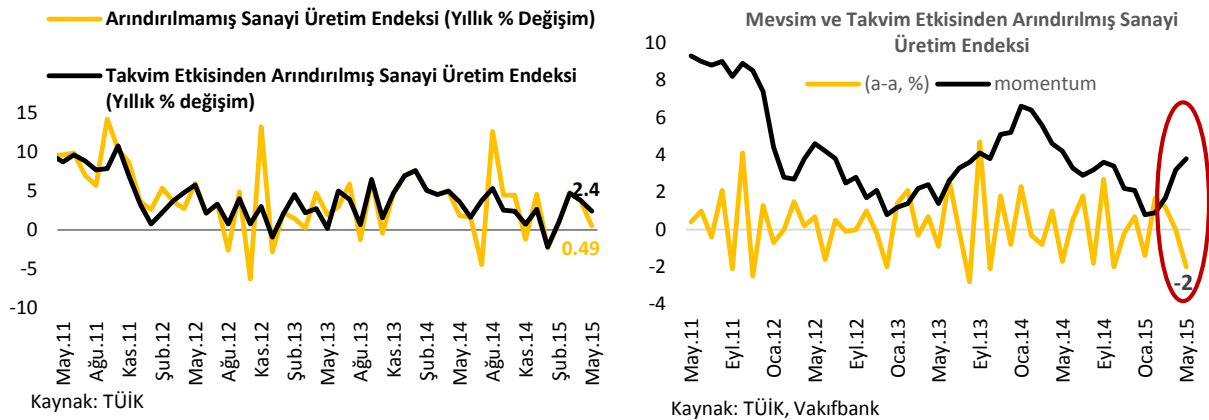
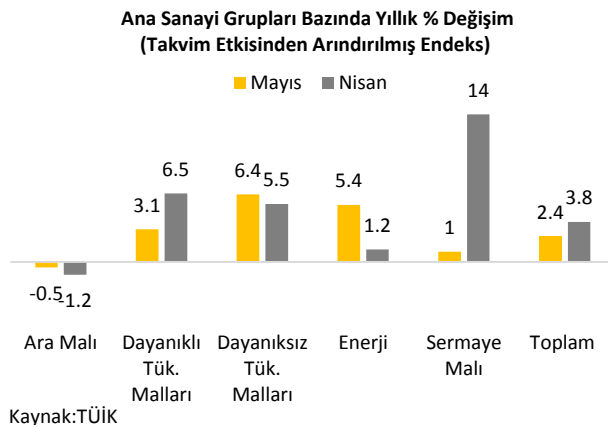


Geçen hafta yurtdışında Mayıs ayına ilişkin sanayi üretimi ve cari işlemler açığı verileri açıklandı. Son üç aydır piyasa beklentilerinin üzerinde artış gösteren sanayi üretimi Mayıs ayında piyasadaki düşüş beklentilerinin aksine yükseliş göstermiş oldu. Mayıs ayında arındırılmamış verilerle sanayi üretim endeksinde düşüş beklentilerinin aksine artış yaşanmasına karşın, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış verilerde Nisan ayında görülen gerilemenin bu ay da devam etmesinde otomobil sektöründe yaşanan grevlerin üretime olumsuz yansımaları etkili oldu. Beklentilerin üzerinde açıklanan Mayıs ayı cari işlemler açığı ise, 2014 yılı başından bu yana gösterdiği toparlanma performansına ivme kaybı yaşayarak devam etti. Yıllıklandırılmış cari işlemler açığı geçen yılın aynı dönemine göre gerileme göstermesine karşın, yıllıklandırılmış enerji ve altın hariç cari işlemler dengesi ise Mayıs ayında 2014 yılı Nisan ayından bu yana ilk defa açık vermiş oldu. Bu haftaki raporumuzda sanayi üretimi ve cari işlemler açığında yaşanan gelişmeleri yakından ele alacağız.

Sanayi Üretim Endeksi Mayıs ayında yıllık bazda arındırılmamış verilerle %0.49 artış gösterdi.



