

Finansal ve makroekonomik veriler Türkiye tahvil bono piyasası için neyi üretiyor?

Geçtiğimiz hafta Haftalık Finans Raporu'nda ABD 10 yıllık Hazine tahvil fiyatlarının son zamanlarda çok yükselmesi ve getirilerin tarihi düşük seviyeleri görmesi üzerine ABD tahvillerinde gerçekten bir balon olup olmadığı sorusu incelenmiştir. Bu çerçevede 10 yıllık hazine tahvil getirileri ile yüksek ileri içinde olan bazı veriler kullanılarak bir model¹ oluşturulmuştur. Model sonuçları, son dönemde ABD 10 yıllık Hazine tahvil getirilerinin %2.93 arasında olması gerektiğini gösterirken, bu durum normalde %2.46 civarında olması gerektiğini göstermektedir. Modelin tahmininin gerçekleşen değerler üzerinde kalması, ABD tahvil piyasalarında var olduğunu duyulmuş "bond bubble"ın da bir göstergesi olarak değerlendirilmiştir. Bu çalışmamızın ardından bu haftaki raporumuzda benzer şekilde Türkiye tahvil piyasaları için halihazırda durumun nasıl olduğunu araştıracak ve bu sorunun cevabını bulabilmek için kurduğumuz ekonometrik modelin sonuçları çerçevesinde getirilerde yaşanan hareketlerin nedenleri açıklanacaktır.

Türkiye'deki bono fiyatlamasının makro ve finansal göstergelerle uyumlu olup olmadığını araştırmak amacıyla gösterge tahvil getirisi ile ilişkili olduğu düşünülen değişkenler arasında korelasyon matrisi hesaplanmıştır (Bkz Ek1). Ekte görüldüğü gibi Merkezi Yönetim borç stoku, Merkezi Yönetim iç borç stoku, cari işlemler açığı, enflasyon, çekirdekl endeksi, TCMB göstergesi faiz oranı gibi gelişmekte olan ülke ortalama faiz oranları ile gelişmiş ülke ortalama faiz oranları ve 5 yıllık Türkiye CDS'de tahvil getirisi ile yüksek korelasyon sağlanmıştır.

Tablo1

Değişken	Katsayı	p Değerleri
Sabit Katsayı	48.7559	0.0000
Sanayi Üre. Endeksi (3 Aylık Ort.)	0.0832	0.0000
24 Ay Sonrası Enflasyon Beklentisi	1.8796	0.0013
12 Aylık Kümülatif Cari İşlemler Açığı	0.00009	0.0004
Çekirdekl Endeksi	0.2591	0.0001
ÇB Borç Stoku	0.0671	0.0183
R ²	0.978	
Düzeltilmiş R ²	0.975	
Durbin Watson	1.880	

Modelde White Heteroscedastik Standart Hata Terimleri kullanılmamıştır.

Kaynak: VakıfBank

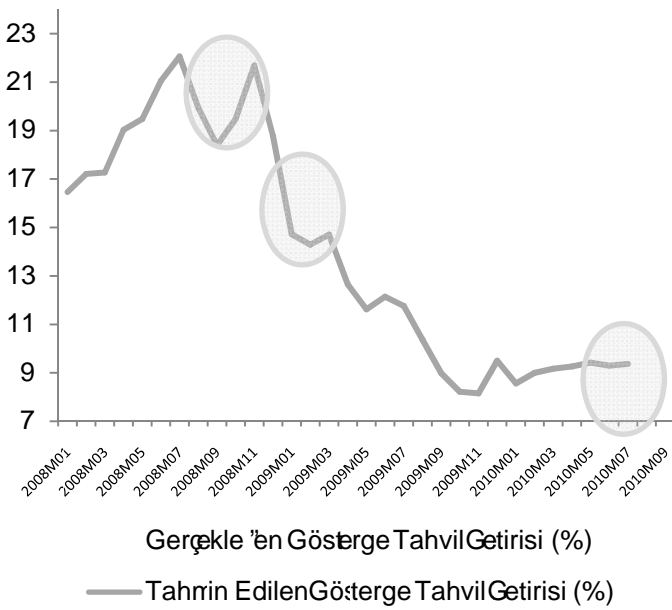
Gösterge tahvil getirisinin piyasada olduğunu düşünürken, tahvilin makro ekonomik ve finansal göstergelerle uyumlu olduğunu incelemek amacıyla kurduğumuz ekonometrik modelimizde (gösterge tahvil getiri verisinin 2004 yıl Eylül ayından başlamasına bağlı olarak), 2004 yıl Eylül ayı ile 2010 yıl Eylül ayı arasındaki 73 veri ile çalışılmıştır. Oluşturduğumuz korelasyon matrisine dayanarak ekonometrik modelimizde makro ekonomik veriler yer almamıştır. Korelasyon matrisinde yüksek korelasyon sağlanmamasına karşın, teorik olarak yüksek ileri olduğu düşünülen ekonomik büyümeyi yansıtan sanayi üretim endeksi modele dahil edilmiştir. Modelimize sanayi üretim endeksinin 3 aylık hareketli ortalama serisi alınırken, sanayi üretim endeksinin kendisi de modelde denetlenmemiştir ancak genel trendi göstermesi bakımından sanayi üretiminin 3 aylık hareketli ortalama serisi modelde daha anlamlı sonuçlar

vermiştir. Diğer yandan teorik olarak merkez bankası faizlerinin piyasa faizleri üzerindeki temel belirleyici olduğu korelasyon matrisinde de desteklenirken, diğer makroekonomik ve finansal veriler ile yüksek ileri dikkate alınmadığına politika faizi modele dahil edilmemiştir. Politika faizinde önemli belirleyicilerden biri olan enflasyon

¹ Modeller ilgili detaylar 20 Eylül Haftalık Finans Raporu'nda yer almaktadır.

gösterge gerisinde geçici fiyat artışlarında yansıyan man'et enflasyon yerine çekirdek enflasyon tercih edilmiştir. TCMB'nin yayınladığı toplantı özetlerinde politika faiz kararının gerçekleştirilmesinde sık sık çekirdek enflasyona vurgu yapılmıştır. Bu düşüncemiz desteklenmektedir. 12 ay sonraki enflasyon beklentileri daha yüksek bir korelasyona sahip olmasına karşın, gösterge tahvil getirisinin invadesinin 2 yıl yakın olması nedeniyle 24 ay sonraki enflasyon beklentileri modele dahil edilmiştir. Enflasyon ile enflasyon beklentileri arasında yüksek bir ilişki beklenmesine karşın, beklentiler kadar yüksek bir ilişki bulunamadığı değerlendirildiğinde modelde enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bir arada yer almasında ekonometrik bir sorun görünmemektedir. Diğer yandan kamu borçlanmasındaki faizler üzerindeki baskıyı göstermek amacıyla iç borç stoku modele dahil edilmiştir. Yurt içi tahvil bono piyasasında yerli yatırımcının oranının yüksek olması nedeniyle modele borç stoku yerine iç borç stoku eklenmiştir. Son dönemde cari açık sert şekilde açıldıkça, cari açığın finansman problemi gündeme gelmiştir. Bu çerçevede getiri ile ilişki %92 olarak hesaplanırken cari açığın son 12 aylık kümülatif toplamı modele dahil edilmiştir. Modelin tahvil getirisini açıklama gücü %97.8 ile oldukça güçlü olduğu görülmektedir.

Grafik 1



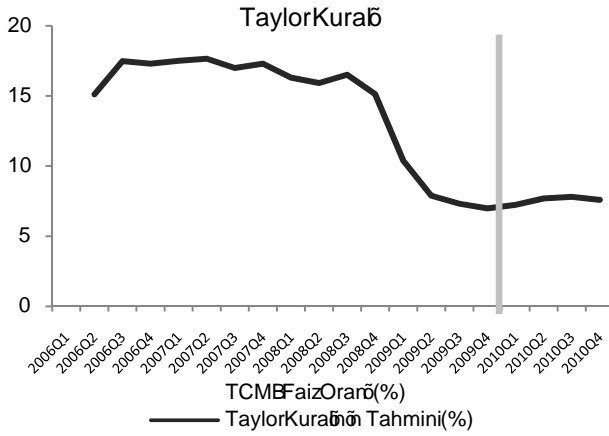
Kaynak: Bloomberg, Valfobank

Oluşturduğumuz model çerçevesinde tahmin edilen tahvil getirilerinin gerçekleşen rakamlarla uyumlu olduğu görülmektedir (Bkz Grafik1). Model tahminlerinin güçlü olduğu söylenebilecektir, bazı dönemlerde bu güvenin zayıfladığı dikkat çekmektedir. Bunlardan ilki 2008 yılının Eylül döneminde Lehman Brothers'in batmasıyla azalan riski tahvile baki olarak getirilerin sert şekilde yükseldiği dönemdir. Model tahmininde söz konusu yükseliş gecikmeli olarak yakalandı. Model tahmininin gerçekleşen tahvil getirilerinden ayrıştığı diğer bir dönem ise 2009 yılının başı olarak dikkat çekmektedir. Bu dönemde modele dahil edilen sanayi üretiminde yaşanan sert düşüşün yanı sıra enflasyon ve

enflasyon beklentilerinde yaşanan gerileme gerçekleşen tahvil getirilerinin altında bir tahmini getiri oranı hesaplanmasına neden olmuştur. Modelin ilerleyen dönemde, özellikle TCMB'nin sert faiz indirimlerine gittiği 2009 yılının başından itibaren tahvil getirilerine paralel tahminler verdiğini dikkat çekmektedir. 2009 yılında tahmin ve gerçekleşen getiri oranları arasındaki uyumun 2010 yılınınubat ayı itibarıyla ise bozulduğu görülmektedir. Model tahmininin gerçekleşen tahvil getirilerinin üzerinde yer aldığı dikkat çekerken, bu durum yurtdışı piyasalar için kurduğumuz ve bono piyasasında bir balon olduğunu gösteren modelin sonuçlarına paralel bir görünüm çizmektedir. Dolayısıyla, kurduğumuz model çerçevesinde yurtiçi piyasada da son dönemde getirilerin olması gerekenden düşük olduğu söylenebilecektir.

² Gerçekleşen tahvil getiri oranları ay içindeki ortalama değerlerdir.

