

Merkezi Yönetim brüt borç stoku 458.5 milyar TL olarak gerçekleşti...

Merkezi Yönetim brüt borç stoku Haziran ayı itibarıyla bir önceki aya göre 1.4 milyar TL artarak 458.5 milyar TL olarak gerçekleşti. Hazine tarafından yapılan açıklamaya göre, borç stokunun 329.2 milyar TL tutarındaki kısmı Türk Lirası cinsinden ve 129.3 milyar TL tutarındaki kısmı döviz cinsi borçlardan oluştu. İç ve dış borç stoklarının toplam borç içindeki payının sırasıyla %74.8 ve %25.2 olarak gerçekleşti. 2010 yılı Haziran ayı sonu itibarıyla Hazine alacakları ise 25.5 milyar TL'ye ulaştı. Hazine alacak stoku içerisinde en yüksek pay 14.4 milyar TL ile Mahalli İdareler'e aitken, 2010 Haziran ayı sonu itibarıyla yapılan nakdi Hazine alacağı tahsilatı 1.2 milyar TL olarak gerçekleşti.

Enflasyon beklentilerinde düzelme devam ediyor...

Merkez Bankası'nın Beklenti Anketinin Temmuz ayının son dönem sonuçlarına göre, 2010 Temmuz ayının ilk dönemde % 7.73 olarak belirlenen yıl sonu yıllık TÜFE beklentisi %7.69'a yükselirken, 12 ay sonrasının yıllık TÜFE beklentisi %7.24'den %7.20'ye geriledi. 24 ay sonrasının yıllık beklentisi ise değişmedi. Diğer detaylar incelendiğinde büyüme beklentilerinde ve USD/TL beklentisinde bir değişiklik olmadığı görülmektedir. Yılsonu cari açık beklentisi ise 200 milyon dolar büyüyerek 31.9 milyar dolara yükselmiştir.

Piyasalar neden TCMB'nin uzun süre faizleri sabit tutacağını düşünüyor...

Açıklanan Haziran ayı enflasyon rakamlarının ardından piyasa faiz artırım beklentilerinde sert bir değişiklik yaşanmıştır. Yıl başında piyasada ortalama 150 baz puan faiz artış beklentileri bulunurken, VakıfBank olarak bizim beklentimiz de aynı dönemde 150 baz puan düzeyindeydi. Haziran ayında ise piyasalarda beklentiler 100 baz puana geriledi. Ancak son açıklanan enflasyon rakamının ardından Temmuz ayında piyasa analistlerinin çoğunluğu yıl sonuna kadar faiz artırımını yapılmayacağı yönünde beklentisinde revizyona gittiği görüldü. Aşağıdaki yazımızda piyasaların neden TCMB'nin uzun süre faizleri sabit tutmayı öngördüğü incelenecek ve bu beklentiler üzerindeki hem aşağı hem de yukarı yönlü risksler değerlendirilecektir.

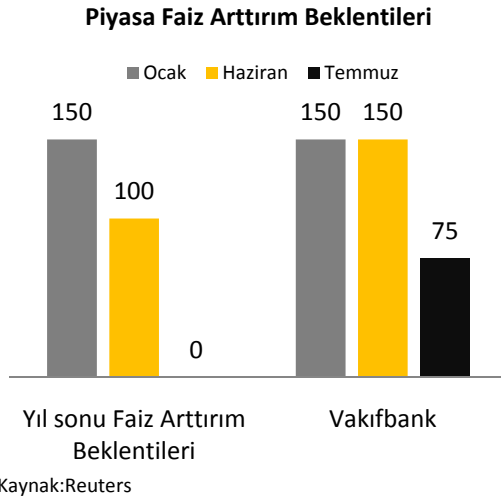
Önümüzdeki Hafta Açıklanacak Veriler...**Haftalık Yurtiçi Ekonomi Gündemi**

| Tarih | Açıklanacak Veri | Önceki Veri | Beklenti |
|------------|-----------------------------------|----------------|----------------|
| 26.07.2010 | Reel Kesim Güven Endeksi (Temmuz) | 111.7 | 112.6 |
| | Kapasite Kullanım Oranı (Temmuz) | %73.6 | %74.5 |
| 27.07.2010 | TCMB Enflasyon Raporu | -- | -- |
| 30.07.2010 | Dış Ticaret Dengesi (Haziran) | -4.9 Milyon \$ | -5.3 Milyon \$ |



Piyasalar neden TCMB'nin uzun süre faizleri sabit tutacağını düşünüyor...

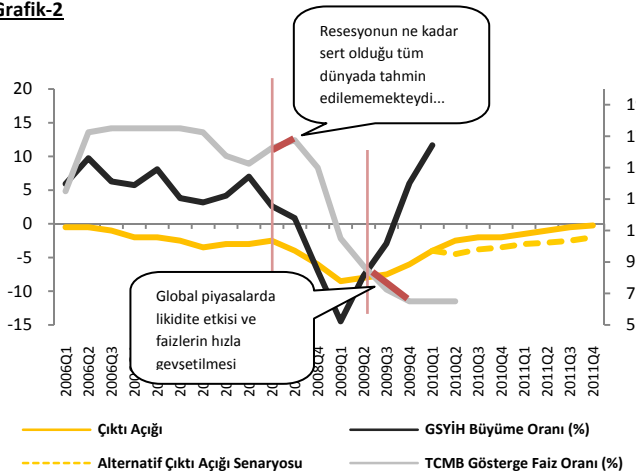
Grafik-1



Açıklanan Haziran ayı enflasyon rakamlarının ardından piyasa faiz arttırım beklentilerinde sert bir değişiklik yaşanmıştır (Bkn. Grafik-1). Yıl başında piyasada ortalama 150 baz puan faiz artış beklentileri bulunurken, Vakıfbank olarak bizim beklentimiz de aynı dönemde 150 baz puan düzeyindeydi. Haziran ayında ise piyasalarda beklentiler 100 baz puana geriledi. Ancak son açıklanan enflasyon rakamının ardından Temmuz ayında piyasa analistlerinin çoğunluğu yıl sonuna kadar faiz arttırımı yapılmayacağı yönünde beklentisinde revizyona gittiği görüldü. Bu yazımızda piyasaların neden TCMB'nin uzun süre faizleri sabit tutmayı öngördüğü incelenecek ve bu beklentiler üzerindeki hem aşağı hem de yukarı yönlü risksler değerlendirilecektir.

-Çıktı Açığı ve Politika Faizleri

Grafik-2



Kaynak:TCMB

methoda göre farklılık gösterebilmektedir. Bu durum da çıktı açığının ölçümlerinde belirsizlik yaratmakta ve hesaplamalarda zorluğa neden olmaktadır. Bu sebeple, çıktı açığını takip edebilmek için TCMB'nin Enflasyon Raporlarından düzenlediğimiz veri Grafik-2'de yer almaktadır. Grafik-2 detaylı bir şekilde incelendiğinde çıktı açığının 2009 yılının ilk çeyreğinde sert bir şekilde genişlediği, krizin hafiflemesiyle birlikte daralmaya başladığı görülmektedir. Çıktı açığının daralması Türkiye ekonomisinin potansiyel seviyesinde üretime yaklaştığına işaret ederken, ekonomideki talep yönlü enflasyonist baskının da bir göstergesidir.

Çıktı açığı en basit haliyle bir ekonomide gerçekleşen çıktının potansiyel seviyesinden sapması olarak tanımlanmaktadır.¹ Çıktı açığı ekonominin potansiyel seviyesinden uzaklığını göstermesi bakımından son derece önemli bir değişken olmakla birlikte, potansiyel üretimin ölçülmesine bağlı olduğu için doğrudan gözlenebilen bir değişken değildir. Çıktı açığının ölçülmesinde istatistiksel filtreler, çok değişkenli yapısal modeller, üretim fonksiyonu tahmini gibi methodlar kullanılmakla birlikte hesaplanan potansiyel büyüme oranı kullanılan

Grafik-2'de çıktı açığı ile TCMB'nin faiz kararı arasındaki ilişki incelendiğinde iki dönemde TCMB'nin faiz kararında çıktı açığına ters yönde tepki verdiği dikkat çekmektedir. Birincisi krizin başladığı dönemde

¹ Potansiyel çıktı ekonomide mevcut iş gücü, sermaye ve üretim teknolojisi ile enflasyon üzerinde bir baskı yaratmadan ulaşılabilecek çıktı düzeyini ifade etmektedir. Bu anlamda, çıktı açığı (gerçekleşen ile potansiyel çıktı arasındaki fark) belli bir zamanda ekonomideki talep yönlü enflasyonist baskının derecesinin belirlenmesinde bir gösterge olarak merkez bankaları tarafından yakından takip edilmektedir. Gerçekleşen çıktı ekonominin potansiyel düzeyini aştığında pozitif çıktı açığı, potansiyel düzeyin altına indiğinde ise negatif çıktı açığı oluşmaktadır. Pozitif bir çıktı açığı merkez bankalarınca artan talep yönlü enflasyonist baskıya yönelik bir sinyal olarak değerlendirilmektedir.
 Kaynak:TCMB

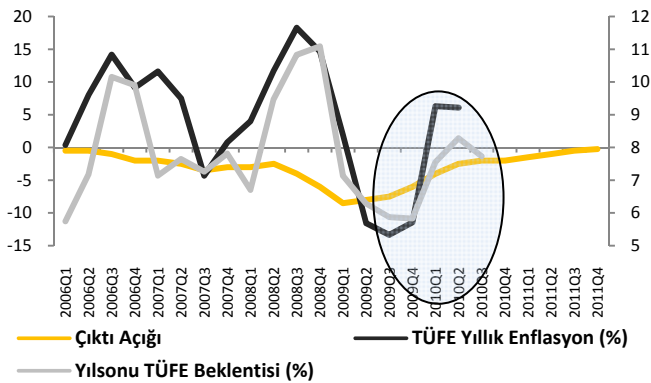
daralmanın ne kadar sert olabileceğinin anlaşılmadığı ve TCMB'nin enflasyonist kaygılarla faiz arttırdığı dönemdir. Bu dönemde krizin ne kadar sert olacağı aslında tüm dünyada tahmin edilememiş pek çok gelişmekte olan ekonomide merkez bankaları emtia fiyatlarındaki artışla faizleri yükseltmişti. Çıktı açığındaki harekete TCMB'nin ters yönde tepki verdiği ikinci hareket ise 2009 üçüncü çeyreğinde çıktı açığının toparlanmaya başlamasına rağmen TCMB'nin faiz indirimlerine devam ettiği dönemdir. Bu dönemdeki hareket üzerinde ise global piyasalarda likidite bolluğuna rağmen azalan enflasyonist baskılar ve gelişmekte ve gelişmiş ekonomilerde devam eden faiz indirimleri etkili olmuştur.

