

AYLIK RAPOR'DA BU AY...

➤ Sanayi Üretim Endeksi, 2009 yılı Aralık ayında 2008 yılı Aralık ayına göre %25.2 arttı...

Büyüme için öncül göstergeler arasında izlenen toplam sanayi üretimi Aralık ayında geçen yılın aynı ayına göre %25,2 artarak bizim %13.7, piyasanın ise %18 olan beklentilerinin üstünde gelmiştir.

➤ Enflasyonda Şubat ayında sert bir yükseliş yaşandı...

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) Şubat ayında bir önceki aya göre %1.45 artmıştır. Böylece, yıllık bazda TÜFE %8.19 oranından %10.13'e sert şekilde yükselerek bir yıldan sonra tekrar çift hanelerde gerçekleşmiştir.

➤ Merkez Bankası faiz oranlarını Şubat ayında da değiştirmede

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) 16 Şubat 2010 tarihinde yaptığı toplantıda faiz oranlarını beklentiler doğrultusunda değiştirmeme kararı almıştır. PPK'nın faiz kararı ile ilgili açıklamasında Ocak ayındakinden belirgin bir farklılık dikkat çekmezken, faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceği vurgulanmıştır.

➤ Cari İşlemler açığı Kasım ayından itibaren yeniden yükselişe geçti...

2008 yılının Aralık ayında 3.1 milyar dolar açık veren cari işlemler hesabı, 2009 yılının Aralık ayında piyasa beklentilerinin altında 3.2 milyar dolar açık vermiştir. Böylelikle Ocak-Aralık döneminde cari işlemler açığı 41.95 milyar dolardan 13.85 milyar dolara gerilemiştir.

➤ Dış ticaret dengesi Ocak ayında 3.64 milyar dolar ile beklentilerin altında açık verdi...

2010 yılının açıklanan ilk dış ticaret verilerine göre ihracat, 2009 yılı Ocak ayına göre %0.3 azalarak 7.86 milyar dolar, ithalat ise %23.9 artarak 11.50 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece, aynı dönemde dış ticaret açığı %160.6 oranında artarak 1.39 milyar dolardan, 3.64 milyar dolara yükselirken, piyasa beklentilerinin oldukça altında gerçekleşmiştir.

➤ 2010 yılının ilk ayında faiz dışı denge sürpriz bir şekilde reel olarak %236 arttı...

Merkezi yönetim bütçe açığı 2010 yılının Ocak ayında geçen yılın aynı ayına göre nominal olarak yükselmesine karşın reel olarak %2.75 oranında gerileyerek 3.121 milyar TL oldu. 2010 yılı sonunda 50.187 milyar TL açık olarak belirlenen hedefin %6.2'lik kısmı karşılanmış oldu. Yılın ilk ayında bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak %236 artan faiz dışı fazla 2.968 milyar TL oldu.

➤ TL Cinsi Borç Stokunun Toplam Borç içerisindeki payı yükselmeye devam ediyor....

Merkezi Yönetim Borç Stokunun TL-YP ayrımı incelendiğinde, TL cinsinden borcun toplam borç stoku içindeki payı, 2010 yılı Ocak ayında bir miktar artarak %71.7 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle YP cinsinden borcun toplam borç stoku içerisindeki payı %28.3'e gerilemiştir.

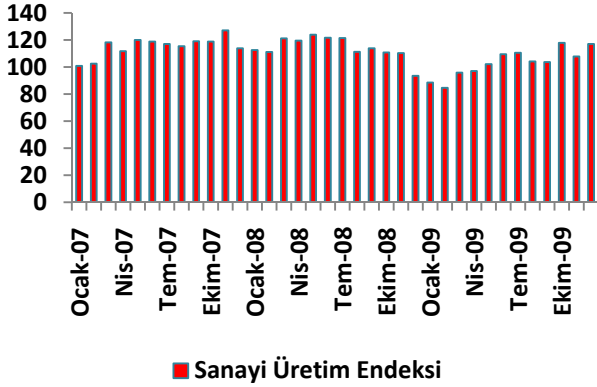
➤ Bankacılık Sektörü 2009 yılında sağlam bir performans sergiledi...

49 bankanın faaliyet gösterdiği bankacılık sektöründe, toplam aktifler 2009 yıl sonu itibarıyla, 2008 yılına göre, %13.8 oranında artarak 833.97 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2008 yılı sonunda %77.1 olan toplam aktiflerin GSYİH'ya oranı 2009 yılının son çeyreği itibarıyla %89.3'e yükselmiştir.

➤ FED iskonto faiz oranlarını 25 baz puan artırarak %0.75'e yükseltti...

ABD'de Şubat ayında yaşanan en dikkat çekici gelişme FED'in sürpriz bir şekilde iskonto faiz oranlarını 25 baz puan artırarak %0.75'e yükseltmesi olmuştur. Faiz kararı FED'in şu ana kadar gevşek para politikasından çıkış konusunda verdiği en açık sinyal olurken, politika faiz oranlarında arttırım için ise hala zamana ihtiyaç vardır.