Grafik 2



Kaynak: Bloomberg, Akbank

Tahvil getiri oranını açıklamak için kurdu Ğumuz çok de Ğkenli ekonometrik model d Ğn Ğda, politika faizlerinin belirlenmesi hususunda Ğkt Ğ a Ğt Ğn Ğ ve enflasyon birlikte de Ğlendirilen Taylor Kurađ çerçevesinde olu Ğturdu Ğumuz model tahminleri Grafik 2'de yer almaktadır. Taylor Kurađ olarak bilinen nominal faiz oranını (i), gerçekte enflasyonun hedeflenen de Ğsapması (r*) ve Ğkt Ğ a Ğt Ğn Ğ (y y*) bir fonksiyonu olarak tanımlanan

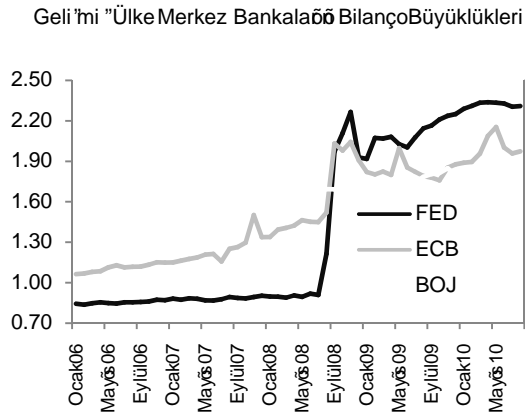
$$i = b_0 + b_1(r^*) + b_2(y y^*)$$

denklemin tahminleri incelendi Ğinde, Taylor Kurađ tahminiyle, gerçekte en TCMB faiz kararını birbirine oldukça paralel bir görünüm çizmekle beraber, 2009 4. çeyre Ğnden itibaren özellikle 2010 yılının 1. çeyre Ğnde birbirinden ayrı t Ğ Ğ Taylor Kurađna göre politika faizlerinin son dönemde daha yüksek seviyede oldu Ğu görülmektedir. Bu durum Grafik 1'de kurdu Ğumuz ilk modele paralel bir görünüm çizmekle beraber, tahvil piyasasındaki düşük getiriler üzerinde etkili olan politika faiz oranlarının da Taylor Kurađ çerçevesinde olma sı gerekenden düşük oldu Ğuna işaret etmektedir. Dolayısıyla Türkiye'de Amerika'yabenzer Ğkilde yapılan iki analizde tahvil piyasasının son dönemde yüksek fiyatlandırıldı Ğı görülmektedir. Yukarıdaki analiz çerçevesinde, Türk tahvil piyasasının yüksek fiyatlandırılması Ğn nedenleri Ğa Ğda 5 maddede tartılacaktır.

Türk Tahvil Bono Piyasasında neden yüksek fiyatlandı Ğor?

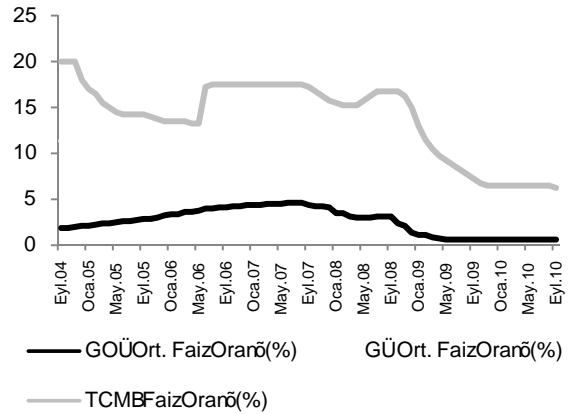
1 r Artan Likidite

Grafik 3



Kaynak: Bloomberg,

Grafik 4



Kaynak: Bloomberg,

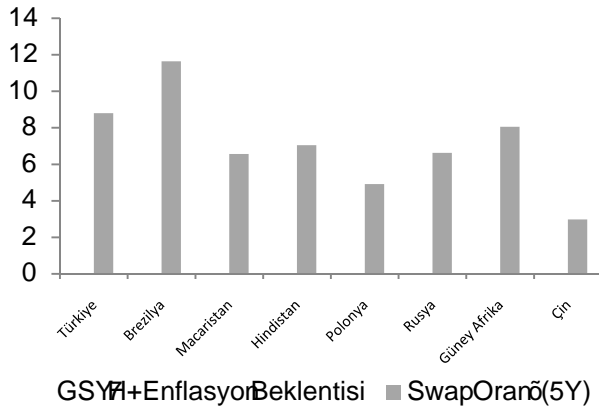
Global piyasalarda yapılan kriz ardından ba Ğta geli Ğmi Ğ ülkeler olmak üzere tüm dünyada alınılan önlemlerle artan likidite Türkiye tahvil piyasasında görülen düşük getiri oranları üzerinde de etkili olmaktadır. 2007 yılında 880 milyar dolar seviyesinde olan Amerikan Merkez Bankasının (Fed) bilanço toplamını Lehman Brothersın batması ardından Fed'in finansal sisteme olan güvensizliğini azaltmak için zor durumda olan Ğirketlere do Ğrudan kredi vermesi ve bu Ğirketlerin tahvillerini almasıyla 2008 yılının sonunda 1.9 trilyon dolara ula Ğmı Ğtı.

³ Taylor denklemi en küçük kareler yöntemiyle modellenerek b₀, b₁ ve b₂ katsayıları tahmin edilmiştir. Modele ayrıca nominal faizlerin bir gecikmeli de Ği keni eklenmiş de Ği en varyans ve çoklu ba Ğintı sorunları test edilerek düzeltilmiştir. Modelin anlamlılık düzeyi %0.96 seviyesinde ve tüm de Ği kenler %0.05 düzeyinde istatistik olarak anlamlı bulunmuştur. Kurulan model çerçevesinde Taylor Kuralının tahmin ettiği faiz oranları hesaplanmıştır.

Benzer şekilde söz konusu dönemde 1.9 trilyon euroya ulaşılan Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) bilanço büyüklüğü ise, kriz döneminde alınan önlemler ve yapılan harcamaların 2010 yılında pek çok ülkeyi içine alan bir borç ve banka krizine dönüştürmesinin sonucu olarak 2.15 trilyon euroya ulaştı. Uluslararası piyasalarda yaşanan talep yetersizliği ile hızla gerilemiş olan enflasyon rakamları paralelinde alınan önlemler kapsamında, tüm dünyada merkez bankalarının faiz oranlarını sert bir şekilde indirmesi TCMB'nin kriz süresince uyguladığı genişleyici para politikalarında faiz indirimlerinin alanın artmasına imkan sağlarken, dünya piyasalarında artan likidite faiz indirimleri sürecinde Türk tahvil piyasasına olan talebi destekleyerek tahvil piyasasındaki getirilerde yaşanan düşüşü üzerinde etkili olmuştur.

2 r Global tahvil piyasalarının yüksek fiyatlanması

Grafik 5

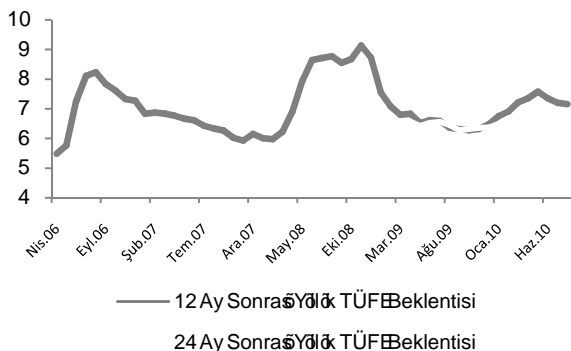


Kaynak: Bloomberg MF

enflasyon beklentileri ile bu ülkelerin 5 yıllık swap faiz oranları karşılaştırıldığında, pek çok gelişmekte olan ülke faiz oranının enflasyon ve büyüme beklentilerinin toplamından oldukça altında kaldığı görülmektedir (Bkz Grafik 5). Özellikle Çin ve Hindistan'da büyüme ve enflasyon beklentileri toplamının 5 yıllık swap oranından çok altında kaldığı dikkat çekerken, Brezilya ve Macaristan'da da gelişmekte olan ülkelerde de tablonun benzer bir şekilde olduğu görülmektedir. IMF'nin %4 ve %4 olan 2015 büyüme ve enflasyon beklentileri büyüme için ihtiyatlı enflasyon için iyimser bir tablo çizerken, bu durum Türkiye swap oranının söz konusu toplamın üzerinde kalmasına neden olmuştur. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak 2015 tahminlerimiz çerçevesinde swap oranının büyüme ve enflasyon beklentilerimiz toplamından altında kaldığı söylenebilir. Türkiye'nin swap oranının IMF beklentilerine göre hesaplanırsa oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Söz konusu farkın son derece düşük olduğu söylenebilir. Sonuç olarak yüksek global likiditenin gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının makro ekonomik göstergelerinden daha düşük seviyede tutulduğu görülmektedir.

3 r Türkiye için enflasyon beklentilerinin düşük olması

Grafik 6



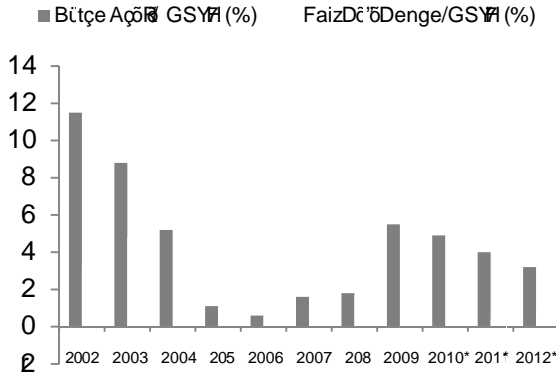
Kaynak: TCMB

Krizle birlikte daralan talep nedeniyle düşüş trendine giren tüketici fiyatları 2009 yıl sonunu %6.5 seviyesinden tamamlarken, 2010 yılında genelinde gıda fiyatlarındaki harekete paralel dalga bir seyir izlemiştir. Çift haneli rakamlardan tek hanelere gerileyen enflasyon oranı beraberinde enflasyon beklentilerini de düşürürken, yaşanan düşüş tahvil piyasasındaki düşük faiz oranları üzerinde etkili olmuştur.

4 r Güçlü Mali Görünüm

Yaşanan küresel krizle birlikte tüm dünya ülkelerinde krizin etkilerini hafifletmek amacıyla uygulamaya konan genişletici maliye politikaları bütçe açıklarının sert şekilde artmasına neden olmuştur. Küresel krizin 2009 yılında Haziran ayında dibi görmesinin ardından ekonomiler toparlanmaya başlamışken, 2010 yılında Euro Bölgesi borç krizi ile birlikte dikkatler ülkelerin artan bütçe açıklarına ve kamu borç stoklarına çekilmiştir. Gelişmiş ülkelerin kamu borç stoklarının gelişmekte olan ülke ekonomilerine göre daha yüksek olduğu görülmüşken, Türkiye'nin gelişmekte olan ülkeler arasında da mali disiplini ile ön plana çıkması tahvil piyasalarında olumlu yansımıştır.

Grafik 7

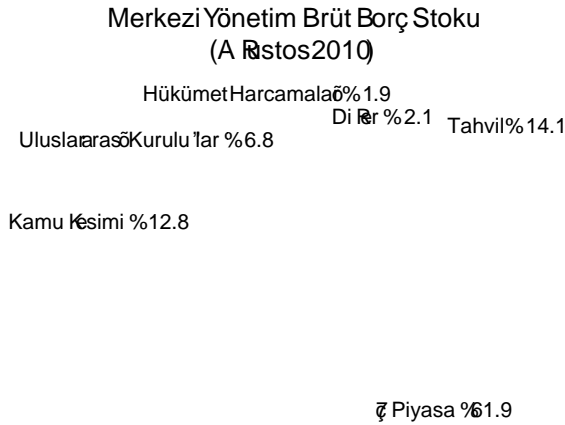


Kaynak Maliye Bakanlığı

*: OVP

önemli görünmektedir.