Bu grafikte TCMB projeksiyonlarında 2011 yılının sonuna kadar çıktı açığının hızla kapanacağını öngörmektedir. Fakat çıktı açığının bu kadar hızlı bir şekilde toparlanacağı üzerinde son açıklanan veriler risk oluşturmaktadır. Özellikle 2009 yılının son çeyreğinde ve 2010 yılının ilk çeyreğine baktığımızda özel tüketim harcamalarındaki artışın ve baz etkisinin büyümede rol oynadığı değerlendirildiğinde, büyümenin önümüzdeki dönemde son açıklanan verilerdeki gücüne devam edip etmeyeceği üzerinde önemli riskler vardır. 2010 yılının ilk çeyreğinde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH değeri bir önceki döneme göre %0.1 artması çift haneli büyüme rakamlarında baz etkisinin rol oynadığına işaret ederken, yılın devamında bu serideki hareket ekonomik büyümenin devam edip etmeyeceği konusunda önemle takip edilmelidir. Özellikle Avrupa'yla ilgili olarak son dönemde artan global riskler tüm dünyada olduğu gibi Türkiye ekonomisi üzerinde büyüme yönlü risklerin artmasına neden olmaktadır. Diğer yandan çıktı açığının daralması ekonomideki talep yönlü enflasyonist baskının bir göstergesi olarak değerlendirilirken, enflasyonda talep yönlü bir baskının bulunmaması aslında çıktı açığındaki toparlanmanın bu kadar hızlı olmadığına da işaret etmektedir.

2009 yılının üçüncü çeyreğinde çıktı açığının toparlanmaya başlamasına rağmen TCMB'nin faiz indirimlerine devam ettiği dönemde etkili olan diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerdeki faiz kararları da yine önümüzdeki dönemde TCMB'nin faiz kararları üzerinde önemini korumaktadır. Geçtiğimiz hafta FED Başkanı Ben Bernanke açıklamalarında, ABD ekonomisinde yaşanmakta olan toparlanmanın tehlikeye girmesi halinde FED'in ek teşvikler uygulamaya koymayı düşünmesi gerekeceğini söylemesi önümüzdeki dönemde likidite enjeksiyonunun devam edebileceğine işaret etmektedir. Böyle bir ortamda çıktı açığının tahmin edildiği kadar hızlı kapanmaması, faizlerin uzunca bir süre bu seviyelerde korunması yönünde olan beklentileri ve TCMB'nin bugünkü politika duruşunu desteklemektedir. Başka bir deyişle, çıktı açığı ve para politikası ilişkisi TCMB'nin faizleri arttırmayacağı beklentisini desteklemektedir.

-Enflasyon ve Politika Faizleri

Grafik-3

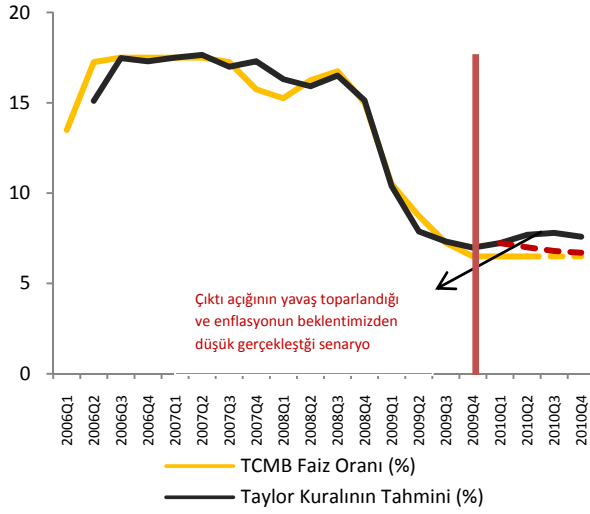


Kaynak:TCMB

Çıktı açığı yanında TCMB politikaları üzerinde etkili olan enflasyondaki hareket Grafik-3'te incelenmektedir. Bu grafikte ilk bakışta dikkat çeken en önemli gelişme yılın başında artan enflasyonist baskıların geçici olduğu ve yaşanan artışta etkili olan gıda fiyatlarının düşmesiyle enflasyonda ve beklentilerde son dönemde aşağı yönlü bir seyir izlenmesidir. Diğer bir ifadeyle çıktı açığındaki toparlanma düşük seviyelerdeyken, enflasyonda yaşanan artışta talep yönlü baskıların değil geçici fiyat artışlarının etkili olduğu görülmektedir. Yılın ilk üç ayında TCMB'nin TÜFE'de yaşanan artışın geçici olduğunu belirterek faiz arttırmalarına gitmemesi değerlendirildiğinde, TCMB'nin politika duruşunda enflasyon kadar çıktı açığına da önem verdiği görülmektedir.

-Taylor Kuralı

Grafik-4



Kaynak: VakıfBank

çizmekle beraber 2009 dördüncü çeyreğinden itibaren özellikle 2010 yılının ilk çeyreğinde birbirinden ayrıştığı görülmektedir. Bu harekette, bu dönemde TÜFE’de yaşanan artışla gerçekleşen enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki farkın yükselmesi ile çıktı açığının toparlanması etkili olurken, TCMB’nin bu dönemde enflasyondaki yükselişte geçici fiyat artışlarının etkili olması nedeniyle faiz arttırımına gitmemesi etkili olmuştur. Bu dönemde TCMB’nin aslında faiz politika kuralında mekanik olarak bağlı kalmayarak enflasyondaki artışın geçici olması nedeniyle duruma uygun bir politika (discretionary) izlediği söylenebilir.³ Grafik-4 detaylı bir şekilde incelendiğinde, 2009 dördüncü çeyreği ve 2010 yılının ilk çeyreği ardından Taylor Kuralı enflasyon beklentilerimiz ve TCMB’nin çıktı açığı projeksiyonları altında önümüzdeki dönemde ise faizlerin sabit tutulması gerektiğine işaret etmektedir. Bu durum TCMB’nin para politikası duruşuna paralel bir görünüm çizerken, piyasada yılsonuna kadar faizlerin sabit tutulması yönünde olan beklentilerle uyumludur. Taylor Kuralı ile önümüzdeki döneme ilişkin faiz tahminlerinde enflasyon beklentilerimiz ve TCMB’nin çıktı açığı projeksiyonları önemli bir rol oynarken, yukarıda da belirttiğimiz gibi çıktı açığının TCMB’nin beklediği kadar hızlı kapanmaması durumunda ve enflasyon beklentilerimizin daha düşük gelmesi faizlerde indirim bile neden olabilecektir. Dolayısıyla önümüzdeki döneme ilişkin sabit tutulması yönünde olan faiz beklentileri üzerinde aşağı yönlü risklerin bulunduğunu söylemek mümkündür.

Gerek çıktı açığı, gerek enflasyon bunlara ek olarak ise Taylor Kuralı çerçevesinde TCMB’nin bugünkü para politikası duruşu uygun olmakla birlikte bu unsurlar dışında kalan diğer gelişmelerin de gözardı edilmemesi gerektiği düşünülmektedir. Daha önceki raporlarımızda da değindiğimiz (19-26 Temmuz 2010 Haftalık Yurtiçi Ekonomi Raporu ve 19-26 Temmuz 2010 Haftalık Finans Raporu) gibi diğer gelişmekte olan ülkelerle olan faiz arbitrajı ve enflasyon beklentileri yukarıda değindiğimiz uyumlu politika duruşunu kolaylıkla değiştirebilir. Ayrıca gelişmekte olan ekonomiler yanında gelişmiş ekonomilerde faizlerde daha fazla indirim gidilecek yer olmaması piyasalarda likidite sorunlarına neden olabileceken, bu durum TCMB’nin faizleri bu seviyelerde sabit tutabilmesi üzerinde büyük engel taşımaktadır. Global piyasalarda artan risk algılaması özellikle Avrupa’ya yönelik kaygıların ABD’ye yayılması olasılığı büyüme yönlü baskıları arttırması yanında piyasalardaki risk

Çıktı açığı ve enflasyon politika faizlerinin belirlenmesi hususunda birlikte ele alınması gerekliliği politika yapıcılarını alternatif metodolojilere itmektedir. Bu çerçevede çıktı açığı, enflasyon ve politika faiz oranını beraber değerlendirebilmek için literatürde Taylor Kuralı olarak bilinen nominal faiz oranının (i), gerçekleşen enflasyonun hedeflenenden saptması ($\pi - \pi^*$) ve çıktı açığının ($y - y^*$) bir fonksiyonu olarak tanımlanan

$$i = b_0 + b_1(\pi - \pi^*) + b_2(y - y^*)$$

denklem tahminleri Grafik-4’te incelenmiştir.² Taylor Kuralı’nın tahminiyle gerçekleşen TCMB faiz kararı birbirine oldukça paralel bir görünüm

² Taylor denklemi en küçük kareler yöntemiyle modellenerek b_0, b_1 ve b_2 katsayıları tahmin edilmiştir. Modele ayrıca nominal faizlerin bir gecikmeli değişkeni eklenmiş değişen varyans ve çoklu bağıntı sorunları test edilerek düzeltilmiştir. Modelin anlamlılık düzeyi %0.96 seviyesinde ve tüm değişkenler %0.05 düzeyinde istatistik olarak anlamlı bulunmuştur. Kurulan model çerçevesinde Taylor Kuralının tahmin ettiği faiz oranları hesaplanmıştır.

³ Literatürde Taylor Kuralı ve duruma uygun bir politika karşılaştırması tartışılan en önemli nokta olarak izlenirken, politika kurallarına bağlı olma duruma uygun politikalarla göre önemli avantajları olduğu görülmektedir. Özellikle kurala bağlı politikalar zaman tutarsızlığı (time inconsistency) problemini çözerken, duruma uygun politikalar ise tutarsız (inconsistent) çözüm olarak ifade edilmektedir.

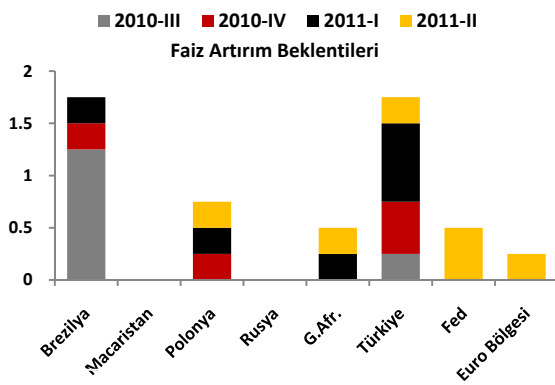
algılamasını da arttırarak TCMB'nin büyüme yönlü risklere rağmen faiz arttırımına gitmesini gündeme getirebilir. Dolayısıyla politika faiz kararının sadece makro ekonomik verilerdeki harekete değil aynı zamanda finansal piyasalardaki gelişmelere de bağlı olduğu unutulmamalıdır. Global piyasalarda büyüme rakamlarının beklentilerin altında kalması faiz indirimlerinin devam edeceği beklentilerini desteklemesi yanında artan risk algılamasıyla faizlerin yükseltilmesine de neden olabilir. Yaşanan son krizde global ekonomilerdeki likidite artışı ile büyüme yönlü riskin önüne geçebilmek için gelişmekte olan pek çok ekonomi faiz indirebilmişken, önümüzdeki dönemde likidite imkanlarının geçtiğimiz kriz dönemindeki kadar yüksek olmaması merkez bankalarının faiz indirimlerine devam etmesine hatta faizleri bu seviyelerde sabit bırakmasına engel olabilir. Ayrıca enflasyonda son dönemde yaşanan aşağı yönlü harekette gıda fiyatlarının etkili olduğu söylenebilecekken, çekirdek göstergelerdeki düşüşün manşet kadar sert olmaması ve gıda fiyatlarındaki düzeltmeyle bereber yeniden yükselmesi durumu da TCMB'nin faizleri sabit tutma yönünde olan politika duruşu üzerinde risk taşımaktadır.