Sanayi üretim endeksi, 2015 yılının Mayıs ayında arındırılmamış verilerle yıllık bazda piyasa beklentilerinin üzerinde %0.49 oranında arttı (Piyasa beklentisi: - %0.35, Vakıfbank beklentisi: -%1.44). Böylece, son üç aydır piyasa beklentilerinin üzerinde artış gösteren sanayi üretimi Mayıs ayında piyasadaki düşüş beklentilerinin aksine yükseliş göstermiş oldu. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki aya göre %2.0 düşerken (Piyasa beklentisi: -%1.75, Vakıfbank beklentisi: -%0.49), takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki yılın aynı ayına göre %2.4 artış gösterdi (Piyasa beklentisi: %1.90, Vakıfbank beklentisi: %2.67). Arındırılmış sanayi üretimi aylık bazda Mayıs ayında gerileme göstermesine karşın, söz konusu endeksin momentumu bu durumun önümüzdeki dönemde tersine dönebileceğine işaret ediyor.

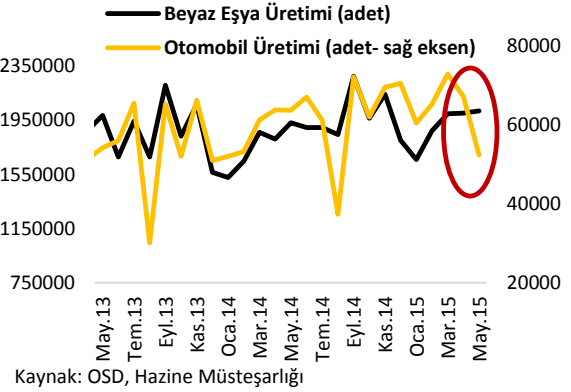
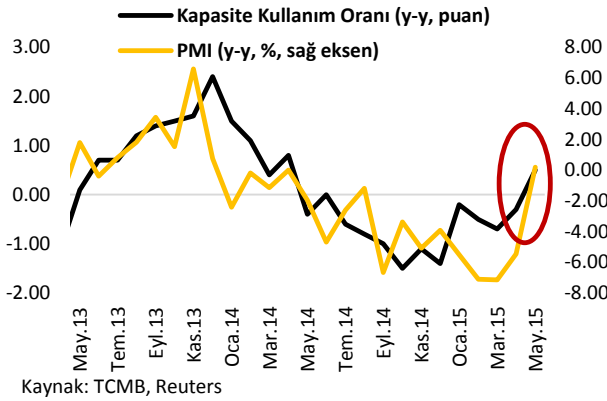


Mayıs ayında yıllık bazda %2.4 artış gösteren arındırılmış sanayi üretim endeksinin oluşturduğu önemli alt kalemlere baktığımızda ara mali imalatında Nisan ayında gördüğümüz yıllık bazda %1.2'lik gerilemenin %0.5 gerçekleşerek hızının azaldığını görüyoruz. Dayanıklı tüketim malı imalatı ve sermaye malı imalatında ise bir önceki ayda yaşanan yıllık bazdaki yükselişin bu ay azaldığı dikkat çekiyor. Özellikle sermaye malı imalatının yıllık artış hızında yaşanan düşüşün çok sert olduğu görülüyor. Ancak bu düşüşün ekonomik aktiviteye ilişkin yavaşlama sinyali vermesinden ziyade verideki volatilitenin yüksek olmasından kaynaklandığını düşünüyoruz. Ekonomik aktiviteye ilişkin öncül göstergelerin geneline baktığımızda

son üç ayda gerileme göstermiyor olması bu düşüncemizi de destekliyor. Mayıs ayında dayanıksız tüketim malı imalatı ve enerji gruplarının ise yıllık artış hızları, Nisan ayına göre yükseliş gösterdi.