Grafik 8



Kaynak Hazine Müste'arlığı

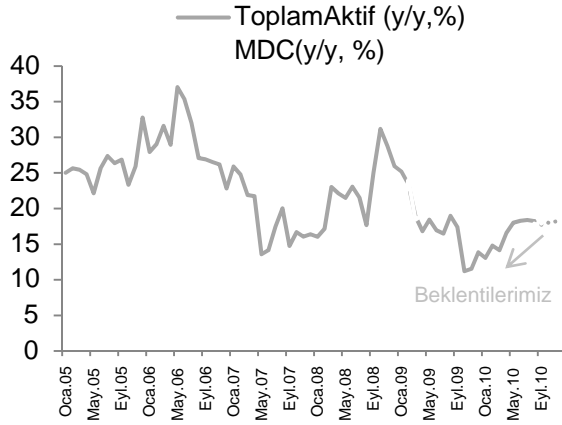
piyasada öncül olarak takip edilen 'Toplam Ç Borç Çevirme Rasyosu'nun program çerçevesinde %99.5 olması beklenirken, ilk yedi aylık dönemde %87.5 olarak gerçekleşmiştir. Hazine tarafından yapılan borçlanmaların beklentilerin üzerinde gerilemesi mali dengelerin getiriler üzerinde olumsuz etkilerde başlıca Türkiye'de görülmemesine neden olmuştur. Mali disiplin açısından 2010 yılında olumlu bir performans dikkat çekerken, Mali Kural'ın ertelenmesi bir miktar olumsuz etkilerde tahvil piyasalarında yukarı yönlü bir baskı yaratmıştır.

Türkiye'nin bütçe açıklarının 2009 yılında %5.5 ile görece olumlu bir performans sergilediği dikkat çekilirken, 2010 yılının ilk 8 ayında bütçenin 14 milyar TL açıklık verdiği değerlendirildiğinde %4.9 açıklık yönünde olan OVP hedefinin gerçekleştirilmesi kesinleşmiş görünmektedir. Faiz döş dengesinin de 2009 yılında pozitif alanda kalmaya devam etmesi önemli görünürken, 2010 yılının ilk 8 ayında da faiz döş dengesinin fazla vererek olumlu bir performans sergilediği izlenmektedir. Gelişmiş ülkelerin bir kısmında kamu borç stokunun GSYİH içindeki payının %100'leri aşması bir ortamda Türkiye'nin %50'nin altında bir borçlanma ile 2009 yılında tamamlanması

Austos 2010'da Merkezi Yönetim Brüt borç stoku geçen yılın aynı dönemine göre %9 artışla 462.9 milyar TL'ye yükselmiştir. Borç stokunun alt kalemleri incelendiğinde, borç stokunun, %75 oranındaki kısmının kamu kesimi ve iç piyasa kalemlerinden oluşan iç borç stokundan, geri kalan %25'lik kısmının ise döş borç stokundan oluştuğu görülmektedir. Hazine Müste'arlığı tarafından yayımlanan 2010 Finansman Programı çerçevesinde ise Ocak-Aralık döneminde; 200.3 olması beklenen toplam borç seviyesi Ocak-Temmuz döneminde 119.3 olarak gerçekleşmiştir ve gerçekleştirilen rakama, iç borç seviyesinin beklentilerin oldukça altında gelmesinin paydaş olmuştur. Hazine tarafından hesaplanan ve

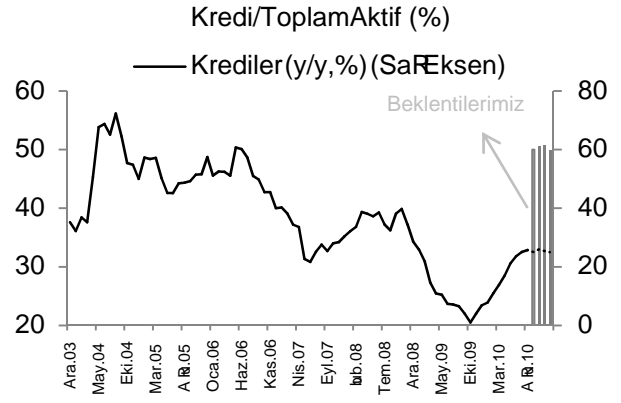
5 r Bankaöök SektörününHızlıAktif BüyümesYönündekiE Rimi

Grafikö



KaynakBDDK\aköBank

Grafik10



KaynakBDDK\aköBank

Türk bankaöök sektörü 20002001 dönemindeya 'adöök tarihinin en büyük krizinin akabindealan önlemler çerçevesinde2003 yılı sonrasında sa Rölö bir mali bünyeye sahip olmu 'tur. Grafikö ve Grafik10'dan da görülebileceRüzere söz konusudönem sonrasında sektörün aktiflerinde hızlıbir büyüme gerçekte'mi "ve bu büyümeninana unsurlaökrediler ve menkul de Rerler cüzdarö(MDC)olmu 'tur. Ancak20082009 döneminde ABD'deba 'layan ve tüm dünyayı etkisi altına alan kredi krizi Türk bankaöök sektörünün global ekonomik konjonktürden aldöök deste Rkös men azaltılmö'tö. Uluslararası piyasalarda ya 'anan krizle ekonomik daralmaya ba Rölö olarak bankaöök sektörünün aktif büyümesindekredilerin önemi kös men azalmö'ten, MDC'nin önemi artmö'tö. Ba 'ka bir deyi 'le krizin bankaöök sisteminin toplam aktif büyümesi üzerindeki olumsuz etkisi MDC'dekiartö" ile bertaraf edilmeyeçabö'mö'tö. Ancak2010 yılında sabit getirili menkul köymet piyasalaönda getirilerin tarihi dip seviyelereyakla 'masıyla birlikte, büyüme imkanıö önemli ölçüde azalmö", bu nedenle bankaöök sektörü göreceli olarak yüksek olan kredi plasmanına yeniden yönelmi'tir. 2010 yılında ilk iki çeyre Rinde baz etkisinin de yardöönüyla hızlıca geni 'leyen kredi portföyünün, yılın 2. yaröösünde global piyasalarda yeniden gelen durgunlu Rın etkisiyle bir miktar yava 'ladöök görölmektedir. Bu durum sektördeki rekabetin de etkisiyle kredi getirilerinde önemli sayöabilecekdüzeydegerilemeyeneden olmaktadır. Ba 'ka bir deyi 'le, Türk bankaöök sektörünün gerek menkul de Rer portföyünün gerekse kredi portföyünün getirisinin azalmaö net faiz marjlaö üzerinde baslaö yaratö hale gelmi'tir.

Ancak sektörde ya 'anan tüm bu olumsuz geli 'melere kar 'öön, aktif büyümesinin bir miktar sööllemek yerine agresif bir biçimde artö ömayö sürdürmektedir. Bu nedenle tahvil piyasalaö dü 'ük getiri düzeyinera Rhen, hala sektör için önemli bir plasman kalemi olmaya devam etmektedir.

Sonuç olarak,

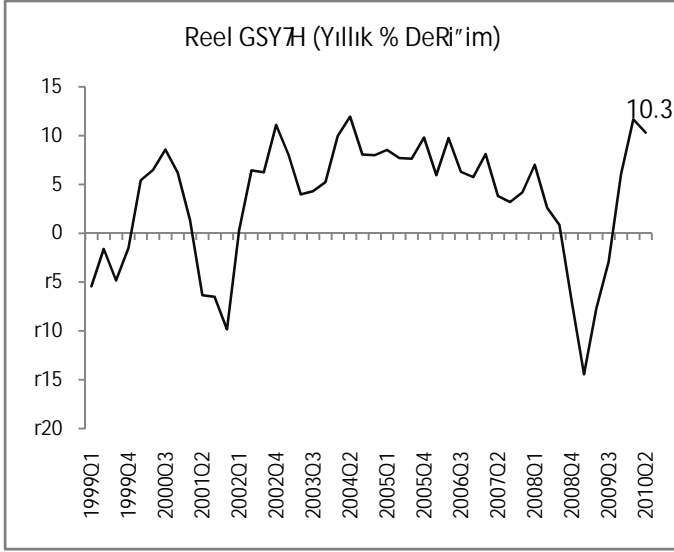
- ✓ Artan rekabet,
- ✓ Hızlı aktif büyümesi yönündeki eğilim

Türk tahvil piyasasına olan talebi, getirileri dü 'ük düzeyde tutacak ölçüde desteklemektedir.

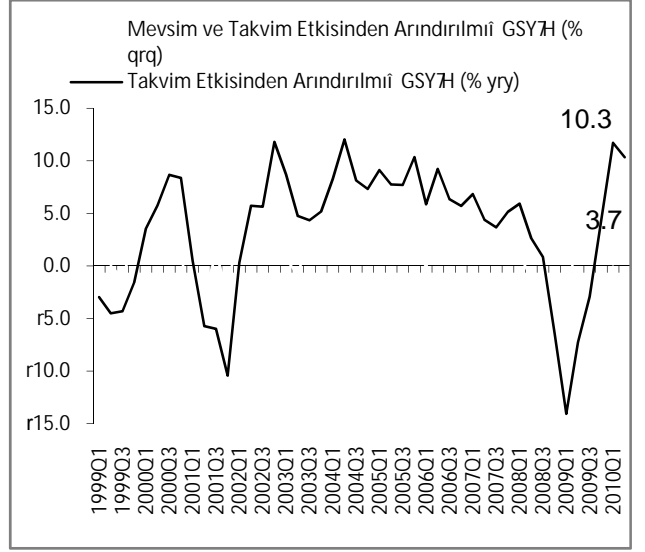
Ekr1 Korelasyon Matrisir

TÜRKİYE

Türkiye Büyüme Oranı (Çeyrek)



Kaynak:TÜİK

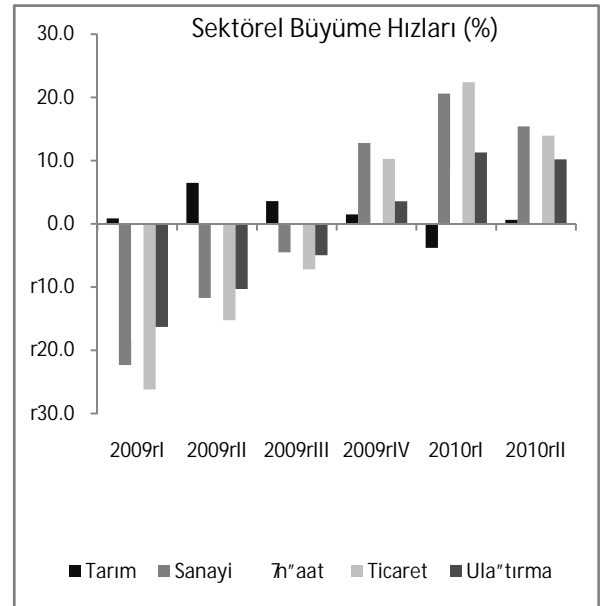


Kaynak:TÜİK

Sektörel Büyüme Hızları (%)