Tablo-1

| | Politika Faiz Oranları | 2010 Enflasyon Beklentileri | Reel Politika Faiz Oranları |
|-------------------|------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Şili | 1.50 | 3.5 | -1.93 |
| Tayland | 1.50 | 3.5 | -1.93 |
| Türkiye | 6.5 | 8.0 | -1.39 |
| Çek Cum. | 0.75 | 1.5 | -0.74 |
| Meksika | 4.5 | 5.0 | -0.48 |
| Malezya | 2.75 | 2.1 | 0.64 |
| Gün.Afrika | 6.5 | 5.4 | 1.04 |
| Macaristan | 5.25 | 4.4 | 0.81 |
| Polonya | 3.5 | 2.3 | 1.17 |
| Çin | 5.31 | 3.4 | 1.85 |
| Brezilya | 10.75 | 5.5 | 4.97 |

Kaynak:TCMB, Bloomberg

Grafik-5



TCMB'nin faizleri yılsonuna kadar sabit tutacağı beklentileri üzerindeki yukarı yönlü riskler arasında özellikle yurtdışı piyasalardaki diğer merkez bankalarının faiz kararları risk oluşturmaktadır. Gelişmekte olan pek çok ekonomide faiz arttırmalarının başladığı bir dönemde eksi reel faiz veren Türkiye ekonomisine yabancı yatırımcıların ilgisi azalabilecek, bu durum ise TCMB'nin faizleri sabit tutabilmesi üzerinde risk oluşturabilecektir. Başka bir deyişle diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki faiz kararlarının da TCMB'nin önümüzdeki dönem faiz politikası üzerinde etkili olması mümkündür.

Gelişmekte olan ekonomiler arasında yaşanan krizle beraber en yüksek oranda faizleri indiren merkez bankası olarak dikkat çeken TCMB'nin, diğer merkez bankalarının faizlerde arttırıma devam etmesi durumunda elde edecekleri yüksek arbitrajın önüne geçmesi gerekecek, bu durum ise TCMB'nin faiz arttırmalarını erteleme süresini kısaltabilecektir. Özellikle son dönemde pek çok gelişmekte olan ülkenin faiz arttırmalarına başladığı bir dönemde faiz arttırmalarının devam edebileceği beklentileri altında (Bkz: Grafik-5) Türkiye'nin eksi reel politika faizine ve en yüksek enflasyon beklentisine sahip olması TCMB'nin faizleri uzun süre bu seviyelerde tutacağına

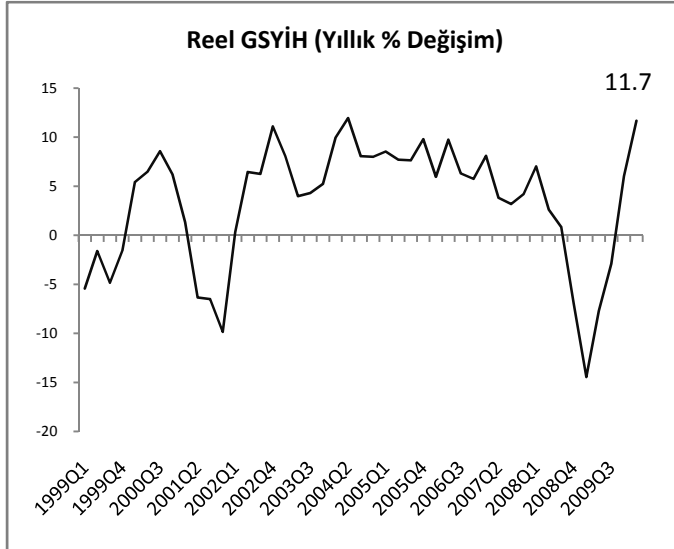
ilişkin söylemleri üzerinde risk taşımaktadır. Brezilya'nın artı %4.97 reel faiz verdiği bir ortamda Türkiye'nin - %1.4 reel politika faize sahip olması, fazilerin bu seviyelerde korunabileceğine dair beklentiler üzerinde önemli bir risk unsurudur.

Sonuç olarak, TCMB faizleri yılsonuna kadar sabit tutacağı yönünde olan beklentiler üzerinde yukarı ve aşağı yönlü risklerin bulunduğu görülmektedir. Şu an için Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak 75 baz puan artış yönünde olan beklentilerimizde değişikliğe gitmiyoruz. Fakat Temmuz ayı enflasyon rakamları ile birlikte enflasyondaki seyir ve yurt dışı piyasalarda büyüme yönlü risklerin belirginleşmesiyle beklentilerimizi piyasaya paralel olarak faizlerin yılsonuna kadar sabit tutulacağı yönünde revize edebiliriz. Enflasyonda son dönemde gıda fiyatlarındaki sert hareketlerle beklentilerin üzerinde sert düşüş yaşanırken, önümüzdeki dönemde yaşanan düşüşlerin yerini yükselişlere bıraktığı bir ortamda piyasa faiz beklentilerinde yeniden yükseliş yönlü revizyonlar yaşanabilecekken, bizim görüşümüz şuan itibarıyla ikinci bir revizyon yerine enflasyondaki ve global piyasalardaki seyri izlemek yönündedir.

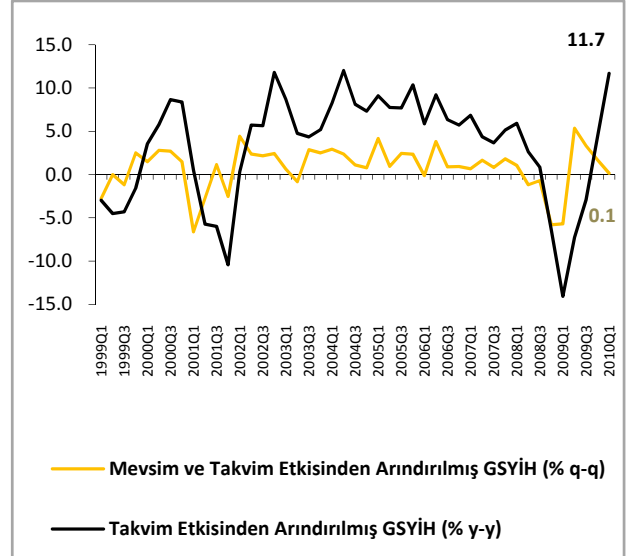
TÜRKİYE

AKTİVİTE GÖSTERGELERİ

Türkiye Büyüme Oranı (Çeyrek)



Kaynak:TÜİK

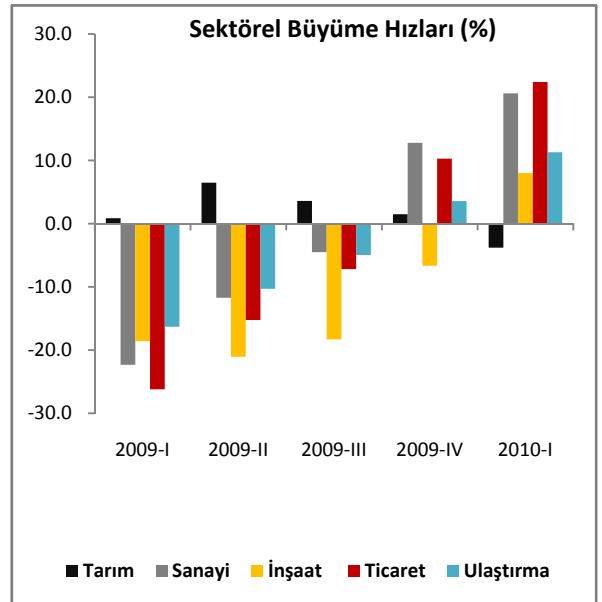


Kaynak:TÜİK

Sektörel Büyüme Hızları (%)

| Sektörler | Sektör Payları (%) | 2009 | 2009 | 2009 | 2009 | 2010 |
|-----------------------|--------------------|--------|---------|-------------|------------|-----------|
| | | I. Çey | II. Çey | III. Çeyrek | IV. Çeyrek | I. Çeyrek |
| Tarım | 4.1 | 0.8 | 6.5 | 3.6 | 1.5 | -3.8 |
| Sanayi | 25.4 | -22.3 | -11.7 | -4.5 | 12.8 | 20.6 |
| İnşaat | 5.6 | -18.6 | -21.1 | -18.3 | -6.6 | 8.0 |
| Ticaret | 13.3 | -26.2 | -15.2 | -7.2 | 10.3 | 22.4 |
| Ulaş. ve Haber. | 14.9 | -16.3 | -10.3 | -5.0 | 3.6 | 11.3 |
| Mali Kur. | 12.5 | 10.8 | 7.5 | 7.8 | 8.1 | 4.7 |
| Konut Sah. | 5.5 | 4.5 | 4.8 | 3.8 | 3.4 | 0.6 |
| Eğitim | 2.4 | 0.7 | 1.3 | 3.3 | 3.1 | 1.8 |
| Sağ. İş. ve Sos. Hiz. | 1.5 | 0.8 | 2.9 | 4.5 | 4.9 | 5.2 |
| Vergi-Süb. | 8.6 | -21.9 | -7.8 | -8.1 | 6.3 | 16.9 |
| GSYİH | | -14.5 | -7.7 | -2.9 | 6.0 | 11.7 |

Kaynak:TÜİK

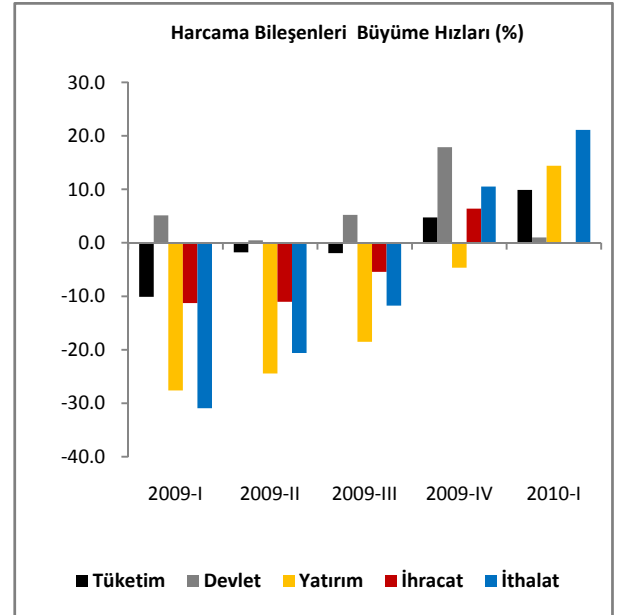


Kaynak:TÜİK

Harcama Bileşenlerinin Yıllık Büyüme Oranları (%)

