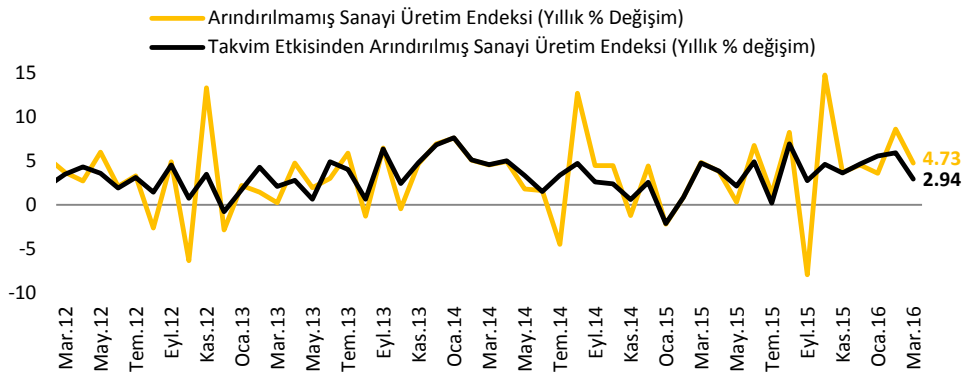
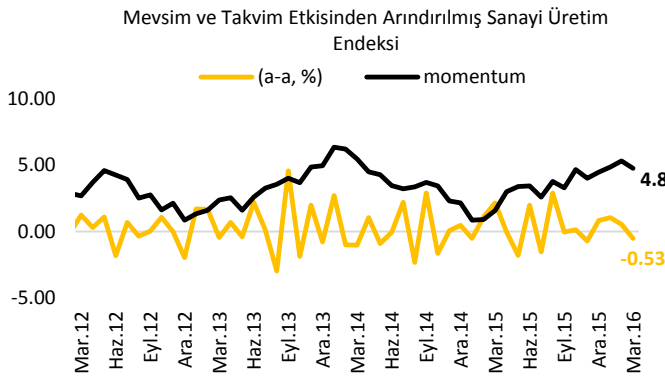


Geçtiğimiz hafta yurtiçinde Mart ayı sanayi üretimi ve cari işlemler dengesi verileri açıklandı. Mart ayında Şubat ayına kıyasla arındırılmamış ve arındırılmış verilerle yıllık bazda sanayi üretiminin artış hızı azalarak devam etti. Arındırılmamış ve arındırılmış verilerle yıllık bazda sanayi üretiminin farklılaşmasında ise Mart ayında iyileşme gösteren küresel finansal koşulların ve gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin artmasının etkili olduğunu düşünüyoruz. 2016 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %5.6 oranında artan sanayi üretiminin yılın ilk çeyreğinde büyümeye önemli ölçüde katkıda bulunmasını bekliyoruz. Hafta içinde açıklanan bir diğer veri olan cari işlemler açığında ise yıllık bazda daralma yaşanmaya devam etse de hem mevsimsellikten arındırılmış hem de ham verilerle cari işlemler açığındaki toparlanma ivme kaybetti. Turizm gelirlerindeki azalış sebebiyle net hizmet gelirlerinin cari açığa yaptığı katkının azaldığı Mart ayında küresel piyasalardaki iyimser havanın etkisiyle sermaye girişlerindeki artış dikkat çekici oldu. Bu haftaki raporumuzda sanayi üretimi ve cari işlemler dengesinde yaşanan gelişmeleri yakından ele alacağız.

Sanayi Üretim Endeksi Mart ayında yıllık bazda arındırılmamış verilerle %4.7 arttı.



