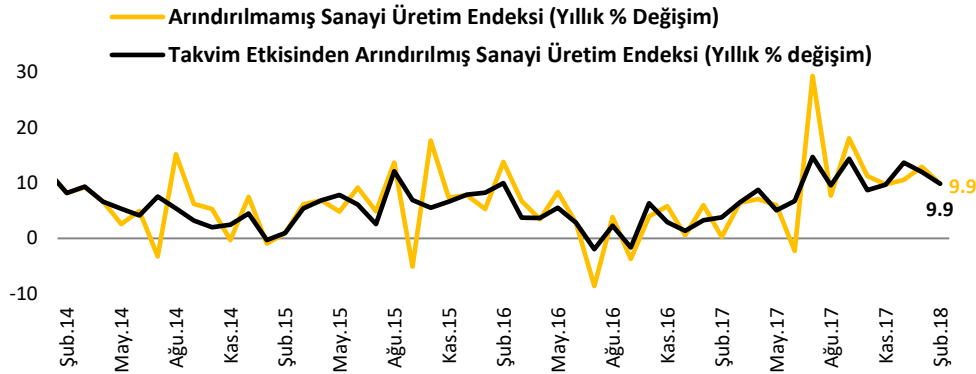


Geçtiğimiz hafta yurtiçinde yoğun bir veri takvimi vardı. Sanayi üretim endeksi Şubat ayında arındırılmamış ve takvim etkisinden arındırılmış verilerle yıllık bazda %9.9 artış gösterdi. Sanayi üretim endeksi aylık bazda ise %0.2 azaldı. İşsizlik oranı Ocak ayında %10.8 seviyesinde gerçekleşirken, bütçe dengesi 2018 yılı Mart ayında 20.2 milyar TL açık verdi. Bu haftaki raporumuzda geçtiğimiz hafta açıklanan verileri ele alacağız.

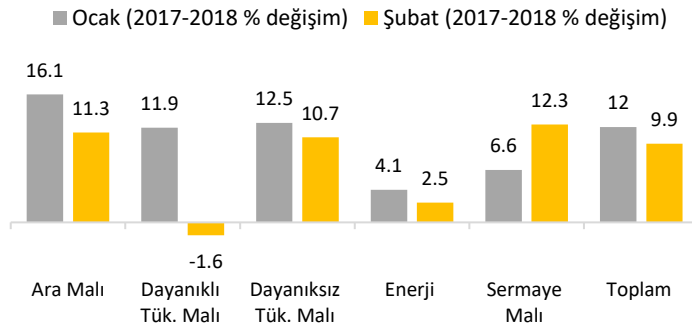
### Sanayi Üretim Endeksi Şubat ayında arındırılmış verilerle yıllık bazda %9.9 artarken aylık bazda ise %0.2 azaldı.



Kaynak: TÜİK

Sanayi üretim endeksi, Şubat ayında arındırılmamış verilerle yıllık bazda %9.9 artarken (Vakıfbank beklentisi: %9.3 artış, Piyasa Beklentisi: %9.0 artış), takvim etkisinden arındırılmış verilerle yıllık bazda %9.9 arttı (Vakıfbank beklentisi: %9.2 artış, Piyasa beklentisi: %7.9 artış). Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki aya göre %0.2 azaldı (Vakıfbank beklentisi: %1.7 azalış). Sanayinin önemli öncül göstergelerinden olan ihracat, ara malı ve sermaye malı ithalat değişkenlerinde yıllık bazda artış yaşanması Şubat ayında sanayi üretim endeksini beklediğimiz gibi destekledi. Özellikle ara malı ithalatında Şubat ayında yıllık bazda yaşanan %20'nin üzerindeki artış sanayi üretim endeksinin Şubat ayında sergilediği performansta belirleyici oldu. Ayrıca kapasite kullanım oranının ve satın alma yöneticileri imalat endeksinin (PMI) Şubat ayında güçlü görünümünü sürdürmesi de Şubat ayında sanayi üretim endeksinde yıllık bazdaki yükselişi destekleyen bir diğer unsur oldu. Böylece sanayi üretim endeksi Şubat ayında arındırılmamış verilerle yıllık bazda %9.9 artış gösterdi.

