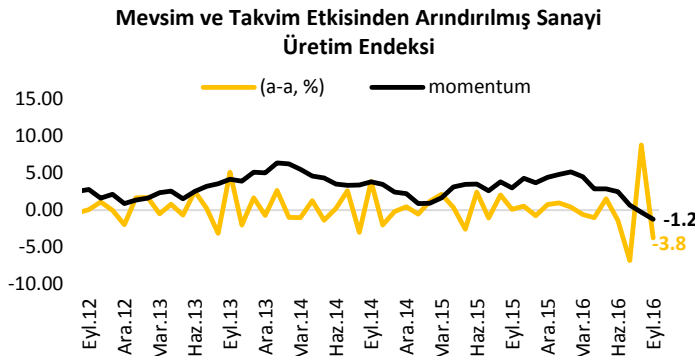
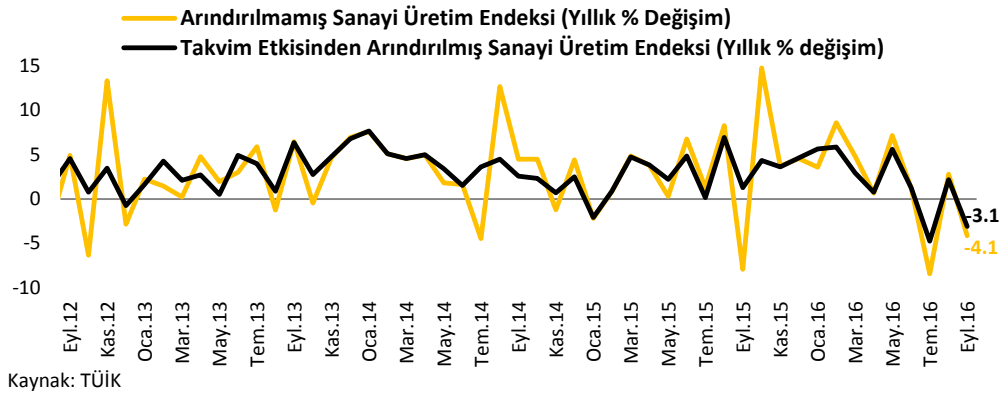


Geçtiğimiz hafta yurtiçinde Eylül ayı sanayi üretim endeksi ve cari işlemler dengesi verileri açıklandı. Eylül ayında piyasa beklentilerinde artış olmasına karşın sanayi üretim endeksinde azalış yaşanması sürpriz bir gelişme oldu. Eylül ayı sanayi üretim endeksinin açıklanmasıyla birlikte büyüme rakamının yılın üçüncü çeyreğinde çeyreklik bazda negatif gelme ihtimali de artmış görünüyor. Düşük gelmesi beklenen üçüncü çeyrek büyüme rakamı sonrasında ise büyümenin dördüncü çeyrekte yukarı yönlü ivme kazanmasını bekliyoruz. Hafta içinde açıklanan bir diğer veri olan cari işlemler açığı ise Eylül ayında piyasa beklentisinin altında açıklamasına rağmen, yıllık bazdaki artışına devam etti. Söz konusu artışta aylık bazda gerileyen dış ticaret açığına rağmen turizm gelirlerindeki düşüşün devam etmesi belirleyici oldu. Bu haftaki raporumuzda sanayi üretimi ve cari işlemler dengesinde yaşanan gelişmeleri yakından ele alacağız.

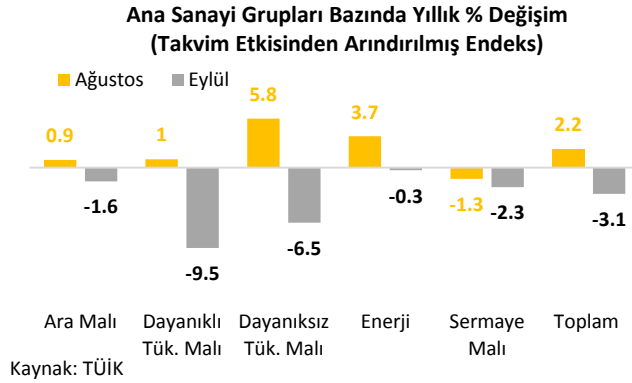
### Sanayi Üretim Endeksi Eylül ayında arındırılmış verilerle yıllık bazda %3.1 ve aylık bazda %3.8 azaldı.