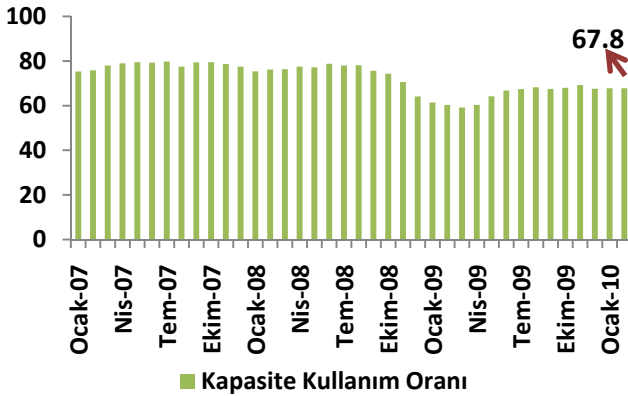
Sanayi Üretim Endeksi, 2009 yılı Aralık ayında 2008 yılı Aralık ayına göre %25.2 arttı...



Büyüme için öncül göstergeler arasında izlenen toplam sanayi üretimi Aralık ayında geçen yılın aynı ayına göre %25.2 artarak piyasa beklentilerinin üstünde gelmiştir. Sanayi üretiminde Aralık ayındaki güçlü artış büyük ölçüde baz etkisinden kaynaklanmaktadır. Sanayinin alt sektörleri incelendiği zaman, 2009 yılı Aralık ayında, bir önceki yılın aynı ayına göre Madencilik ve Taşocakçılığı sektörü endeksinin %15.4; İmalat Sanayi sektörü endeksinin %28.0; Elektrik, Gaz ve Su sektörü endeksinin ise %10.9 artış gösterdiği görülmüştür. Ana Sanayi Grupları Sınıflamasına göre diğer gruplar incelendiğinde,

Dayanıklı Tüketim Malı İmalatının %30.1, Sermaye Malı İmalatının %28.5, Dayanısız Tüketim Malı İmalatının %22.5, Enerjinin ise %10.1 oranında arttığı görülmektedir. Mevsimsel ve takvimsel etkilerden arındırılmış endeksler de sanayi üretimindeki artışı destekler niteliktedir. Nitekim, Takvim Etkisinden Arındırılmış Endeks 2009 yılı Aralık ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %8.3 artış gösterirken, Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış Endeks bir önceki aya göre % 0.7 artış göstermiştir. Aralık ayı sanayi üretim endeksi rakamları Türkiye'nin durgunluktan çıkmakta ve çıktı açığının daralmakta olduğunun önemli bir göstergesidir. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak sanayi üretimindeki toparlanmanın devam etmesini ve Ocak ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %21.5 artış göstermesini tahmin ediyoruz. 2009 yıl sonu için ise ekonomide %5,9 olan daralma beklentimizi koruyoruz.

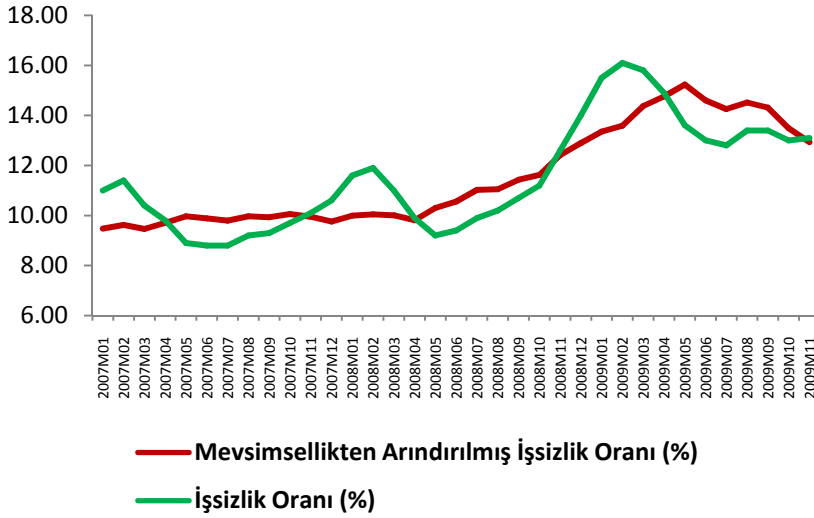
Kapasite Kullanım Oranı Şubat ayında bir önceki yılın aynı ayına göre 7.5 puanlık artış gösterdi...



Şubat ayında imalat sanayiinde kapasite kullanım oranı, geçen yılın aynı ayına göre 7.5 puan artarken, bir önceki aya göre sabit kalarak %67.8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Mal gruplarına göre kapasite kullanım oranı incelendiğinde geçen yılın aynı ayına göre bütün mal gruplarında artış gözlenmiştir. İmalat sektörünün alt grupları incelendiğinde ise tüm sektörlerde bir önceki yılın aynı ayına göre artış görülmüştür. Kapasite kullanım oranındaki bu kararlılık Türkiye'nin durgunluktan çıktığının bir başka kanıtıdır. Sanayi üretimi ve Kapasite kullanımında görülen bu kararlılık 2010 yılı büyüme oranları için iyimser bir görünüm sergilemektedir.

Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yılı büyüme oranını tahminimiz -%5.9'dur.

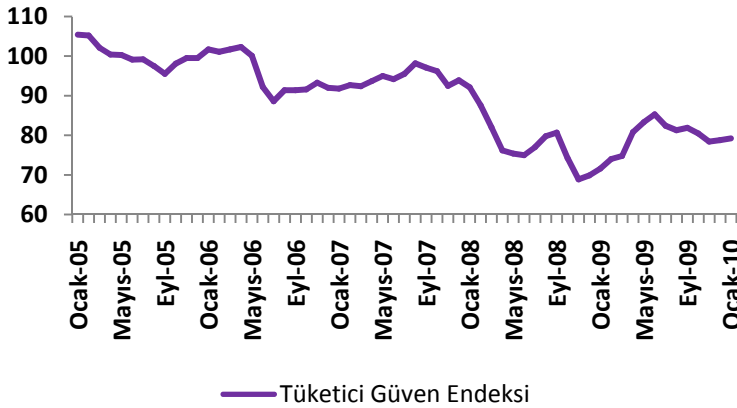
Kasım ayında işsizlik oranı %13.1 olarak açıklandı...