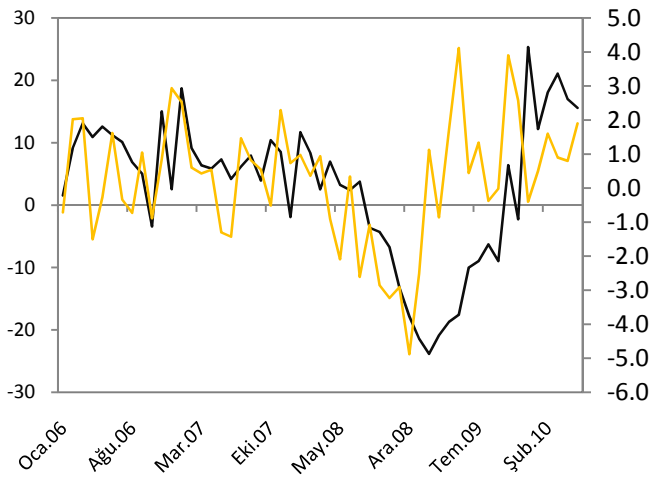
| Harcama Bileşenleri | Sektör Payları (%) | 2009 I. Çey | 2009 II. Çey | 2009 III. Çey | 2009 IV. Çey | 2010 I. Çey |
|--------------------------|--------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Yer. Hanehalkı Tük. Har. | 74.0 | -10.1 | -1.8 | -1.9 | 4.7 | 9.9 |
| Dev. Nihai Tük. Har. | 10.1 | 5.1 | 0.5 | 5.2 | 17.9 | 1.0 |
| Gay. Safi Ser. Oluş. | 21.6 | -27.6 | -24.4 | -18.5 | -4.7 | 14.4 |
| Kamu Sektörü | 2.3 | 11.8 | 0.2 | -5.7 | -8.6 | -25.6 |
| Özel Sektör | 19.3 | -32.2 | -28.7 | -21.0 | -3.5 | 22.1 |
| Mal ve Hiz. İhracatı | 23.6 | -11.3 | -11.0 | -5.4 | 6.4 | -0.1 |
| Mal ve Hiz. İthalatı | 27.1 | -30.9 | -20.6 | -11.7 | 10.5 | 21.1 |
| GSYİH | | -14.5 | -7.7 | -2.9 | 6.0 | 11.7 |

Kaynak:TÜİK



Kaynak:TÜİK

Sanayi Üretim Endeksi

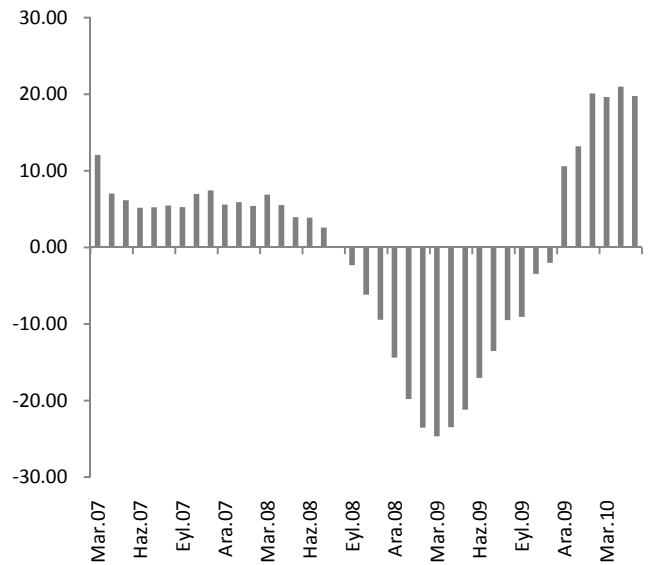


— Sanayi Üretim Endeksi (Yıllık % Değişim)

— Mevsim ve Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (Bir Önceki Aya Göre % Değ.)

Kaynak:TÜİK

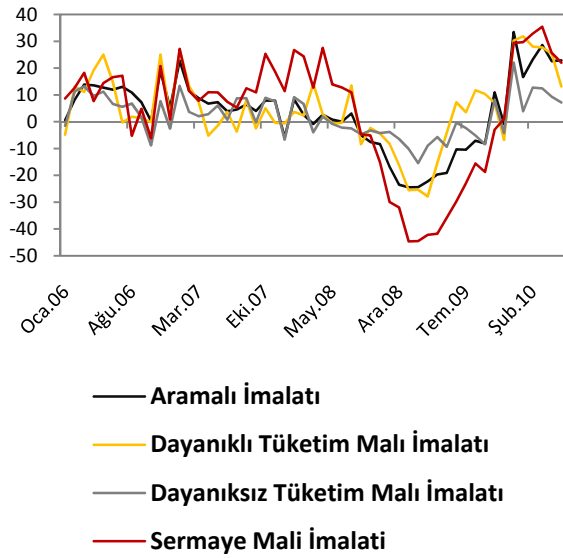
İmalat Sanayi Üretim Endeksi



■ İmalat Sanayi 3 Aylık Ort. Yıllık Değ.

Kaynak:TÜİK

Sektörel Bazda Sanayi Üretim Endeksi

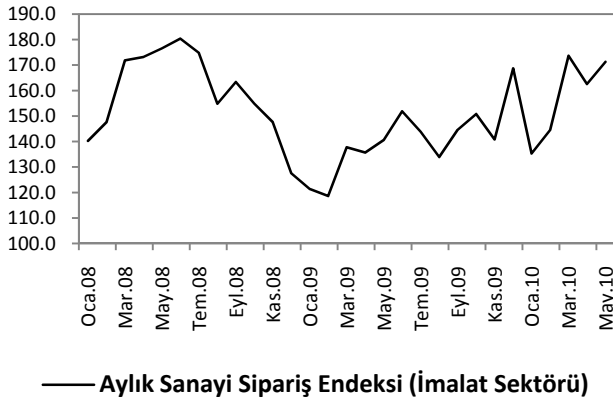


Kaynak:TÜİK

| Sektörler | Yıllık Değişim Oranı (%) | |
|---------------------------|--------------------------|------|
| | Mayıs Ayı | |
| | 2009 | 2010 |
| Petrol Ürünleri | -25.2 | 9.2 |
| Tekstil | -17.0 | 22.1 |
| Gıda | -12.1 | 7.6 |
| Kimyasal Madde | -4.9 | 11.7 |
| Ana Metal Sanayi | -25.1 | 10.2 |
| Metalik Olm. Diğ. Mineral | -20.0 | 18.0 |
| Taşıt Araçları | -42.0 | 26.0 |
| Makine Teçhizat | -29 | 28.6 |
| Giyim | -12.7 | 14.6 |

