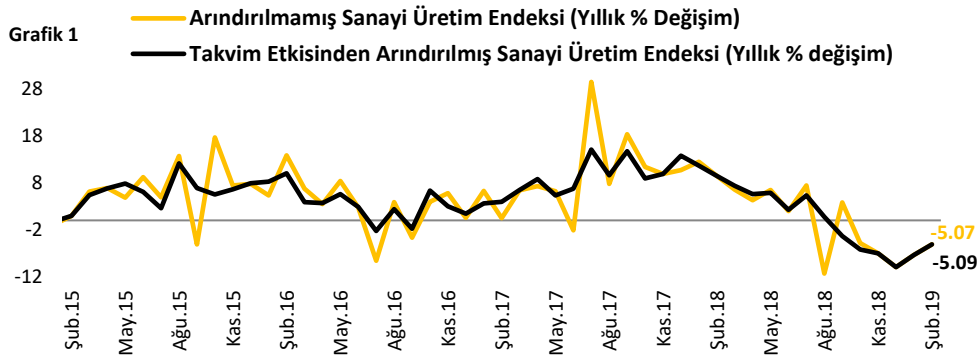


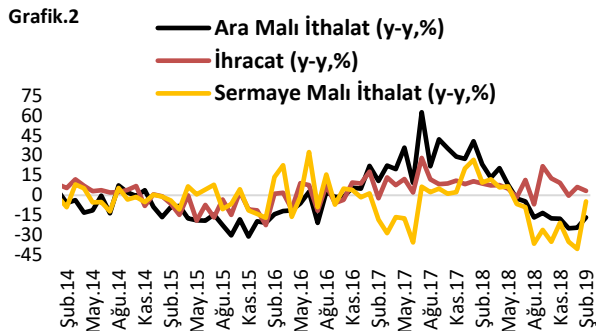
**Sanayi Üretim Endeksi Şubat Ayında Yıllık Bazda Azalırken, Aylık Bazda Arttı.**

Sanayi Üretim Endeksi Şubat ayında yıllık bazda %5.1 azalırken, aylık bazda %1.3 arttı. Önümüzdeki dönemde ekonomik koşullarda beklenmedik olumsuz bir gelişme olmaz ise, Şubat ayında dipten dönüşün yaşandığı ve Mart'ta Şubat ayına kıyasla sanayi üretim endeksinde daha iyi bir performans yaşanacağı göz önüne alındığında, 2019 yılının ilk çeyrek büyümesinin dipten dönüşün yaşandığı ilk çeyrek olacağını değerlendiriyoruz. Bir diğer ifadeyle 2018 yılının son çeyreğinde yıllık bazda (%3 daralma) yaşanan daralmanın ekonomide önümüzdeki dönemde bir olumsuzluk yaşanmaz ise görülen dip seviye olduğunu düşünüyoruz. Ancak Nisan ayında finansal koşullarda başlayan sıkılaştırma önümüzdeki dönemde büyümede beklediğimiz yukarı yönlü hareketin sürdürülebilir olup olmadığını göstermek açısından takip edilecek. Bu haftaki raporumuzda Şubat ayı sanayi üretim endeksi verisini ele alacağız.

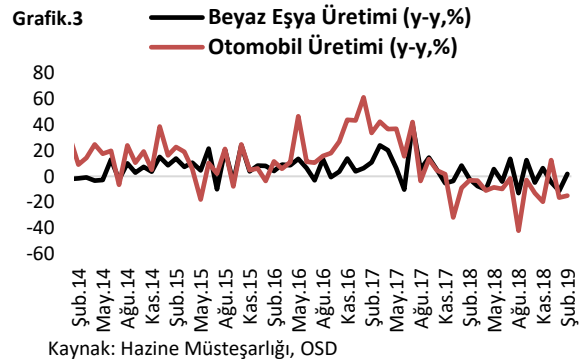


Kaynak: TÜİK

Sanayi üretim endeksi Şubat ayında arındırılmamış verilerle yıllık bazda %5.07 azalırken (Vakıfbank beklentisi: %0.85 azalış, Piyasa beklentisi: %6.4 azalış), takvim etkisinden arındırılmış verilerle yıllık bazda %5.09 azaldı (Vakıfbank beklentisi: %1.0 azalış, Piyasa beklentisi: %5.3 azalış). Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki aya göre %1.3 arttı (Vakıfbank beklentisi: %5.5 artış). (Grafik 1)