Kasım ayında işsizlik oranı piyasa beklentisinin altında gelerek %13.1 olarak açıklanmıştır. Tarım dışı işsizlik oranı ise geçen yılın aynı dönemine göre 0.7 puanlık artışla %16.2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Türkiye genelinde işsiz sayısı ise geçen yılın aynı dönemine göre 233 bin kişi artarak 3 milyon 270 bin kişiye yükselmiştir. Kentsel yerlerde işsizlik oranı 1 puanlık artışla %15.3, kırsal yerlerde ise 0,4 puanlık azalışla %8.7 olmuştur. Mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranı ise bir önceki yılın Kasım ayına göre 0.52 puan artış

göstererek %12.93 olmuştur. İşsizlik rakamları hâlâ kriz öncesi dönemin üstünde seyretmesine rağmen istihdam piyasasındaki kararlılık yüz güldürücüdür. İşsizlik oranında yaşanan sınırlı yükseliş işgücü piyasasındaki toparlanmanın devam edebileceğine işaret etmektedir. Ayrıca, olumlu açıklanan sanayi üretim endeksi ve kapasite kullanım rakamları da istihdam piyasalarının toparlanmakta olduğunu göstermektedir. Ancak, önümüzdeki aylarda kış aylarının sertleşmesi nedeniyle yükselişlerin bir miktar hızını arttırması mümkün olabilir.

Tüketici Güven Endeksi Ocak ayında %0,57 oranında arttı...



2009 yılı Aralık ayında 78.79 olan Tüketici Güven Endeksi, 2010 yılının Ocak ayında Aralık ayına göre %0.57 oranında artarak 79.24 değerine yükselmiştir. Bu rakam tüketici güveninde hâlâ kötümser bir durum olduğuna işaret etse de tüketici güveninde bir toparlanma olduğunu da göstermektedir. Güven endeksindeki artış, tüketicilerin gelecek dönem satın alma gücü, gelecek dönem genel ekonomik durum ve gelecek dönem iş bulma olanaklarına dair değerlendirmelerinin iyileşmesinden

kaynaklanmaktadır. Tüketici güven endeksinin alt kalemleri incelendiğinde gelecek dönem satın alma gücü, genel ekonomik durum ve iş bulma olanaklarına ilişkin beklentilerin tamamının yükselişte olduğu görülmektedir. Bu değerlendirme doğrultusunda endeksin Şubat ayında Ocak ayındaki değerinden daha fazla bir yükseliş göstermesi kuvvetle muhtemeldir.

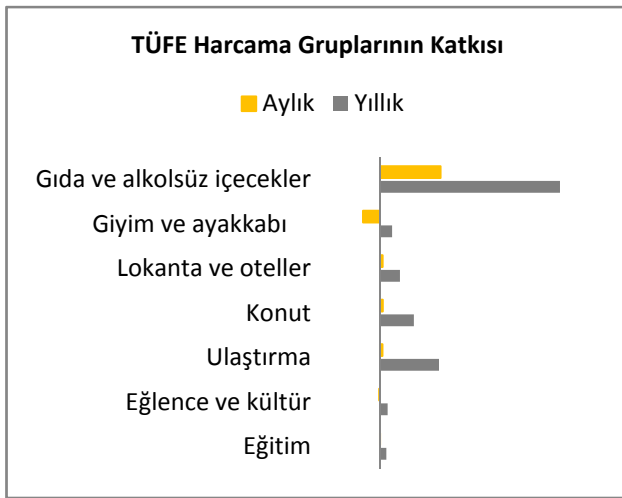
Enflasyonda Şubat ayında sert bir yükseliş yaşandı...

% Değişim (2003=100)	TÜFE Şub.10	ÜFE Şub.10
Bir önceki aya göre	1.45	1.66
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	3.32	2.25
Bir önceki yılın aynı ayına göre	10.13	6.82
On iki aylık ortalamalara göre	6.38	1.20

Kaynak:TÜİK

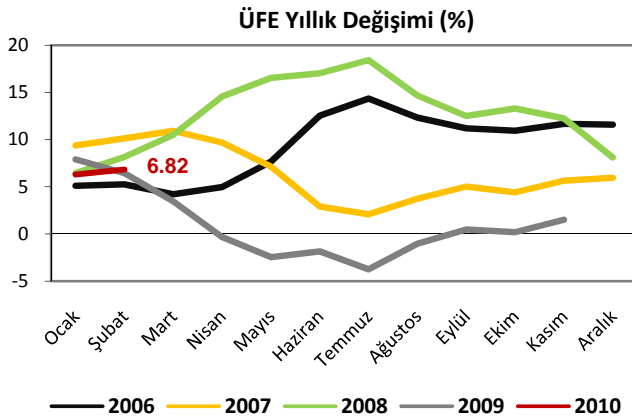
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) Şubat ayında bir önceki aya göre %1.45 artmıştır. Böylece, yıllık bazda TÜFE %8.19 oranından %10.13'e sert şekilde yükselerek bir yıldan sonra tekrar çift hanelerde gerçekleşmiştir. Yıllık enflasyonun TCMB'nin son enflasyon raporunda öngördüğü %5.5 ile %8.3

aralığının sert bir şekilde üzerine çıktığı dikkati çekerken, bu durum krizle birlikte düşüş trendine giren enflasyonun ilk defa TCMB'nin beklentilerinin üzerinde gerçekleştiğini göstermektedir. Üretici fiyatları ise Şubat ayında, beklentilerin üzerinde, %1.66 artış gösterirken, yılsonu itibarıyla yıllık ÜFE %6.82 olarak gerçekleşmiştir.