Kaynak: TÜİK



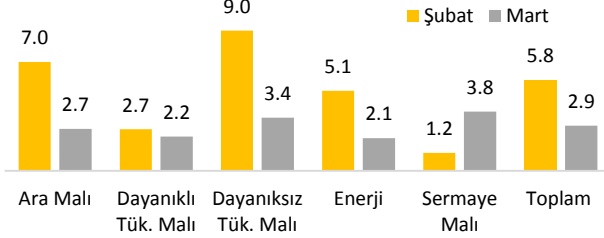
Kaynak: TÜİK, VakıfBank

Sanayi üretim endeksi, 2016 yılının Mart ayında arındırılmamış verilerle yıllık bazda %4.73 (VakıfBank beklentisi: %1.05) ve arındırılmış verilerle yıllık bazda %2.94 (VakıfBank beklentisi: %1.15) arttı. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki aya göre %0.53 düştü (VakıfBank beklentisi: %0.10). Sanayi üretiminin Mart ayında baz etkisinin katkısıyla yavaşlamasını bekliyorduk. Sanayi üretimi baz etkisinin katkısıyla yavaşlarsa da Mart ve Nisan aylarında küresel finansal koşulların iyileşme göstermesi

ve gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin artmasıyla küresel piyasalarda oluşan iyimser havanın yurtiçi göstergelere de yansımaları sonucu sanayi üretiminin beklentimizin üzerinde gerçekleştiğini düşünüyoruz. Mart ayı gerçekleşmesiyle birlikte 2015 yılının ilk çeyreğinde %1.2 olan arındırılmamış verilerle sanayi üretiminin, 2016 yılının ilk çeyreğinde %5.6'ya; 2015 yılının son çeyreğinde %4.2 olan arındırılmış verilerle sanayi üretiminin ise 2016 yılının ilk çeyreğinde %4.7'ye yükseldiği görülüyor. Bu bağlamda, 2016 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre arındırılmamış verilerle sanayi üretiminin çok iyi performans sergilediği ve arındırılmış verilerle bir önceki çeyreğe göre ise hızının bir miktar arttığı görülüyor. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksinin ise bir önceki aya göre %0.53 düşüş kaydetmesiyle sanayi üretim endeksinin momentumu beklentimiz doğrultusunda gerçekleşti. Böylece son 4 aydır yükselen momentum Mart ayında beklentimize paralel şekilde yavaşlama göstermiş oldu. Aylık bazdaki söz konusu yavaşlamada Mart ayında imalat sanayi sektöründeki ve madencilik ve taşocakçılığı sektörlerindeki yavaşlama etkili oldu. Aylık bazdaki yavaşlama ve momentumun yönünü aşağı çevirmesi sanayi üretimdeki yavaşlamanın ilk işareti olabilir. Sanayi üretimi açısından

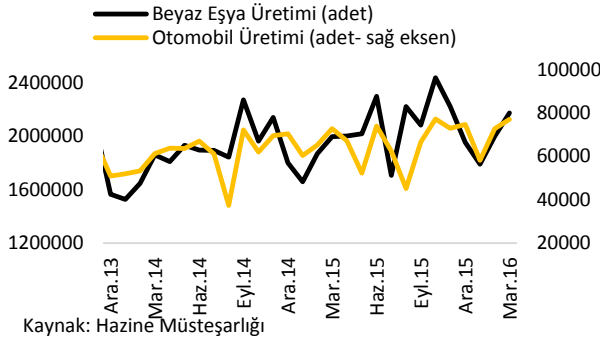
önemli öncül göstergelerden biri olan ve 2016 yılına iyi başlangıç yapmayan ihracat ve ara malı ithalatında Şubat ayında görülmeye başlanan iyileşmenin Mart ayında da devam etmesinin, Mart ayında sanayi üretimini olumlu yönde etkilediği görülüyor.

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

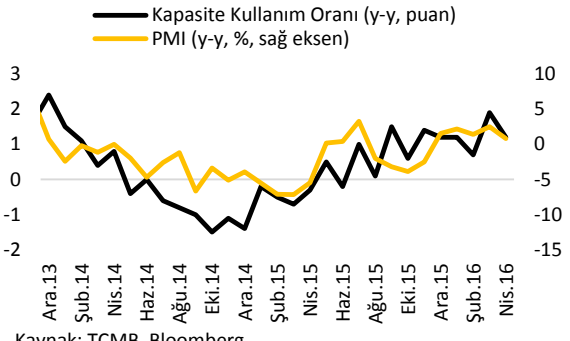


Kaynak:TÜİK

daha öncede belirttiğimiz gibi dayanıklı tüketim malı imalatının volatil olması nedeniyle bunun bir geri dönüş olduğunu söyleyemeyiz.