Sanayi üretim endeksi, 2016 yılının Eylül ayında arındırılmamış verilerle yıllık bazda %4.1 azalırken (VakıfBank beklentisi: %4.05, Piyasa beklentisi: %3.33 artması yönünde idi), arındırılmış verilerle yıllık bazda %3.1 azaldı (VakıfBank beklentisi: %2.75, Piyasa beklentisi: %2.46 artması yönünde idi). Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki aya göre %3.8 azaldı (VakıfBank beklentisi: %1.79, Piyasa Beklentisi: 1.4 artması yönünde idi). Böylece sanayi üretim

endeksinde sürpriz bir şekilde Eylül ayında piyasa beklentilerinin ve beklentimizin aksine azalış yaşandı. Üçüncü çeyreğin son ayı olan Eylül ayı gerçekleşmesi ile birlikte, sanayi üretimi yılın üçüncü çeyreğinde %3.2 daralma göstermiş oldu. Temmuz ayında ülkemizde yaşanan olağanüstü gelişmeler nedeniyle sanayi üretiminde yaşanan sert düşüşün Ağustos ayında bir miktar yukarı yönlü düzeltmesi yaşanmıştı. İhracatta ve ara malı ithalatında Ağustos ayında yaşanan artış ekonomik aktivitenin Temmuz ayına göre canlandığına işaret etse de sermaye malı ithalatındaki düşüşün azalsa da devam etmesi Ağustos ayında görmeyi beklediğimiz sert yükselişi sınırlandırmıştı. Eylül ayında ise ihracatta, ara malı ve sermaye malı ithalatında yaşanan düşüşün sanayi üretim endeksinde Eylül ayında yaşanan düşüşe zemin hazırladığı görülüyor. Eylül ayında Kurban Bayramı tatili nedeniyle çalışma gün sayısında ortaya çıkan azalmanın etkisiyle arındırılmamış sanayi üretim endeksinin arındırılmış yıllık bazdaki sanayi üretim endeksinin beklendiği gibi altında kaldığı görüldü. Sanayi üretim endeksinde aylık bazda bakıldığında ise, Temmuz ayında yaşanan sert düşüşün ardından geçtiğimiz ay sanayi üretiminde aylık bazda sert yukarı yönlü düzeltmenin yaşandığını görmüştük. Söz konusu sert yukarı yönlü düzeltmenin ardından, Eylül ayında aylık bazda sanayi üretim endeksinde düşüş yaşandı. Geçtiğimiz ayki raporumuzda, Ağustos ayında sanayi üretiminde aylık bazda sert artış yaşanmasıyla birlikte momentumda da Eylül ayı itibarıyla tekrar yukarı yönlü hareketin

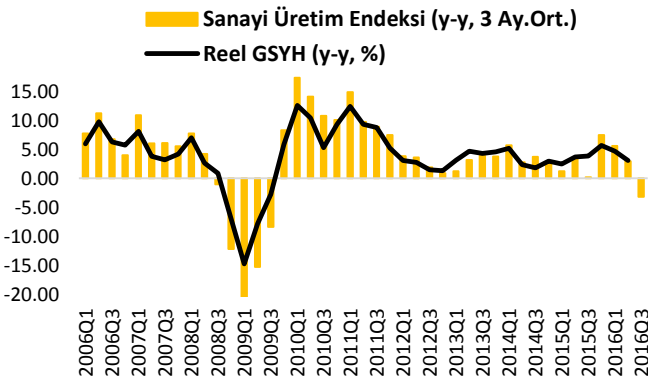
yaşanmasının mümkün olabileceğini ifade etmiştik. Ancak veriye gelen güncelleme ile birlikte Ağustos ayında momentumun 2009 yılı Ağustos ayından beri ilk kez negatife geçtiğini ve momentumdaki azalışın Eylül ayı itibariyle derinleştiğini görüyoruz.