Kaynak:TÜİK

etkisinin devam ettiği alkollü içecekler ve tütün ana harcama grubu olmuştur. Ocak ayında yapılan vergi zamları nedeniyle %22 oranında artan (TÜFE'ye katkısı: %1.17) alkollü içecekler ve tütün ana harcama grubunun Ocak ayı ardından Şubat ayında %3.72 oranında artması TÜFE'ye katkısı: 0.19 puan katkı yaptığı görülmektedir. Düşüş yönünde en çok katkısı yapan ana harcama grubu ise, %5.25'lik düşüşle (TÜFE'ye katkısı: -%0.38) giyim ana harcama grubu oldu. Mevsimsel indirimlerin sona ermesiyle giyim ana harcama grubu fiyatlarında önümüzdeki dönem yükselişler yaşanmasını bekliyoruz.

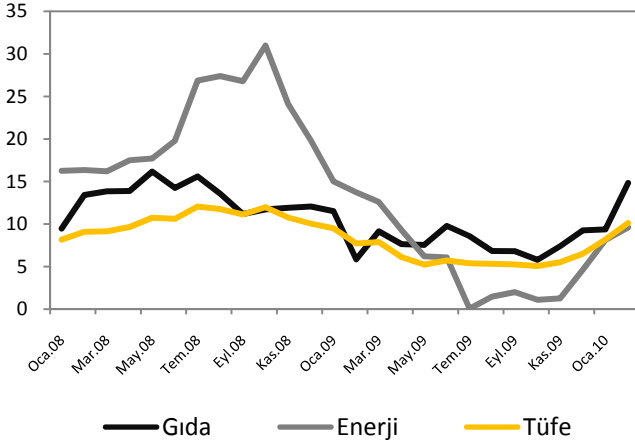


Kaynak:TÜİK

aylık artış elektrik, gaz, su sektöründe %9.14 ile gerçekleşmiştir. ÜFE yaşanan bu artış TÜFE'nin önümüzdeki dönemde yükselmeye devam edeceğine işaret etmektedir.

Şubat ayı TÜFE rakamlarının beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmesinde gıda ve alkolsüz içecekler grubunda yükseliş beklentimizin %5.01 oranında gerçekleşen artıştan düşük olması etkili olmuştur. 2003 baz yılı TÜFE rakamları incelendiğinde, gıda ana harcama grubunda görülen söz konusu artış, %5.05 ile 2008 yılı Şubat ayında yaşanan artıştan sonra görülen en yüksek artış oranı olması bakımından dikkat çekmektedir. Gıda fiyatlarındaki artışta işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yükseliş etkili olurken, özellikle TCMB'nin Ocak Enflasyon Raporu'nda yer alan tahminlerde de belirttiği gibi şiddetli yağış ve sel baskınları nedeniyle sebze fiyatlarının geçici bir sıçrama gösterdiği görülmektedir. TÜFE'deki artışta etkili olan bir diğer grup ise vergi ayarlamalarının

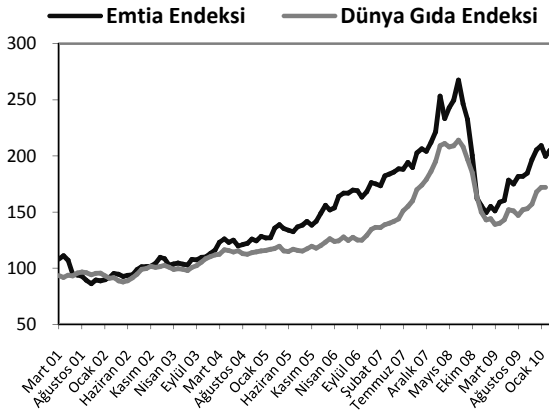
2010 yılı Şubat ayında Üretici Fiyatları Endeksi'nde ise bir önceki aya göre %1.66 ile piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde artış gerçekleşirken, yıllık bazda ÜFE %6.30 seviyesinden %6.82'ye yükselmiştir. ÜFE'nin yıllık bazdaki artışına en büyük katkısı %19.73 artış oranıyla tarım sektörü yapmıştır. Tarım sektöründeki ÜFE artışının kısmen olumsuz hava koşullarından kaynaklandığını söylemek mümkündür. ÜFE sonuçları sektörler bazında aylık olarak değerlendirildiğinde, tarım sektöründe ÜFE'nin %6.68 arttığı, imalat sanayinde ise sınırlı artışlarla ılımlı seyrin devam ettiği görülmüştür. Sanayiinin alt sektörlerinde en yüksek



Kaynak: TCMB

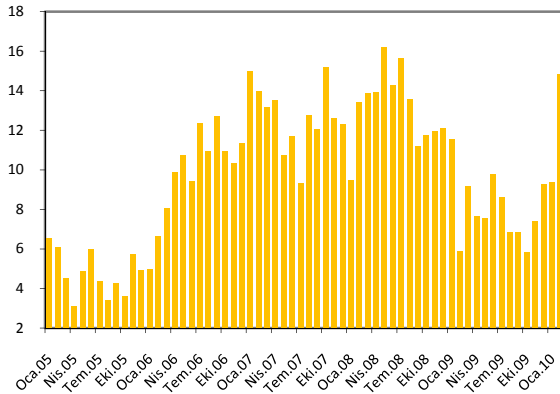
TÜFE'deki yukarı yönlü hareketin devam etmesine neden olabilir. TCMB'nin söylemlerinde önümüzdeki dönemde enflasyonun ana eğiliminde bir bozulma beklenmemekle birlikte, 2010 yılının ilk yarısında gerek ortalama TÜFE enflasyonu gerekse temel enflasyon göstergelerinde baz etkisi nedeniyle yukarı yönlü bir hareket izleneceğine değinmesi, TCMB'nin faizleri %6.50 seviyelerinde tutmaya devam edeceğini yansıtmaktadır. Fakat enflasyondaki dalgalanmaların boyutu bu beklentiler üzerinde risk arz etmektedir.

