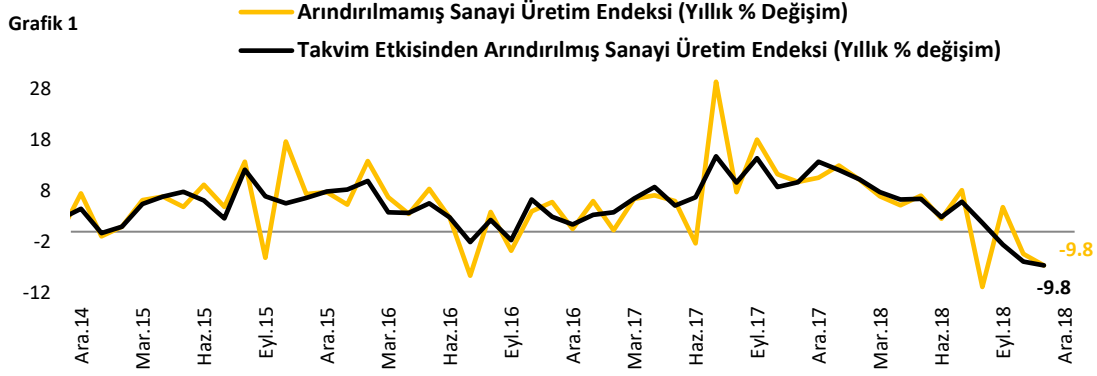


Sanayi Üretim Endeksi 2018 yılının son ayında sert daraldı.

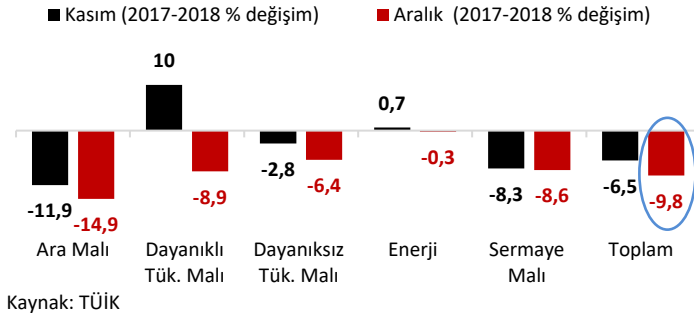
Ağustos ayının başında kurda 2001 krizinden sonraki en sert hareketlerin yaşanmasının ardından artan maliyetlerin, kur ve faizdeki sert yükselişin finansal koşullarda yarattığı sıkışmanın, sanayi üretim endeksi üzerinde gecikmeli olarak Aralık ayında aşağı yönlü baskı yaratmaya devam etti. Bu bağlamda, sanayi üretim endeksinin önemli öncül göstergelerinde yıllık bazda yaşanan sert azalışın yanı sıra baz etkisinin de katkısıyla sanayi üretim endeksinin yıllık bazda %9.8'lik azalış göstermesi bizim için sürpriz olmadı. Ancak Eylül ayından sonra TL'nin değer kazanmasının ve faizlerde dengelenme yaşanmasının yanı sıra hükümet tarafından ekonomiyi canlandırmak için alınan tedbirlerin etkisiyle Aralık ayında sanayi üretim endeksinde aylık bazda bir miktar toparlanma yaşanmasını bekliyorduk. Buna karşın Aralık ayında sanayi üretim endeksinde yıllık bazdaki kadar olmasa da aylık bazda %1.4 düşüş yaşanması bizim için sürpriz oldu. Bu durum finansal piyasalarda Eylül ayından beri gördüğümüz olumluluğun reel sektöre yansımadığına ve Ağustos ayında finansal piyasalarda yaşanan şokun reel sektör üzerindeki etkilerinin geçmiş dönemlere kıyasla daha derin olduğuna işaret ediyor. Bu haftaki raporumuzda Aralık ayı sanayi üretim endeksinin inceleyeceğiz.