Sanayi üretim endeksine ana sanayi grupları bazında bakıldığında, Eylül ayında tüm ana sanayi gruplarında azalışın yaşandığı görülmüyor. Özellikle Temmuz ayında çok sert düşen ve geçtiğimiz ay yerini hafif artışa bırakan dayanıklı tüketim malı imalatı grubunda Eylül ayında %9.5 düşüş yaşanmış olması dikkat çekiyor. Dayanıklı tüketim malı imalatı grubunun ardından en sert düşüşün yaşandığı bir diğer grup ise dayanısız tüketim malı imalatı grubu olarak karşımıza çıkıyor.

Dayanıklı ve dayanısız tüketim malı imalatı grubunda sert düşüş yaşanmış olması yatırım ortamındaki belirsizliğin Eylül ayında da devam etmiş olduğunu göstermek açısından önemli görünüyor.

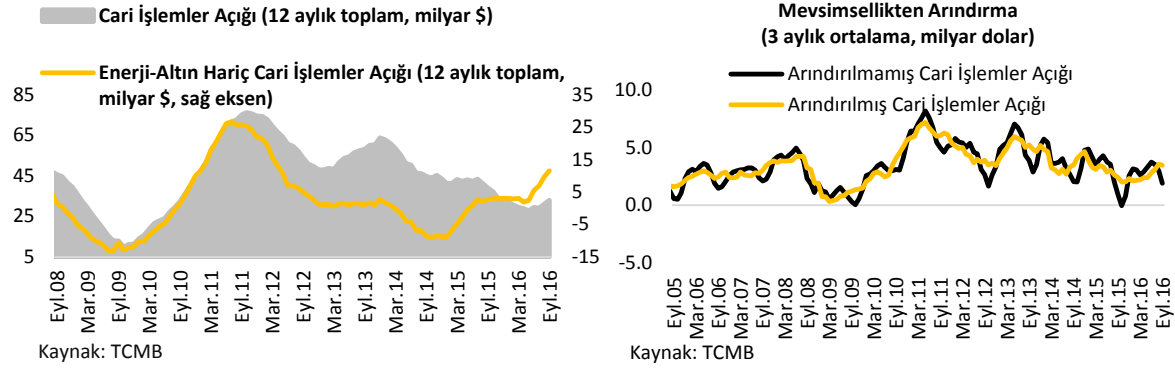
Sonuç olarak Eylül ayında piyasa beklentilerinde artış olmasına karşın sanayi üretim endeksi arındırılmamış verilerle yıllık bazda %4.1, arındırılmış verilerle yıllık bazda %3.1 azalırken, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki aya göre %3.8 azaldı. Böylece yılın üçüncü çeyreğinde sanayi üretim endeksi bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %3.2 daraldı. Sanayi üretimindeki önemli öncül göstergelerden olduğunu düşündüğümüz ihracat, ara malı ve sermaye malı ithalatında yaşanan düşüşün Eylül ayında sanayi üretim endeksinde yaşanan düşüşte etkili olduğunu düşünüyoruz. Özellikle Eylül ayında sermaye malları ithalatının düşüş ivmesinin artmasının yanı sıra Ağustos ayında artışın yaşandığı ara malı ithalatının Eylül ayında azalış göstermesinin Eylül ayında sanayi üretim endeksinde düşüş yaşanmasında etkili olduğu görünüyor. Ayrıca yatırım ortamındaki belirsizliğin Eylül ayında devam etmiş olması da dayanıklı ve dayanısız tüketim malı imalatı grubu öncülüğünde sanayi üretimini azalış yönlü etkiledi. Eylül ayında Kurban bayramı tatili nedeniyle çalışma gün sayısında ortaya çıkan azalmanın etkisiyle arındırılmamış ve arındırılmış yıllık bazdaki sanayi üretim endeksinin farklılaştığı görülmüyor. Temmuz ayında ülkemizde yaşanan olağanüstü gelişmelerin ardından geçtiğimiz ay sanayi üretim endeksinde bir miktar düzeltme yaşanmıştı. Özellikle aylık bazda sanayi üretimindeki sert artış dikkat çekmişti. Bu ay, Ağustos ayına gelen aşağı yönlü güncelleme ile birlikte momentumun Ağustos ayında 2009 yılı Ağustos ayından beri ilk kez negatife geçtiğini ve momentumdaki azalışın Eylül ayı itibariyle devam ettiğini görüyoruz. Eylül ayında sanayi üretim endeksi beklentimizin ve piyasa beklentilerinin tersi yönde gerçekleşmiş olsa da, sanayinin önemli öncül göstergelerinden biri olan PMI endeksinin Eylül ayında 50'nin altında kalsa bile geçtiğimiz aylara göre toparlanma göstermiş olmasının önümüzdeki aylara ilişkin sanayi üretimi açısından olumlu değerlendirilebileceğini düşünüyoruz.