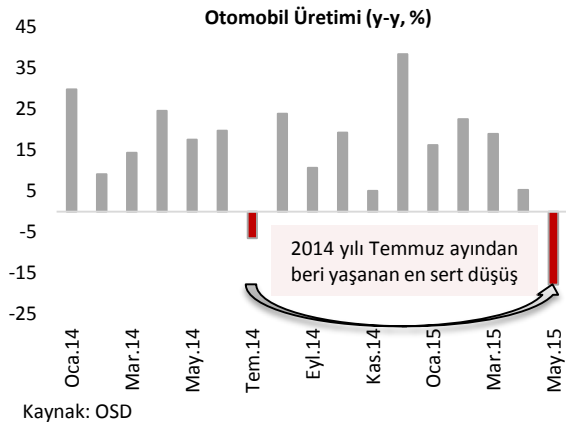
Sanayi üretimine yıllık bazda arındırılmış verilerle alt sektörler detayında bakıldığında, madencilik ve taş ocaklığı sektörünün Nisan ayında gösterdiği %5.0 oranındaki düşüşün Mayıs ayında artarak yerini %9.9 oranında düşüşe bıraktığı görülüyor. İmalat sanayiinde bir önceki aydaki %4.6 oranındaki artışın azaldığı ve Mayıs ayında %3.0 oranında artış yaşandığı görülüyor. Sanayi üretim endeksinin oluşturulmasına %81.51 ile en yüksek katkıyı yapan imalat sanayi sektöründe Mayıs ayında yıllık bazdaki artışın bir önceki aya göre azalmasının arındırılmış sanayi üretim endeksindeki yükselişi sınırladığını düşünüyoruz. İmalat sektöründe bir önceki aya göre görülen yavaşlamada, otomobil sektöründe Mayıs ayında yaşanan grevler büyük ölçüde etkili oldu. İmalat sanayi sektörünün alt sektörü olan motorlu kara taşıtları imalatında geçmiş aylarda %20'lere yakın artış yaşanırken Mayıs ayında ise %0.1 düşüş yaşandı.

Aylık bazda bakıldığında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi Mayıs ayında bir önceki aya göre %2 oranında düşerek Ekim 2013'ten sonraki en yüksek düşüşü gösterdi. Mayıs ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış endekste enerji grubu hariç tüm ana sanayi gruplarında düşüş olduğunu görüyoruz. Özellikle sermaye malı imalatındaki %7.8'lik düşüş Eylül 2011'den bu yana yaşanan en sert düşüş olarak dikkat çekiyor. Aylık bazdaki bu düşüşün endekste yapısal sorun olarak görülen oynaklığın fazla olmasından kaynaklı olduğunu düşünüyoruz. Sermaye malı imalatının ardından en yüksek düşüşü gösteren diğer ana sanayi grubu ise %4.9 düşen dayanıklı tüketim malı imalatı oldu.



Tarih	Ara Mali İthalatı (Milyon \$)	% y-y	% a-a
Mayıs 14	15146.479	-11.39	2.74
Haziran 14	15441.361	-0.36	1.95
Temmuz 14	14502.939	-13.61	-6.08
Ağustos 14	14354.004	7.37	-1.03
Eylül 14	15142.35	2.07	5.49
Ekim 14	14013.741	-0.56	-7.45
Kasım 14	15907.535	3.68	13.51
Aralık 14	15068.055	-8.60	-5.28
Ocak 14	12267.347	-16.35	-18.59
Şubat 14	12222.898	-8.99	-0.36
Mart 14	13156.068	-8.05	7.63
Nisan 15	12152.487	-17.57	-7.63
Mayıs 15	12296.444	-18.82	1.18