Sektörler	Sektör Payları (%)	2009	2009	2009	2010	2010
		II. Çeyrek	III. Çeyrek	IV. Çeyrek	I. Çeyrek	II. Çeyrek
Tarım	4.1	6.5	3.6	1.5	3.8	0.05
Sanayi	25.4	11.7	4.5	12.8	20.6	3.79
İnşaat	5.6	21.1	18.3	6.6	8.0	1.15
Ticaret	13.3	15.2	7.2	10.3	22.4	1.77
Ulaştırma ve Haberleşme	14.9	10.3	5.0	3.6	11.3	1.51
Mali Kurumlar	12.5	7.5	7.8	8.1	4.7	0.99
Konut Satışları	5.5	4.8	3.8	3.4	0.6	
Eğitim	2.4	1.3	3.3	3.1	1.8	
Sağlık ve Sosyal Hizmetler	1.5	2.9	4.5	4.9	5.2	
Vergi ve Sosyal Güvenlik Hizmetleri	8.6	7.8	8.1	6.3	16.9	
GSYİH		7.7	2.9	6.0	11.7	10.3

Kaynak:TÜİK

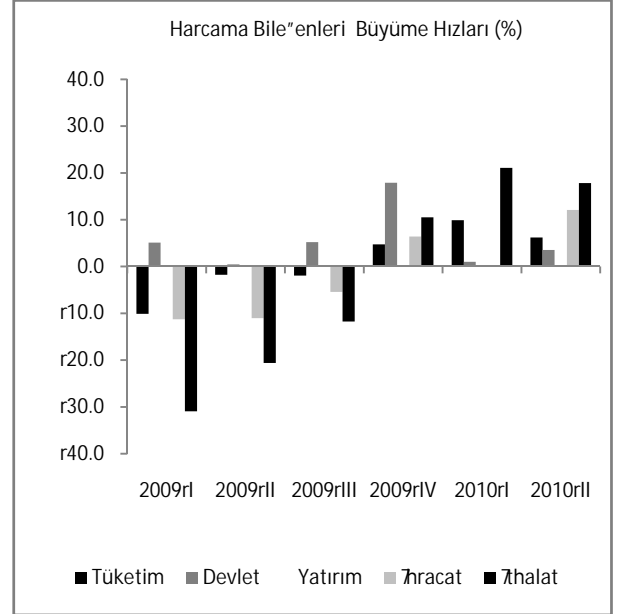


Kaynak:TÜİK

Harcama Bile"enlerinin Yıllık Büyüme Oranları (%)

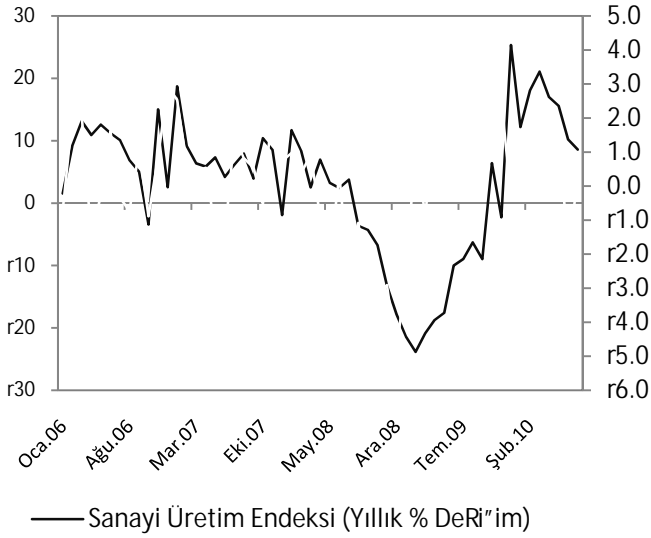
Harcama Bile"enleri	Sektör Payları (%)	2009 II. Çey	2009 III. Çey	2009 IV. Çey	2010 I. Çey	2010 II. Çey
Yer. Hanehalkı Tük. Har.	74.0	r1.8	r1.9	4.7	9.9	4.47
Dev. Nihai Tük. Har.	10.1	0.5	5.2	17.9	1.0	0.38
Gay. Safı Ser. Olu".	21.6	r24.4	r18.5	r4.7	14.4	5.80
Kamu Sektörü	2.3	0.2	5.7	8.6	r25.6	0.58
Özel Sektör	19.3	r28.7	r21.0	r3.5	22.1	5.22
Mal ve Hiz. 7hracatı	23.6	r11.0	5.4	r6.4	r0.1	2.91
Mal ve Hiz. 7thalatı	27.1	r20.6	r11.7	10.5	21.1	4.52
GSYH		r7.7	2.9	6.0	11.7	10.30

Kaynak:TÜİK



Kaynak:TÜİK

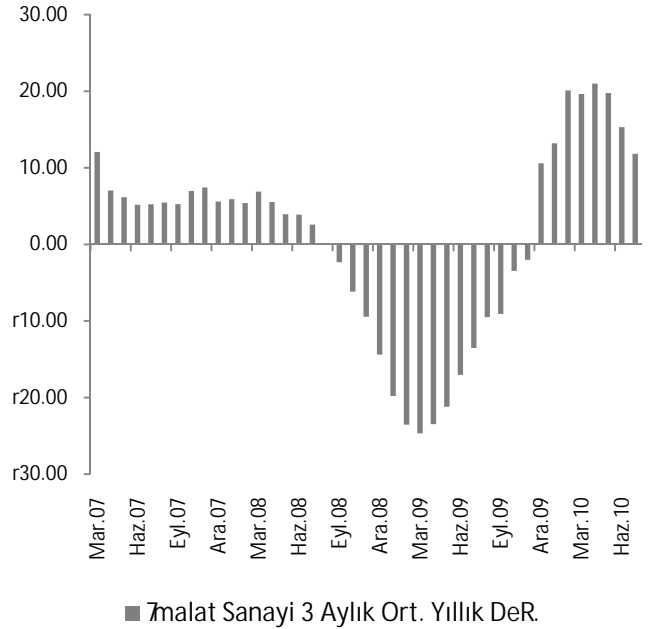
Sanayi Üretim Endeksi



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

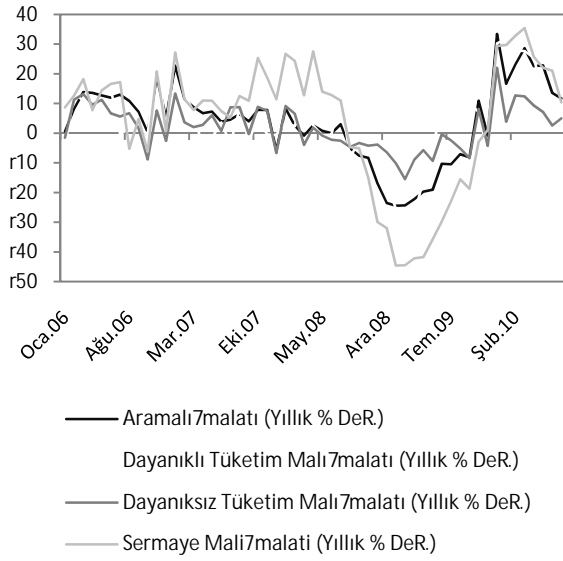
Kaynak:TÜİK

7thalat Sanayi Üretim Endeksi



Kaynak:TÜİK

Sektörel Bazda Sanayi Üretim Endeksi

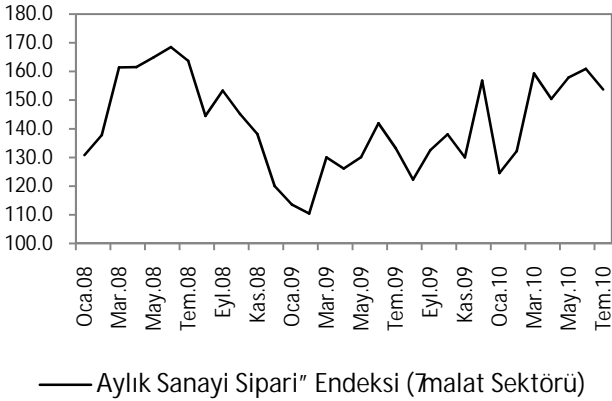


Kaynak:TÜİK

Sektörler	Yıllık DeR'im Oranı (%)	
	Temmuz Ayı	
	2009	2010
Petrol Ürünleri	r2.5	r12.1
Tekstil	r7.6	10.6
Gıda	r2.4	8.7
Kimyasal Madde	r1.7	7.7
Ana Metal Sanayi	r17.1	6.9
Metalik Olm. DiR. Mineral	r13.4	12.8
Ta"ıt Araçları	r27.9	6.0
Elektrikli Teçhizat	r1.6	21.7
Giyim	r5.9	10.1

Kaynak:TÜİK

Aylık Sanayi Sipari" Endeksi



Kaynak:TÜİK

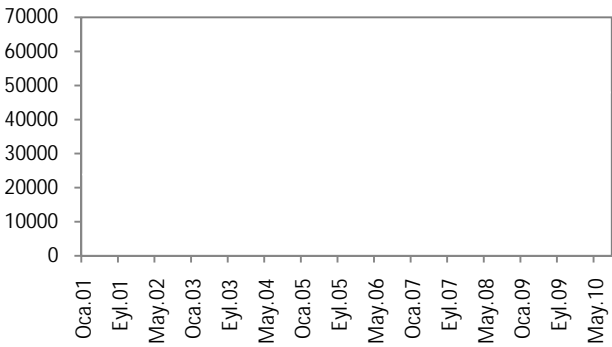
Aylık Sanayi Ciro Endeksi



Kaynak:TÜİK

Aylık Sanayi Ciro Endeksi

Toplam Otomobil Üretimi



Toplam Otomobil Üretimi (Adet) (12 aylık Har. Ort.)