2009 yılı içinde enerji ve gıda fiyatlarındaki düşüşün etkisi ile TÜFE gerilerken, söz konusu gruplarda 2009 yılı son çeyreğinde yaşanan yükselişlerle TÜFE'nin yeniden yükselişe geçtiği görülmektedir. Enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ile tütün ve altını dışlayan I endeksinin ise uzun zamandır TÜFE'deki artışa rağmen düşüş trendini koruduğu izlenirken, Şubat ayında yıllık bazda %3.80 seviyesinden %4.05'e yükselmiştir. Çekirdek TÜFE'deki sert yükseliş Şubat ayı enflasyon rakamları içinde dikkat çeken en önemli gelişme olarak değerlendirilmektedir. Şubat ayı enflasyon verileri göz önüne alındığında, çekirdek TÜFE'deki artışın önümüzdeki dönemde,



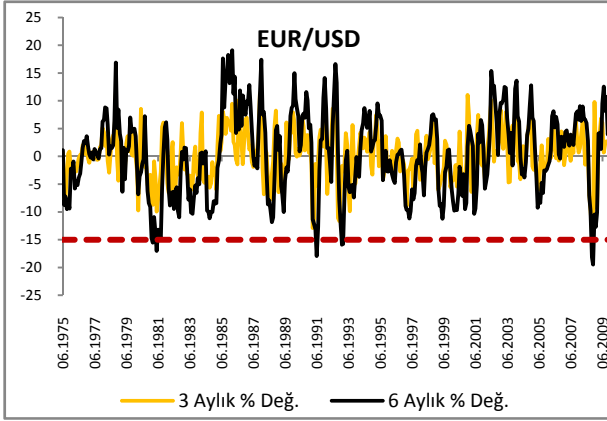
Kaynak: Bloomberg

Türkiye Gıda Fiyatları Yıllık Değişimi (%)

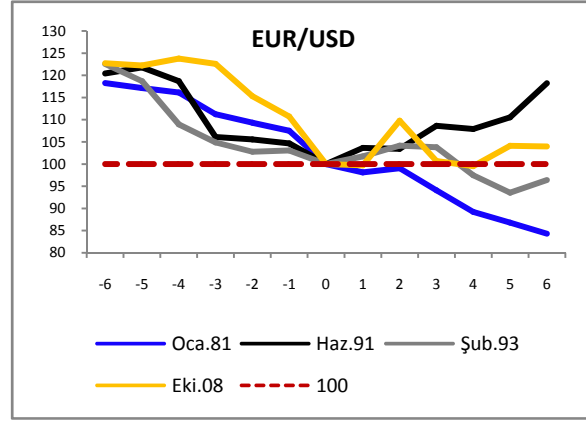


Kaynak: TCMB

Enflasyondaki söz konusu dalgalanmaların büyüklüğü üzerinde tahminlerde bulunmak için global piyasalardaki gıda fiyatlarına yönelik öncül verilerdeki seyir incelendiğinde, endekslerdeki yukarı yönlü hareketin bir miktar hız kestiği görülmektedir. Söz konusu öncül veriler arasından emtia ve gıda fiyat endekslerinin, 2008 yılının ortasında tepe yaptıktan sonra talep yetersizliği kaynaklı olarak sert bir düşüş yaşadığı, ardından 2009 yılı Mart ayından sonra piyasaların düzelmeye başlamasıyla birlikte yükselişe başladığı görülmektedir. Endekslerdeki bu hareket, Türkiye gıda enflasyonundaki harekete benzer bir tablo çizerken, son dönemde yaşanan yükselişlerin hız kesmesi önümüzdeki dönemlerde enflasyon üzerindeki yukarı yönlü baskıları hafifletebilir. Fakat global piyasalarda emtia fiyatlarında yaşanan sıkışmaya rağmen kurda son günlerde görülen yükselişlerin kalıcı bir hal alması ara malı ithal eden bir ülke olarak Türkiye'de enflasyon rakamları üzerinde yukarı yönlü bir baskı yaratacaktır.