Büyümenin en önemli öncül göstergelerinden biri olan sanayi üretiminin özellikle Temmuz ayında yaşanan olayların olumsuz yansımalarıyla yılın üçüncü çeyreğinde gösterdiği düşük performans yılın üçüncü çeyreğinde ekonomik aktivite açısından olumsuz bir gelişme olarak karşımıza çıkıyor. Temmuz ayında yaşanan olağanüstü gelişmelerin ardından Ağustos ayında sanayi üretiminde beklenen düzeltmenin gelmemesi ve Eylül ayında sanayi üretiminin ihracat ve ara malı ithalatı kaynaklı olarak gösterdiği azalış

üçüncü çeyrekte büyümede yavaşlamanın devam edeceğine işaret ediyor. Ayrıca Eylül ayı sanayi üretim endeksinin açıklanmasıyla birlikte büyüme rakamının yılın üçüncü çeyreğinde çeyreklik bazda negatif gelme ihtimali de artmış görünüyor. Kamu otoritelerince kredilerin artırılmasına yönelik alınan tedbirlerin tüketimi canlandırması ve bununda yatırım ortamını iyileştirmesi beklendiğinden dolayı önümüzdeki dönemde sanayi üretiminin büyümeye pozitif katkı yapacağını düşünüyoruz. Bu bağlamda, düşük gelmesi beklenen üçüncü çeyrek büyüme rakamı sonrasında, büyümenin tekrar dördüncü çeyrekte yukarı yönlü ivme kazanmasını bekliyoruz.

### **Cari işlemler açığı Eylül ayında 1.7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti.**




2015 yılı Eylül ayında 156 milyon dolar fazla veren cari işlemler dengesi 2016 yılı Eylül ayında 1.7 milyar dolar açık verdi. (piyasa beklentisi: 1.9 milyar dolar, VakıfBank beklentisi: 1.8 milyar dolar). Eylül ayında gerileyen dış ticaret açığına rağmen, turizm gelirlerinde yaşanan düşüşün cari işlemler açığı üzerinde yaptığı negatif yönlü mevsimsel etki hissedilmeye devam etti. Bununla birlikte beklediğimiz üzere geçmiş dönemlerde olduğu gibi Ağustos ayından Eylül ayına geçişlerde kar transferleri kanalıyla döviz çıkışı da bir miktar artış gösterdi. Yıllık cari işlemler açığı ise 31 milyar dolardan 33 milyar dolara yükseldi. Yıllık enerji ve altın hariç cari işlemler açığı ise 2015 yılı Eylül ayındaki 2.6 milyar dolardan 11.1 milyar dolara yükselerek cari açıktaki Haziran 2015'ten bu yana dönüşün devam ettiğine işaret etti. Öte yandan 3 aylık ortalaması alınmış verilerle Eylül ayında bir toparlanma gözükmesine karşın, verilere mevsimsellikten arındırılıp bakıldığında belirgin bir düşüş göstermemekte. Bu durumun yılın kalan aylarında da devam etmesi cari işlemler açığında dönüşün kalıcılığına işaret edebilir.