Kaynak:OSD,Vakıfbank

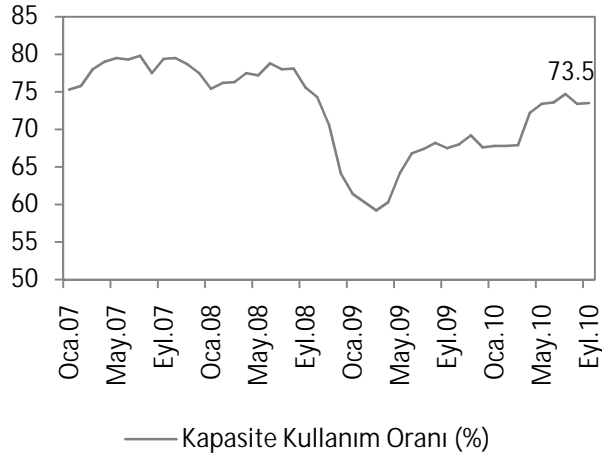
Beyaz E"ya Üretimi



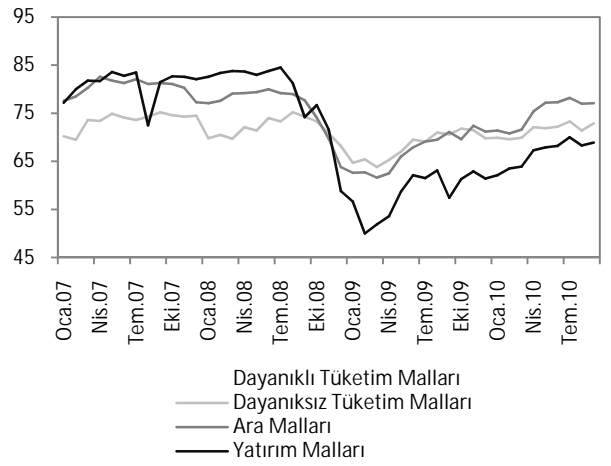
Beyaz E"ya Üretimi (Adet)

Kaynak:Hazine Müste"arlıR

Kapasite Kullanım Oranı

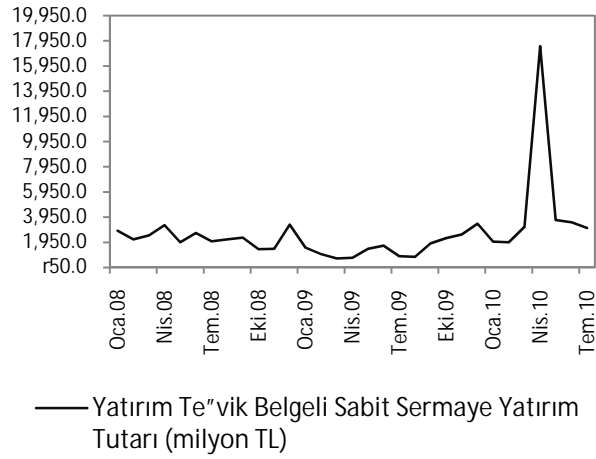


Kaynak:TÜİK



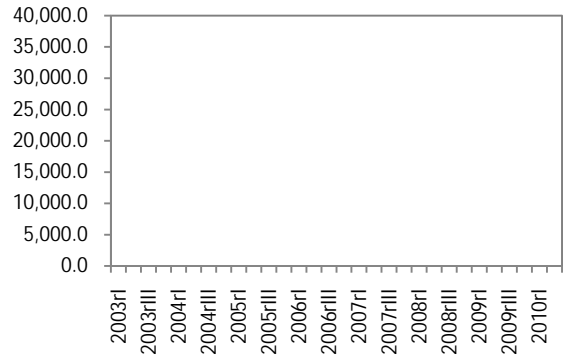
Kaynak:TÜİK

Yatırım Tevrik Belgeli Sabit Sermaye Yatırım Tutarı



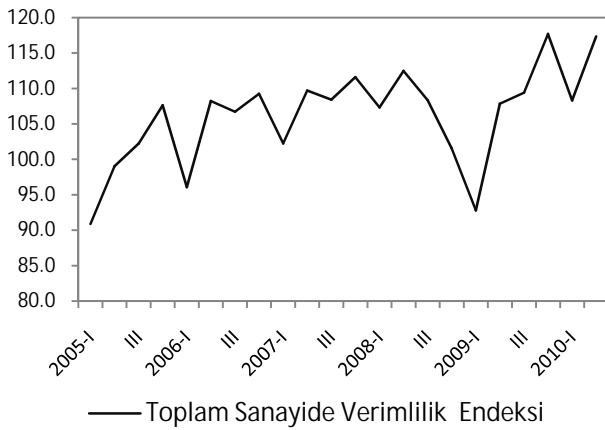
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Verilen 7n'aat Ruhsatları



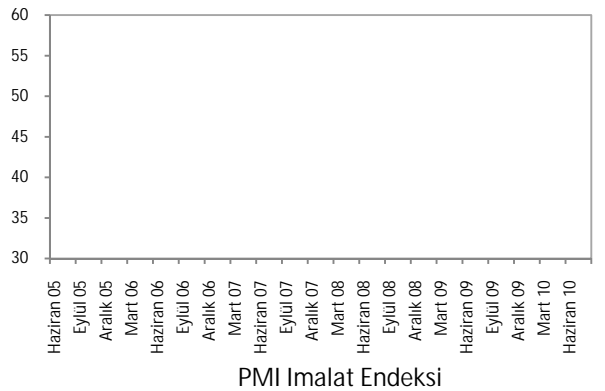
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Toplam Sanayide Verimlilik



Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

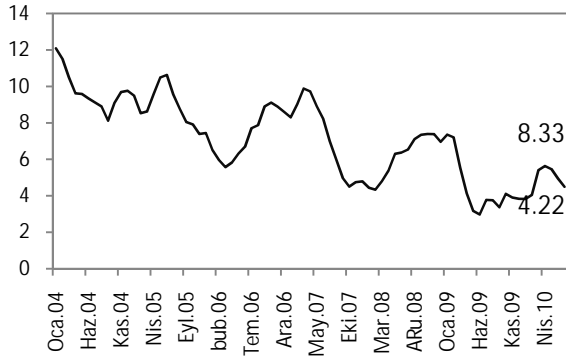
PMI Endeksi



Kaynak: Reuters

ENFLASYON GÖSTERGELERİ

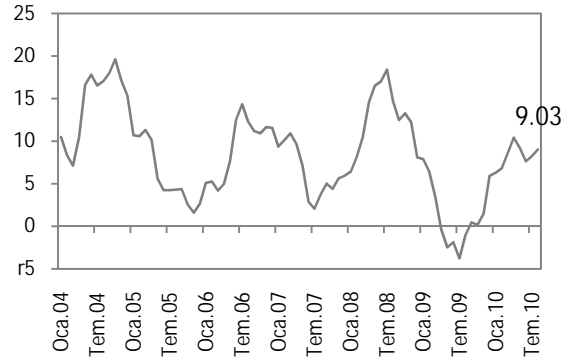
TÜFE ve Çekirdek Enflasyonu



TÜFE (yılıkr% deR.) — Çekirdek Enflasyonu

Kaynak:TCMB

ÜFE

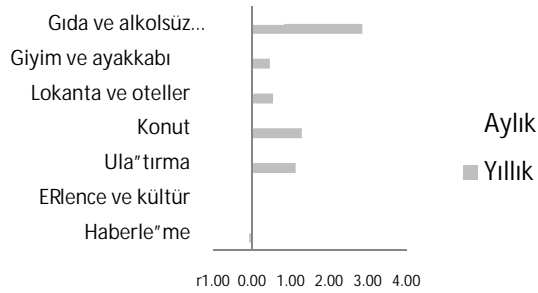


ÜFE (yılıkr% deR.)

Kaynak:TCMB

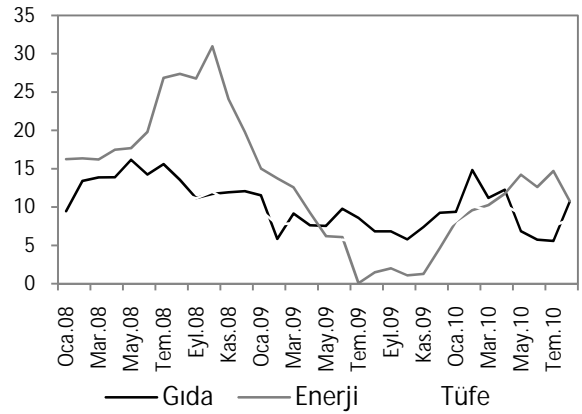
TÜFE Harcama Grupları

TÜFE Harcama Gruplarının Katkısı



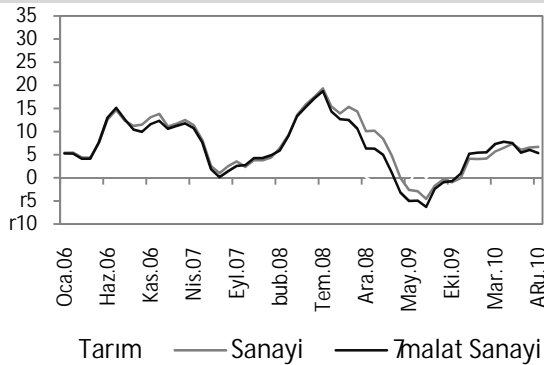
Kaynak:TCMB, Vakıfbank

Gıda ve Enerji Enflasyonu (yılıkr% deR.)



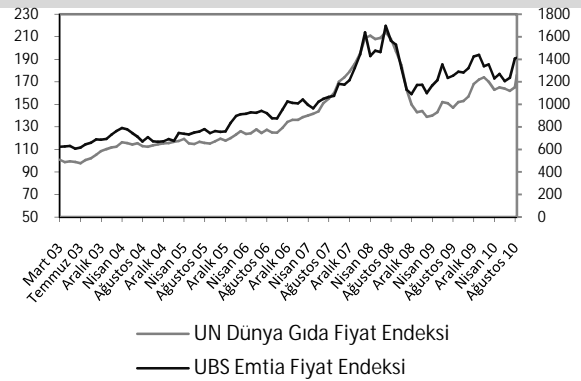
Kaynak:TCMB

ÜFE Alt Sektörler



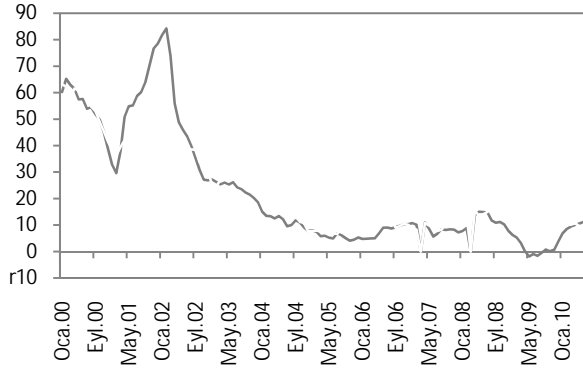
Kaynak:TCMB

Dünya Gıda ve Emtia Fiyat Endeksi



Kaynak:Bloomberg

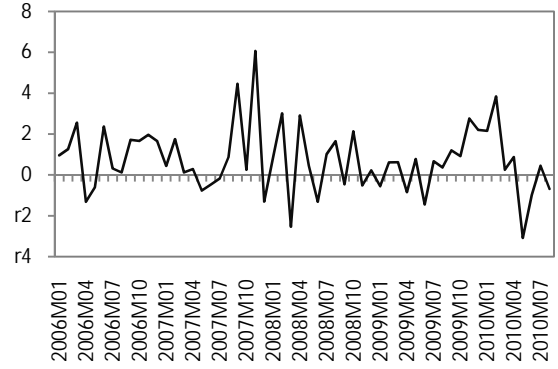
70 Enflasyon Göstergeleri



— İstanbul Toptan E'ya Fiyat Endeksi
İstanbul Ücretliler Geçinme Endeksi

Kaynak:TCMB

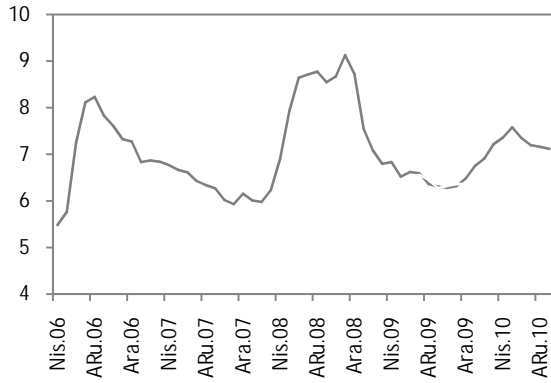
Türkr7" Mutfak Enflasyonu



— Türkr7" Gıda Enflasyonu (Bir önceki aya göre DeR.)