#### Sanayi Üretiminin Alt Bileşenlerinin Karşılaştırılması

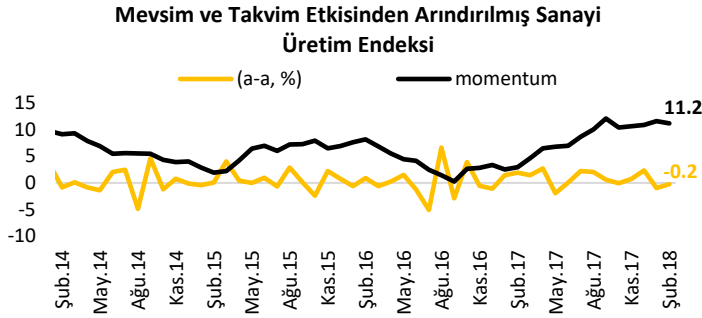


Kaynak: TÜİK

Takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise Şubat ayında yıllık bazda %9.9 arttı. Şubat ayında madencilik ve taş ocakçılığı sektöründe bir önceki yılın aynı ayına göre yaşanan %11.2 artışın yanı sıra imalat sanayi sektöründe bir önceki yılın aynı ayına göre yaşanan %10.4 artış takvim etkisinden arındırılmış endekste artışta belirleyici oldu. Ana sanayi gruplarına göre değerlendirme yapıldığında ise, bir önceki yılın aynı ayına göre en sert yükseliş yıllık bazdaki %12.3'lük artışla sermaye malı imalatı grubunda yaşandı. Bu durum

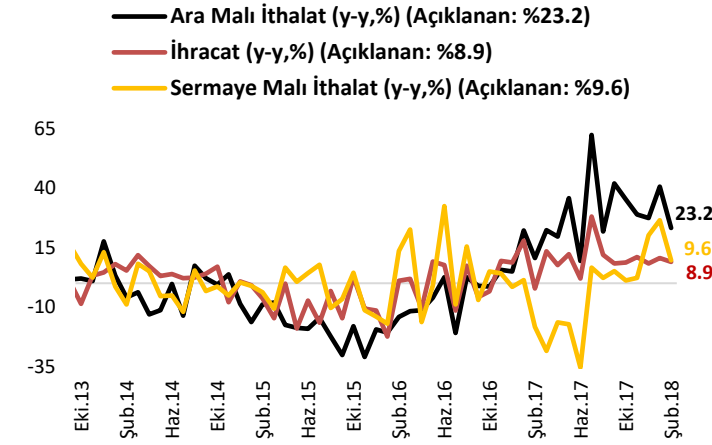
önümüzdeki dönemde sanayi üretim endeksi açısından pozitif bir görünüm çiziyor. Diğer ana sanayi gruplarının

aksine dayanıklı tüketim malı imalatı ana sanayi grubu %1.6 azalış ile yıllık bazda azalış gösteren tek ana sanayi grubu oldu.



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

azaldı. Sanayi üretiminin aylık değişiminin üç aylık hareketli ortalamasının yıllıklandırılmasıyla elde edilen sanayi üretim endeksinin momentumda ise bu ay öncül göstergelerin sergilediği performansın etkisiyle beklediğimiz gibi bir miktar yavaşlama yaşandı.



Kaynak: TÜİK

değerlendirildiğinde ise yıllık bazdaki artışa karşın aylık bazda sanayi üretim endeksi düşüş gösterdi. 2017 yılı Eylül ayı sonu itibariyle ÖTV indirimlerinin sona ermiş olması nedeniyle dayanıklı tüketim malı imalatı grubunun sanayi üretim endeksi üzerindeki olumlu etkisinin azalması aylık bazdaki azalışta etkili oldu. Sanayi üretim endeksinde dış ticaret bağlamında bakıldığında ise sermaye malı ve ara malı ithalatının aylık bazda gösterdiği azalış ihracattan aylık bazda gelen pozitif etkiyi bir miktar sınırladı. Böylece sanayi üretim endeksi Şubat ayında aylık bazda Ocak ayındaki azalışa kıyasla bir miktar iyileşme gösterdi.