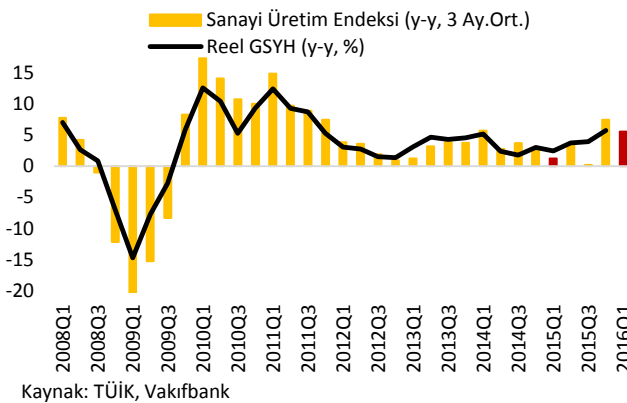


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı



Kaynak: TCMB, Bloomberg

Sanayi üretiminde önemli bir yere sahip olan otomobil ve beyaz eşya üretiminin Mart ayında da sanayi üretimine pozitif katkısının devam ettiğini görüyoruz. Otomobil üretiminin yıllık bazda %5.9 ve beyaz eşya üretiminin de yıllık bazda %8.9 artması Mart ayında sanayi üretimini destekledi. Kapasite kullanım oranı ise Mart ayında hem aylık hem de yıllık bazda yükseldi. İmalat PMI'nın Mart ayında 50 seviyesinin altına gerilemesi sanayi üretimi açısından olumsuz görünse de bir önceki yıla göre yükselmiş olması ve kapasite kullanım oranındaki artış, Mart ayında da sanayi üretiminin olumlu bir görünüm sergilemesinde etkili oldu. İmalat PMI'nın Mart ayının ardından Nisan ayında da 50 kritik değerinin altında kalmaya devam etmesi sanayi üretiminde önümüzdeki ay bir miktar aşağı yönlü baskı yaratabilir ancak kapasite kullanım oranının Nisan ayında da olumlu bir görünüm çizmesi nedeniyle aşağı yönlü baskının hafiflemesi olası görülüyor.



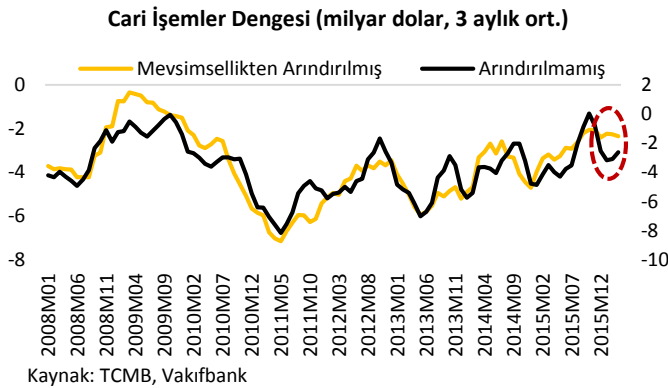
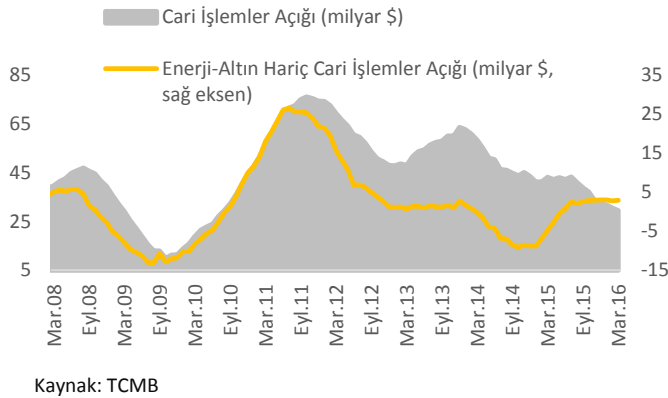
Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Sanayi üretimi ile reel GSYH arasındaki korelasyonun %90 seviyelerinde olduğu ve sanayi üretiminin reel GSYH'nın en önemli kalemlerinden biri olduğu değerlendirildiğinde sanayi üretiminin 2016 yılının ilk çeyreğinde de büyümeye önemli ölçüde katkıda bulunmasını bekliyoruz. Bu bağlamda 2016 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %5.6 oranında artan sanayi üretiminin yılın ilk çeyreğinde %5 seviyesine yakın bir büyüme oranı yakalanmasına katkıda bulunacağını düşünüyoruz. 2014 yılının ilk çeyreğinde sanayi üretimi sergilediği başarılı performans ile yılın ilk çeyrek