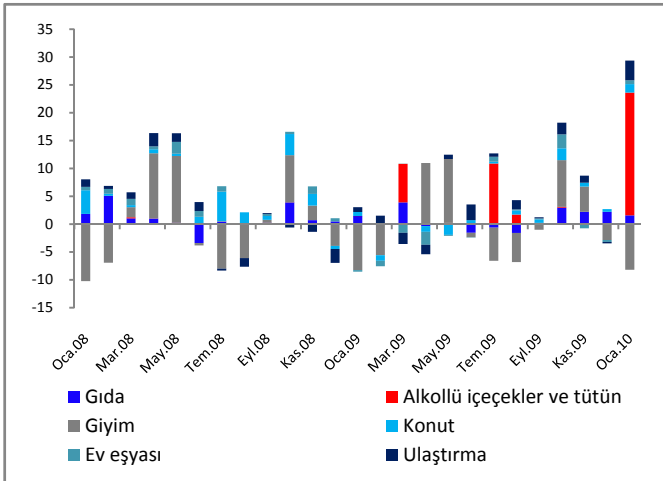


Kaynak: Reuters, Vakıfbank



Kaynak: Reuters, Vakıfbank

Enflasyondaki hareketlilik üzerinde önemli bir risk unsuru olan kurdaki hareketliliğin yönünü belirleyebilmek için, EUR/USD paritesindeki seyir son derece önemlidir. EUR/USD paritesinde son günlerde Yunanistan kaynaklı yaşanan düşüşlerin kalıcı olup olmaması ve bu düşüşlerin nereye kadar devam edeceği kurun önümüzdeki dönem seyri açısından son derece önemli olacaktır. Bu bağlamda EUR/USD paritesinin önümüzdeki dönemde yapacağı hareketleri tahmin edebilmek için geçmiş 3 ve 6 aylık değişimleri incelendiğinde, paritenin en yüksek değeri görmesinin ardından söz konusu sürede %15 düştüğü gözlenmiştir. Son dönemde düşme eğilimine giren EUR/USD bu hareketin neresinde olduğu ise önümüzdeki döneme ilişkin önemli bir gösterge olabilir. Parite 1.5144 ile en yüksek seviyeyi gördüğü 25 Kasım 2009 tarihinden itibaren yaklaşık %11 gerilemiştir. %15 düşüş yaşanabileceği analizi altında paritenin önümüzdeki dönemde 1.29-1.30 seviyelerinde dibi görmesi mümkün olabilir. Ayrıca ikinci grafikten de görüleceği gibi parite dibi gördükten sonra %5-%10 civarında bir düzeltme hareketi yaşamıştır. Bu bağlamda 1.30 seviyelerinin ardından bir düzeltme görülebilir. Bu analiz çerçevesinde, EUR/USD paritesindeki USD/TRY paritesindeki hareketin yönünü çizmek için kullandığımızda, paritenin 1.30 seviyelerine gerilemesi sepetteki yükselişin son dönemde yaşanan band arasında kalmasına devam etmesi varsayımı altında kurun 1.60 seviyelerine yükselmesi mümkün olabilir. Bu durumda enflasyon rakamları üzerinde son derece büyük bir risk oluşturmaktadır.



Kaynak: TCMB

katkısı daha sınırlı olacakken, Nisan ve Mayıs aylarında giyim grubunun enflasyona katkısının ortalama 2 puan olduğu görülmektedir. Bu durum da enflasyondaki yukarı yönlü trendin önümüzdeki dönemde devam edebileceğine ve yıllık enflasyonda TCMB'nin %8.5 olan belirsizlik aralığının üst sınırının üzerinde kalacağını yansıtmaktadır. Dolayısıyla, yılın ilk iki ayı için enflasyon verilerindeki yükseliş yanında önümüzdeki döneme ilişkin tabloda art ayında bir miktar gevşese de enflasyondaki yükselişin devam etmesi ile TÜFE'deki yukarı yönlü hareketin çekirdek TÜFE'yi de yukarıya çekmesi önümüzdeki dönemde enflasyon beklentileri bozulacağından, TCMB'nin faizleri sabit tutacağına yönelik söylemleri üzerinde risk taşımaktadır.

Kur kaynaklı riskler yanında, enflasyonda önümüzdeki dönemde giyim, ve konut gruplarının yukarı yönlü baskı yaratması mümkün olabilir. Yandaki grafik incelendiğinde, gıda enflasyonunun manşet enflasyondaki artışlarda kış aylarında etkili olduğu mevsimsel etkilerin olumluya dönmesiyle gıda fiyatlarında artışların zayıfladığı izlenmektedir. Bu son dönemde dünya gıda ve emtia endekslerinde de izlenen bir durumken, enflasyon üzerinde gıdanın olumsuz etkisinin zayıflamasına rağmen önümüzdeki aylarda bu zayıflayan etkinin giyim ve konut grubundaki artışlarla doldurulabileceğini tahmin etmekteyiz. Mart ayında söz konusu grupların enflasyona

Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2010 yıl sonu TÜFE artış oranı tahminimiz %8.1'dir.

Merkez Bankası faiz oranlarını Şubat ayında da değiştirmede...