Sanayi üretim endeksi büyümenin önemli öncül göstergelerinden biri olarak öne çıkıyor. Ulusal Hesaplar konusunda Avrupa Birliği Yönetmeliklerine (ESA 2010) uygun olarak yapılan revizyon çalışmaları kapsamında 2016 yılının üçüncü çeyreğinde büyüme verisinin baz yılında değişikliğe gidilmiş ve yeni hesaplama yöntemiyle birlikte 1998 olan baz yılı da değiştirilerek 2009 yılı olmuştu. Büyüme verisinde revizyona gidilirken sanayi üretim endeksinde benzer bir revizyon yapılmaması iki gösterge arasındaki ilişkinin zayıflamasına yol açmıştı. Geçtiğimiz ay itibariyle ise sanayi üretim endeksinde de revizyona gidildi ve sanayi üretim endeksinin hesaplanmasında da tıpkı büyümede olduğu gibi sabit baz yıllık endeksten zincirleme endeksin kullanımına geçilmişti. Böylece sanayi üretim endeksi ve büyüme arasındaki ilişki yeniden kuvvetlendi. 2010 yılı sonrasında büyüme ile arındırılmamış sanayi üretim endeksi arasındaki korelasyon %69 seviyelerinde iken, sanayi üretim endeksinde son yapılan

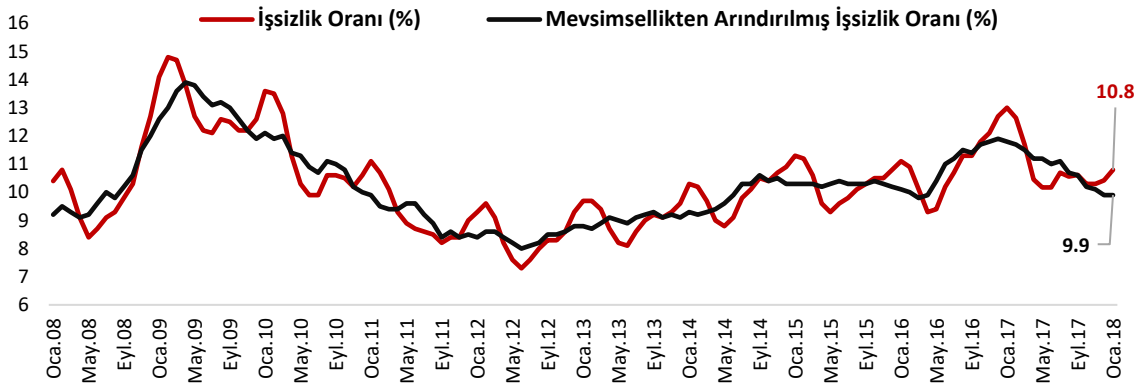
Şubat ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ara malı ve sermaye malı ithalat değişkeninin aylık bazda gösterdiği azalışın etkisiyle aylık bazda beklentimize paralel olarak azalış gösterdi. Beyaz eşya üretiminin ve otomobil üretiminin aylık bazda gösterdiği sınırlı artış ise sanayi üretim endeksinde aylık bazda beklediğimiz düşüşü sınırladı. Böylece sanayi üretim endeksi aylık bazda %1.7 azalış beklentimizin altında %0.2

Sonuç olarak sanayi üretim endeksi Şubat ayında arındırılmamış ve takvim etkisinden arındırılmış verilerle yıllık bazda %9.9 artış gösterdi. Sanayi üretim endeksi aylık bazda ise %0.2 azaldı. Sanayi üretiminin önemli öncül göstergelerinden olan ihracat, ara malı ve sermaye malı ithalat değişkenlerinde yıllık bazda artış yaşanması Şubat ayında sanayi üretim endeksinin destekledi. Özellikle ara malı ithalatında Şubat ayında yıllık bazda yaşanan %20'nin üzerindeki artış sanayi üretim endeksinin Şubat ayında sergilediği performansta belirleyici oldu. Sanayi üretim endeksi aylık bazda

revizyon ile aynı dönem için büyüme ile sanayi üretim endeksi arasındaki korelasyon %85'e çıktı. Bu bağlamda büyümenin önemli öncül göstergelerinden biri olan sanayi üretim endeksinin büyümeyi önümüzdeki dönemde açıklama kabiliyeti yükseldi.

