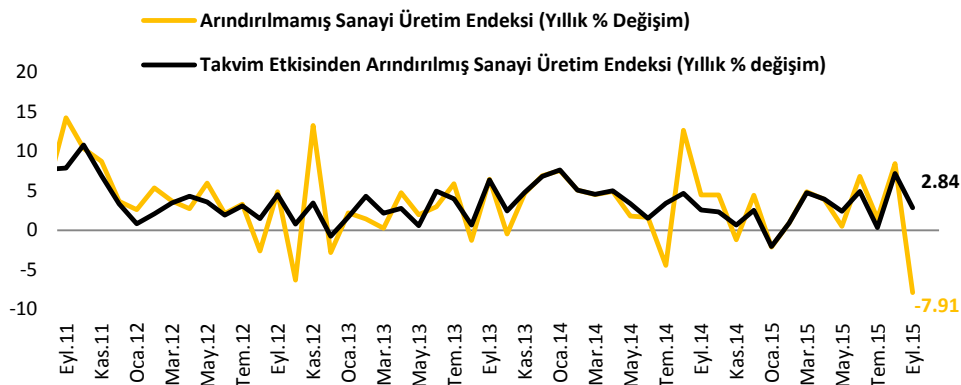
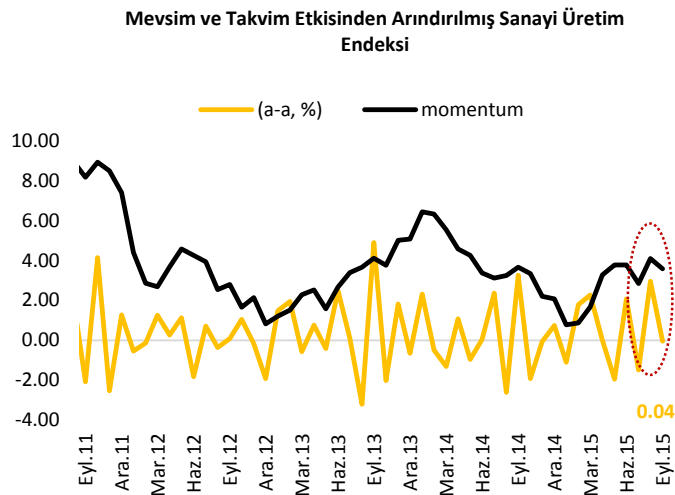


Geçtiğimiz hafta yurtiçinde Eylül ayı sanayi üretimi ve cari işlemler dengesi verileri açıklandı. Eylül ayında sanayi üretimi arındırılmamış verilerle sert bir azalış gösterdi ve bu azalışta Ağustos ayında beyaz eşya ve otomobil üretiminin yıllık artış hızında sert yükseliş yaşanmasının ve baz etkisinin katkısıyla piyasa beklentilerinin çok üzerinde gelen sanayi üretiminin Eylül ayında düzeltme yaşanması etkili oldu. Bu düzeltmede, beyaz eşya ve otomobil üretiminde yıllık bazda yaşanan azalışın yanı sıra öncül verilerin genel olarak olumsuz bir tablo çizmesi ve Eylül ayında Kurban Bayramı Tatili belirleyici faktörler olarak öne çıktı. Açıklanan bir diğer veri olan cari işlemler dengesi ise, Eylül ayında %46 civarında sert daralma yaşayan dış ticaret açığı gelişimine paralel olarak toparlanmasını sürdürerek 2009 yılı Ekim ayından bu yana ilk defa fazla verdi. Söz konusu toparlanmada daralan küresel ticaret hacminin ve petrol fiyatlarının olumlu katkısı da etkili olmaya devam etti. Bu haftaki raporumuzda sanayi üretimi ve cari işlemler dengesinde yaşanan gelişmeleri yakından ele alacağız.