büyümesine destek vermişti. Bu duruma benzer şekilde, 2016 yılı ilk çeyreğinde sanayi üretimindeki performansın ilk çeyrek büyümesine pozitif yansıtılabileceğini düşünüyoruz.

Sonuç olarak, Mart ayında Şubat ayına kıyasla arındırılmamış ve arındırılmış verilerle yıllık bazda sanayi üretiminin artış hızının azalarak devam ettiği görülüyor. Arındırılmamış ve arındırılmış verilerle yıllık bazda sanayi üretiminin farklılaşmasında ise Mart ayında iyileşme gösteren küresel finansal koşulların ve gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin artmasının etkili olduğunu düşünüyoruz. Takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretiminin artış hızının yavaşlamasında, sermaye malı imalatı haricinde tüketim malı ve ara malı imalatı ve enerji grubunun yıllık bazdaki artış hızının bir önceki aya göre yavaşlaması etkili oldu. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretiminde ise bir önceki aya göre en yüksek düşüş enerji ana sanayi grubunda yaşandı. Önümüzdeki dönemde sanayi üretimine ilişkin olarak, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından yayımlanan Nisan ayı öncül istatistiklerine göre ihracatta yıllık bazdaki %10'luk azalışla birlikte ara malı ithalatındaki yavaşlama ve imalat PMI'nın Nisan ayında da gerilemeye devam etmesi Nisan ayı sanayi üretiminde aşağı yönlü baskı yaratabilir. Ancak anket yöntemiyle tahmin edilen öncül göstergelerin sanayi üretimi ile olan korelasyonun düşük olduğu değerlendirildiğinde ve Mart ayında iyileşme gösteren finansal koşulların ve gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin Nisan ayında da artarak devam ettiği göz önünde bulundurulduğunda Nisan ayında sanayi üretiminin olumlu bir görünüm sergilemesini bekliyoruz. Ayrıca sanayi üretimine doğrudan etkisi olmasa da reel kesim güven endeksi ve tüketici güven endeksinin Nisan ayında yükseliş göstermiş olması da sanayi üretimi açısından olumlu görülüyor. Mart ayı gerçekleşmesiyle birlikte büyümenin öncülü olan sanayi üretiminin 2016 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre arındırılmamış verilerle çok iyi bir performans sergilediği ve arındırılmış verilerle ise bir önceki çeyreğe göre hızının bir miktar arttığı görülüyor. Sanayi üretimindeki söz konusu iyileşmenin %4 olan 2016 yılı büyüme beklentimizi destekleyeceğini düşünüyoruz.

Cari işlemler açığı Mart ayında 3.7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti.