Kaynak: TÜİK

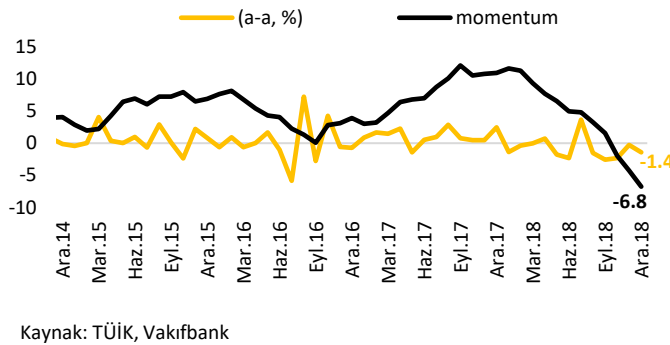
Sanayi üretim endeksi, Aralık ayında arındırılmamış verilerle yıllık bazda %9.8 azalırken (VakıfBank beklentisi: %6.9 azalış, Piyasa beklentisi: %6.9 azalış), takvim etkisinden arındırılmış verilerle yıllık bazda %9.8 azaldı (VakıfBank beklentisi: %8.4 azalış, Piyasa beklentisi: %7.5 azalış). Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki aya göre %1.4 azaldı (VakıfBank beklentisi: %2.8 artış) (Grafik 1). Ağustos ayında kur ve faizdeki sert yükselişin finansal koşullarda yarattığı sıkışmanın sanayi üretim endeksi üzerindeki etkilerini beklediğimiz gibi Aralık ayında da gecikmeli olarak görmeye devam ettik. Böylece sanayi üretim endeksinde Ekim ve Kasım aylarındaki daralmanın ardından Aralık ayında da piyasa beklentilerinin üzerinde daralma yaşandı. Kapasite kullanım oranı (yıllık 4.9 puan azalış), ara malı ithalat (yıllık 24.8 azalış), sermaye malı ithalat (yıllık %34.9 azalış), beyaz eşya üretimi (yıllık %4.5 azalış) gibi sanayi üretiminin önemli öncül göstergelerindeki düşüş Aralık ayında sanayi üretim endeksindeki düşüşte belirleyici oldu. Ayrıca imalat sektörü satın alma yöneticileri endeksinin (imalat PMI), 2018 yılı Nisan ayından bu yana 50 kritik değerinin altında kalmaya devam etmesi de sanayi üretim endeksinin yıllık bazdaki azalışını destekleyen bir diğer unsur oldu. Böylece, sanayi üretim endeksi Aralık ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %9.8 azalarak beklediğimizden ve piyasa beklentilerinden daha fazla azalış gösterdi.

Grafik 2 Sanayi Üretiminin Alt Bileşenlerinin Karşılaştırılması (Takvim Etkisinden Arındırılmış)



sanayi üretim endeksinin (117.73) birbirine yakın gerçekleştiğini görüyoruz. Bu bağlamda hem arındırılmamış hem de takvim etkisinden arındırılmış endeks yıllık bazda %9.8 azaldı. Aralık ayında imalat sanayi sektörünün yıllık bazda gösterdiği %10.8'lik sert azalış takvim etkisinden arındırılmış endekste azalışta belirleyici oldu. Kur ve faizlerde Ağustos ayında yaşanan sert yükselişin ana sanayi gruplarındaki etkisi ise geçtiğimiz aylarda olduğu gibi özellikle kura bağlı olan ara mali ve sermaye mali imalatı gruplarında devam etti. Bu bağlamda ana sanayi gruplarına göre değerlendirme yapıldığında, bir önceki yılın aynı ayına göre en sert düşüş yıllık bazdaki %14.9'luk azalışla ara mali imalatı grubunda yaşandı. Aralık ayında en çok etkilenen bir diğer grup ise %8.9 azalış gösteren dayanıklı tüketim mali imalatı grubu oldu. Hem sektörlerin hem de ana sanayi gruplarındaki kalemlerin tamamının düşüş göstermesi ise dikkat çekti (Grafik 2).