Ocak-Eylül dönemini kapsayan ilk dokuz aylık verilere göre ise cari işlemler açığı geçen seneye göre sınırlı artış göstererek 24.8 milyar dolara yükseldi. Söz konusu dönemde dış ticaretteki toparlanma devam etmesine karşın, döviz geliri olarak önemli bir rolü olan net hizmet gelirlerinin yıllık bazda %40 sert düşüş göstermesi cari açık üzerinde baskı yarattığına işaret etmekte.

Ödemeler bilançosunun pasif tarafında yer alan finansman hesabında portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kanalıyla sert döviz çıkışının yaşandığı dikkat çekiyor. Eylül ayında küresel piyasalarda Deutsche Bank'ın mali durumunun yarattığı tedirginlik ile risk alma iştahının azalması sonucunda gelişmekte olan ülke piyasalarına satış gelmesi ve Moody's'in Türkiye'nin kredi notunu indirmesi döviz çıkışları üzerinde etkili oldu. Böylece Eylül ayında yurtiçinde 719 milyon dolarlık doğrudan yatırım gerçekleşirken, portföy yatırımları kanalıyla 1.6 milyar dolarlık, diğer yatırımlar kanalıyla da 2.3 milyar dolarlık sert döviz çıkışı yaşandı. Yurtiçi piyasalarda yaşanan likidite sıkışıklığı sebebiyle TCMB'nin net döviz rezervleri 4.8 milyar dolar azalış gösterdi.

Sonuç olarak, Eylül ayında cari işlemler açığı yıllık bazda sert bir şekilde artarak 1.7 milyar dolar ile 1.8 milyar dolar olan beklentimize yakın gerçekleşti. Dış ticaret açığındaki bir miktar gerilemenin olumlu etkisini turizm gelirlerinde yaşanan mevsimsel etki sınırlandırmış oldu. Yıllık cari işlemler açığı 31 milyar dolardan 33 milyar dolara yükseldi. Mayıs ayı itibarıyla yükselmeye başlayan 12 aylık kümülatif enerji ve altın hariç cari işlemler açığı yükselişini Eylül ayında da sürdürdü. Bilançonun finansman hesabı tarafında ise Eylül ayında yaşanan finansal piyasalarda belirsizlik ortamıyla birlikte portföy ve diğer yatırımlar kanalıyla döviz çıkışları dikkat çekti. Benzer şekilde söz konusu yurtiçi ve yurtdışı finansal koşullar TCMB'nin döviz rezervleri 4.8 milyar dolar azalış gösterdi.



---

Son günlerde piyasaların gündeminde olan ABD başkanlığına Trump'ın seçilmesinin ardından, uygulayacağı düşünülen korumacı politikaların özellikle gelişmekte olan ülkeler üzerinde olumsuz etki yapması bekleniyor. Bu bağlamda Fed'in sıkılaştırıcı politikaya geçişine rağmen gelişmekte olan ülkelere yönelik devam eden sermaye akımlarında olası azalışın cari dengenin finansman tarafında baskı yaratabileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, önümüzdeki dönemde mevsimsel etkinin azalmaya başlaması ile turizm gelirlerindeki düşüşün cari açığa yaptığı negatif etki hissedilmesini sınırlandıracak olsa da petrol fiyatlarının geçen yıla göre artış göstermiş olması enerji maliyetleri bakımından baskılayıcı önemli bir unsur olarak karşımıza çıkabilir. Özellikle 30 Kasım'da yapılacak olan OPEC toplantısından arzın dondurulmasına ilişkin bir kararın çıkması halinde petrol fiyatlarında yukarı yönlü bir seyir bizi bekliyor olabilir. Bu bağlamda Temmuz ayından bu yana artışına düzenli olarak devam eden yıllık cari işlemler açığının yılsonuna yaklaştığımız dönemde de bu seyrini koruyacağını ve yılsonunu yaklaşık 35 milyar dolara yakın bir seviyeden kapatabileceğini düşünüyoruz.