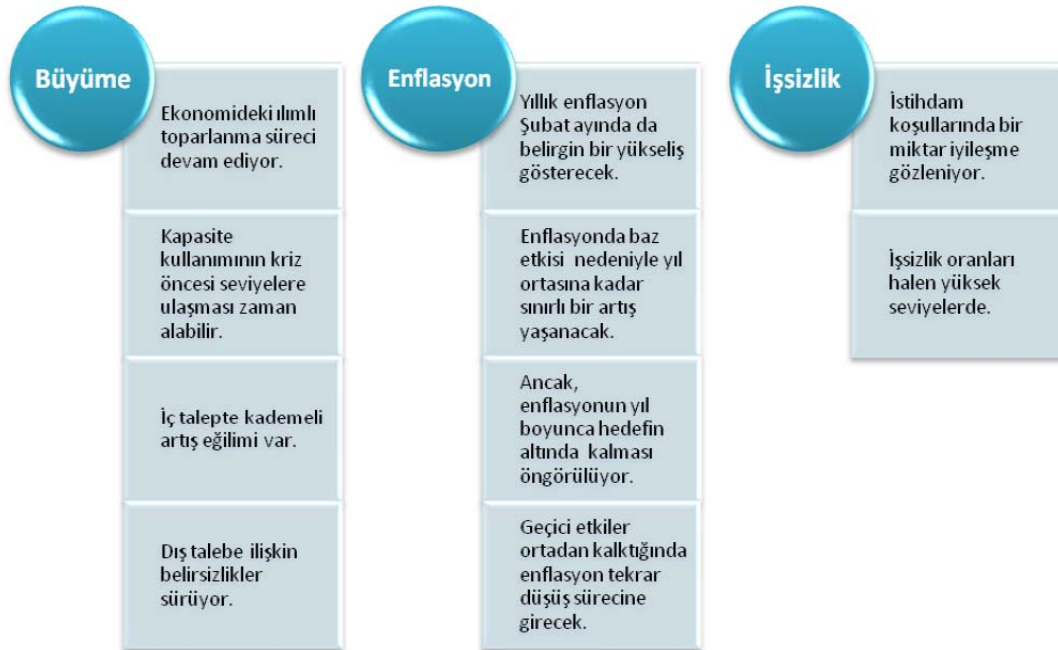
TCMB O/N Faiz Oranları		
	Borç Alma	Borç Verme
18.09.2008	16.75	20.25
23.10.2008	16.75	19.75
20.11.2008	16.25	18.75
19.12.2008	15.00	17.5
16.01.2009	13.00	15.50
19.02.2009	11.5	14.00
19.03.2009	10.5	13.00
16.04.2009	9.75	12.25
14.05.2009	9.25	11.75
16.06.2009	8.75	11.25
16.07.2009	8.25	10.75
18.08.2009	7.75	10.25
17.09.2009	7.25	9.75
15.09.2009	6.75	9.25
19.11.2009	6.5	9
17.12.2009	6.5	9.0
14.01.2010	6.5	9.0
16.02.2010	6.5	9.0

Kaynak:TCMB

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) 16 Şubat 2010 tarihinde yaptığı toplantıda faiz oranlarını beklentiler doğrultusunda değiştirmeme kararı almıştır. PPK'nın faiz kararı ile ilgili açıklamasında Ocak ayındakinden belirgin bir farklılık dikkat çekmezken, faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceği vurgulanmıştır. TMCB'nin büyümeye dair görüşü ekonomideki ılımlı toparlanmanın devam ettiği şeklindedir. İç talebin kademeli artış eğilimini sürdürmesine karşın, dış talebe ilişkin belirsizliklerin devam ettiğini vurgulayan TCMB, istihdam koşullarının bir miktar düzelmesine karşın, işsizlik oranlarının yüksek olduğunu, bu koşullar altında kapasite kullanımının bir süre daha düşük seviyelerde kalacağını belirtmiştir. Merkez Bankası'nın önümüzdeki dönem enflasyon dinamikleri açısından değerlendirmeleri, faiz politikası açısından önem taşımaktadır. Şubat ayında enflasyonunda belirgin bir yükseliş olacağını belirten TCMB, bu yükselişin baz etkisi, vergi ayarlamalarının yansımaları ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlardan kaynaklanacağını ifade etmiştir. TCMB'nin enflasyona ilişkin en önemli vurgusu, baz

etkisi nedeniyle temel enflasyon göstergelerinde de yıl ortasına kadar sınırlı bir artış yaşanacağıdır. Bununla birlikte TCMB, enflasyonun 2010 yılı boyunca %6.5 olan yıl sonu hedefinin altında kalacağını ve geçici etkiler ortadan kalktığında tekrar düşüş trendine gireceğinin altını çizmiştir.

PPK açıklamasında dikkat çeken başlıklar



Kasım 2009'da yaptığı son faiz indiriminden beri üç aydır faiz oranlarını sabit bırakan TCMB'nin açıklamalarında enflasyona dair verdiği mesajlara dikkat çekmek gerekmektedir. Ekonomideki yavaşlamada en kötünün geride kaldığı düşüncesi çerçevesinde Merkez Bankası'nı para politikası açısından en çok zorlayabilecek faktör enflasyondaki olası bir artıştır. Genel beklenti dünya ekonomisinin 2010 yılında potansiyel hasıla seviyesini yakalayamamakla birlikte büyüme kaydedeceği, bu büyümeye başta Çin olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin öncülük edeceği yönündedir. IMF tahminlerine göre, 2009 yılında %3.2 küçüldüğü tahmin edilen gelişmiş ülke ekonomilerinin 2010'da %2.1 büyüyeceği buna karşılık, 2009'da



büyüme oranı %6.1'den %2.1'e gerileyen gelişmekte olan ülkelerin 2010'da tekrar %6 oranında bir büyüme oranı yakalayacağı öngörülmektedir. 2009'da büyüme oranı çift haneli seviyelerden %8.7'ye gerilediği tahmin edilen Çin ekonomisinin 2010'da %10'luk büyüme oranı ile tekrar hızlı bir canlanma yakalayacağı beklenmektedir. IMF ayrıca, 2009'da %12.3 daraldığı tahmin edilen dünya ticaret hacminin 2010'da %5.8 artacağını öngörmektedir. Bu tahminler ışığında dünya ekonomisinde özellikle Çin'de yaşanacak toparlanmanın emtia fiyatlarını artırma ihtimali bulunmaktadır. Gerek ABD gerekse Avrupa ülkelerinde 2010 yılı için enflasyon beklentileri düşük olsa da, emtia fiyatlarındaki olası artışların, Türkiye gibi hammadde ithalatçısı ülkelerde enflasyonist baskı yaratma gücü bulunmaktadır. 2010 yılının ortalarına kadar enflasyonda baz etkisi nedeniyle sınırlı artışlar yaşanacağına dikkat çeken Merkez Bankası'nın, ekonomideki toparlanmanın çok da canlı olmaması nedeniyle genişletici para politikasını ve faiz oranlarının düşük seviyelerini korumakla birlikte, enflasyon beklentilerindeki olası bir artışa karşı hassas olduğu ve söz konusu bekleyişleri kontrol altında tutabilmek için çaba sarf etme eğilimi dikkat çekmektedir.