Kaynak: TÜİK

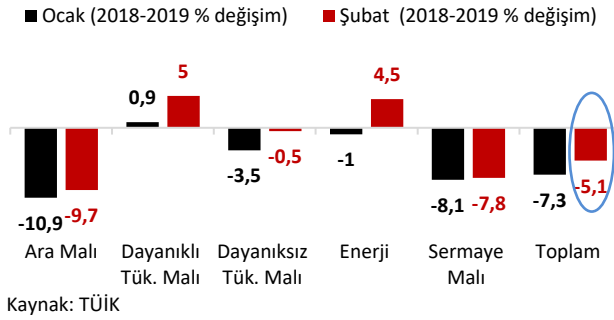


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, OSD

Ağustos ayında kur ve faizde yaşanan sert yükselişin ardından finansal koşullardaki sıkılaştırmanın sanayi üretim endeksi üzerinde gecikmeli etkisinin yıllık bazda Şubat ayında da hissedilmeye devam edilmesini ancak etkinin geçmiş aylara kıyasla azalmasını bekliyorduk. Bu konuda piyasadaki beklentilere kıyasla daha iyimserdik. Özellikle Şubat ayında kurun sakin seyretmesi, kurdan en fazla etkilenen öncül göstergelerden sermaye mali ithalatı değişkeninin yıllık bazda gösterdiği azalışın geçmiş aylara kıyasla iyileşmesi (Ocak ayında yıllık %40.28 azalış, Şubat ayında yıllık %4.55 azalış), imalat sanayi satın alma yöneticileri endeksinin (imalat PMI) Ağustos ayındaki seviyesine geri dönmesi, beyaz eşya ve otomobil üretiminde yıllık bazda yaşanan toparlanma bu düşüncemize

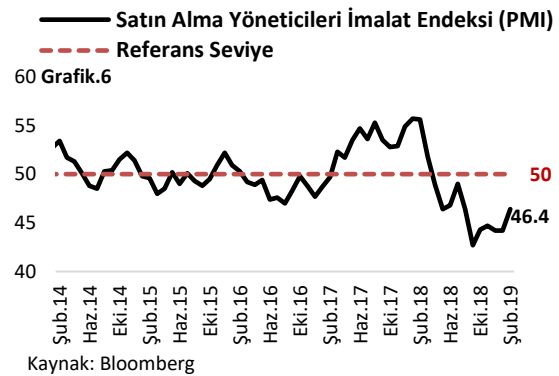
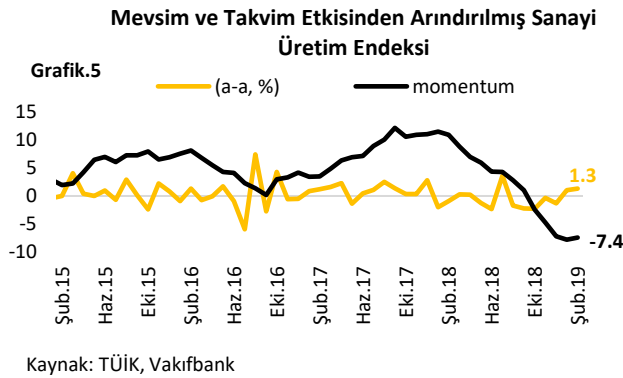
temel oluşturmuştu (Grafik 2). Ancak iyimser beklentimize karşın Şubat ayında sanayi üretim endeksindeki aşağı yönlü baskının beklediğimiz kadar hafiflediğini ve Ağustos ayında kur ve faizlerdeki sert yükselişin sanayi üretim endeksine yansımalarının beklediğimizden uzun sürdüğünü görüyoruz. Bu durumun temel sebebinin Ağustos ayında finansal piyasalarda yaşanan şokun reel sektör üzerindeki etkilerinin geçmiş dönemlere kıyasla çok daha derin olmasından kaynaklandığını ve kurda Şubat ayında yaşanan sakinleşmeye karşın belirsizlik ortamının üreticileri olumsuz etkilemeye devam etmesi nedeniyle bunun sanayi üretim endeksine beklediğimizden daha olumsuz yansıdığını görüyoruz.