### Sanayi Üretim Endeksi Eylül ayında yıllık bazda arındırılmamış verilerle %7.9 azalış gösterdi.



Kaynak: TÜİK

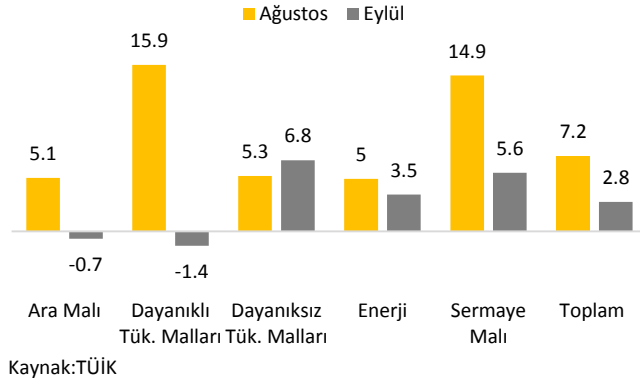


Kaynak: TÜİK, VakıfBank

Sanayi üretim endeksi, 2015 yılının Eylül ayında arındırılmamış verilerle yıllık bazda %7.9 oranında azaldı. Eylül ayı öncesinde piyasa beklentisinin oluşturulması için beklenti toplayan şirketlerin uzun bir süredir gerek katılımın az olması gerekse beklentilerin geniş bir yelpazede olması nedeniyle Eylül ayında beklenti toplanmaya son vermesi sonucunda piyasa beklentisi oluşmamıştır. Ağustos ayında gerek beyaz eşya ve otomobil üretiminin yıllık artış hızında sert yükseliş yaşanmasının ve gerekse baz etkisinin katkısıyla piyasa beklentilerinin çok üzerinde gelen sanayi üretiminin Eylül ayında düzeltmesinin yaşandığını görüyoruz. Ayrıca bu azalışta Eylül ayında Kurban Bayramı Tatili nedeniyle çalışma

gün sayısındaki düşüşün de etkili olduğunu düşünüyoruz. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki aya göre değişim göstermezken, takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki yılın aynı ayına göre %2.84 artış gösterdi. Arındırılmış sanayi üretim endeksinin aylık değişiminin 3 aylık hareketli ortalaması alınıp yıllıklandırılması ile hesaplanan endeksin momentumunun da aşağı dönmüş olması Ekim ayında sanayi üretiminin aylık bazda azalma gösterebileceğine işaret ediyor.

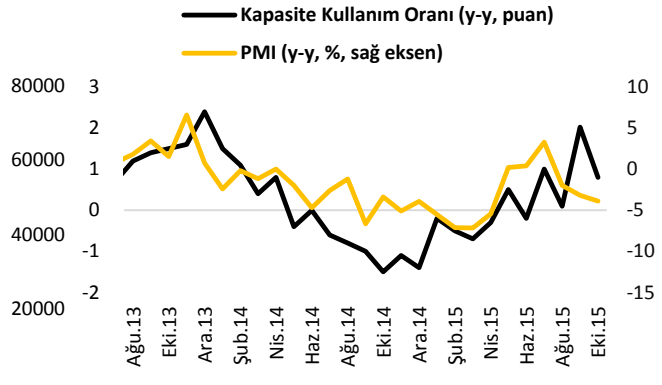
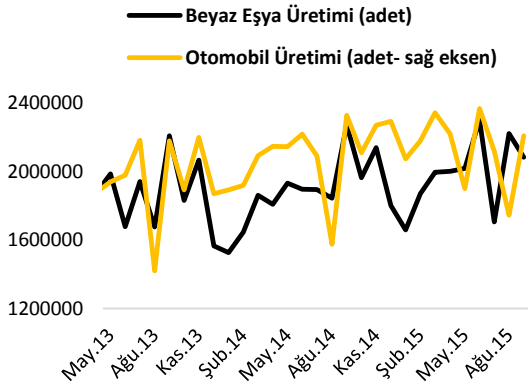
**Ana Sanayi Grupları Bazında Yıllık % Değişim  
(Takvim Etkisinden Arındırılmış Endeks)**