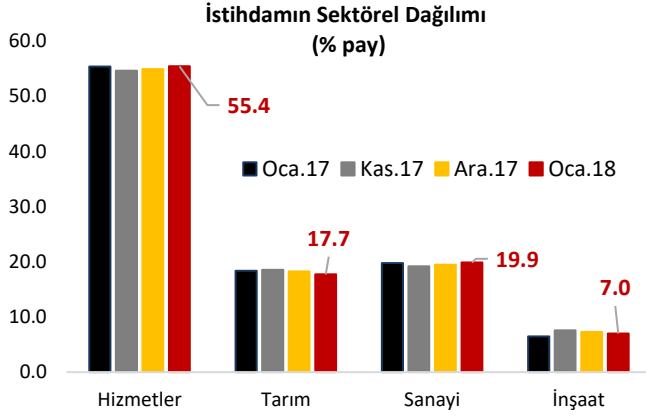
Önümüzdeki döneme ilişkin olarak, Mart ayında küresel konjonktürdeki bozulma 2018 yılı ilk çeyreğinde büyümede 2017 yılının son çeyreğine kıyasla yavaşlama yaşanacağına işaret ediyor. Buna karşın, ilk çeyrekte büyüme de yavaşlama yaşansa da bu durumun 2018 yıllık 5.5 olan beklentimiz üzerinde risk oluşturduğunu düşünmüyoruz. Bu düşüncemizin temel sebebi, KGF'de 250 milyar TL'lik limitten kalan 50 milyar TL'lik kısmın yatırımların finansmanı amacıyla kullanılacak olmasının sanayi üretimini olumlu etkileyerek büyümeye destek olacağını beklememizdir. Ayrıca geçtiğimiz günlerde açıklanan proje bazlı teşvik sistemiyle 135 milyar TL büyüklükteki 23 yatırımın teşvik edilecek olmasının cari açığı 19 milyar dolar azaltacak olmasının da sanayi üretimine ve dolayısıyla büyümeye orta ve uzun vadede faydası olacağını değerlendiriyoruz.

### İşsizlik Oranı Ocak ayında %10.8 seviyesinde gerçekleşti.



Kaynak: TÜİK

2018 yılının Ocak ayında işsizlik oranı bir önceki aya göre 0.4 puan artarken, bir önceki yılın aynı dönemine göre 2.2 puan azalışla %10.8 seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı ise bir önceki aya göre değişmeyerek %9.9 oldu. Türkiye genelinde işgücüne katılım oranı Ocak ayında, bir önceki yılın aynı dönemine göre 0.3 puanlık azalışla %52.1 seviyesinde gerçekleşti. Ocak ayında Türkiye genelinde 15 yaş üzeri toplam işsiz sayısı aylık bazda 118 bin kişi artarak 3.4 milyon kişiye yükseldi. Genç nüfusun işsizlik oranı ise yıllık bazda %19.9 seviyesinde gerçekleşti. Öte yandan, kadın nüfusun işgücüne katılım oranının 2017 yılının aynı dönemine göre 1.2 puanlık artışla %33.2 seviyesinde gerçekleşirken, kadın nüfusun istihdam oranı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre 1.6 puan artışla %28.7 seviyesinde gerçekleşti. Gerçekleşen rakamlar kadın istihdamını artırıcı teşviklerin istihdam piyasasında etkili olduğunu gösteriyor.