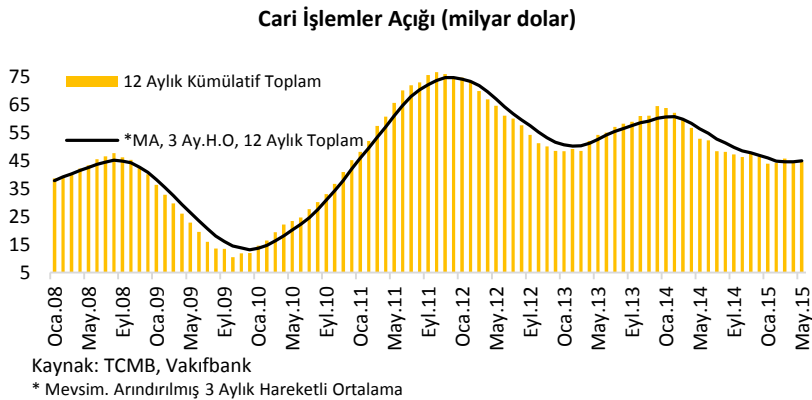
Kaynak: TÜİK



Sanayi üretimi içinde önemli bir yere sahip otomobil üretiminde Mayıs ayında grevler nedeniyle yıllık bazda %17.7 gibi önemli bir düşüş yaşanmıştı. Ayrıca Mayıs ayında ihracatın yanı sıra ara malı ithalatı da yıllık bazda gerilemişti. Biz de özellikle otomobil üretimindeki düşüş nedeniyle sanayi üretiminde Mayıs ayında düşüş yaşanacağını düşünüyorduk. Ancak Mayıs ayında kapasite kullanım oranında 12 ayın ardından ilk defa yıllık bazda yükseliş yaşanmış, ayrıca imalat PMI da Mayıs ayında, 2014 Aralık'tan bu yana ilk defa 50 seviyesinin üzerine çıkmıştı. Beyaz eşya üretiminde ise Mayıs ayında belirgin bir değişiklik olmamıştı. Diğer öncül göstergelerdeki olumlu seyrin, otomobil üretimindeki düşüşün sanayi üretimi üzerindeki olumsuz etkisini sınırlandırdığı görülüyor. Bununla birlikte kapasite kullanım oranında Haziran ayında yıllık bazda düşüş yaşandı. Ayrıca ara malı ithalatındaki düşüşün önümüzdeki dönemde sanayi üretimine düşüş yönlü yansımaları da mümkün görünüyor.

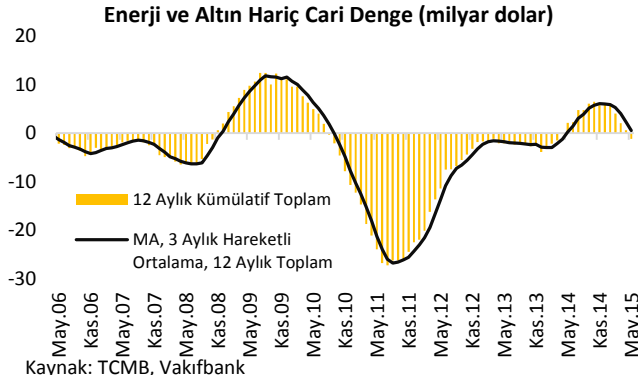
Sonuç olarak sanayi üretimi Mayıs ayında arındırılmamış verilerle yıllık bazda piyasanın azalış beklentisinin aksine %0.49 oranında artış gösterdi. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki aya göre %2.0 düşüş gösterirken, takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki yılın aynı ayına göre %2.4 arttı. Mayıs ayında arındırılmamış verilerle sanayi üretim endeksinde düşüş beklentilerinin aksine artış yaşanmasına karşın, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış verilerde Nisan ayında görülen gerilemenin bu ay da devam etmesinde otomobil sektöründe yaşanan grevlerin üretime olumsuz yansımaları etkili oldu. Ara malı imalatında dikkat çeken gerilemenin yanı sıra PMI imalat endeksi gibi öncül göstergeler yavaşlamaya işaret etse de, sanayi üretiminde arındırılmış verilerle Nisan ve Mayıs aylarında ortalama yıllık artışın ilk çeyreğe göre daha yüksek olması ekonomik büyümenin ikinci çeyrekte ilk çeyreğe göre bir miktar daha iyi olabileceğinin sinyalini veriyor. Ancak, bu durumun yılsonu büyümesine yapacağı katkının sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, yurtiçinde hükümetin kurulma sürecinin uzamasının yatırım harcamalarını erteleme ihtimalini artırması, yurtdışında ise Yunanistan'a ilişkin belirsizliklerin ve son dönemde gerileyen petrol fiyatlarının küresel durgunluk algısını tetiklemesi yurtiçi üretim üzerinde baskı oluşturuyor. Ancak, yurtdışında artan durgunluk algısının ABD Merkez Bankası'nın faiz artırım tarihini öteleyebileceğini gündeme getirmesi ise yurtiçi dinamiklerde beklenmedik bir durumla karşılaşmadığı taktirde yurtiçi sermaye akımlarını önümüzdeki dönemde olumlu etkileyebilir. Bu bağlamda, ABD'nin faiz artırım politikası başta olmak üzere yurtdışında yaşanacak gelişmelerin yanı sıra yurtiçinde ekonominin nabzı doğrultusunda kurların hareketinin sanayi üretiminin önümüzdeki dönemdeki seyrinde belirleyici olacağını düşünüyoruz.

Cari işlemler açığı Mayıs ayında 3.9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti.