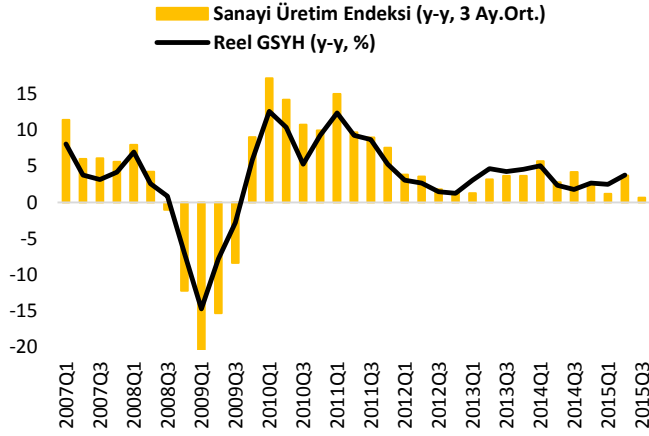
Eylül ayında yıllık bazda %2.8 artış gösteren arındırılmış sanayi üretim endeksine ana sanayi grupları bazında baktığımızda, 2015 yılı Eylül ayında en yüksek artışın %6.8 ile dayanıksız tüketim mali imalatında gerçekleştiğini görüyoruz. Ağustos ayında bir önceki aya göre belirgin artış kaydeden dayanıksız tüketim mali imalatında yükselişin Eylül ayında hızlanarak devam ettiği görülüyor. Arındırılmış verilerle yıllık bazda bir önceki aya göre yükseliş ivmesinin yavaşlamasında en fazla dayanıklı tüketim ve sermaye mali imalatında yaşanan gelişmelerin etkili olduğu görülüyor. Bu bağlamda, Ağustos ayında dayanıklı tüketim

malları imalatında yaşanan sert yükselişin yerini düşüşe bıraktığını ve sermaye mali imalatının yıllık artış hızında yaşanan yükselişin Eylül ayında belirgin bir şekilde yavaşladığını söyleyebiliriz. Ayrıca ara mali imalatında Ağustos ayında görülen yıllık bazdaki %5.1'lik artışın Eylül ayında yerini %0.7'lik azalışa bıraktığı görülüyor.

Arındırılmış sanayi üretiminin alt sektörlerine bakıldığında, Eylül ayında arındırılmış sanayi üretiminde yaşanan artışta elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksinde yaşanan artışın etkili olduğu görülüyor. Ağustos ayında arındırılmış verilerle yıllık bazda %3.6 oranında artış gösteren elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü Eylül ayında ise %6'lık artış gösterdi. Öte yandan, Ağustos ayında %7.2'lik sert artış gösteren arındırılmış sanayi üretiminin Eylül ayında %2.8 oranında sınırlı artış göstermesinde imalat sanayi sektörünün bir önceki aya göre sınırlı artış göstermesinin yanı sıra madencilik ve taş ocaklığı sektöründe yaşanan sert düşüş belirleyici oldu. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise geçen ay yaşadığı yükselişin ardından aylık bazda değişim göstermedi. Ana sanayi grupları bazında incelendiğinde, Eylül ayında bir önceki aya göre en yüksek azalış %6.3 ile dayanıklı tüketim mali imalatında yaşanırken en yüksek artış %2.2 ile dayanıksız tüketim mali imalatında yaşandı.



Ağustos ayında arındırılmamış verilere göre yıllık bazda %8.47 yükseliş kaydeden sanayi üretiminin Eylül ayında %7.91 düşüşle sert bir şekilde düzeltme yaşadığı dikkat çekiyor. Bu düzeltmede, beyaz eşya ve otomobil üretiminde geçen yılın aynı dönemine göre azalış yaşanmasının etkili olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca sanayi üretiminin öncülü olarak görülen verilerin genel olarak olumsuz bir tablo çizmesi belirleyici olan bir diğer faktör oldu. Bu bağlamda, sanayinin öncülü olarak görülen verilerden kapasite kullanım oranının Eylül ayında yıllık bazda artış yaşanmasına karşın PMI imalat endeksinin geçen yılın aynı dönemine göre azalış yaşadığı görülüyor.