**Grafik.4 Sanayi Üretim Alt Bileşenlerinin Karşılaştırılması (Takvim Etkisinden Arındırılmış)**



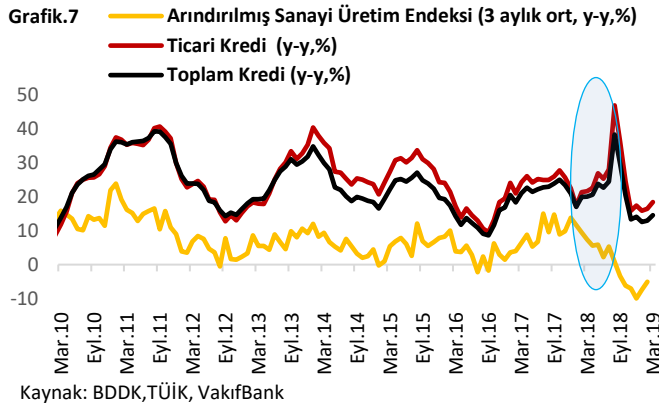
Arındırılmamış sanayi üretim endeksi ile takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi arasındaki farklılıkların çalışılan gün sayısının hafta sonu tatili, resmi tatil, bayram tatili gibi süreyi etkileyen nedenlerin değişmesinden kaynaklandığını önceki raporumuzda ifade etmiştik. Geçtiğimiz yıla kıyasla Şubat ayında çalışma gün sayısında azalma olmaması nedeniyle arındırılmamış sanayi üretim endeksinin takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksinin hafif üzerinde olmasını bekliyorduk. Beklentimize paralel olarak arındırılmamış sanayi üretim endeksi (99.98), takvim etkisinden arındırılmış sanayi

üretim endeksinin (99.16) hafif üzerinde kaldı ve takvim etkisinden arındırılmış endeks yıllık bazda %5.09 azaldı. 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. Bir önceki yılın aynı ayına göre ara mali imalatı grubunda yıllık bazda yaşanan %9.7'lik azalış ve sermaye mali imalatı grubunda yıllık bazda yaşanan %7.8'lik azalış Şubat ayında takvim etkisinden arındırılmış endekste belirleyici oldu (Grafik 4). Sektörlere göre değerlendirme yapıldığında ise bir önceki yılın aynı ayına göre en sert azalış imalat sanayi sektöründe yaşandı (yıllık %5.5 azalış).



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 bulundurularak hesaplanan sanayi üretim endeksinin ise "aylık" olarak açıklandığını önceki raporumuzda ifade etmiştik. Şubat ayında öncül göstergelerdeki iyileşmenin etkisiyle sanayi üretim endeksinde Ocak ayına kıyasla daha fazla toparlanma yaşanmasını bekliyorduk (beyaz eşya üretimi aylık %17.02 artış, otomobil üretimi aylık %12.16 artış, reel kesim güven endeksi ve imalat PMI'da bir önceki aya kıyasla yaşanan yükseliş (Grafik 6), sermaye mali ithalatı aylık %48.30 artış). Sanayi üretim endeksinde Şubat ayında toparlanma yaşansa da sanayi üretim endeksi aylık bazda %5.5 olan artış beklentimizin altında %1.3 arttı (Grafik 5). Bu durum

finansal piyasalarda Ekim ayından beri gördüğümüz olumluluğun reel sektöre yansımalarının beklediğimizden çok daha yavaş ve gecikmeli gerçekleştiğine işaret ediyor. 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 azalışın düşüş ivmesi ise beklediğimiz kadar olmasa da yavaşladı (Ocak ayı momentum: -7.8; Şubat ayı momentum: -7.4; Şubat ayı momentum beklentimiz: -6.1) (Grafik 5). Bu durum önümüzdeki dönemde ekonomik koşullarda beklenmedik bir olumsuzluk yaşanmaz ise Şubat ayı itibarıyla dipten dönüşün başladığını gösteriyor olabilir.