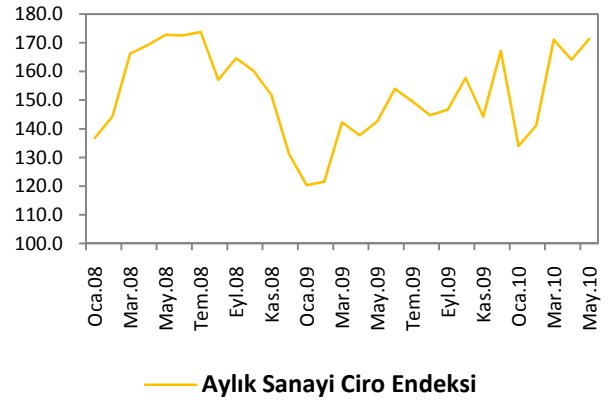
Kaynak:TÜİK

Aylık Sanayi Sipariş Endeksi



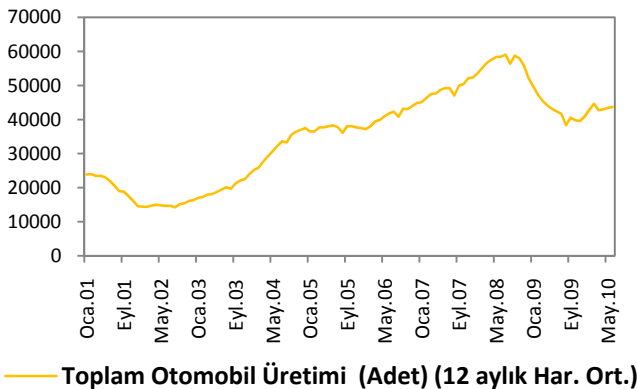
Kaynak:TÜİK

Aylık Sanayi Ciro Endeksi



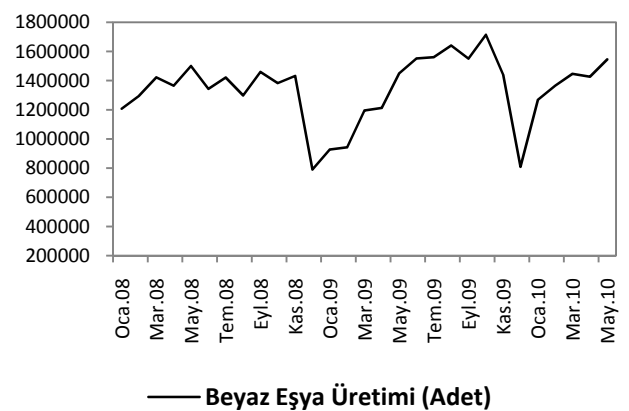
Kaynak:TÜİK

Toplam Otomobil Üretimi



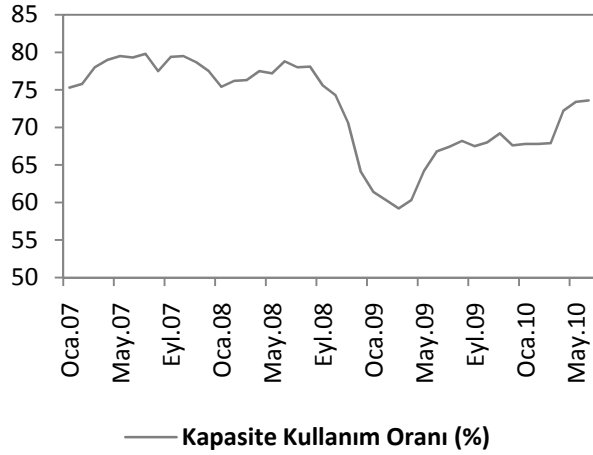
Kaynak:OSD,Vakıfbank

Beyaz Eşya Üretimi

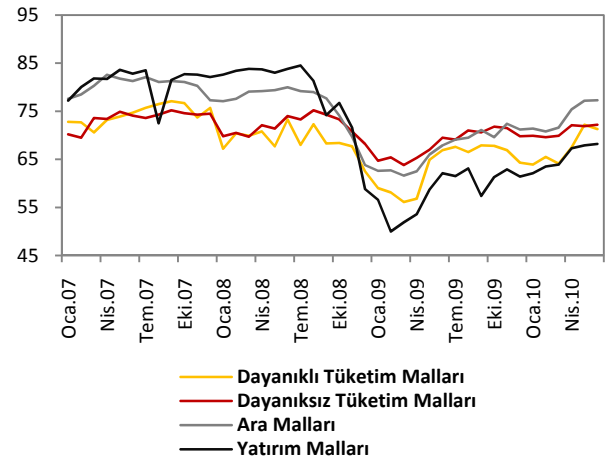


Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Kapasite Kullanım Oranı

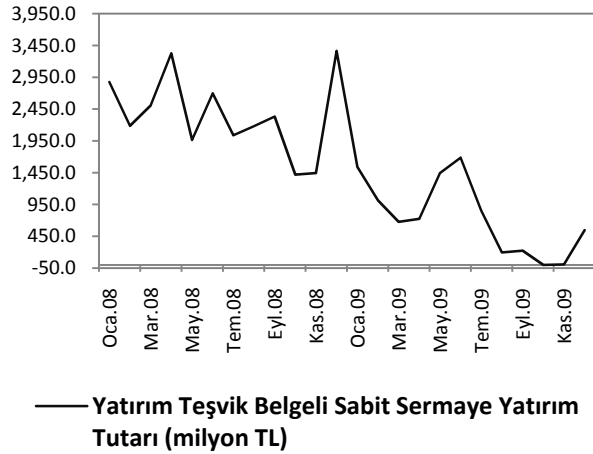


Kaynak:TÜİK



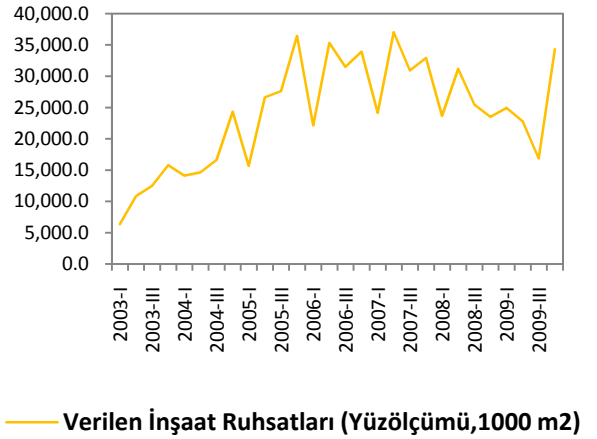
Kaynak:TÜİK

Yatırım Teşvik Belgeli Sabit Sermaye Yatırım Tutarı



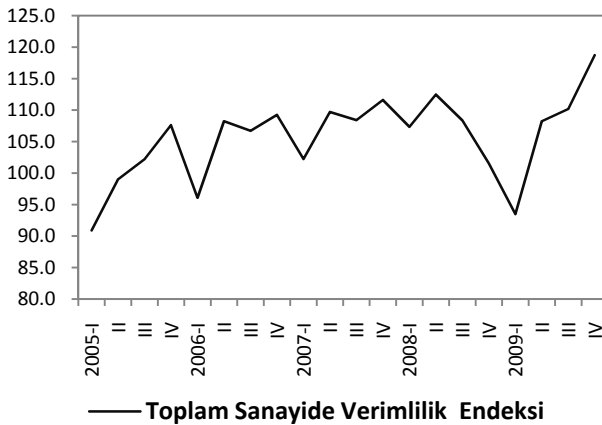
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Verilen İnşaat Ruhsatları



Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

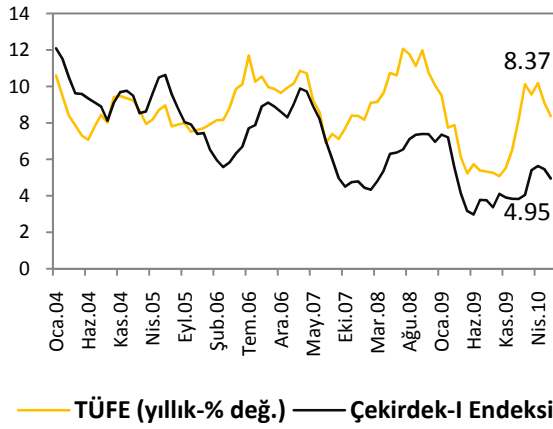
Toplam Sanayide Verimlilik



Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

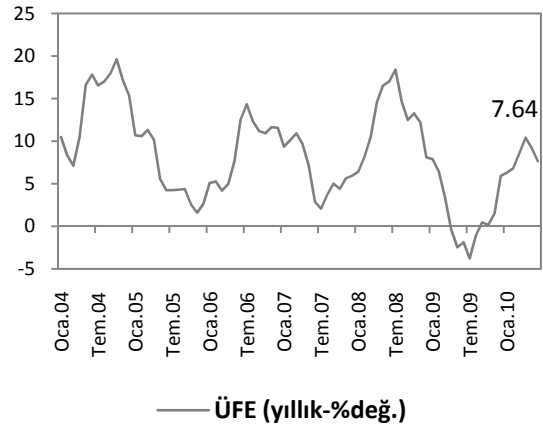
ENFLASYON GÖSTERGELERİ

TÜFE ve Çekirdek Enflasyonu



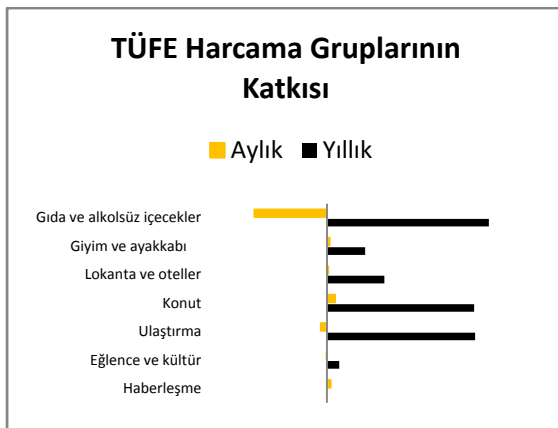
Kaynak:TCMB

ÜFE



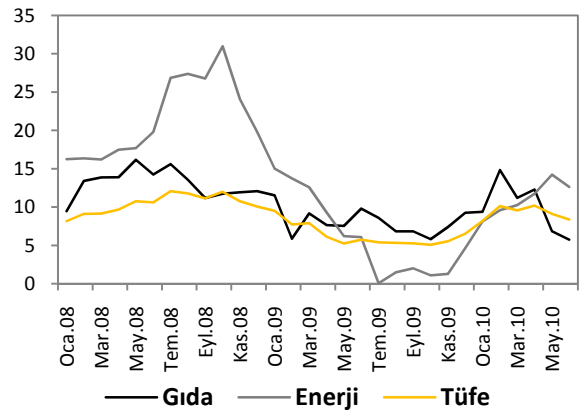
Kaynak:TCMB

TÜFE Harcama Grupları



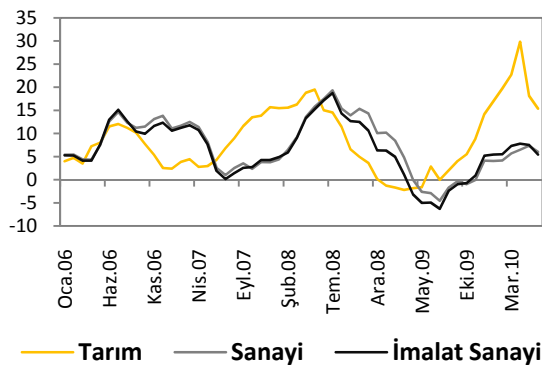
Kaynak:TCMB, Vakıfbank

Gıda ve Enerji Enflasyonu (yıllık-% değ.)



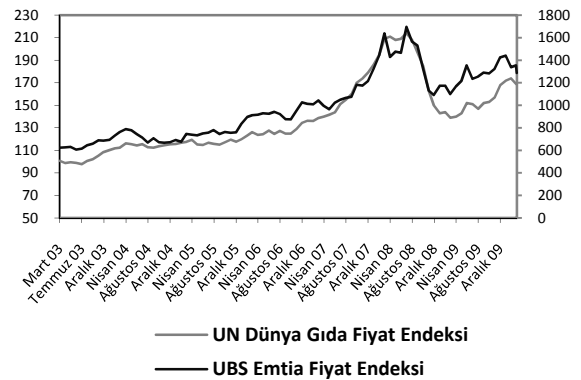
Kaynak:TCMB

ÜFE Alt Sektörler



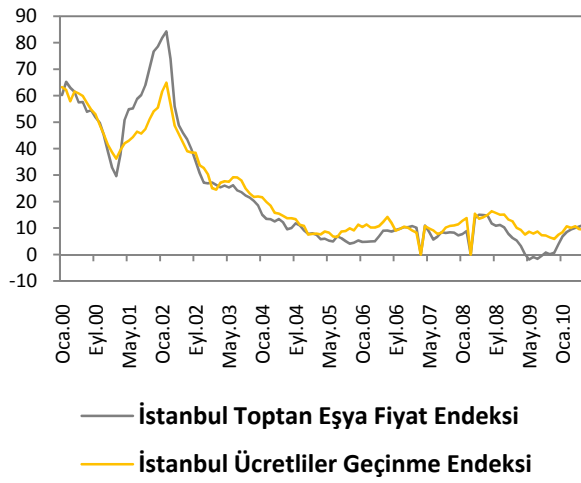
Kaynak:TCMB

Dünya Gıda ve Emtia Fiyat Endeksi



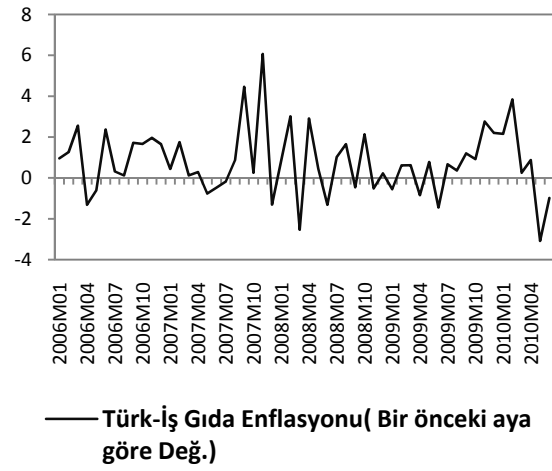
Kaynak:Bloomberg

İTO Enflasyon Göstergeleri



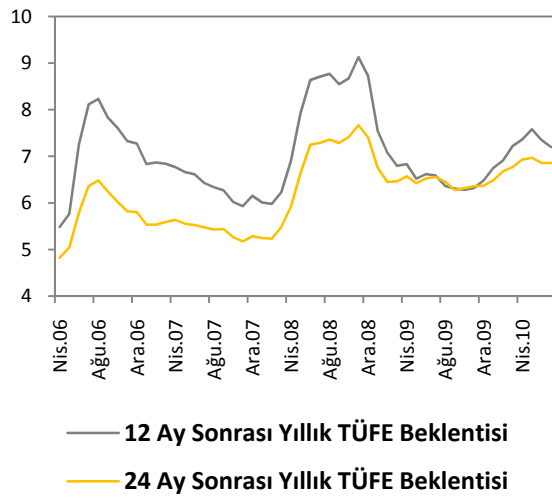
Kaynak:TCMB

Türk- İş Mutfak Enflasyonu



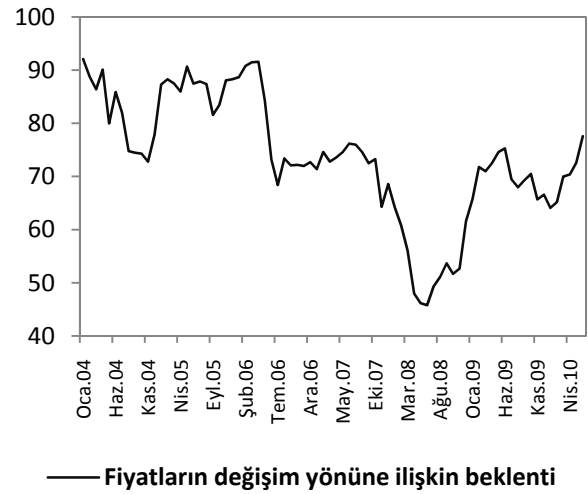
Kaynak:Türk-İş

Enflasyon Beklentileri



Kaynak:TCMB

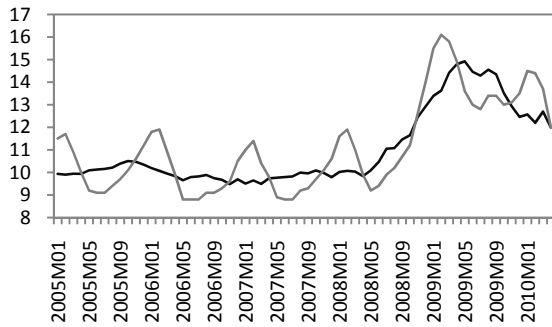
Tük. Güven Endeksi Fiyatların Değ. Yönünde Beklenti