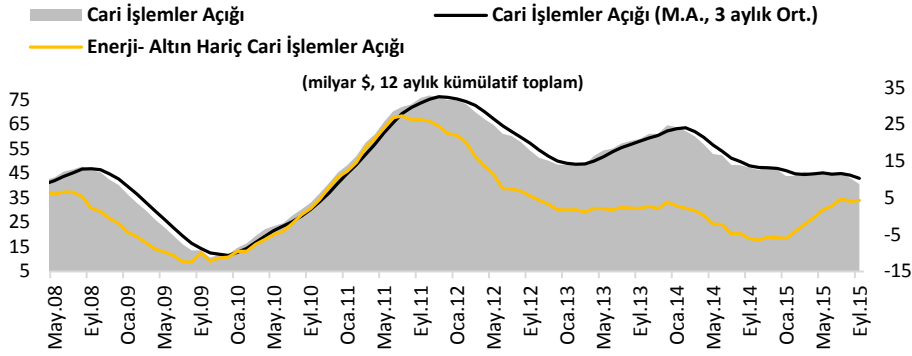


Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

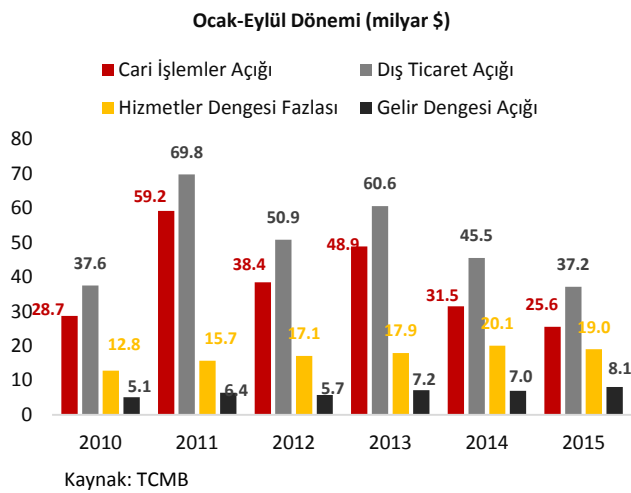
2015 yılının ilk çeyreğinde %1.3 oranında gerçekleşen sanayi üretimi, yılın ikinci çeyreğinde %3.7 oranında gerçekleştikten sonra üçüncü çeyrekte %0.7 oranına geriledi. Ancak öncül göstergeler henüz yeterince güçlenmemiş olmasına rağmen Kasım ayında yapılan genel seçim sonrasında siyasi belirsizliğin bitmesiyle ertelenen yatırımların hızlanabileceği düşünüldüğünde üçüncü çeyrekte sert düşüş yaşayan sanayi üretiminin yılın son çeyreğinde artış kaydetmesi olası görünüyor.