Mart ayında cari işlemler açığı geçen yılın aynı dönemine göre %23 gerileyerek 3.7 milyar dolar ile 3.8 milyar dolar olan beklentimize yakın gerçekleşti (piyasa beklentisi: 3.7 milyar dolar). Cari işlemler açığı Mart ayında geçen yılın aynı dönemine göre gerilemeye devam etse de hem ham verilerle hem de mevsimsellikten arındırılmış verilerle ivme kaybı yaşadı. Yıllık cari işlemler açığı ise geçen yılın aynı dönemine göre %31.6 gerileyerek 29.5 milyar dolar oldu. Cari işlemler açığı yıllık bazda gerilemesine karşın, yıllık enerji ve altın hariç cari işlemler açığı 2015 yılının Mart ayında 4.7 milyar dolar fazla verirken bu yıl 2.9 milyar dolar açık verdi. Ayrıca enerji hariç cari işlemler açığında Mart ayında artış yaşanmış olması dikkat çekici oldu. Bununla birlikte son dönemde cari açıkta bir toparlanma yaşanıyor gibi görülse de, aynı verilere mevsimsellikten arındırıp bakıldığında cari açıkta bir bozulma yaşandığı dikkat çekiyor. Bu durumun önümüzdeki aylarda da devam edip etmeyeceği "cari işlemler açığında bir

dönüş var mı?" sorusunun da yanıtı olabilir. Ocak-Mart dönemini kapsayan ilk çeyrek verilerine göre cari işlemler açığı geçen yıla göre %25.1 gerileyerek 7.9 milyar dolar açıklandı. Çeyreklik verilere göre dış ticaret açığında toparlanma görülürken, net hizmet gelirlerinde %46'lık sert gerileme yaşandı. Hizmet gelirlerindeki azalışta ise

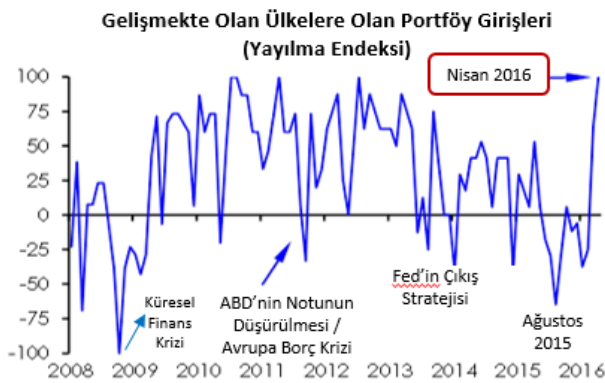
jeopolitik gelişmeler sebebiyle ilk çeyrekte net turizm gelirlerinde yaşanan %33'lük gerileme belirleyici oldu. Geçen yılın ilk çeyreğinde 2.5 milyar dolarlık kar transferleri kanalıyla döviz çıkışı yaşanırken 2016 yılının ilk çeyreğinde söz konusu bu çıkış 600 milyon dolar azalarak 1.9 milyar dolarda kaldı. Bu durumun yaşanmasında özellikle Mart - Nisan aylarında küresel piyasalarda risk alma iştahının artışıyla gelişmekte olan ülke piyasalarına ilginin artması sonucu hem TL varlıklarda hem de hisse senetlerinde girişlerin yaşanması belirleyici oldu.

Ödemeler Dengesi Bilançosu (Milyar dolar)	Mart-2015	Mart-2016	2015-1.Çeyrek	2016-1. Çeyrek
Cari İşlemler Dengesi	-4.8	-3.7	-10.5	-7.9
Finansman Hesabı*	-4.7	-2.6	-6.6	-5.0
• Doğrudan Yatırımlar	0.8	0.7	3.2	1.3
• Portföy Yatırımları	-3.1	2.7	-1.7	2.6
• Diğer Yatırımlar	0.5	0.7	1.5	3.3
• Rezervler	-6.6	1.5	-3.6	2.1
Net Hata Noksan	0.0	1.1	4.0	2.8

*Finansman hesabında (-) işaret sermaye girişinin olduğunu, (+) işaret ise sermaye çıkışının olduğunu gösteriyor. Bu durum uluslararası standartlara göre bilanço kaydının tutulması amacıyla TCMB'nin metodoloji olarak 5. El kitabından 6. El kitabına geçişindeki farklılıktan kaynaklanmaktadır.