Kredilerin (toplam krediler ve ticari krediler) sanayi üretim endeksi ile yakından ilişkili olduğu ve bu ilişkinin grafikte işaretlenen alanda koştugu görülüyor (Grafik 7). Grafikte işaretlenen alan, 2017 yılında KGF desteğiyle kredilerde yaşanan ve etkileri 2018 yılının ilk çeyreğinde de devam eden kredilerdeki artışın sanayi sektörüne yansımadağını göstermesi açısından önemli görünüyor. Ayrıca 2018 yılının Ağustos ayında kurda yaşanan sert yükselişin üretim maliyetlerini arttırması da sanayi üretim endeksinin olumsuz etkiledi. Son aylarda ise

kredilerle sanayi üretim endeksi arasında kopan ilişkinin tekrar sağlandığını görüyoruz. BDDK'da haftalık bütünden elde edilen Mart ayı kredi kullanım rakamları değerlendirildiğinde Mart ayında sanayi üretim endeksinde Şubat ayına kıyasla iyileşme yaşanacağını düşünüyoruz (Şubat ayı toplam kredi artışı % 12.9'dan Mart ayında %14.5'e yükseldi. Ticari kredi artışı ise Şubat ayındaki %16.5'ten %18.4'e yükseldi.) Ayrıca Mart ayına ilişkin öncül göstergelerden reel kesim güven endeksi ve kapasite kullanım oranında yaşanan yükselişte bu düşüncemizi destekliyor. Mart ayının Ocak ve Şubat ayına kıyasla daha iyi bir görünüm çizeceği göz önünde bulundurulduğunda, 2019 yılının ilk çeyreğinde 2018 yılının son çeyreğine benzer olarak yıllık bazda daralma yaşanacağını düşünsek de, çeyreklik bazda pozitif büyüme yaşanacağını düşünüyoruz. Ekonomide herhangi bir olumsuzluk yaşanmaz ise, Şubat ayında dipten dönüşün yaşandığı ve Mart'ta Şubat ayına kıyasla sanayi üretim endeksinde daha iyi bir performans yaşanacağı göz önüne alındığında, 2019 yılının ilk çeyrek büyümesinin dipten dönüşün yaşandığı ilk çeyrek olacağını değerlendiriyoruz. Bir diğer ifadeyle 2018 yılının son çeyreğinde yıllık bazda (%3 daralma) yaşanan daralmanın ekonomide önümüzdeki dönemde bir olumsuzluk yaşanmaz ise görülen dip seviye olduğunu düşünüyoruz. Ancak Nisan ayında finansal koşullarda başlayan sıkılaştırma önümüzdeki dönemde büyümede beklediğimiz yukarı yönlü hareketin sürdürülebilir olup olmadığını göstermek açısından takip edilecek.

Sonuç olarak sanayi üretim endeksi Şubat ayında hem arındırılmamış hem de arındırılmış verilerle yıllık bazda %5.1 azalırken, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış verilerle aylık bazda %1.3 arttı. Bir önceki raporumuzda, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksinin Ocak ayında aylık bazda pozitif dönüş olması (%1 artış) nedeniyle ekonomide pozitif koşullarda beklenmedik bir şok olmaz ise dibi görülmeye yaklaşıldığını düşündüğümüzü ifade etmiştik. Önümüzdeki döneme ilişkin seyrini göstermesi açısından önemli bir gösterge olduğunu düşündüğümüz momentumda Şubat ayı itibarıyla başlayan iyileşmenin bu düşüncemizi teyit ettiğini görüyoruz. Ancak bizim beklentimiz bu dönüşün biraz daha çabuk olması yönündeydi. Ne var ki, Şubat ayındaki iyimser beklentimize karşın sanayi üretim endeksindeki aşağı yönlü baskının beklediğimiz kadar hafiflediğini görüyoruz. Bu durumun temel sebebinin Ağustos ayında finansal piyasalarda yaşanan şokun reel sektör üzerindeki etkilerinin geçmiş dönemlere kıyasla çok daha derin olmasından kaynaklandığını ve kurda Şubat ayında yaşanan sakinleşmeye karşın belirsizlik ortamının üreticileri olumsuz etkilemeye devam etmesi nedeniyle bunun sanayi üretim endeksinde beklediğimizden daha olumsuz yansıdığını düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemde ekonomik koşullarda beklenmedik olumsuz bir gelişme olmaz ise, Şubat ayı verisi sanayi üretim endeksinde