Sonuç olarak sanayi üretim endeksi, 2015 yılının Eylül ayında arındırılmamış verilerle yıllık bazda %5.75 azalış olan beklentimizin üzerinde %7.9 oranında azaldı. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi %2.31 azalış olan beklentimize rağmen bir önceki aya göre değişim göstermedi. Takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise %1 azalış olan beklentimizin üzerinde bir önceki yılın aynı ayına göre %2.84 artış gösterdi. Ağustos ayında beyaz eşya ve otomobil üretiminin yıllık artış hızında sert yükseliş yaşanmasının ve baz etkisinin katkısıyla piyasa beklentilerinin çok üzerinde gelen sanayi üretiminin Eylül ayında düzeltilmesinin yaşandığını görüyoruz. Bu düzeltmede, beyaz eşya ve otomobil üretiminde geçen yılın aynı dönemine göre azalış yaşanmasının yanı sıra öncül verilerin genel olarak olumsuz bir tablo çizmesi ve Eylül ayında Kurban Bayramı Tatili belirleyici oldu. Ayrıca Eylül ayında ara malı ithalatının 2009 yılı Eylül ayından sonra yıllık bazdaki en sert düşüşü göstermesi de sanayi üretim endeksinin azalışında etkili olan bir diğer faktör oldu. Eylül ayında Kurban Bayramı Tatili nedeniyle çalışma gün sayısındaki azalışın arındırılmış ve arındırılmamış sanayi üretim endeksi arasındaki farkı belirginleştirdiği dikkat çekti. Ağustos ayı bu farkın düşük olduğu aylardan biri iken Eylül ayında çalışma gün sayısının geçen yıla kıyasla düşük olması bu farkın açılmasında etkili oldu. Geçtiğimiz ayki raporumuzda, sermaye mali ve ara malı imalatındaki artışın geçici olabileceğini ve bu gruptaki artışın ihracata yansımayaabileceğini ifade etmiştik. Eylül ayında açıklanan sanayi üretiminin bu beklentimizi desteklediğini görüyoruz. Eylül ayında yaşanan gelişmeler, yılın birinci çeyreğinde %1.3, ikinci çeyreğinde %3.7 oranında gerçekleşen sanayi üretiminin üçüncü çeyrekte %0.7 oranına gerilemesine neden oldu. Öncül göstergelerin henüz yeterince güçlenmemiş olması ve momentumun aşağı yönlü risklere işaret etmesine karşın Kasım ayında yapılan genel seçim sonrasında siyasi belirsizliğin bitmesiyle ertelenen yatırımlar hızlanabilir. Bu durum, önümüzdeki aylarda sanayi üretimine artış olarak yansiyabilir ve üçüncü çeyrekte sert düşüş yaşayan sanayi üretimi yılın son çeyreğinde artış kaydedebilir. Bu artışın yaşanmasının ABD Merkez Bankası'nın Aralık ayında faiz artırımına gitmesi durumunda yurtdışında kur ve faizlerde oluşabilecek yukarı yönlü baskıyı bir miktar dengeleyebileceğini ve yılın son çeyreğinde büyümeye olumlu katkıda bulunacağını değerlendiriyoruz. Bu bağlamda, 2015 yılsonu büyümesinin, %2.9 seviyesinde bulunan yılsonu beklentimizin üzerinde gerçekleşmesi ihtimalinin güçlendiğini düşünüyoruz.

## Cari işlemler dengesi 2009 yılı Ekim ayından bu yana ilk kez "fazla" verdi.



Kaynak: TCMB, Vakıfbank



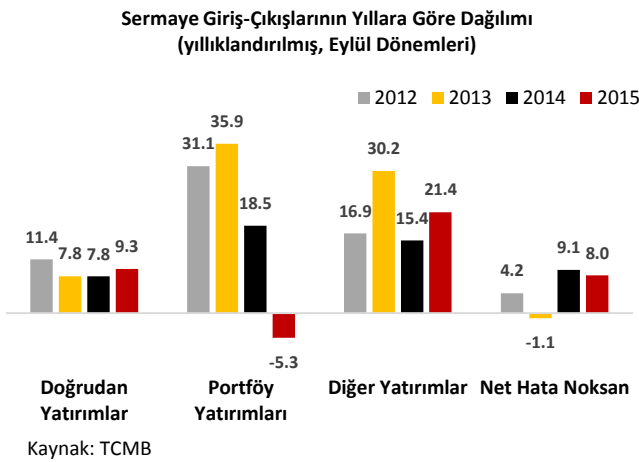
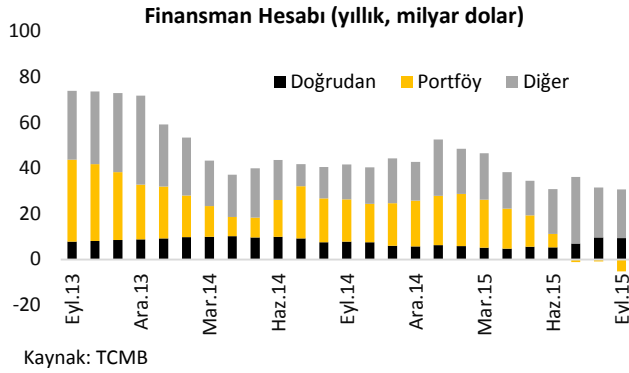
Eylül ayında cari işlemler dengesi 2009 yılı Ekim ayından bu yana ilk kez fazla vererek 95 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti. (Piyasa beklentisi: 0, Vakıfbank beklentisi: 450 milyon dolar). 12 aylık kümülatif cari işlemler açığı Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %14.2 düşerek 40.6 milyar dolar oldu. Yıllıklandırılmış enerji ve altın hariç cari işlemler açığı ise, Eylül ayında bir önceki aya göre %6.8 artarak 4.3 milyar dolar seviyesine yükseldi. Cari işlemler hesabının alt kalemlerinden gelir dengesinde kar transferleri nedeniyle artan döviz çıkışının bu yılki Eylül ayında tahminimizden daha fazla tutarda gerçekleşmesi ve önceki aylarda verilere gelen