Sermaye Girişlerindeki Performans					
	12 Aylık Toplam		3 Aylık Toplam		
(Milyar Dolar)	Mar.15	Mar.16	2015 Ç1	2016 Ç1	
Doğrudan Yatırımlar	5.6	9.8	3.2	1.3	↓
Portföy Yatırımları	20.8	-11.1	-1.7	2.6	↑
Diğer Yatırımlar	19.5	16.5	1.5	3.3	↑

Kaynak: TCMB, Vakıfbank



Ödemeler bilançosunun pasif tarafında yer alan finansman hesabında Mart ayında geçen aydan farklı olarak yukarıda da değindiğimiz gibi küresel piyasalarda risk alma iştahının artmasıyla beraber 1.1 milyar dolarlık sermaye çıkışının yerine 2.6 milyar dolarlık sermaye girişi yaşandığı dikkat çekti. Bu durumun görülmesinde portföy yatırımları kanalıyla 2.7 milyar dolarlık döviz girişi yaşanması belirleyici oldu. Şubat ayında diğer yatırımlar kanalıyla 1.7 milyar dolarlık döviz çıkışı yaşanmıştı. Mart ayında ise geçen aya göre 2.4 milyar dolarlık döviz artışı ile diğer yatırımlar kanalıyla 718 milyon dolarlık döviz girişi yaşanması bir diğer önemli gelişme oldu. Mart ayında doğrudan yatırımlar kanalıyla ise 650 milyon dolarlık sermaye girişi yaşandı. Sermaye girişlerindeki performansa baktığımızda, yıllık verilerle doğrudan yatırımlarda iyileşme olduğunu ancak 3 aylık toplamda bu görünümün devam etmediği dikkat çekiyor. Portföy

yatırımları ve diğer yatırımların ise yıllık performanslarında düşüş yaşanırken, 3 aylık toplamda iyileşme olduğunu görüyoruz. Küresel piyasalarda Nisan ayında artan risk iştahıyla gelişmekte olan ülke piyasalarına girişlerin devam ettiği bir ay olması sebebiyle Mart ayı kadar olmasa da finansman hesabı tarafında döviz girişinin devam ettiğini görebiliriz. Finansman hesabının bir diğer alt kalemi olan ve TCMB nezdinde tutulan rezerv varlıklar Mart ayında 1.5 milyar dolarlık artış gösterdi. 2015 yılının ilk çeyreğinde 3.6 milyar dolarlık azalış gösteren rezerv varlıklar bu çeyrekte ise 2.1 milyar dolarlık artış yaşadı. Rezerv varlıklarda 2015 yılı Ağustos ayında başlayan azalışın 2016 yılı Şubat ayında ilk kez artışa dönmesinin ardından Mart ayında rezerv varlıklardaki artış hızlanarak devam etti. Net

hata noksan kalemi ile yaşanan döviz girişi ise Şubat ayında sert yükseliş yaşamasının ardından Mart ayında 1.1 milyar dolar tutarında gerçekleşti.

Sonuç olarak, Mart ayında cari işlemler açığı geçen yılın aynı dönemine göre %23 azalarak 3.7 milyar dolar ile 3.8 milyar dolar olan beklentimize yakın gerçekleşti (piyasa beklentisi: 3.7 milyar dolar). Yıllık cari işlemler açığı ise 2010 yılının Temmuz ayından bu yana en düşük seviye olan 29.5 milyar dolara geriledi. Mart ayında ham petrol fiyatlarının 33 dolar/varil'den 38 dolar/varil seviyesine yükselmesinin enerji ticaretine yansması 206 milyon dolar olmasına karşın, enerji faturasının geçen yılki seviyelerinden oldukça aşağıda olması dış ticaret kanalıyla cari işlemler açığına olumlu yansıdı. Ancak geçen yıldan bu yana cari işlemler açığına olumlu yansıyan ham petrol fiyatlarının Nisan ayında 45 dolar/varil seviyelerine kadar yükseliş göstermesi cari işlemler açığına önümüzdeki ay bozulma olarak yansıyabilir. Bununla birlikte turizm gelirlerindeki zayıf seyrin devam etmesi önümüzdeki dönemde cari işlemler açığı üzerinde baskı yaratabilecek bir diğer unsur olarak karşımıza çıkıyor. Mart ayında küresel piyasalardaki iyimser havanın etkisiyle finansman hesabı tarafında sermaye girişlerinin yaşanmasında portföy yatırımları öncülük ederken, bu durumun Nisan ayında da devam etmesini ancak Mart ayındaki kadar yüksek olmayacağını tahmin ediyoruz. Özellikle Mayıs ayı başında küresel piyasalarda başlayan satış baskının Türkiye üzerindeki etkisi göz önünde bulundurulduğunda yılın ilk çeyreğinde cari işlemler açığında yaşanan toparlanmanın önümüzdeki çeyrekte bir miktar bozulma ihtimali bulunduğunu düşünüyoruz. Şu an için 30.5 milyar dolar seviyesindeki yıllık cari işlemler açık beklentimizi korusak da özellikle turizm kaynaklı gelişmeler nedeniyle cari işlemler açığı beklentimiz üzerinde yukarı yönlü riskler olduğunu belirtmek isteriz.