Grafik 3 Mevsim ve Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi

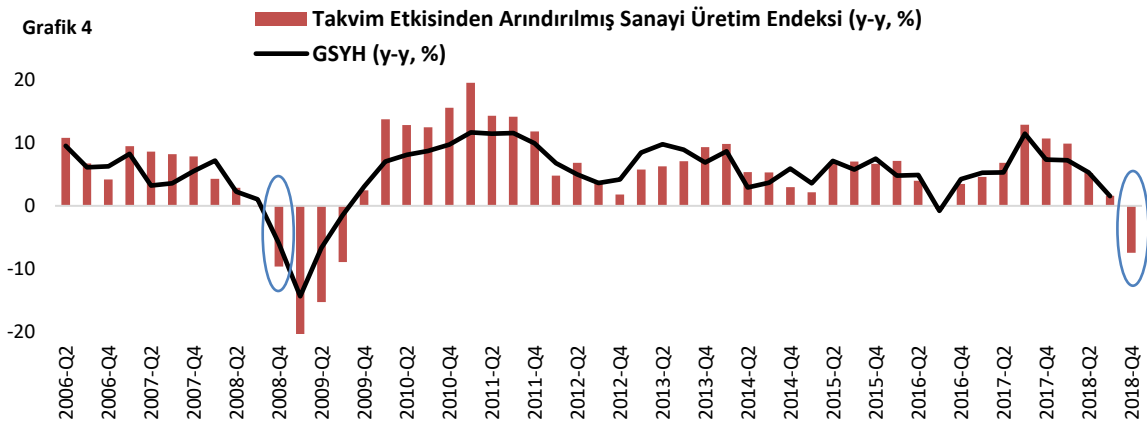


ekonomiyi canlandırmak için alınan tedbirlerin etkisiyle Aralık ayında sanayi üretim endeksinde bir miktar toparlanma yaşanmasını bekliyorduk. Ancak halihazırda Aralık ayında sanayi üretim endeksinde aylık bazda %1.4 düşüş yaşanması bizim için sürpriz oldu (Grafik 3). Bu durumun finansal piyasalarda Eylül ayından beri gördüğümüz olumluluğun reel sektöre yansımadağına işaret ettiğini düşünüyoruz. Bu bağlamda Ağustos ayında finansal piyasalarda yaşanan şokun reel sektör üzerindeki etkilerinin geçmiş dönemlere kıyasla daha derin olduğunu ve Kasım ayının ardından Aralık ayında beklediğimiz toparlanmanın henüz görülmemiş olmasının bizim için de sürpriz olduğunu değerlendiriyoruz. Sanayi üretim endeksinin önümüzdeki döneme ilişkin seyrini göstermesi açısından önemli bir gösterge olduğunu düşündüğümüz ve sanayi üretiminin aylık değişiminin üç aylık hareketli ortalamasının yıllıklandırılmasıyla elde edilen sanayi üretim endeksinin momentumundaki yavaşlamanın ise Aralık ayında ivmesi artarak devam etti. Momentumundaki yavaşlama (Kasım ayında: -%4.3; Aralık ayında: -%6.8) beklentimizin (Kasım ayı beklentimiz: -%5.0) üzerinde gerçekleşti. Böylece 2018 yılının başından beri azalış eğiliminde olan ve 2009 yılı Kasım ayından beri ilk kez negatif değer alan momentumdaki azalışın Aralık ayında da devam ettiği görüldü (Grafik 3).

Arındırılmamış sanayi üretim endeksi ile takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi arasındaki farklılıkların çalışılan gün sayısının hafta sonu tatili, resmi tatil, bayram tatili gibi süreyi etkileyen nedenlerin değişmesinden kaynaklandığını önceki raporumuzda ifade etmiştik. Söz konusu farklılıklar göz önünde bulundurulduğunda Aralık ayında resmi tatil ve bayram tatili olmadığından arındırılmamış sanayi üretim endeksi (117.26) ve takvim etkisinden arındırılmış

Takvim etkisinin yanı sıra sanayi üretim endeksi verisinde o ayı etkileyebilecek hava koşulları gibi geçici nitelikte etkilerin varlığı göz önüne alındığında, bu etkilerin mevsimsel etkiler olarak adlandırıldığını ve mevsim ve takvim etkisi göz önünde bulundurulurken hesaplanan sanayi üretim endeksinin ise "aylık" olarak açıklandığını önceki raporumuzda ifade etmiştik. Ağustos ayında kur ve faizlerdeki sert değer kaybının ardından, TL'nin değer kazanmasının ve faizlerde dengelenme yaşanmasının yanı sıra hükümet tarafından