dipten çıkışın başladığına işaret ediyor. Şubat ayında piyasa beklentilerinden daha iyimser görünsekte, piyasadaki medyan beklentisi olan %6.4 azalış gerçekleşseydi, sanayi üretim endeksinin seyrini gösteren momentumda Şubat ayında dip seviyeden dönüş yaşanmamış olacaktı (momentum Ocak ayındaki -7.8'den Şubat ayında gerilemesine devam edecekti). Şubat ayında piyasa beklentilerinin üzerinde olan tahminimizi verirken, sanayi üretim endeksinde Ocak ayında görülen dip seviyenin ardından Şubat ayında dönüşün başladığını düşünerek tahminimizi verdik. Yanıldığımız husus, Ocak ayında "-7.8" olarak gerçekleşen momentumun, Şubat ayında "-6.1" seviyesine toparlanacağını düşünerek daha hızlı bir dönüşün yaşanacağını beklememiz oldu. Başka bir ifadeyle, ekonomik koşullarda beklenmedik bir olumsuzluk yaşanmaz ise sanayi üretim endeksinde Şubat ayında dipten dönüşün başladığını düşünmemize rağmen bu dönüşün öncül göstergelerdeki iyileşme nedeniyle daha hızlı gerçekleşeceğini düşündük. Sanayi üretim endeksindeki toparlanmanın önümüzdeki aylarda devam etmesi halinde büyümede 2019 yılının ilk çeyreğinde 2018 yılının son çeyreğine kıyasla iyileşme görebiliriz. Yılın ikinci çeyreğinde ise ilk çeyreğe kıyasla daha iyi bir performans yaşanmasını bekliyoruz. Ancak son haftalarda kur ve faizdeki yukarı yönlü hareketin yarattığı finansal koşullardaki sıkışmanın son iki aydır sanayi üretim endeksinde gördüğümüz iyileşmede aşağı yönlü baskı yaratıp yaratmayacağı takip edilecek.

## Haftalık Veri Takvimi (22-26 Nisan 2019)

| Tarih      | Ülke         | Açıklanacak Veri                                | Önceki           | Beklenti |
|------------|--------------|---|------------------|----------|
| 22.04.2019 | Türkiye      | Tüketici Güven Endeksi (Nisan)                  | 59.4             | --       |
|            |              | Merkezi Yönetim Borç Stoku (Mart)               | 1126.2 milyar TL | --       |
|            | ABD          | Chicago Fed Aktivite Endeksi (Mart)             | -0.29            | 2.55     |
|            |              | İkinci El Konut Satışları (Mart, a-a)           | %11.8            | -%3.8    |
| 23.04.2019 | ABD          | Konut Fiyat Endeksi (Şubat, a-a)                | %0.6             | %0.6     |
|            |              | Richmond FED İmalat Endeksi (Nisan)             | 10               | 10       |
|            |              | Yeni Konut Satışları (Mart, a-a)                | %4.9             | -%3      |
|            | Euro Bölgesi | Tüketici Güven Endeksi (Nisan, öncül)           | -7.2             | -7       |
| 24.04.2019 | Türkiye      | Reel Kesim Güven Endeksi (Nisan)                | 102.1            | --       |
|            |              | İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (Nisan)   | %74.3            | --       |
|            | Almanya      | IFO İş Dünyası Güven Endeksi (Nisan)            | 99.6             | 99.9     |
| 25.04.2019 | Türkiye      | TCMB Toplantısı ve Faiz Kararı (Nisan)          | --               | --       |
|            | ABD          | Dayanıklı Mal Siparişleri (Mart, öncül)         | -%1.6            | %0.7     |
|            |              | Haftalık İşsizlik Başvuruları (Nisan)           | 192 bin kişi     | --       |
|            | Japonya      | BoJ Toplantısı ve Faiz Kararı (Nisan)           | --               | --       |
|            |              | İşsizlik Oranı (Mart)                           | %2.3             | %2.4     |
|            |              | Sanayi Üretim Endeksi (Mart, öncül, y-y)        | -%1.1            | -%3.8    |
| 26.04.2019 | ABD          | GSYH (1. çeyrek, öncül, ç-ç, yıllıklandırılmış) | %2.2             | %2.2     |
|            |              | Michigan Ü. Tüketici Güven Endeksi (Nisan)      | 96.9             | 97       |