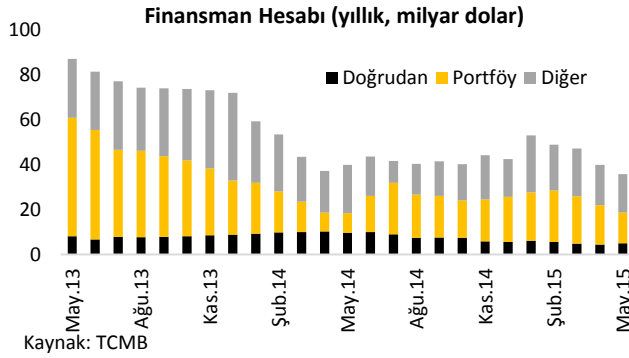


Mayıs ayında cari işlemler açığı, 2014 yılının aynı ayına göre %9.5 oranında artarak 3.99 milyar dolar ile beklentilerin üzerinde gerçekleşti (Piyasa beklentisi: 3.6 milyar dolar, Vakıfbank beklentisi: 3 milyar dolar). Mayıs ayında cari işlemler açığı aylık verilerinde Ocak ayından itibaren yukarı yönlü bir güncelleme yapıldığı dikkat çekiyor. 12 aylık kümülatif cari işlemler açığı Mayıs ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %15.5 düşerek 44.7 milyar dolar oldu. Mayıs ayında altın ticaretinde Aralık 2014'ten sonra ilk defa net ithalatçı konumuna geçtik. Ayrıca enerji ticaretindeki açık da Mayıs ayında bir önceki aya göre yükseldi. Bu iki kalemden açığın yükselmesinin etkisiyle cari işlemler açığı bir önceki aya göre yükselirken, enerji ve altın hariç cari işlemler açığında ise bir önceki

aya göre düşüş yaşandı. 12 aylık kümülatif toplamda ise enerji ve altın hariç cari işlemler dengesi Nisan 2014'ten sonra ilk defa açık verdi ve -1.19 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Ocak-Mayıs döneminde ise cari işlemler açığı geçen yılın aynı dönemine göre %9 azalarak 18.5 milyar dolara geriledi. Seyahat gelirlerinde yılın ilk beş ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %22lik bir düşüş yaşandı. Bununla birlikte petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle Rusya'da yaşanan ekonomik sıkıntılarının ülkeye gelen Rus turist sayısını azaltabilecek olması nedeniyle özellikle yaz aylarında seyahat gelirlerinde daha sert düşüş yaşanması olası görünüyor.



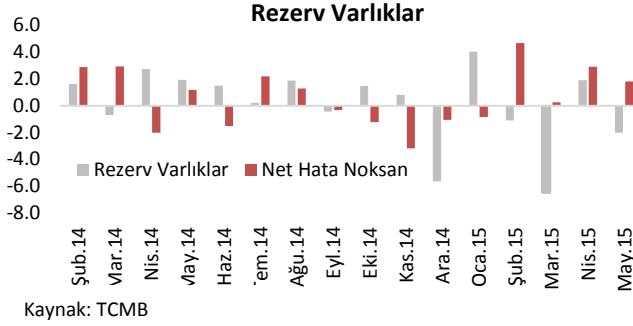
Ocak-Mayıs dönemi enerji ve altın hariç cari işlemler açığında ise bir önceki yıla göre sert bir yükseliş olduğu dikkat çekiyor. 2014 yılı Ocak-Mayıs döneminde 759 milyon dolar gerçekleşen enerji ve altın hariç cari işlemler açığı bu yıl 7.8 milyar dolar gerçekleşti. Enerji ve altını dışladığımızda yıllıklandırılmış cari denge ise Nisan 2014'ten sonra Mayıs ayında ilk kez açık veriyorken, mevsimsellikten arındırılmış 3 aylık hareketli ortalamalar itibarıyla ise cari dengenin Mayıs 2014'ten bu yana fazla vermeye devam ettiğini görüyoruz. Ancak bu fazlanın Mayıs 2014'ten bu yana en düşük seviyede gerçekleşmesi ve sıfıra yaklaşıp olması dikkat çekici görünüyor.



Mayıs ayında doğrudan yatırımlar kanalı ile 638 milyon dolar net döviz girişi yaşanırken, portföy yatırımları kanalı ile 2.5 milyar dolarlık net döviz çıkışı yaşandı. Portföy yatırımlarının alt kalemlerinden olan hisse senedi piyasasında Mayıs ayında yabancı yatırımcılar 74 milyon dolarlık net alım gerçekleştiren, devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) piyasasında ise 1.5 milyar dolarlık net satım gerçekleştirdi. Diğer yatırımlar kanalıyla ise Mayıs ayında 2 milyar dolarlık döviz girişi gerçekleşti. Böylelikle finansman hesabı tarafında toplam 2.2 milyar dolarlık döviz girişinin önemli bir kısmı bankacılık sektörünün kullandığı kredilerden gelmiş oldu.