revizeler cari işlemler dengesi beklentimizin sapmasında belirleyici faktör oldu. Söz konusu bu revizeler arasında dikkat çekici gelişme 0.16 milyar dolar gelen Ağustos ayı cari işlemler açığının, bu ay gelen revizeyle birlikte 0.27 milyar dolar fazlaya güncellenmesi oldu.

Cari işlemler dengesinin altı yılın ardından Eylül ayında fazla vermesinde öncelikle dış ticaret açığında yaşanan sert daralma etkili oldu. Dış ticaret açığındaki toparlanmada, ithalattaki gerilemenin dış ticaret açığına olan pozitif katkısının ihracattaki düşüşle sınırlanmasına rağmen küresel ticaret hacmindeki azalmanın etkili olduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte hizmet dengesinin net seyahat gelirlerindeki düşüşün etkisiyle cari işlemler açığına yaptığı pozitif katkının geçtiğimiz aya kıyasla azalmasına rağmen devam ettiği görülüyor.

Yılbaşından bu yana açıklanan veriler geçen yılın aynı dönemiyle karşılaştırıldığında ise, 2014 yılında 31.5 milyar dolar seviyesinde olan cari işlemler açığının bu yıl 25.6 milyar dolara gerilediği görülüyor. Dokuz aylık toplamda toparlanmasını sürdüren cari işlemler açığının alt kalemlerinde en önemli ağırlığa sahip olan dış ticaret açığının bir önceki yılın aynı dönemine göre %18.2 oranında daralarak 37.2 milyar dolar seviyesinde gerçekleştiği görülüyor. Söz konusu dönemde geçen yıl 6.4 milyar dolar fazla veren enerji ve altın hariç cari işlemler dengesinin bu yılın aynı döneminde 3.7 milyar dolar açık vermesinde dış ticaretteki toparlanmadan çok emtia fiyatlarındaki düşüş belirleyici oldu. Dış ticaret açığındaki söz konusu toparlanmada, özellikle ithalatın petrol fiyatlarındaki düşüşün ve küresel ticaret hacmindeki azalmanın katkısıyla ihracata kıyasla daha fazla iyileşme kaydetmesinin etkili olduğunu düşünüyoruz. Ocak-Eylül döneminde bir önceki yıl ile karşılaştırıldığında hizmet dengesinin cari işlemler açığına yaptığı katkının, net taşımacılık gelirlerindeki %37'lik artışa rağmen net seyahat gelirlerindeki %11'lik düşüşün etkisiyle azaldığı dikkat çekiyor. Seyahat gelirlerindeki bu düşüşte bölge ekonomilerde yaşanan sıkıntılar sebebiyle yurtiçine giriş yapan turist sayısının geçen yıla göre azalış göstermesinin etkili olduğunu

düşünüyoruz. Söz konusu dönemde gelir dengesinde izlenen kar transferlerinde ise, bir önceki yılın Ocak-Eylül periyoduna göre yükseliş yaşanması nedeniyle döviz çıkışının %16 arttığı görülüyor.