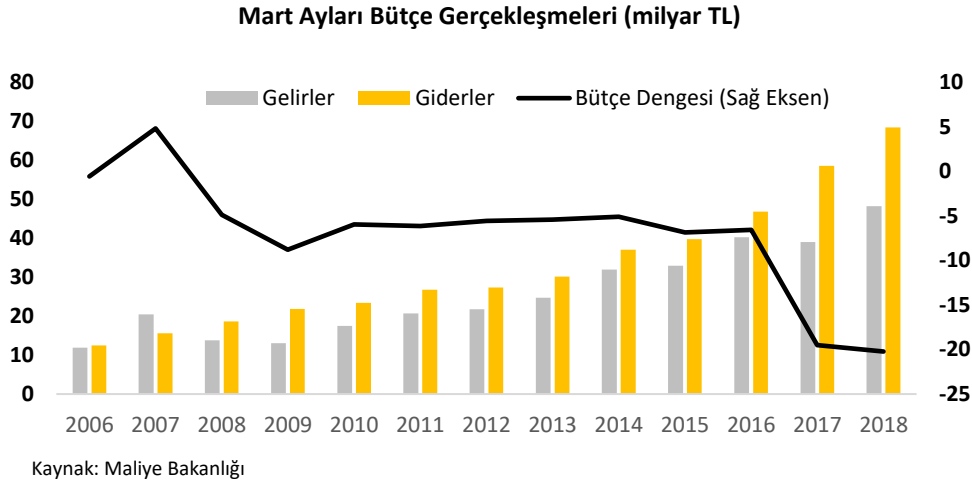
Kaynak: TÜİK

Sektörlerin işgücü içerisindeki paylarına bakıldığında, 2018 yılının Ocak ayında istihdam edilenlerin %55.4'ünün hizmetler, %17.7'sinin tarım, %19.9'unun sanayi, %7'sinin ise inşaat sektöründe yer aldığı görülüyor. Mevsimsel etkilerden kaynaklı olarak bir önceki aya göre 0.3 puan gerileyen inşaat sektörünün, geçen yılın Ocak ayı ile kıyaslandığında payının arttığı görüldü. Sanayi sektörünün payı bir önceki aya göre 0.4 puan yıllık bazda ise 0.1 puan arttı. Tarım sektörünün toplam işgücü içindeki payı ise mevsimsel etkilerden dolayı tarımsal faaliyetlerin azaldığı Ocak

ayında hem aylık hem de yıllık bazda 0.6 puan geriledi. Sektör dağılımına göre değerlendirildiğinde, aylık bazda tarım sektöründeki istihdamın Ocak'ta hizmetler ve sanayi sektörlerine kaydığı görülürken, Bakanlığın 2018 yılı Mayıs ayında uygulamaya başlaması beklenen 'Köyüne dönene asgari ücret ve 300 damızlık koyun' teşvik programının söz konusu sektör üzerinde özellikle yılın ikinci çeyreğinden itibaren olumlu etki yaratacağını düşünüyoruz. Öte yandan, söz konusu dönemde sanayi üretim endeksindeki hızlı artışa rağmen sanayi sektörünün işgücü içindeki payının sınırlı iyileştiği görüldü. Ancak Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığının 2018 yılı Stratejik planında da öngörüldüğü üzere, kamu sektörü tarafından atılacak adımlar sanayi sektörünün 2018 yılında istihdama daha fazla katkı sağlamasında etkili olabilir. Ayrıca ,programın ne zaman yürürlüğe gireceği konusunda kesin bir bilgi olmamakla birlikte, 2018 yılında etkisi tam yansımasa bile, 'Proje bazlı teşvik sistemiyle' toplamda 135 milyar TL'lik 23 projenin teşvik edilecek olmasının 34 bin kişiye doğrudan 134 bin kişiye ise dolaylı yoldan istihdam yaratması ve söz konusu programın 2019 yılında işsizlik oranında aşağı yönlü etki yaratması mümkün görünüyor.

Sonuç olarak, işsizlik oranının 2017 Aralık'taki %10.4'ten Ocak 2018'de %10.8'e yükselmesinin mevsimsellikten kaynaklandığı ve mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranının Ocak ayında bir önceki aya göre değişmeyerek %9.9 seviyesinde sabit kaldığı görüldü. Öte yandan, genç nüfusun işsizlik oranında görülen aşağı yönlü trendin yanı sıra, istihdama katılım oranının 0.3 puan azalışla 52.1 seviyesine gerilemesi de işsizlik oranındaki artışı bir miktar açıklarken, kadın istihdamını artırıcı politikaların etkisiyle kadın istihdamındaki iyileşme de işsizlik oranında önümüzdeki dönemlerde aşağı yönlü hareketin görülebileceğine işaret etmekte. Geçtiğimiz yıl yapılan teşviklerin istihdama katkısının görece sınırlı kaldığı görülürken, hükümetin istihdam piyasasını canlandırmak amacıyla atacağı köklü değişiklik adımlarının 2018 yılı için işsizlik oranında aşağı yönlü hareketleri devam ettireceğini düşünüyoruz. Bu kapsamda, 2017 yılında yıllık bazda %7.8'lik güçlü büyüme performansı ile %10.3 işsizlik oranı ile tamamlayan Türkiye ekonomisinin, Ekonomik büyümedeki istikrarın devam edeceği 2018 yılında, büyüme oranı ile işsizlik oranı arasındaki ilişkinin yeniden güçleneceği öngörüsüyle, VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak beklentimiz olan %5.5 oranındaki ekonomik büyümeyle birlikte işsizlik oranının gerilemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