Kaynak:Türkr7"

Enflasyon Beklentileri



— 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi
24 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi

Kaynak:TCMB

Tük. Güven Endeksi Fiyatların DeR. Yönünde Beklenti

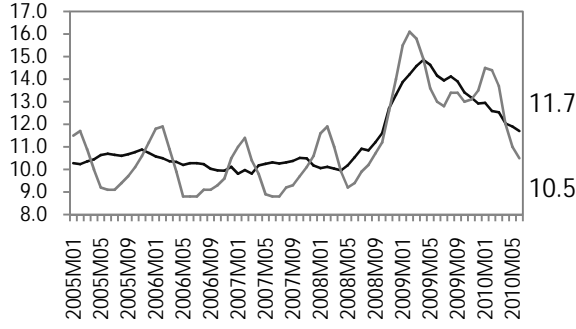


— Fiyatların deRi"im yönüne ili"kin beklenti

Kaynak:TCMB

7GÜCÜ GÖSTERGELER7

7sizlik Oranı

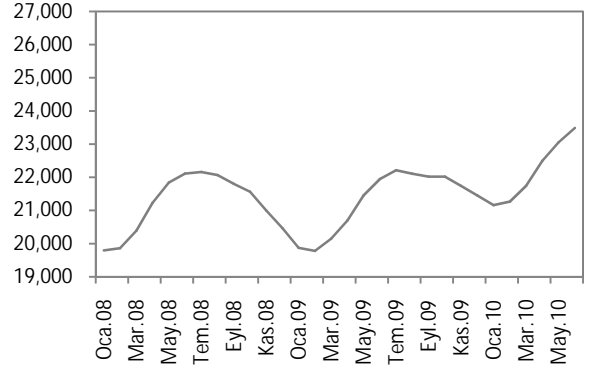


— Mevsimsellikten Arındırılmış 7sizlik Oranı

— 7sizlik Oranı

Kaynak:TCMB, Vakıfbank

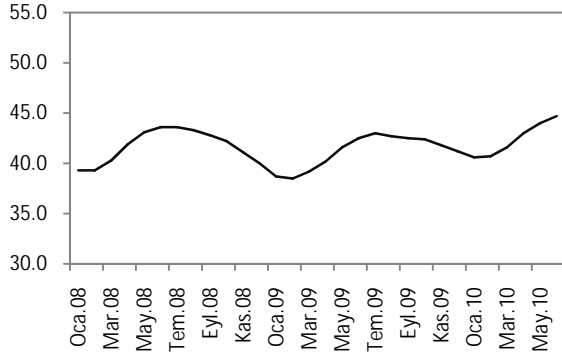
7gücü Durumu



7gücü Arzı — İstihdam Edilenler

Kaynak:TCMB

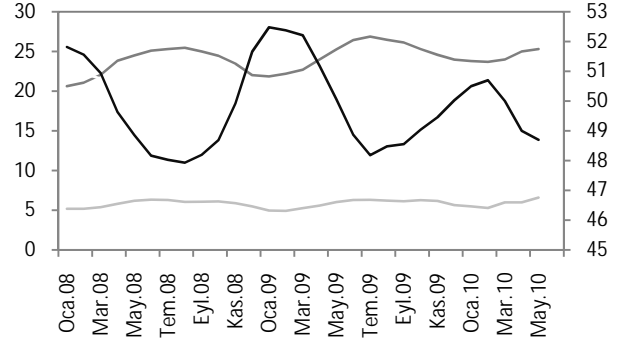
7gücüne Katılım Oranı



7gücüne Katılma Oranı — İstihdam Oranı

Kaynak:TCMB

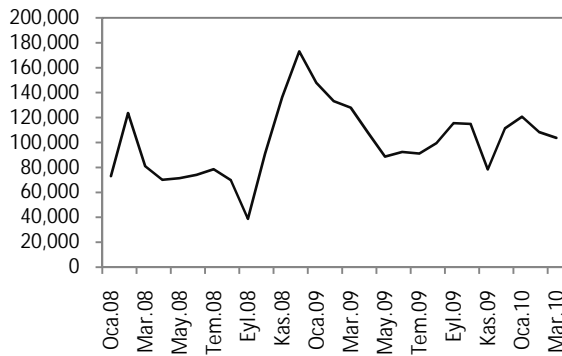
Sektörlerin Toplam 7gücü7çindeki payı



— Tarım — Sanayi — İn"aat — Hizmetler

Kaynak:TCMB

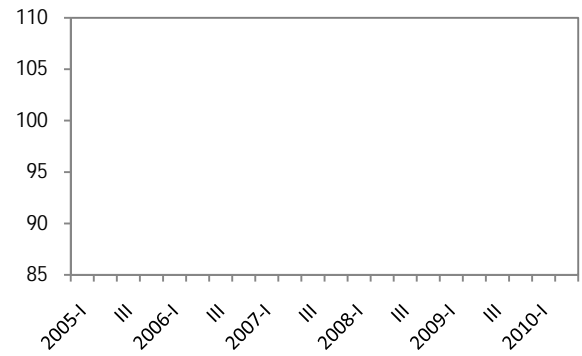
7kur7statistikleri



— 7"Arayanların Sayısı

Kaynak:Hazine Müste"arlıR

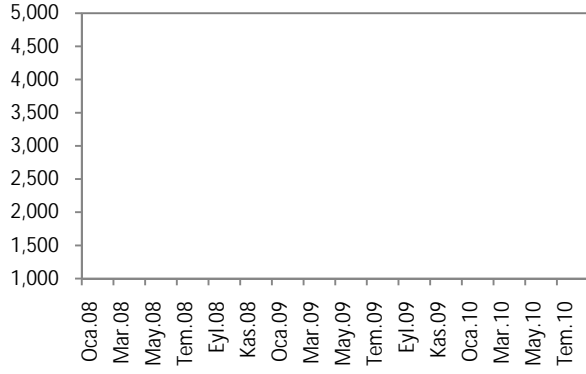
Sanayi7stihdam Endeksi (2005=100)



Sanayi7stihdam Endeksi

Kaynak:Hazine Müste"arlıR

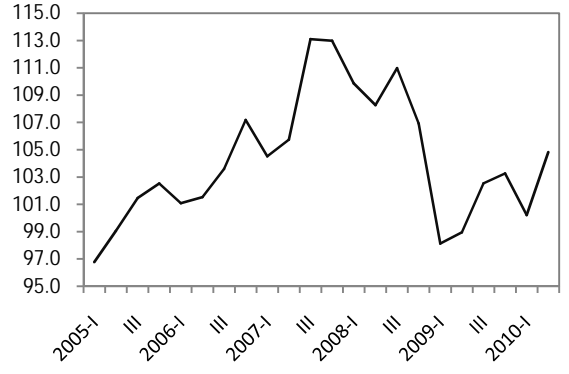
Kurulan Kapanan Birlik Sayısı



Kurulan Kapanan Birlik Sayısı (Adet)