Sonuç olarak sanayi üretim endeksi Aralık ayında hem arındırılmamış hem de arındırılmış verilerle beklentimizin ve piyasa beklentilerinin üzerinde azaldı. Ağustos ayının başında kurda 2001 krizinden sonraki en sert hareketlerin yaşanmasının ardından artan maliyetlerin, kur ve faizdeki sert yükselişin finansal koşullarda yarattığı sıkışmanın, sanayi üretim endeksi üzerinde gecikmeli olarak Aralık ayında aşağı yönlü baskı yaratmaya devam ettiği görülüyor. Bu bağlamda, sanayi üretim endeksinin önemli öncül göstergelerinde yıllık bazda yaşanan sert azalışın yanı sıra baz etkisinin de katkısıyla sanayi üretim endeksinin yıllık bazda %9.8'lik azalış göstermesi bizim için sürpriz olmadı. Ancak Eylül ayından sonra TL'nin değer kazanmasının ve faizlerde dengelenme yaşanmasının yanı sıra hükümet tarafından ekonomiyi canlandırmak için alınan tedbirlerin etkisiyle Aralık ayında sanayi üretim endeksinde aylık bazda bir miktar toparlanma yaşanmasını bekliyorduk. Buna karşın Aralık ayında sanayi üretim endeksinde yıllık bazdaki kadar olmasa da aylık bazda %1.4 düşüş yaşanması bizim için sürpriz oldu. Bu durum finansal piyasalarda Eylül ayından beri gördüğümüz olumluluğun reel sektöre yansımadığına ve Ağustos ayında finansal piyasalarda yaşanan şokun reel sektör üzerindeki etkilerinin geçmiş dönemlere kıyasla daha derin olduğuna işaret ediyor.

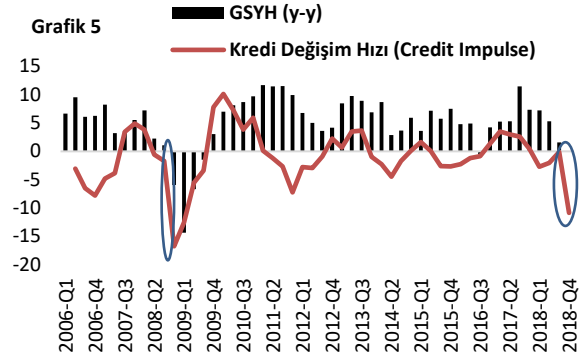


Kaynak: TÜİK, VakıfBank

Sanayi üretim endeksinin büyümenin en önemli öncül göstergelerinden biri olduğunu ve aralarındaki korelasyonun %90'ların üzerinde bulunduğunu önceki raporlarımızda dile getirmiştik. 2018 yılının son sanayi üretim endeksi verisinin açıklanması ile birlikte 2018 yılının son çeyreğine ilişkin öncül büyüme göstergeleri de açıklanmış oldu. Öncül göstergeler değerlendirildiğinde kur ve faizlerde yükseliş yaşanması ile ortaya çıkan olumsuz etkilerin yılın son çeyreğinde üçüncü çeyreğe göre çok daha fazla hissedileceğini düşünüyoruz. Takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksinin 3 aylık ortalamasının yıllık yüzde değişimi ile büyümenin yıllık yüzde değişimi birlikte değerlendirildiğinde yılın son çeyreğinde ekonomide daralmanın yaşanması muhtemel görünüyor. Özellikle takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksinin yılın son çeyreğinde yaptığı hareketin 2008 yılının son çeyreğindeki harekete olan benzerliği dikkat çekiyor (Grafik 4). Buradaki benzerlikten hareketle piyasada ekonominin 2019 yılının ilk iki çeyreğinde de daralma gösterebileceğine yönelik beklentiler bulunuyor. Her ne kadar sanayi üretim endeksinin yılın son çeyreğinde gösterdiği sert daralma 2008 yılı küresel krizindeki benzer görünse de Ekim ayından itibaren finansal koşullarda yaşanan düzelmeye dikkate alındığında 2019 yılının ilk yarısında yaşanması muhtemel daralmanın 2008 yılındaki kadar derin olmayacağı konusunda iyimseriz.

Tablo 1	GSYH (y-y, %)	Kredi Değişim Hızı (Credit Impulse, puan)
2008-Q1	7.21	3.86
2008-Q2	2.27	-0.60
2008-Q3	1.05	-1.72
2008-Q4	-5.94	-16.77
2009-Q1	-14.38	-12.59
2009-Q2	-6.69	-5.54
2009-Q3	-1.47	-3.38
2009-Q4	3.05	7.81
....
2017-Q1	5.27	3.50
2017-Q2	5.30	3.00
2017-Q3	11.49	2.58
2017-Q4	7.34	0.42
2018-Q1	7.24	-2.74
2018-Q2	5.30	-2.06
2018-Q3	1.56	-0.12
2018-Q4	11 Mart'ta açıklanacak	-10.86