Finansman hesabında Eylül ayında doğrudan yatırımlar kanalı ile döviz girişi yaşanırken, portföy ve diğer yatırımlar kanalı ile döviz çıkışı yaşandığı dikkat çekiyor. Buna göre, Eylül ayında doğrudan yatırımlar kanalı ile 255 milyon dolarlık sınırlı bir döviz girişi yaşanırken, portföy yatırımları kanalı ile 2.8 milyar dolar diğer yatırımlar kanalı ile 306 milyon dolarlık net döviz çıkışı yaşandı. Diğer yatırımlarda Ağustos ayının ardından Eylül ayında yeniden döviz çıkışı yaşanmasında ise bankacılık sektörünün hem kısa vadeli hem de uzun vadeli kullandığı kredi tutarından daha fazla geri ödemede bulunması etkili oldu. 12 aylık toplamda ise doğrudan yatırımlar kanalı ile 9.3 milyar dolar, diğer yatırımlar kanalı ile 21.4 milyar dolarlık döviz girişi yaşanırken, portföy yatırımları kanalı ile 5.3 milyar dolarlık döviz çıkışı yaşanmış oldu. Finansman hesabı gelişimine ilk dokuz aylık dönem içinde baktığımızda ise, geçen yıl aynı dönemine göre hem doğrudan yatırımlar hem de diğer yatırımlar kanalı ile döviz girişinin arttığını portföy yatırımlarında ise geçen yıl yaşanan girişlerin aksine çıkışların yaşandığı dikkat çekiyor. Söz konusu dönemdeki bir diğer

dikkat çekici gelişme ise diğer yatırımlar kanalı ile ülkeye giriş yapan döviz tutarının 6.8 milyar dolardan 11.2 milyar dolara yükselmesi oldu.

TCMB'nin kullanıma hazır olan dış varlık gelişiminin takip edildiği rezerv varlıklar Eylül ayında 847 milyon dolarlık azalış kaydederken, ilk dokuz aylık süreçte bu azalış 3.7 milyar dolara yükseldi. Finansman hesabında Eylül ayında 2.1 milyar dolarlık sermaye çıkışına karşılık net hata noksan kaleminde ise 1.9 milyar dolarlık döviz girişi yaşandı. Böylece net hata noksan aracılığıyla ülkeye giriş yapan döviz tutarı Mayıs ayından bu yana en yüksek seviyesinde gerçekleşmiş oldu.

Sonuç olarak, Eylül ayında cari işlemler dengesi 2009 yılı Ekim ayından bu yana ilk kez fazla vererek 95 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti. 12 aylık kümülatif cari işlemler açığı Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %14.2 düşerek 40.6 milyar dolar oldu. Yıllıklandırılmış enerji ve altın hariç cari işlemler açığı ise, Eylül ayında bir önceki aya göre %6.8 artarak 4.3 milyar dolar seviyesine yükseldi. Ocak-Eylül döneminde ise geçen yıl 6.4 milyar dolar fazla veren enerji ve altın hariç cari işlemler dengesinin bu yılın aynı döneminde 3.7 milyar dolar açık verdi. Bu durumun yaşanmasında dış ticaretteki toparlanmadan çok emtia fiyatlarındaki düşüşün belirleyici olduğunu düşünüyoruz. Eylül ayı cari işlemler açığı gelişiminde dış ticaretteki toparlanma belirleyici olurken, bu toparlanmayı kar transferleri kanalıyla yaşanan döviz çıkışı tutarının artış göstermesi sınırlandırdı. Cari işlemler hesabının alt kalemlerinden gelir dengesinde kar transferleri nedeniyle artan döviz çıkışının bu yılki Eylül ayında tahminimizden daha fazla tutarda gerçekleşmesi ve verilere gelen revizeler cari işlemler dengesi beklentimizin sapmasında belirleyici faktör oldu. Finansman hesabına bakıldığında doğrudan yatırımlar kanalı ile döviz girişi yaşanırken, portföy ve diğer yatırımlar kanalı ile döviz çıkışı yaşandığı dikkat çekiyor. Ancak kaynağı belli olmayan



---

döviz miktarı olarak tanımlanan net hata noksan kaleminde geçen yıla göre artış olması finansman kaynağı kalitesinin bozulduğuna işaret ediyor.