## Bütçe dengesi 2018 yılı Mart ayında 20.2 milyar TL açık verdi.



2017 yılı Mart ayında 19.5 milyar TL olan merkezi yönetim bütçe açığı, 2018 yılının Mart ayında yıllık bazda %3.6 artarak 20.2 milyar TL gerçekleşti. 2017 Mart ayında 12.4 milyar TL olan faiz dışı açık, 2018 yılı Mart ayında yıllık bazda %14 azalış göstererek 10.6 milyar TL oldu. 2018 Mart ayında bütçe gelirleri yıllık bazda %23.4 oranında artışla 48.2 milyar TL, bütçe harcamaları ise %16.8 artışla 68.4 milyar TL gerçekleşti. Bütçe gelirlerindeki artışın giderlerdeki artıştan fazla olması sonucu faiz dışı açıkta geçen yıla göre düşüş yaşandı. 2017 yılı Ocak-Mart döneminde 14.9 milyar TL açık veren bütçe, 2018 yılının aynı döneminde 20.4 milyar TL açık verdi. 2017 Ocak-Mart döneminde 3.9 milyar TL olan faiz dışı fazla ise 2018 yılının aynı döneminde 1.9 milyar TL'ye geriledi. 2018 Ocak-Mart döneminde bütçe gelirleri yıllık bazda %15.7 artışla 167.4 milyar TL, bütçe harcamaları ise yıllık %17.7 artışla 187.9 milyar TL oldu.

Bütçe gelirlerinin detaylarına bakıldığında vergi gelirlerinin yıllık bazda %24.2 arttığı, vergi dışı diğer gelirlerin ise %15.4 arttığı görüldü. Mart ayında vergi gelirlerinde en yüksek yıllık artışı gösteren ilk üç kalem sırasıyla dâhilde alınan katma değer vergisi (%89.1), ithalde alınan katma değer vergisi (%32.2) ve ÖTV (%22.4) oldu. Bu üç vergi kalemindeki artışın hızlı olması iç tüketimin 2018 yılında da canlı olduğunu gösteriyor. Ocak-Mart döneminde ise yıllık bazda en hızlı artış %33 ile kurumlar vergisinde yaşandı. Geçen yıl ekonomik aktivitede yaşanan canlanma yılın ilk üç aylık döneminde kurumlar vergisinde yaşanan hızlı artışta etkili oldu. Bütçe giderlerinin detaylarına bakıldığında, faiz hariç giderlerin Mart ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %14.5, faiz giderlerinin ise %34.1 arttığı görülüyor. Mart ayında en yüksek yıllık artış gösteren gider kalemleri %45.7 artış gösteren sermaye giderleri (gayrimenkul alımları ve kamulaştırması ve gayrimenkul büyük onarım giderleri) ve %259.7 artış gösteren sermaye transferleri (sermaye nitelikli harcamaların finansmanı amacıyla yapılan karşılıksız ödemeler) oldu. Miktar olarak en yüksek harcama kalemleri ise sırasıyla cari transferler (görev zararları, destekleme ödemeleri, karşılıksız burs, hazine yardımları) ve personel giderleri olurken faiz giderleri kalemi üçüncü sırada yer aldı. Ocak-Mart döneminde de en hızlı artış gösteren kalemler sermaye transferleri (%190.8) ve sermaye giderleri (%176.4) oldu. Hem Mart'ta hem de yılın ilk üç ayında cari transferlerde artış oranı diğer kalemlere göre düşük kalmış olsa da cari transferler en yüksek gider kalemi oldu. Cari transferlerin giderler içindeki ağırlığını koruması, sermaye transferlerinde ise hızlı artışlar yaşanması maliye politikasının geçen yıl olduğu gibi destekleyici olmayı sürdürdüğünü gösteriyor.

Sonuç olarak, 2018 yılı Mart ayında bütçe açığı bir önceki yılın aynı ayına kıyasla %3.6 artışla 20.2 milyar TL oldu. Ocak-Mart dönemindeyse bütçe açığı %36.9 artışla 20.4 milyar TL gerçekleşti. Aynı dönemde bütçe gelirleri %15.7, bütçe giderleri ise %17.7 arttı. Bütçe gelirlerindeki artışta vergi gelirleri, vergi gelirlerinin artışında ise özellikle KDV ve ÖTV kalemlerindeki artışlar etkili oldu. Ayrıca Maliye Bakanı Naci Ağbal'ın açıklamalarına göre tahakkuk tahsilat oranlarının artması ve ilk üç ayda yeniden yapılandırma hedefinin aşılması da vergi gelirlerine olumlu katkı sağladı. Ekonomideki canlılık vergi gelirlerinin yüksek seyretmesini sağlıyor. Yılın ilk üç ayında özellikle cari transferler, sermaye transferleri ve sermaye giderlerindeki artışla birlikte bütçe giderlerinde de artış yaşandı. Ancak, ekonomik canlılık sonucu vergi gelirlerinin OVP hedeflerini aşması yılsonunda bütçe giderlerinde artış yaşansa bile bütçe açığının hedeflerle (65.9 milyar TL) uyumlu gerçekleşmesini ve bütçe açığının GSYH'ye oranının %2'nin altında kalmasını sağlayabilir.