12 aylık toplamda doğrudan yatırımlar kanalı ile 5 milyar dolar, portföy yatırımları kanalı ile 14 milyar dolar, diğer yatırımlar kanalı ile ise 17 milyar dolarlık döviz girişi yaşandığı görülüyor. Yıllıklandırılmış kalemlere genel olarak bakıldığında ise Ocak ayından bu yana söz konusu bu kalemler aracılığıyla yurtiçine giren döviz tutarındaki azalmanın Mayıs ayında da devam ettiği dikkat çekiyor.

Diğer yatırımlar kaleminin önemli alt bileşenlerinden olan bankacılık sektörünün efektif ve mevduatları ile krediler gelişimine bakıldığında yurtiçi bankaların yurtdışı muhabirlerindeki efektif ve mevduat varlıklarının Mayıs ayında 3.1 milyar dolarlık net artış yaşadığı dikkat çekiyor. Ayrıca bankacılık sektörü Mayıs ayında 1.7 milyar dolar ile Mart ayından sonra en yüksek net kredi kullanımı gerçekleştirmiş oldu. Sektörün elde ettiği fon kaynağının vade yapısına bakıldığında ise 5.3 milyar dolarlık uzun vadeli kredi kullanımının 2006 yılı Aralık ayından bu yana en yüksek tutar olması dikkat çekici bir diğer gelişme. Bu bağlamda bankacılık sektörünün uzun vadede fon kaynağı yaratma yetisinde bir sıkıntı yaşamadığı görülüyor. 12 aylık yıllıklandırılmış veriler itibarıyla bankacılık sektörünün uzun vadeli borç çevirme oranı ise Mayıs ayında %270 seviyesinde gerçekleşti. Diğer sektörlerin Mayıs ayında net kredi kullanım tutarı ise 1.2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti.



TCMB'nin kullanıma hazır olan dış varlık gelişiminin takip edildiği rezerv varlıklarda Nisan ayında görülen artışın ardından Mayıs ayında 2 milyar dolarlık azalış yaşandı. Diğer yandan kaynağı belli olmayan döviz giriş çıkışının takip edildiği net hata noksan kaleminde ise Mayıs ayında 1.8 milyar dolarlık döviz girişi yaşandığı dikkat çekti. Ocak-Mayıs dönemi olarak bakıldığında ise toplam rezerv varlıklarda 3.7 milyar dolarlık azalış görülürken,

net hata noksan kaleminde ise 8.9 milyar dolarlık döviz girişi yaşandığı görülüyor.

Sonuç olarak, Mayıs ayında cari işlemler açığı 3.9 milyar dolar ile beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Mayıs ayında geçen yılın aynı dönemine göre %9.5 artış gösteren cari işlemler açığı, Ocak-Mayıs döneminde ise geçen yılın aynı dönemine göre %9 azalarak 18.5 milyar dolar oldu. 12 aylık kümülatif cari işlemler açığı, Mayıs ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %15.5 azalarak 44.7 milyar dolara geriledi. 12 aylık kümülatif toplamda enerji ve altın hariç cari işlemler dengesi ise Nisan 2014'ten sonra ilk defa açık verdi. Geçen yıl cari işlemler açığında görmeye başladığımız toparlanma ivme kaybına rağmen bu yıl da devam ediyor. Ancak kurlarda görülen yükselişin özellikle ihracat kanalı ile ticaret açığına beklenen pozitif katkıda bulunmaması cari açık üzerinde baskı oluşturuyor. Öte yandan, yurtdışına gelen yabancı turist sayısının arttığı döneme yaklaştığımız önümüzdeki aylarda Rusya ekonomisinde yaşanan sıkıntılar sebebiyle gelen turist sayısında azalış ve akabinde turizmden elde edilecek hizmet gelirlerinde geçen yıla göre gerileme yaşamasını bekliyoruz. Bu beklentimizin gerçekleşmesi durumunda, cari açığı dönemsel olarak kompanse eden önemli hizmet gelirlerinden olan turizm gelirleri gerilemiş olacağından cari açığın toparlanmasında görülen ivme kaybının da bu bağlamda arttığını görebiliriz.