Önümüzdeki çeyrekte dış ticaret açığının daralan küresel ticaret hacmi ve petrol fiyatları sebebiyle toparlanmasına ivme kaybı yaşasa da devam edeceğini, bu durumun da cari işlemler dengesine olumlu katkıda bulunacağını düşünüyoruz. Cari işlemler açığında görülen sert düşüşe karşın kurda beklenenden fazla artış yaşanması sebebiyle geçen yılı %5.8 ile sonlandıran cari işlemler açığının GSYH içindeki payının bu yılı %5'in üzerinde tamamlamasını bekliyoruz. Ancak seçim sonrasında siyasi belirsizliğin bitmesiyle ertelenen yatırımların ekonomik aktiveyi desteklemesi durumunda yurtiçi talebin artma ihtimalinin olması cari işlemler dengesinde beklediğimiz toparlanmayı sınırlandırabilir. Böylelikle yıllık cari işlemler açığının yılsonunu 35.7 milyar dolar, cari açığın GSYH'ye oranının ise %5.2 seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz.

### Haftalık Veri Takvimi (16 Kasım - 20 Kasım 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti	
16.11.2015	Türkiye	İşsizlik Oranı (Ağustos)	%9.8	%10.1 (açıklandı)	
		Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (Ekim)	-14.10 Milyar TL	--	
	ABD	New York Fed İmalat Endeksi (Kasım)	-11.36	-6.35	
	Euro Bölgesi	TÜFE (Ekim, y-y)	%0.0	%0.0	
	Japonya	Büyüme (3. Çeyrek, ç-ç)	-%0.3	-%0.1	
17.11.2015	ABD	TÜFE (Ekim, y-y)	%0.0	%0.1	
		Kapasite Kullanım Oranı (Ekim)	%77.5	%77.5	
		Sanayi Üretimi(Ekim, a-a)	-%0.2	%0.1	
	Almanya	ZEW Endeksi (Kasım)	55.2	55	
	İtalya	Dış Ticaret Dengesi (Eylül)	1850 Milyon Euro	--	
18.11.2015	ABD	TÜFE (Ekim, y-y)	-%0.1	-%0.1	
		İnşaat İzinleri (Ekim, a-a)	-%5	%3.9	
		Yeni Konut Satışları (Ekim, a-a)	%6.5	-%3.8	
		27-28 Ekim Fed Toplantı Tutanaqları	--	--	
	19.11.2015	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	276 Bin Kişi	270 Bin Kişi
19.11.2015	ABD	Philadelphia Fed Endeksi (Kasım)	-4.5	-0.8	
		Öncül Göstergeler Endeksi (Ekim)	-%0.2	%0.5	
		Euro Bölgesi	ECB Cari İşlemler Dengesi (Eylül, Mevs. Arınd.)	17.7 Milyar Euro	--
	İtalya	Cari İşlemler Dengesi (Eylül)	1389 Milyon Euro	--	
	İngiltere	Perakende Satışlar (Ekim,y-y)	%5.9	-%3.9	
20.11.2015	Türkiye	Japonya	Dış Ticaret Dengesi (Ekim)	-114.5 Milyar Yen	-246.3Milyar Yen
		Tüketici Güven Endeksi (Kasım)	62.78	--	
		TCMB Beklenti Anketi (Kasım)	--	--	
		Merkezi Yönetim Borç Stoku (Ekim)	689.8 Milyar TL	--	
	ABD	Kansas Fed İmalat Endeksi (Kasım)	-1	0	
20.11.2015	Euro Bölgesi	Tüketici Güven Endeksi (Kasım)	-7.7	-7.5	
	Almanya	ÜFE (Ekim, y-y)	-%2.1	-%2	