## Haftalık Veri Takvimi (14 Kasım – 18 Kasım 2016)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
14.11.2016	<b>Euro Bölgesi</b>	Sanayi Üretimi (Eylül, Takv. Arınd., y-y)	%1.8	%0.9
	<b>İtalya</b>	TÜFE (Ekim,y-y)	-%0.1	-%0.1
	<b>Japonya</b>	Sanayi Üretimi (Eylül, y-y)	%0.9	--
		GSYH (3.çeyrek, ç-ç, öncül)	%0.2	%0.2
		Kapasite Kullanım Oranı (Ekim,a-a)	%2.6	--
15.11.2016	<b>Türkiye</b>	İşsizlik Oranı (Ağustos)	%10.7	--
		Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (Ekim)	-16.91 Milyar TL	--
	<b>ABD</b>	New York Fed İmalat Endeksi (Kasım)	-6.8	-2
		Perakende Satışlar (Ekim, a-a)	%0.6	%0.6
	<b>Euro Bölgesi</b>	Dış Ticaret Dengesi (Eylül)	23.3 Milyar Euro	22.1 Milyar Euro
		GSYH (3.çeyrek, Mevs. Arınd., ç-ç)	%0.3	%0.3
	<b>Almanya</b>	GSYH (3.çeyrek, Mevs. Arınd., ç-ç)	%0.4	%0.3
		Zew Endeksi (Kasım)	59.5	61.6
	<b>Fransa</b>	TÜFE (Ekim, y-y)	%0.5	%0.5
	<b>İtalya</b>	GSYH (3.çeyrek, Takv. Arınd., ç-ç)	%0.0	%0.2
16.11.2016	<b>İngiltere</b>	TÜFE (Ekim, y-y)	%1.0	%1.1
	<b>ABD</b>	ÜFE (Ekim, y-y)	%0.7	%1.2
		Sanayi Üretimi (Ekim, a-a)	%0.1	%0.2
		Kapasite Kullanım Oranı (Ekim)	%75.4	%75.5
	<b>İngiltere</b>	İşsizlik Oranı (Eylül)	%4.9	%4.9
17.11.2016	<b>ABD</b>	Yeni Başlayan Konut İnşaatları (Ekim, a-a)	-%9.0	%10.3
		İnşaat İzinleri (Ekim)	%6.3	-%2.9
		TÜFE (Ekim, y-y)	%1.5	%1.6
		Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	254 Bin Kişi	257 Bin Kişi
		Philadelphia Fed Endeksi (Kasım)	9.7	7.8
	<b>Euro Bölgesi</b>	TÜFE (Ekim, y-y)	%0.4	%0.5
	<b>Fransa</b>	İşsizlik Oranı (3.çeyrek)	%9.9	%9.9
	<b>İtalya</b>	Dış Ticaret Dengesi (Eylül)	2519 Milyon Euro	--
	<b>İngiltere</b>	Perakende Satışlar (Ekim, y-y)	%4.1	%5.3
	18.11.2016	<b>ABD</b>	Öncül Göstergeler Endeksi (Ekim)	%0.2
		Kansas Fed Aktivite Endeksi (Kasım)	6	--
<b>Euro Bölgesi</b>		Cari İşlemler Dengesi (Eylül)	23.6 Milyar Euro	--
<b>Almanya</b>		ÜFE (Ekim, y-y)	-%1.4	-%0.9
<b>İtalya</b>		Cari İşlemler Dengesi (Eylül)	3368 Milyon Euro	--