Kaynak:TCMB

İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

İşsizlik Oranı

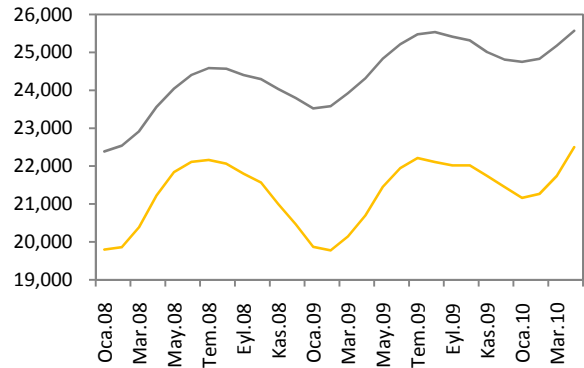


— Mevsimsellikten Arındırılmış İşsizlik Oranı

— İşsizlik Oranı

Kaynak:TCMB, Vakıfbank

İşgücü Durumu

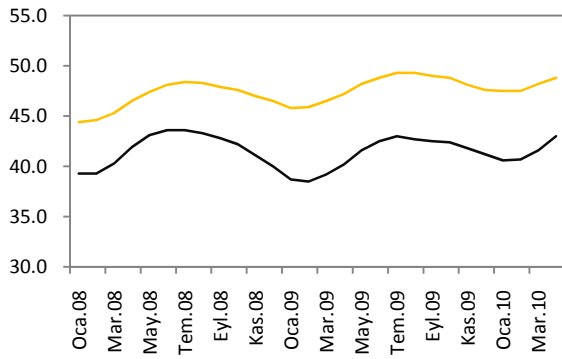


— İşgücü Arzı

— İstihdam Edilenler

Kaynak:TCMB

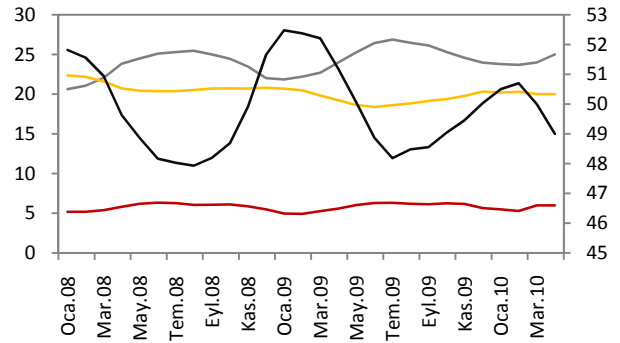
İşgücüne Katılım Oranı



— İşgücüne Katılma Oranı — İstihdam Oranı

Kaynak:TCMB

Sektörlerin Toplam İşgücü İçindeki payı



— Tarım

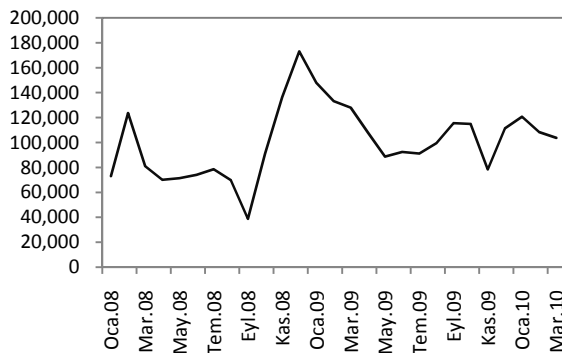
— Sanayi

— İnşaat

— Hizmetler

Kaynak:TCMB

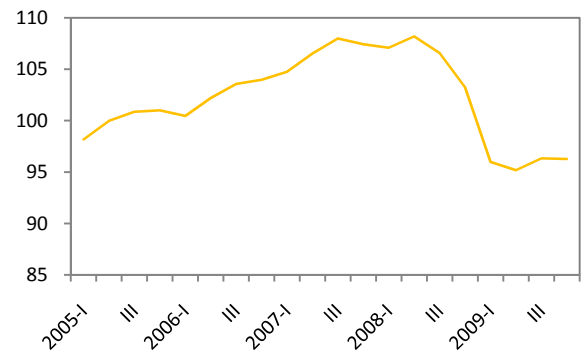
İşkur İstatistikleri



— İş Arayanların Sayısı

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

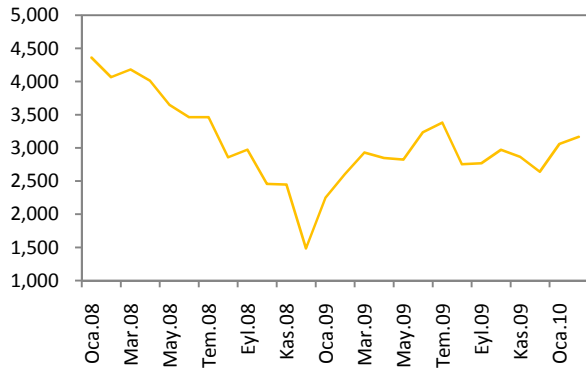
Sanayi İstihdam Endeksi (2005=100)



— Sanayi İstihdam Endeksi

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı



— Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı (Adet)

Kaynak:TÜİK

Reel Brüt Ücret - Maaş Endeksleri

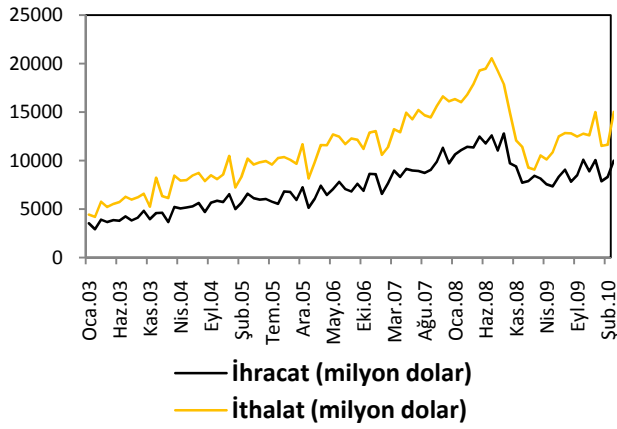


— Reel Brüt Ücret - Maaş Endeksleri

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

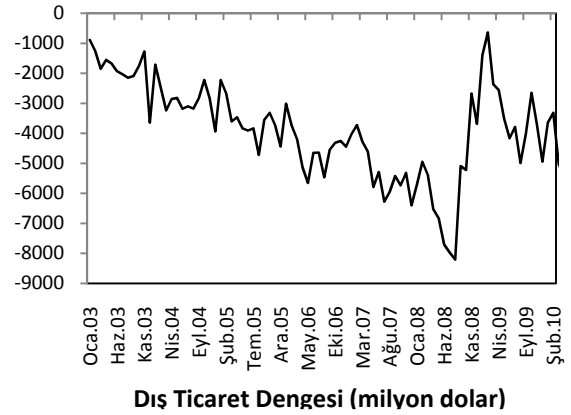
DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