Kaynak:TÜİK

Reel Brüt Ücret Maaş Endeksleri

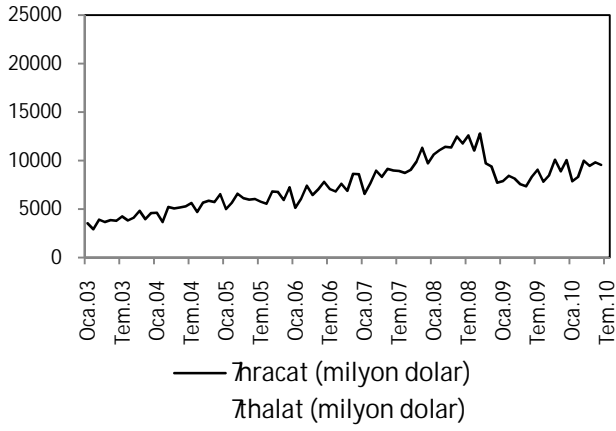


— Reel Brüt Ücret Maaş Endeksleri

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

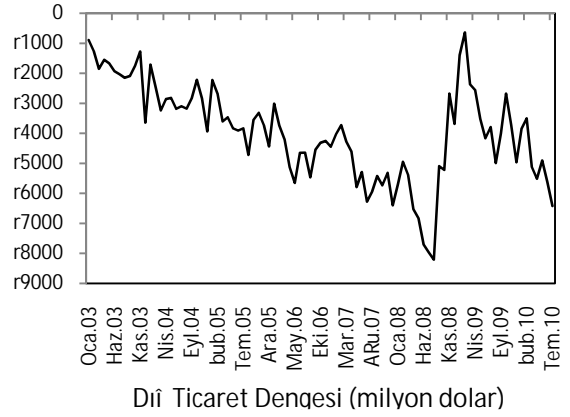
DİB TİCARET GÖSTERGELERİ

İthalatı Harcat



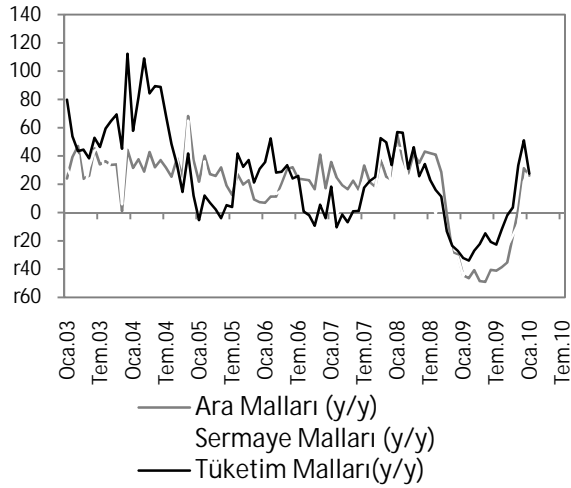
Kaynak: TCMB

Dış Ticaret Dengesi



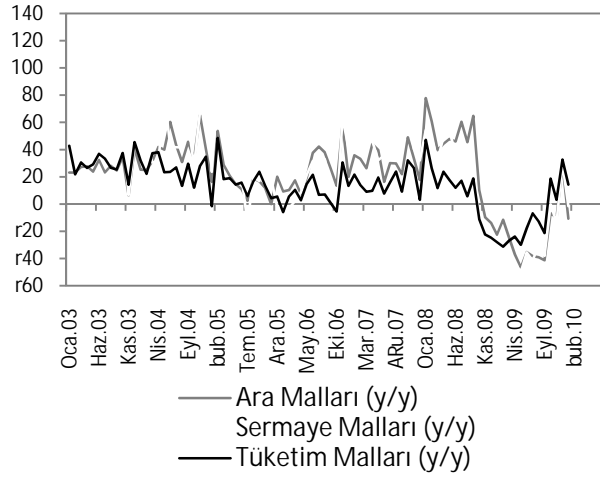
Kaynak: TCMB

İthalat



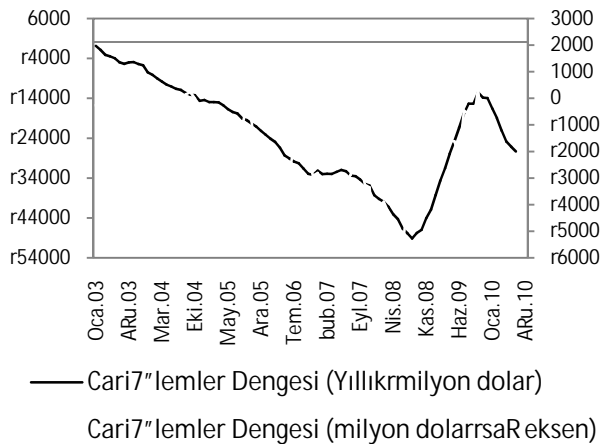
Kaynak: TCMB

Harcat



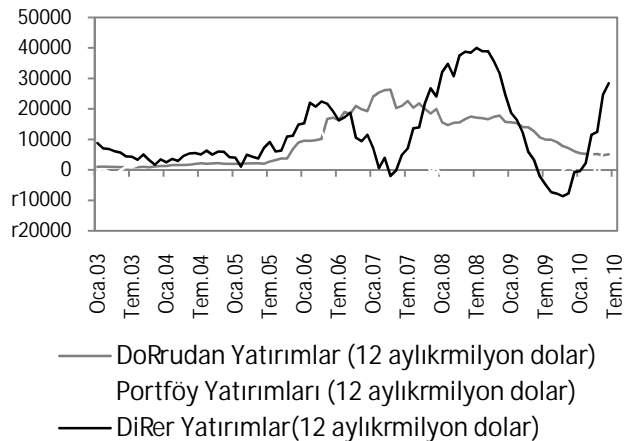
Kaynak: TCMB

Cari İşlemler Dengesi



Kaynak: TCMB

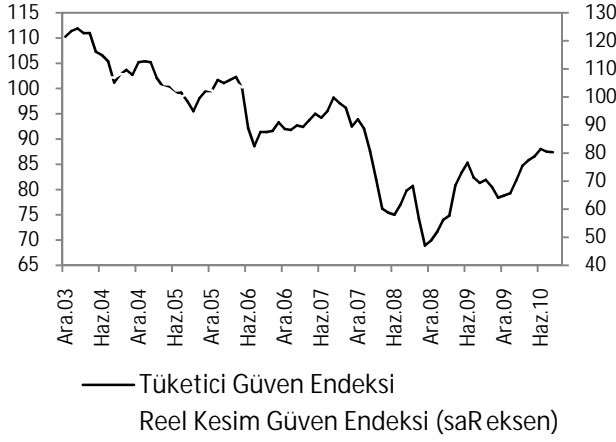
Sermaye ve Finans Hesabı



Kaynak: TCMB

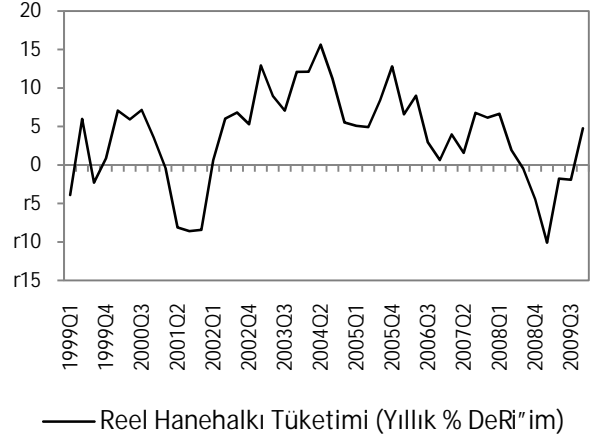
TÜKETİM GÖSTERGELERİ

Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni



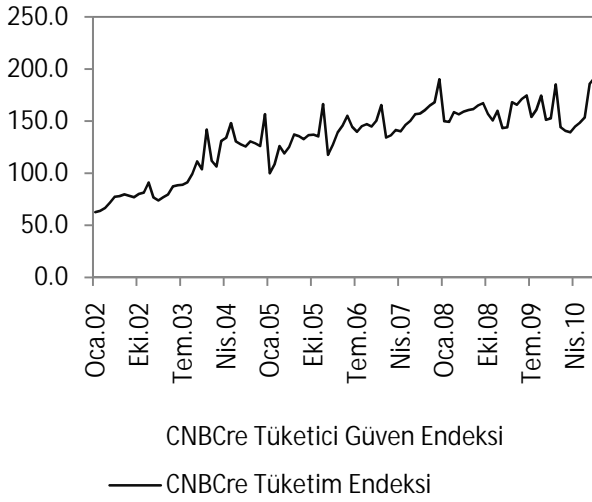
Kaynak:TCMB

Tüketim Harcamaları



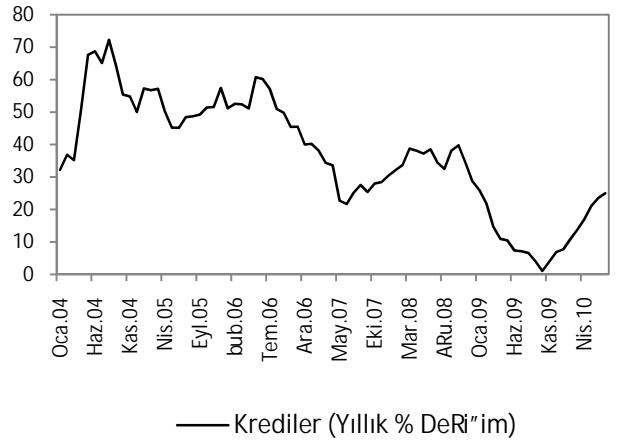
Kaynak:TCMB

CNBCre Güven Endeksleri



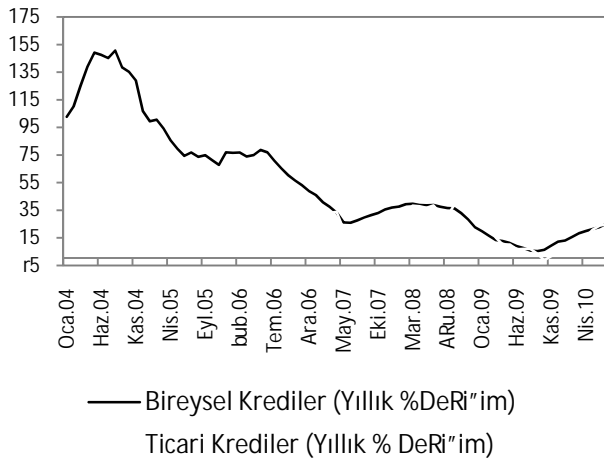
Kaynak:Hazine Müste"arlıR

Krediler



Kaynak:BDDK

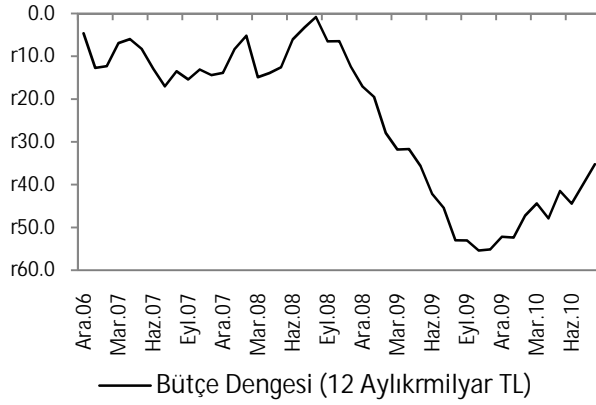
Bireysel ve Ticari Krediler



Kaynak:BDDK

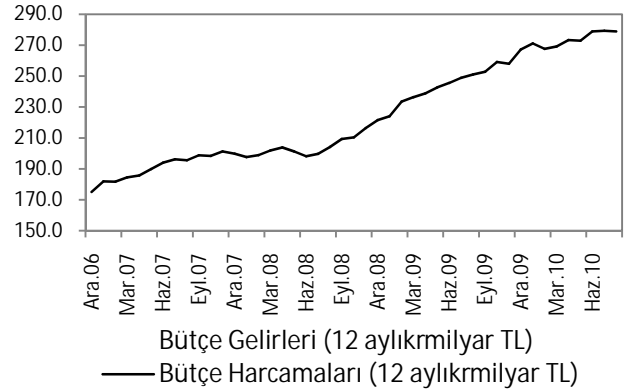
KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