Haftalık Veri Takvimi (16 - 20 Mayıs 2016)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
16.05.2016	Türkiye	İşsizlik Oranı (Şubat)	%11.1	%10.9 (açıktandı)
		Merkez Yönetim Bütçe Dengesi (Nisan)	-6.57 Milyar TL	5.4 Milyar TL (açıktandı)
	ABD	New York Fed İmalat Endeksi (Mayıs)	9.56	7.00
	Japonya	ÜFE (Nisan, y-y)	-%3.8	-%3.7
17.05.2016	ABD	Yeni Başlayan Konut İnşaatları (Nisan)	-%8.8	%2.9
		İnşaat izinleri (Nisan, a-a)	-%8.6	%4.8
		TÜFE (Nisan, y-y)	%0.9	%1.1
		Sanayi Üretimi (Nisan, a-a)	-%0.6	%0.3
		Kapasite Kullanım Oranı (Nisan)	%74.8	%75.0
	Euro Bölgesi	Dış Ticaret Dengesi (Mart)	19.0 Milyar Dolar	--
	İtalya	Dış Ticaret Dengesi (Mart)	3856 Milyon Euro	--
	İngiltere	TÜFE (Nisan, y-y)	%0.5	%0.5
	Japonya	Sanayi Üretimi (Mart, a-a)	%3.6	--
		Kapasite Kullanım Oranı (Mart, a-a)	-%5.4	--
18.05.2016	ABD	26-27 Nisan Tarihli Fed Toplantı Tutanaqları	--	--
		Euro Bölgesi	TÜFE (Nisan, y-y)	-%0.2
	İngiltere	İşsizlik Oranı (Mart)	%5.1	%5.1
	Japonya	GSYH (1. çeyrek, Mevs. Arınd., ç-ç)	-%1.1	%0.3
19.05.2016	ABD	Chicago Fed Aktivite Endeksi (Nisan)	-0.44	--
		Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	294 Bin Kişi	--
		Philadelphia Fed Endeksi (Mayıs)	-1.6	2.5
		Öncül Göstergeler Endeksi (Nisan)	%0.2	%0.4
	Euro Bölgesi	Cari İşlemler Dengesi (Mart)	19.0 Milyar Dolar	--
		ECB Toplantısı Tutanaqları	--	--
	Fransa	İşsizlik Oranı (1. çeyrek)	%10.3	%10.3
	İngiltere	Perakende Satışlar (Nisan, y-y)	%2.7	%2.6
	Japonya	Makine Siparişleri (Mart, a-a)	-%9.2	-%1.9
20.05.2016	Türkiye	Merkezi Yönetim Borç Stoku (Nisan)	683.5 Milyar TL	--
		ABD	Bekleyen Konut Satışları (Nisan, a-a)	%5.1
	Almanya	ÜFE (Nisan, y-y)	-%3.1	-%3.0
	İtalya	Dış Ticaret Dengesi (Mart)	1377 Milyon Euro	--