İthalat-İhracat



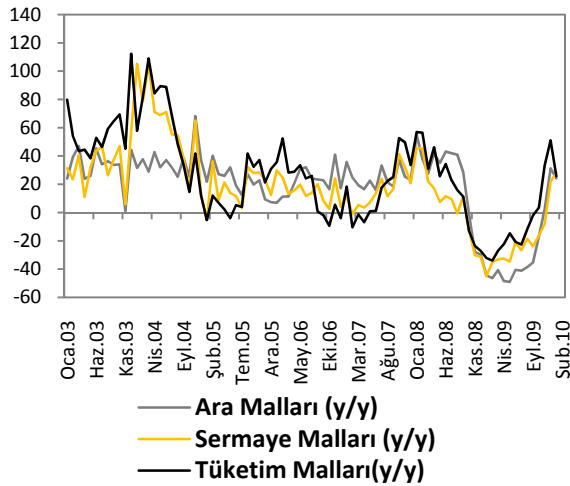
Kaynak:TCMB

Dış Ticaret Dengesi



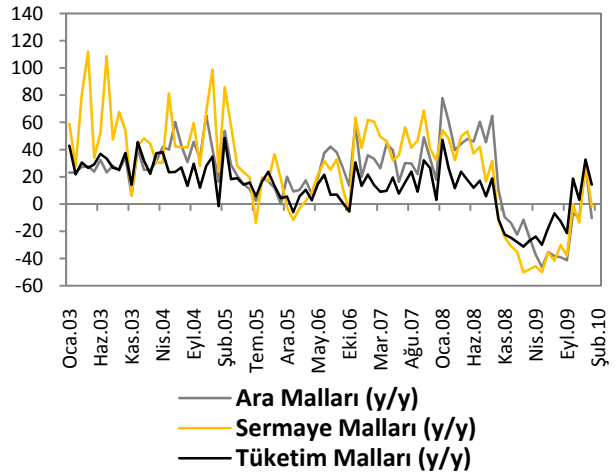
Kaynak:TCMB

İthalat



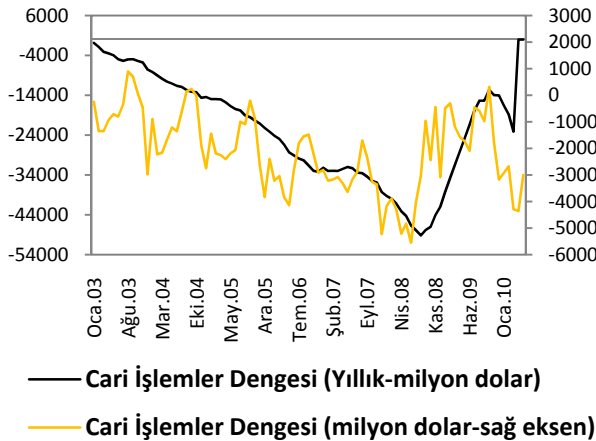
Kaynak:TCMB

İhracat



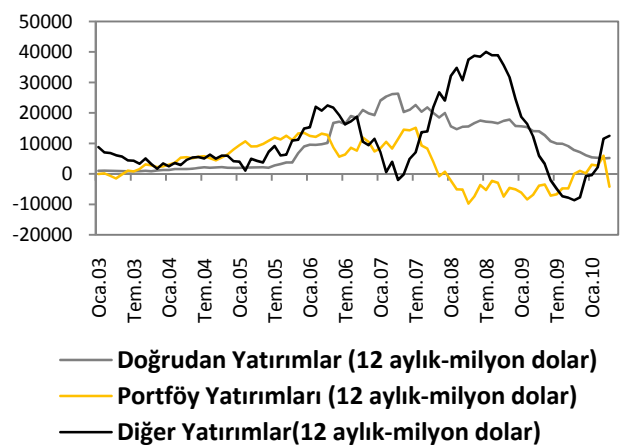
Kaynak:TCMB

Cari İşlemler Dengesi



Kaynak:TCMB

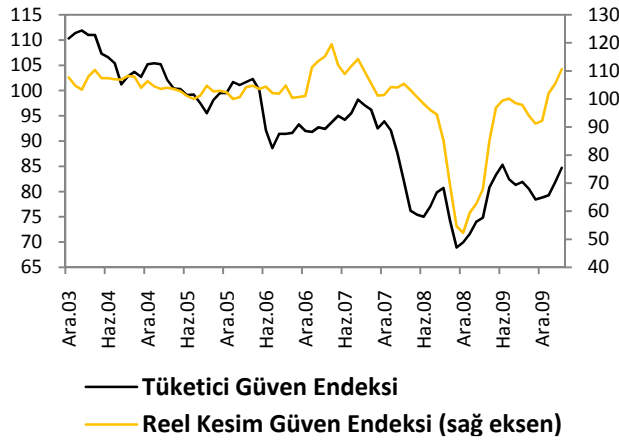
Sermaye ve Finans Hesabı



Kaynak:TCMB

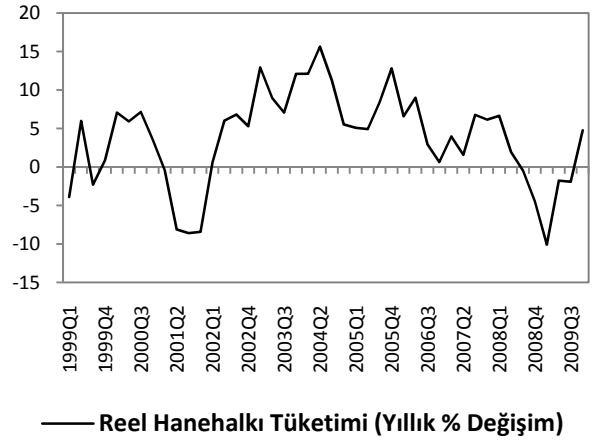
TÜKETİM GÖSTERGELERİ

Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni



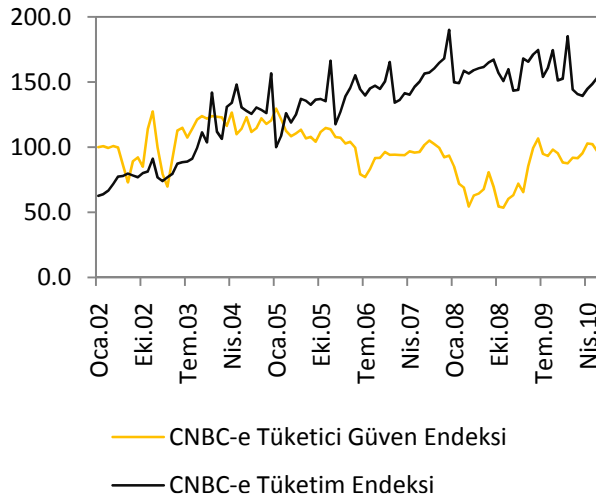
Kaynak:TCMB

Tüketim Harcamaları



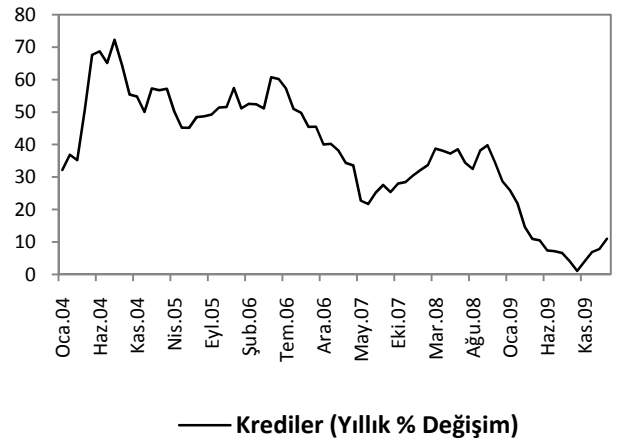
Kaynak:TCMB

CNBC-e Güven Endeksleri



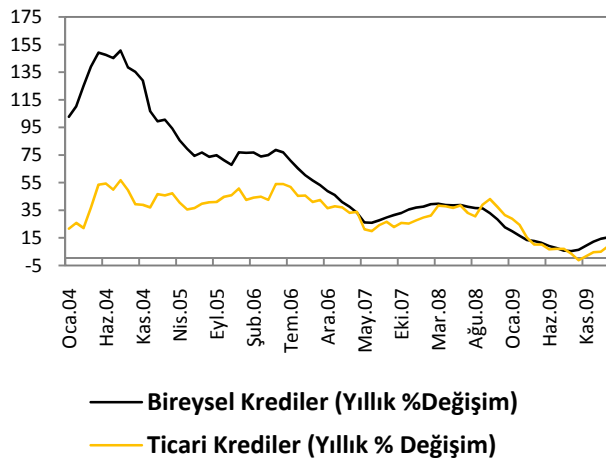
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Krediler



Kaynak:BDDK

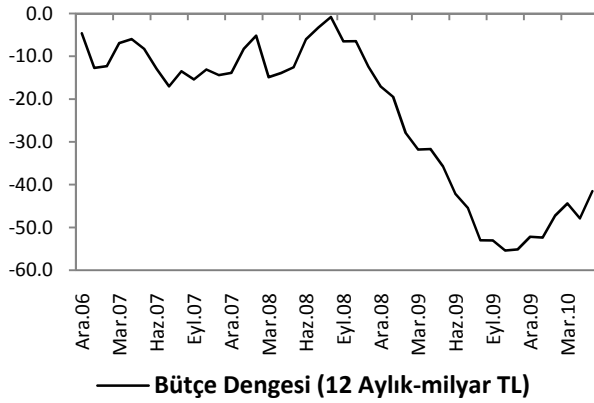
Bireysel ve Ticari Krediler



Kaynak:BDDK

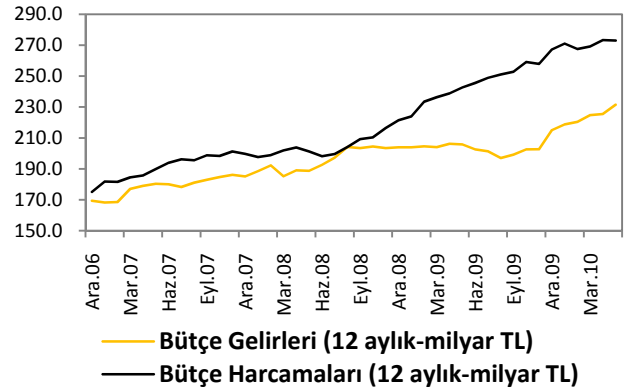
KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

Bütçe Dengesi



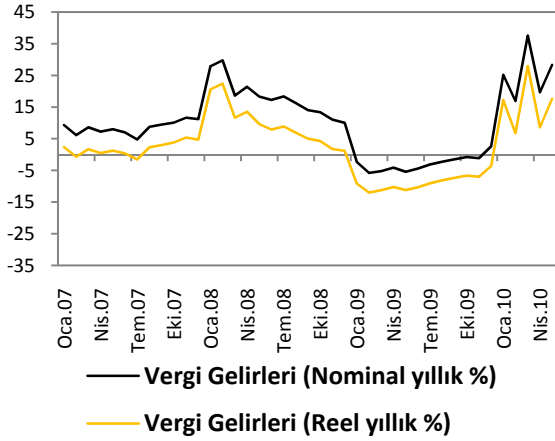
Kaynak:TCMB

Bütçe Gelirleri ve Harcamaları



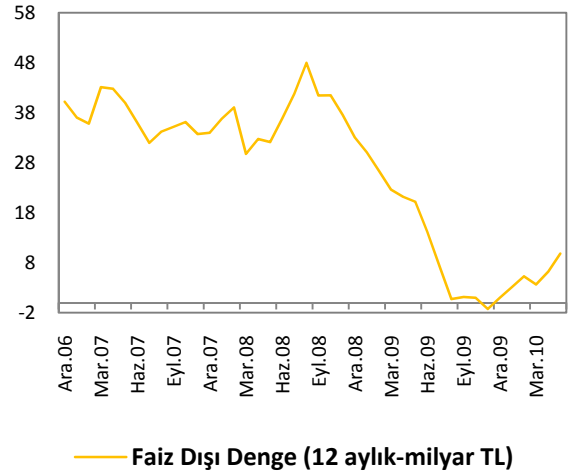
Kaynak:TCMB

Vergi Gelirleri



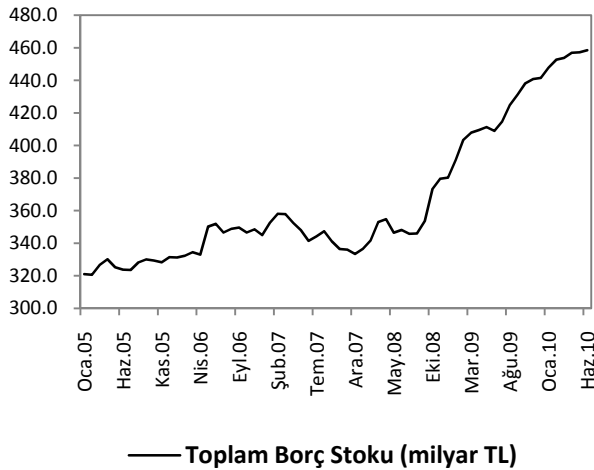
Kaynak:TCMB,Vakıfbank

Faiz Dışı Denge



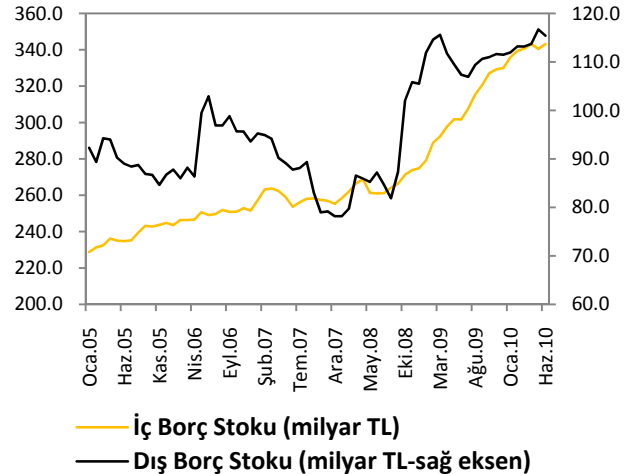
Kaynak:TCMB

Borç Stoku



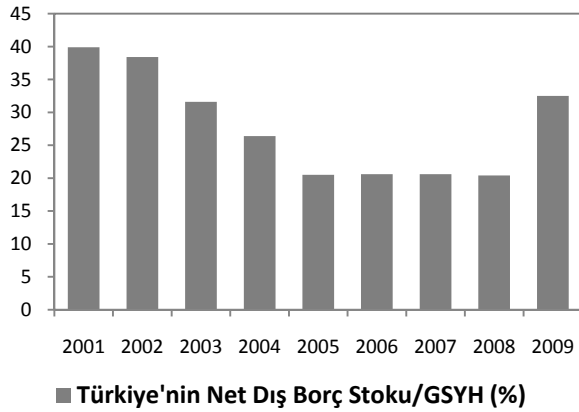
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

İç ve Dış Borç Stoku



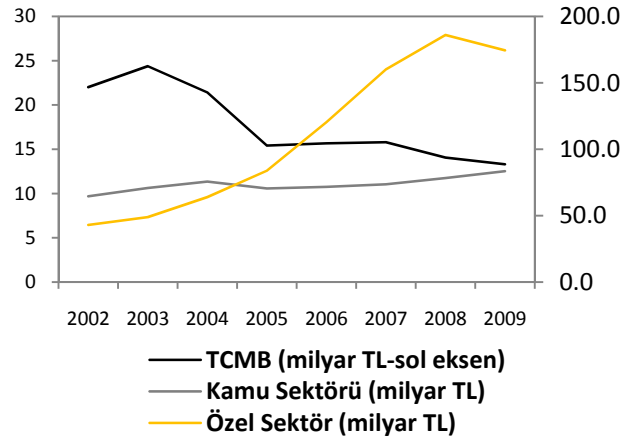
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Türkiye'nin Net Dış Borç Stoku