Bütçe Dengesi



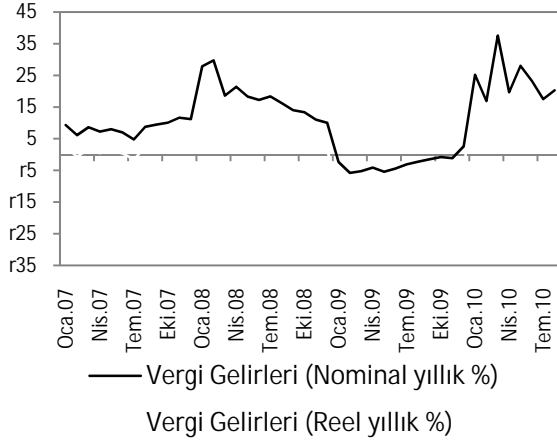
Kaynak: TCMB

Bütçe Gelirleri ve Harcamaları



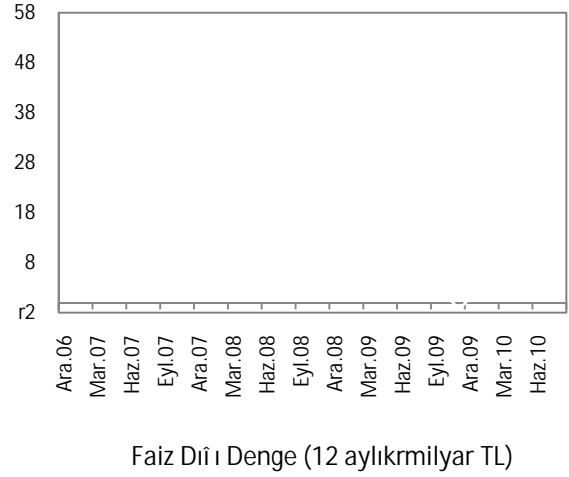
Kaynak: TCMB

Vergi Gelirleri



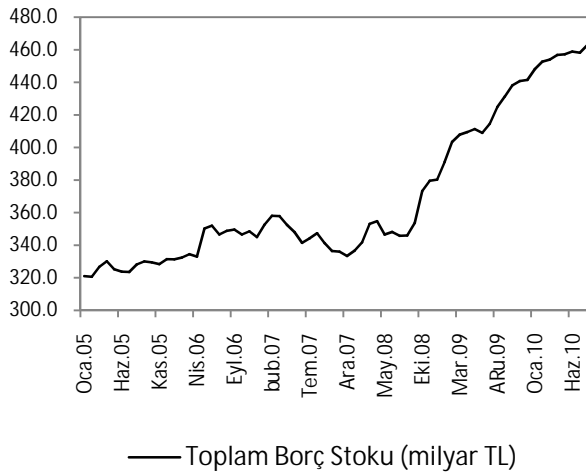
Kaynak: TCMB, Vakıfbank

Faiz Dışı Denge



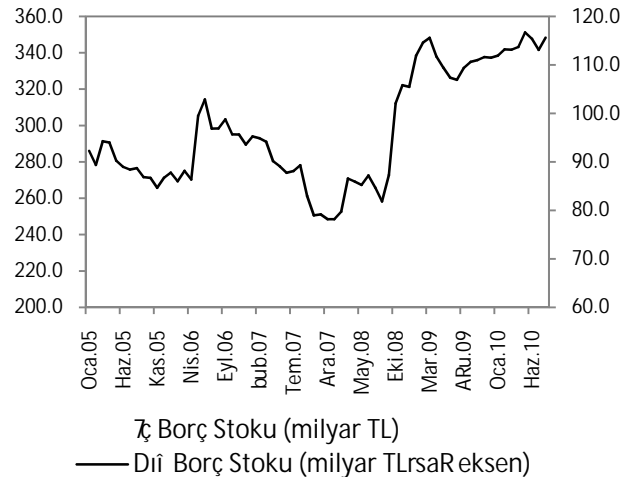
Kaynak: TCMB

Borç Stoku



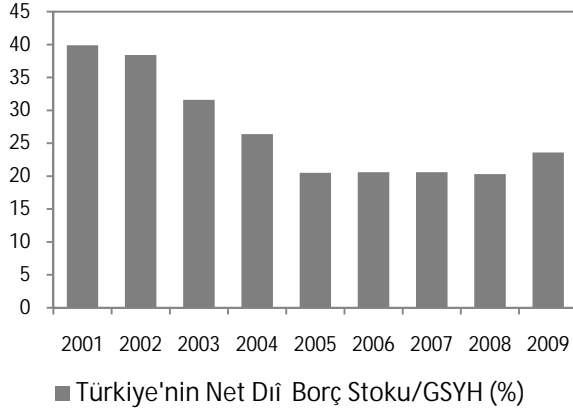
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Tutar ve Dönüş Borç Stoku



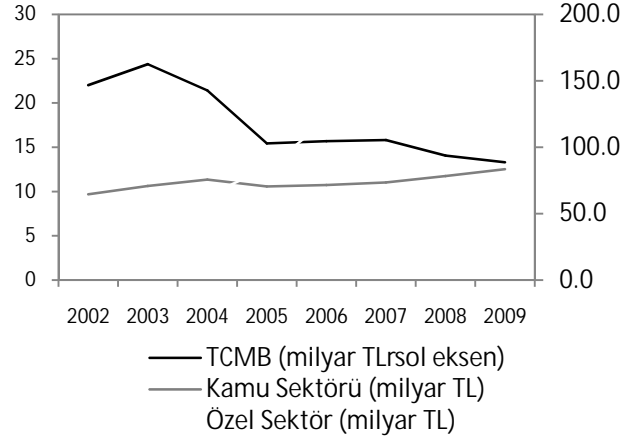
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Türkiye'nin Net Dış Borç Stoku



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

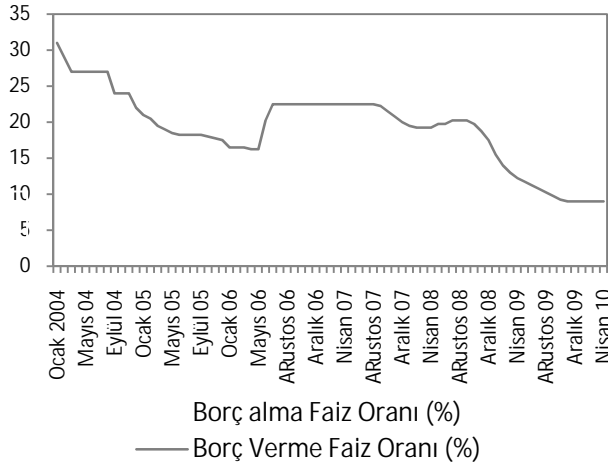
Türkiye'nin Dış Borç Stoku Profili



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

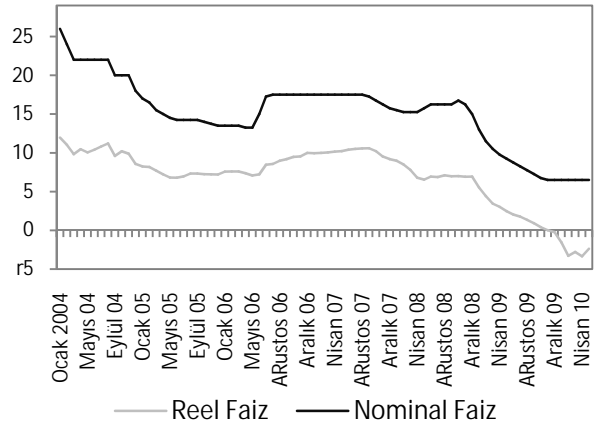
LİKİTTE GÖSTERGELER

TCMB Faiz Oranı



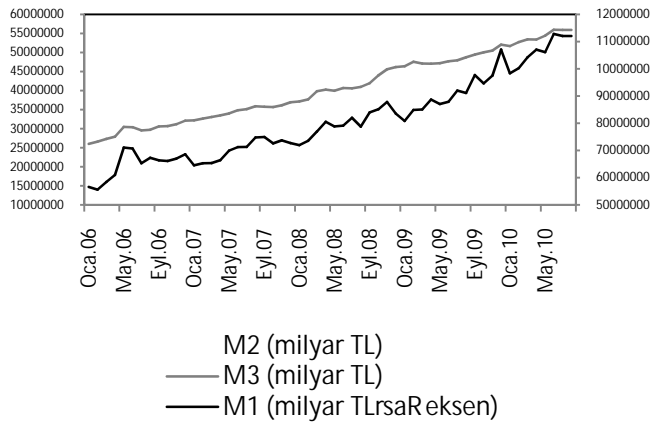
Kaynak:TCMB

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/GSYH (%)	Merkez Bankası Faiz Oranı (%)	Tüketici Güven Endeksi
ABD	3	1.1	r2.90	0.25	53.5
Euro Bölgesi	1.9	1.6	1.0	1.00	11.20
Almanya	3.7	1.00	4.80	1	103
Fransa	1.70	1.40	2.7	1.00	39.00
İtalya	1.30	1.60	r3.40	1.00	104.10
Macaristan	1.00	3.70	0.40	5.25	25.00
Portekiz	1.50	1.90	r10.1	1.00	r40.40
İngiltere	1.70	3.10	1.30	0.50	r18.00
Japonya	2.40	r0.90	2.80	0.10	43.20
Çin	10.30	3.50	7.80	5.31	107.80
Rusya	5.20	6.10	3.20	7.75	r
Hindistan	8.80	11.25	2.41	4.50	r
Brezilya	8.81	4.49	r1.56	10.75	119.30
G.Afrika	3.00	3.70	3.20	6.50	r4.00
Türkiye	11.70	8.33	4.00	6.50	88.04

Beklentiler

2010rIMF Beklentisi (Nisanr2010)	Reel Büyüme (y/y)	Enflasyon (y/y)	Cari Denge /GSYH	sizlik Öratı	Borç St./GSYH
Geli"mi" Ülkeler	2.32	1.49	r0.44	8.39	r
Geli"mekte Olan Ülkeler	6.34	6.19	2.07	r	r
Tüm dünya	4.21	3.67	r	r	r
ABD	3.10	2.13	r3.29	9.41	92.56
Euro Bölgesi	0.96	1.13	r0.03	10.52	r
Almanya	1.21	0.91	5.45	8.62	76.70
Fransa	1.52	1.20	r1.92	9.98	84.24
İtalya	0.84	1.40	r2.79	8.70	118.63
Macaristan	r0.16	4.28	r0.42	r	r
Portekiz	0.29	0.84	r8.97	11.00	
İngiltere	1.33	2.72	r1.66	8.25	78.19
Japonya	1.89	1.40	2.84 r	5.07	227.77
Çin	10.04	3.12	6.23	r	r
Rusya	4.00	7.00	5.14	r	r
Hindistan	8.77	13.16	r2.17	r	r
Brezilya	5.49	5.10	r2.91	r	r
G.Afrika	2.59	5.78	r4.95	r	r
TÜRKYE	5.20	9.73	r3.98	r	r

Türkiye Makro Ekonomik Görünüm

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER						
	2008	2009	En Son Yayımlanan		2010 Yılı Sonu Beklentimiz	Açıklanacak 7k Veriye Ait Beklentimiz
Reel Ekonomi						
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon TL)	950 144	953 974	268 495	(2010 2. Çeyrek)		
GSYİH Büyüme Oranı (Sabit Fiyatlarla, %)	0.7	4.7	11.7	(2010 2. Çeyrek)	%6.8	%5.5 (2010rIII.Çey)
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%)	17.8	r9.5	8.6	(Temmuz 2010)	%7.75	rr
Kapasite Kullanım Oranı (%)	64.7	67.6	73.5	(ARustos 2010)	%70.5	rr
İşsizlik Oranı (%)	13.6	13.5	10.5	(Haziran 2010)	%11.2	
Fiyat Gelişmeleri						
TÜFE (Yıllık % Değişim)	10.06	6.52	8.33	(ARustos 2010)	%7.9	rr
ÜFE (Yıllık % Değişim)	8.11	5.93	9.03	(ARustos 2010)	%8.7	rr
Parasal Göstergeler (Milyon TL)						
M1	83,380	107,051	121,385	(08.09.2010)		
M2	434,205	494,024	546,060	(08.09.2010)		
M3	458,383	520,674	573,884	(08.09.2010)		
Emisyon	30,468	34,289	45,614	(08.09.2010)		
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	70,075	70,689	74,864	(17.09.2010)		
Faiz Oranları						
TCMB O/N (Borç Alma)	15.00	6.50	6.25	(24.09.2010)	%6.25	%6.25
TRILIBOR O/N	15.00	6.50	6.62	(27.09.2010)		
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)						
Cari İşlemler Açığı	41,947	r13,854	r3.438	(Temmuz 2010)	r38,500	rr
İthalat	193,821	134,401r	16,0136	(Temmuz 2010)	170,000	rr
İhracat	140,799	109,672	9,597	(Temmuz 2010)	113,000	rr
Dış Ticaret Açığı	53,022	24,729	r 6.417	(Temmuz 2010)	r57,000	rr
Kamu Ekonomisi (Milyon TL)						
Bütçe Gelirleri	208.898	215,060	26,252	(ARustos 2010)		
Bütçe Giderleri	225.967	267,275	23,163	(ARustos 2010)		
Bütçe Dengesi	17.069	52,215	r 3.089	(ARustos 2010)	r50,034	
Faiz Dışı Denge	33.592	986	6.192	(ARustos 2010)	6,716	
Borç Stoku Göstergeleri						
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar TL)	274.8	330.0	347.3	(ARustos 2010)		
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar TL)	105.5	111.4	115.6	(ARustos 2010)		
Kamu Net Borç Stoku	268.0	309.8	315.3	(2010 I. 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
Selin Düz	Araştırmacı	selin.duz@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
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 oldu una inanılan kaynaklardan sa lanan bilgiler kullanılarak hazırlanmı tır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin do rulu u hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle do rudan veya dolaylı olarak olu acak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmı olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen de i iklik yapma hakkına sahiptir.