Merkezi Yönetim Bütçesi (milyar TL)								
	Mart			Ocak-Mart			2018 Bütçe Hedefi	Gerçekleşen/Hedef (%)
	2017	2018	% Değişim	2017	2018	% Değişim		
<b>Giderler</b>	<b>58.6</b>	<b>68.4</b>	<b>16.8</b>	<b>159.7</b>	<b>187.9</b>	<b>17.7</b>	<b>762.8</b>	<b>24.6</b>
Faiz Hariç Giderler	51.4	58.8	14.5	140.8	165.6	17.6	691.1	24.0
Faiz Giderleri	7.2	9.6	34.1	18.8	22.3	18.3	71.7	31.1
<b>Gelirler</b>	<b>39.1</b>	<b>48.2</b>	<b>23.4</b>	<b>144.7</b>	<b>167.4</b>	<b>15.7</b>	<b>696.8</b>	<b>24.0</b>
Vergi Gelirleri	33.2	41.2	24.2	121.6	145.8	19.9	599.4	24.3
Diğer Gelirler	5.9	7.0	18.6	23.1	21.6	-6.5	97.4	22.2
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-19.5</b>	<b>-20.2</b>	<b>-3.6</b>	<b>-14.9</b>	<b>-20.4</b>	<b>-36.9</b>	<b>-65.9</b>	<b>31.0</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>-12.4</b>	<b>-10.6</b>	<b>14.0</b>	<b>3.9</b>	<b>1.8</b>	<b>-52.5</b>	<b>5.8</b>	<b>32.1</b>

Kaynak: Maliye Bakanlığı \*Rakamlar yukarı yuvarlanmıştır.

## Haftalık Veri Takvimi (23-27 Nisan 2018)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti	
23.04.2018	ABD	PMI İmalat Endeksi (Nisan, öncül)	55.6	55	
		PMI Hizmetler Endeksi (Nisan, öncül)	54	54	
		İkinci El Konut Satışları (Mart, a-a)	%3	%0.2	
	Euro Bölgesi	PMI İmalat Endeksi (Nisan, öncül)	56.6	56	
		PMI Hizmetler Endeksi (Nisan, öncül)	54.9	54.8	
		Almanya	PMI İmalat Endeksi (Nisan, öncül)	58.2	57.5
	Almanya	PMI Hizmetler Endeksi (Nisan, öncül)	53.9	53.9	
		Japonya	PMI İmalat Endeksi (Nisan, öncül)	53.1	--
		24.04.2018	Türkiye	Reel Sektör Güven Endeksi (Nisan)	111.9
Kapasite Kullanım Oranı (Nisan)	%77.8			--	
ABD	Case Shiller Konut Fiyat Endeksi (Şubat, y-y)			%6.18	--
		Yeni Konut Satışları (Mart, a-a)	-%0.6	%1.1	
		Tüketici Güven Endeksi (Nisan)	127.7	126	
		Almanya	IFO iş dünyası güven endeksi (Nisan)	103.2	104.7
25.04.2018	Türkiye	TCMB Toplantısı ve Faiz Kararı (Nisan)	--	--	
	Fransa	Tüketici Güven Endeksi (Nisan)	100	--	
26.04.2018	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Mart, öncül)	%3	%1.1	
		Öncü Mal Ticaret Dengesi (Mart)	-75.9 mlr \$	-74.8 mlr \$	
		Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları (Nisan)	232 bin kişi	--	
	Euro Bölgesi	ECB Toplantısı ve Faiz Kararı (Nisan)	--	--	
	Almanya	Tüketici Güven Endeksi (May)	10.9	10.9	
27.04.2018	ABD	GSYH (1. çeyrek, öncül, y-y)	%2.9	%2.1	
		Kişisel Tük. Harc. Endeksi (1.çeyrek, öncül, y-y)	%4	--	
		Çekirdek Kişisel Tük. Harc. Endeksi (1.çeyrek, öncül, y-y)	%1.9	--	