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

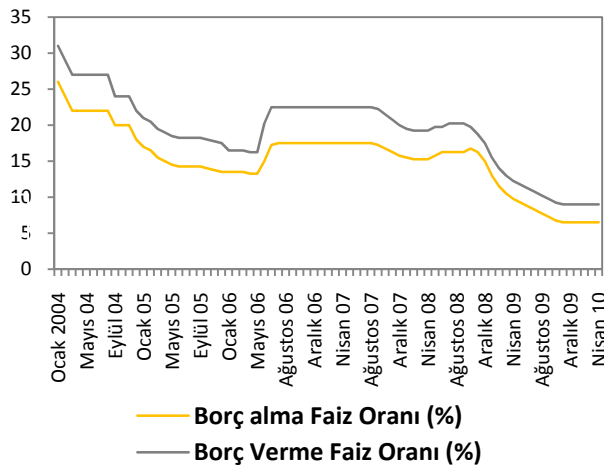
Türkiye'nin Dış Borç Stoku Profili



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

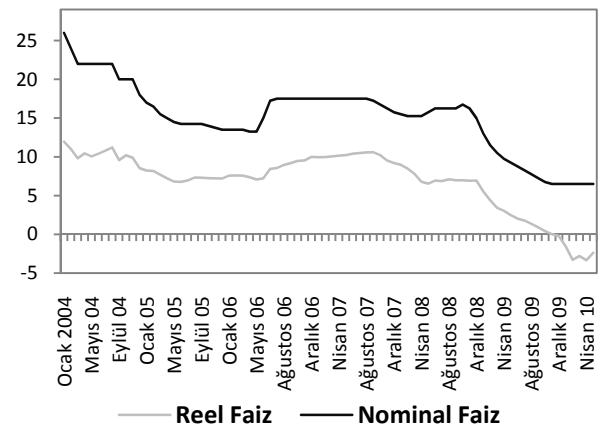
LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

TCMB Faiz Oranı



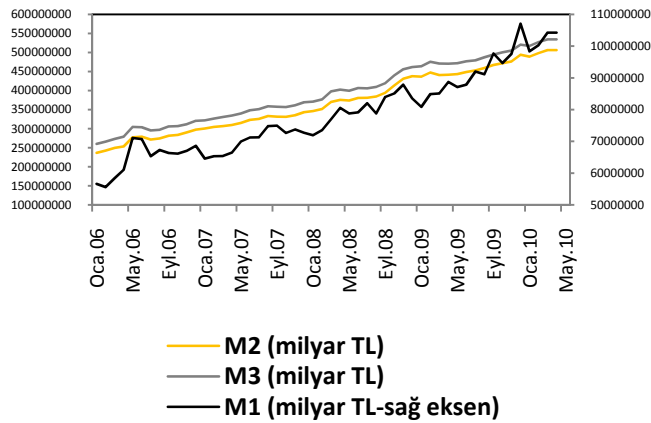
Kaynak:TCMB

Reel ve Nominal Faiz



Kaynak:TCMB,Vakıfbank

Para Arzı



Kaynak:TCMB

Dünya Piyasalarında Son Açıklanan Ekonomik Göstergeler

| | Reel Büyüme (y/y) (Çeyreklik) (%) | Enflasyon (y/y) (Aylık) (%) | Cari Denge/GSYİH (%) | Merkez Bankası Faiz Oranı (%) | Tüketici Güven Endeksi |
|--------------|---|-----------------------------------|-------------------------|-------------------------------------|---------------------------|
| ABD | 0.25 | 52.9 | -2.90 | 0.25 | 52.9 |
| Euro Bölgesi | 1.00 | -14.10 | -0.60 | 1.00 | -14.10 |
| Almanya | 1 | 90 | 4.80 | 1 | 90 |
| Fransa | 1.00 | -39.00 | -1.50 | 1.00 | -39.00 |
| İtalya | 1.00 | 105.60 | -3.40 | 1.00 | 105.60 |
| Macaristan | 5.25 | -29.30 | 0.40 | 5.25 | -29.30 |
| Portekiz | 1.00 | -40.10 | -10.1 | 1.00 | -40.10 |
| İngiltere | 0.50 | -19.00 | -1.30 | 0.50 | -19.00 |
| Japonya | 0.10 | 43.20 | 2.80 | 0.10 | 43.20 |
| Çin | 5.31 | 108.00 | 7.80 | 5.31 | 108.00 |
| Rusya | 7.75 | - | 3.20 | 7.75 | - |
| Hindistan | 3.75 | - | -2.41 | 3.75 | - |
| Brezilya | 10.25 | 114.70 | -1.56 | 10.25 | 114.70 |
| G.Afrika | 6.50 | 14.00 | -3.20 | 6.50 | 14.00 |
| Türkiye | 6.50 | 88.04 | -2.30 | 6.50 | 88.04 |

Beklentiler

| 2010-IMF Beklentisi (Nisan-2010) | Reel Büyüme (y/y) | Enflasyon (y/y) | Cari Denge /GSYH | İşsizlik Oranı | Borç St./GSYH |
|-------------------------------------|-------------------|-----------------|------------------|----------------|---------------|
| Gelişmiş Ülkeler | 2.32 | 1.49 | -0.44 | 8.39 | - |
| Gelişmekte Olan Ülkeler | 6.34 | 6.19 | 2.07 | - | - |
| Tüm dünya | 4.21 | 3.67 | - | - | - |
| ABD | 3.10 | 2.13 | -3.29 | 9.41 | 92.56 |
| Euro Bölgesi | 0.96 | 1.13 | -0.03 | 10.52 | - |
| Almanya | 1.21 | 0.91 | 5.45 | 8.62 | 76.70 |
| Fransa | 1.52 | 1.20 | -1.92 | 9.98 | 84.24 |
| İtalya | 0.84 | 1.40 | -2.79 | 8.70 | 118.63 |
| Macaristan | -0.16 | 4.28 | -0.42 | - | - |
| Portekiz | 0.29 | 0.84 | -8.97 | 11.00 | - |
| İngiltere | 1.33 | 2.72 | -1.66 | 8.25 | 78.19 |
| Japonya | 1.89 | -1.40 | 2.84 | 5.07 | 227.77 |
| Çin | 10.04 | 3.12 | 6.23 | - | - |
| Rusya | 4.00 | 7.00 | 5.14 | - | - |
| Hindistan | 8.77 | 13.16 | -2.17 | - | - |
| Brezilya | 5.49 | 5.10 | -2.91 | - | - |
| G.Afrika | 2.59 | 5.78 | -4.95 | - | - |
| TÜRKİYE | 5.20 | 9.73 | -3.98 | - | - |

Türkiye Makro Ekonomik Görünüm

| MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER | | | | | |
|---|----------|----------|-------------------|------------------|---------------|
| | 2008 | 2009 | En Son Yayımlanan | | 2010 BEKLENTİ |
| Reel Ekonomi | | | | | |
| GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon TL) | 950 144 | 953 974 | 243 258 | (2010 1. Çeyrek) | |
| GSYİH Büyüme Oranı (Sabit Fiyatlarla, %) | 0.7 | -4.7 | 11.7 | (2010 1. Çeyrek) | %6.0 |
| Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%) | -17.8 | -9.5 | 15.6 | (Mayıs 2010) | %7.75 |
| Kapasite Kullanım Oranı (%) | 64.7 | 67.6 | 73.4 | (Mayıs 2010) | %70.5 |
| İşsizlik Oranı (%) | 13.6 | 13.5 | 12.0 | (Nisan 2010) | %11.2 |
| Fiyat Gelişmeleri | | | | | |
| TÜFE (Yıllık % Değişim) | 10.06 | 6.52 | 8.37 | (Haziran 2010) | %7.9 |
| ÜFE (Yıllık % Değişim) | 8.11 | 5.93 | 7.64 | (Haziran 2010) | %8.7 |
| Parasal Göstergeler (Milyon TL) | | | | | |
| M1 | 83,380 | 107,051 | 112,021 | (09.07.2010) | |
| M2 | 434,205 | 494,024 | 522,919 | (09.07.2010) | |
| M3 | 458,383 | 520,674 | 559,642 | (09.07.2010) | |
| Emisyon | 30,468 | 34,289 | 44.595 | (16.07.2010) | |
| TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$) | 70,075 | 70,689 | 72,459 | (16.07.2010) | |
| Faiz Oranları | | | | | |
| TCMB O/N (Borç Alma) | 15.00 | 6.50 | 6.50 | (26.07.2010) | %7.25 |
| TRILIBOR O/N | 15.00 | 6.50 | 6.50 | (23.07.2010) | |
| Ödemeler Dengesi (Milyon \$) | | | | | |
| Cari İşlemler Açığı | -41,947 | -13,854 | -2.997 | (Mayıs 2010) | -35,000 |
| İthalat | -193,821 | -134,401 | 14.719 | (Mayıs 2010) | |
| İhracat | 140,799 | 109,672 | 9.885 | (Mayıs 2010) | |
| Dış Ticaret Açığı | -53,022 | -24,729 | -4.834 | (Mayıs 2010) | -57,000 |
| Kamu Ekonomisi (Milyon TL) | | | | | |
| Bütçe Gelirleri | 208.898 | 215,060 | 24.9 | (Mayıs 2010) | |
| Bütçe Giderleri | 225.967 | 267,275 | 19.1 | (Mayıs 2010) | |
| Bütçe Dengesi | -17.069 | -52,215 | 5.8 | (Mayıs 2010) | -50,034 |
| Faiz Dışı Denge | 33.592 | 986 | 8.0 | (Mayıs 2010) | 6,716 |
| Borç Stoku Göstergeleri | | | | | |
| Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar TL) | 274.8 | 330.0 | 343.1 | (Haziran 2010) | |
| Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar TL) | 105.5 | 111.4 | 115.4 | (Haziran 2010) | |
| Kamu Net Borç Stoku | 271.6 | 302.9 | | (2009 3. Çeyrek) | |

| | | | |
|-------------------------|-------------------|--|----------------|
| Serkan Özcan | Baş Ekonomist | serkan.ozcan@vakifbank.com.tr | 0312-455 70 87 |
| Cem Erođlu | Kıdemli Ekonomist | cem.eroglu@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 80 |
| Nazan Kılıç | Ekonomist | nazan.kilic@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 89 |
| Bilge Özalp Türkarıslan | Ekonomist | bilge.ozalpturkars@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 88 |
| Zeynep Burcu Çevik | Ekonomist | zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 93 |
| Seda Meyveci | Araştırmacı | seda.meyveci@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 85 |
| Emine Özgü Özen | Araştırmacı | emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 87 |
| Naime Dođan | Araştırmacı | naime.dogan@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 86 |
| Fatma Özlem Kanbur | Araştırmacı | fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 82 |
| Elif Artman | Araştırmacı | elif.artman@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 90 |
| Halide Pelin Kaptan | Araştırmacı | halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 83 |

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hişbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.