Finansman hesabı tarafında ise, Mayıs ayında doğrudan yatırımların sınırlı katkısının bir önceki aya göre artmış olduğu ve toplamda 2.2 milyar dolarlık finansman hesabı tarafında gerçekleştirilen döviz girişinin büyük bir kısmının bankacılık sektörünün kullandığı kredilerden oluştuğu dikkat çekti. Bankacılık sektörü uzun vadeli kredi kullanımının hem aylık bazda hem de Ocak-Mayıs dönemi itibarıyla oldukça yükselmesi sektörün yurtdışından fon elde edebilme yetisinde bir sıkıntı olmadığına işaret etti. Sektörün uzun vadede borçlanabilmesinde bir sıkıntı yaşamamasına karşın, net hata noksan kaleminin 5 aylık dönem itibarıyla geçen yıla göre karşılaştırıldığında artış göstermiş olması ise bir diğer dikkat çekici unsur oldu.

TCMB'nin rezerv varlıklarında Mayıs ayında 2 milyar dolarlık, Ocak-Mayıs döneminde ise 3.7 milyar dolarlık azalış gerçekleşirken, net hata noksan kaleminde ise aylık bazda 1.8 milyar dolarlık, 5 aylık toplam dönemde ise 8.9 milyar dolarlık döviz girişi yaşandı.

Kurlarda görülen yükselişin bu yıl başında beklenenden daha sert olmasına rağmen dış ticarete yaptığı olumlu katkının sınırlı kalması ve bölge ekonomilerde yaşanan sıkıntılarla birlikte turizm gelirlerinde gerileme olması cari işlemler açığındaki toparlanmanın beklenildiği kadar hızlı olmamasına sebep oluyor. Bu bağlamda yıllık cari işlemler açığının yılsonunu 35.7 milyar dolar ile sonlandırmasını bekliyoruz.

Haftalık Veri Takvimi (13 Temmuz - 17 Temmuz 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
13.07.2015	ABD	Bütçe Dengesi (Haziran)	70.5 Milyar Dolar	50.0 Milyar Dolar
	Japonya	Sanayi Üretimi (Mayıs, a-a)	-%2.2	--
		Kapasite Kullanımı (Mayıs, a-a)	-%0.4	--
14.07.2015	ABD	Perakende Satışlar (Haziran, a-a)	%1.2	%0.3
	Euro Bölgesi	Sanayi Üretimi (Mayıs, Mevs. Arınd., a-a)	%0.1	%0.2
	Almanya	TÜFE (Haziran, y-y)	%0.1	%0.1
		Zew Endeksi (Temmuz)	62.9	60.0
	İtalya	TÜFE (Haziran, y-y)	%0.2	%0.2
	İngiltere	TÜFE (Haziran, y-y)	%0.1	%0.0
15.07.2015	Türkiye	İşsizlik Oranı (Nisan)	%10.6	--
		TCMB Beklenti Anketi (Temmuz)	--	--
		Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (Haziran)	1,639 Milyon TL	--
	ABD	ÜFE (Haziran, y-y)	-%1.1	-%0.9
		Sanayi Üretimi (Haziran, a-a)	-%0.2	%0.2
		Kapasite Kullanımı (Haziran)	%78.1	%78.1
		FED Bej Kitap Raporu	--	--
	Fransa	TÜFE (Haziran, y-y)	%0.3	%0.4
	İngiltere	İşsizlik Oranı (Mayıs)	%5.5	%5.5
	Japonya	Merkez Bankası Toplantısı ve Faiz Kararı	--	--
16.07.2015	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	297 Bin Kişi	285 Bin Kişi
		Philadelphia FED Endeksi (Temmuz)	15.2	12.0
	Euro Bölgesi	Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	24.9 Milyar Euro	21.8 Milyar Euro
		TÜFE (Haziran, y-y)	%0.2	%0.2
	İtalya	Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	3,736 Milyon Euro	--
17.07.2015	ABD	Yeni Konut Satışları (Haziran, a-a)	-%11.1	%7.0
		İnşaat İzinleri (Haziran, a-a)	%9.6	-%8.0
		TÜFE (Haziran, y-y)	%0.0	%0.1
		Çekirdek TÜFE (Haziran, y-y)	%1.7	%1.8
		Michigan Üniv. Tüketici Güven Endeksi (Temmuz, öncül)	96.1	96.0