Kaynak: TÜİK, BDDK, VakıfBank



Öncül göstergeler yılın dördüncü çeyreğinde daralmaya işaret ediyor olsa da biz piyasada beklendiği gibi %4 - %5 civarında bir daralma yaşanmasını beklemiyoruz. Bu düşüncemizin sebeplerinden biri kredi artışının çeyrekler arasındaki değişimini ifade eden kredi değişim hızının (credit impulse) 2018 yılının son çeyreğinde (-10.86 puan), 2008 yılının son çeyreğindeki kadar (-16.77 puan) kadar olumsuz bir görünüm çizmiyor olması. Bu durum bize 2018 yılının son çeyreğinde büyümenin 2008 yılı son çeyreğindeki kadar olumsuz olmayacağına işaret ediyor (Tablo 1 ve Grafik 5).

Ayrıca 2008 yılındaki dış ekonomik koşullar 2018 yılındaki koşullarla kıyaslandığında, 2008 yılı küresel krizde dış finansal koşullar içinde bulunduğumuz döneme kıyasla daha kötüydü. Dolayısıyla içinde bulunduğumuz dönemde dış finansal koşulların nispeten iyi olması ve 2018 yılındaki sert hareketin iç koşullar kaynaklı olması nedeniyle büyümenin 2008 yılındaki kadar sert düşmeyeceğini ve toparlanmanın daha hızlı gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte turizm ve hizmetler sektöründe yaşanan iyileşme, kamu projelerinin olumlu katkısı, vergi indirimleri ve kredi destekleri başta olmak üzere hükümetin ekonomiyi desteklemek adına aldığı tedbirlerin etkilerinin yılın son çeyreğinde daha da belirginleşmesiyle, 11 Mart'ta açıklanacak verilere göre Türkiye ekonomisinin 2018 yılının son çeyreğinde %1 civarında daralma göstermesini ve Türkiye ekonomisinin 2018 yılının tamamında, YEP tahmini olan %3.8'in altında %3.3'e yakın bir büyüme gerçekleştirmesini bekliyoruz.

Haftalık Veri Takvimi (18-22 Şubat 2019)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
18.02.2019	Türkiye	Konut Fiyat Endeksi (Aralık, a-a)	%10.48	--
		Konut Satışları (Ocak, a-a)	%2.9	--
19.02.2019	Euro Bölgesi	Cari İşlemler Dengesi (Aralık)	20.3 milyar €	--
	Almanya	ZEW Endeksi (Şubat)	-15	-13.7
	İngiltere	İşsizlik Oranı (Aralık)	%4	%4
20.02.2019	Türkiye	Tüketici Güven Endeksi (Şubat)	58.2	--
		Merkezi Yönetim Borç Stoku (Ocak)	1066.8 milyar TL	--
	ABD	Fed Toplantı Tutanakları (Ocak)	--	--
	Euro Bölgesi	Tüketici Güven Endeksi (Şubat, öncül)	-7.9	-7.7
	Almanya	ÜFE (Ocak, y-y)	%2.7	%2.2
21.02.2019	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Aralık, öncül)	%0.7	%1.7
		İkinci El Konut Satışları (Ocak, a-a)	-%6.4	%0.2
		Philadelphia FED Endeksi (Şubat)	17	14.8
		Haftalık İşsizlik Başvuruları (Şubat)	239 bin kişi	230 bin kişi
		İmalat PMI (Şubat, öncül)	54.9	55.0
		Hizmet PMI (Şubat, öncül)	54.2	54.3
	Euro Bölgesi	İmalat PMI (Şubat, öncül)	50.5	50.3
		Hizmet PMI (Şubat, öncül)	51.2	51.3
	Almanya	TÜFE (Ocak, y-y)	%1.4	%1.4
		İmalat PMI (Şubat, öncül)	49.7	49.9
		Hizmet PMI (Şubat, öncül)	53	52.9
	Japonya	TÜFE (Ocak, y-y)	%0.3	%0.2
		Nikkei İmalat PMI (Şubat, öncül)	50.3	--
22.02.2019	Türkiye	Reel Kesim Güven Endeksi (Şubat)	93	--
		Kapasite Kullanım Oranı (Şubat)	%74.4	--
	Euro Bölgesi	TÜFE (Ocak, y-y)	%1.6	%1.4
	Almanya	GSYH (4. çeyrek, y-y)	%0.9	%0.9
		IFO İş Dünyası Güven Endeksi (Şubat)	99.1	98.9