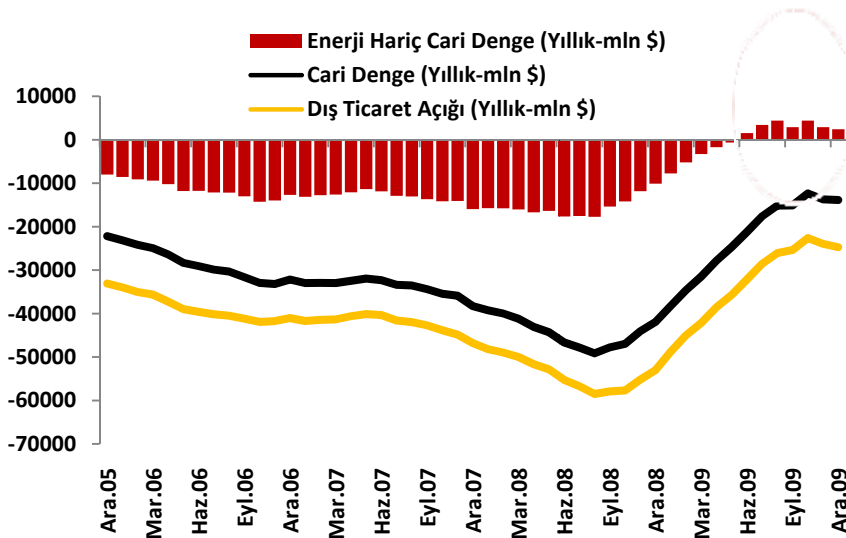
Son haftalarda başta Yunanistan olmak üzere Portekiz, İspanya, İtalya ve İrlanda gibi Euro Bölgesi ülkelerinin bütçe finansmanına dair olumsuz görünümün Avrupa Birliği'nin büyüme potansiyelini olumsuz etkileyeceği beklentileri artmıştır. Türkiye'nin dış ticaretinde en büyük paya (2009 yılında Avrupa Birliği'nin Türkiye'nin ihracatındaki payı %46 düzeyindedir) sahip olan Avrupa Birliği'ne ilişkin büyüme beklentilerindeki söz konusu bozulma, Türkiye ekonomisinin 2010 büyüme performansını olumsuz etkileyebilecektir. Bu durum, TCMB'nin halen piyasalarda genel olarak beklendiği gibi faiz oranlarını 2010'un üçüncü çeyreğine kadar değil biraz daha uzunca bir süre sabit tutması ihtimalini gündeme getirebilecektir. Global ekonomiye ve özellikle gelişmekte olan ülkelere dair risk algılamalarının artması ihtimali TCMB'nin mevcut para politikasını tehlikeye sokabilecek diğer bir unsurdur. Halen gelişmekte olan ülkeler içinde en düşük reel faiz oranına sahip ülkelerden biri olan Türkiye'nin risk algılamasındaki artışlardan, daha fazla etkilenmeye başlaması durumunda piyasadaki likidite fazlasını azaltmak durumunda kalması gerekecektir. TCMB enflasyondaki artışın sınırlı kalması koşuluyla faiz artırımına gitmekten kaçınabilecektir. Küresel finans krizi nedeniyle acil ve sıra dışı likidite önlemleri almak zorunda kalan gelişmiş ülke merkez bankaları, özellikle ABD Merkez Bankası FED, bu önlemleri ne şekilde azaltacakları kaygısını taşımaktadırlar. FED 18 Şubat tarihinde sürpriz bir şekilde iskonto faiz oranını %0.50'den %0.75'e çıkarırken, %0-0.25 bandındaki politika faiz oranı bir süre daha değiştirmek niyetinde olmadığını vurgulamıştır. Bu hareketiyle piyasanın tepkisini ölçmeye çalışan FED'in 2010'un son çeyreğinden veya 2011 yılından önce faiz artırımına gitmesi beklenmemektedir. Avrupa ülkelerinin mali sıkıntılarının büyüme performansını olumsuz etkileyeceği beklentisi altında Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) faiz artırımlarına FED'den çok daha sonra başlayacağı beklentisi bir miktar artmış görünmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise gelişmiş ülkelere göre daha yüksek büyüme oranları gerçekleşeceği beklentisine paralel olarak, 2009'un son çeyreğinde başlayan parasal sıkılaştırmanın 2010 yılı içinde devam edeceği öngörülmektedir. Türkiye ekonomisinin ise diğer gelişmekte olan ülkelere nazaran daha ılımlı bir toparlanma sergileyeceği ve bu çerçevede TCMB'nin ekonomide belirgin bir reel canlanma görülmesi beklenen üçüncü çeyreğe kadar faiz artırımına gitmeyeceği tahmin edilmektedir. Bu bağlamda TCMB'nin yılın üçüncü çeyreğinde faiz artırımlarına başlaması ve yıl sonuna kadar 125 baz puan faiz artırımına gitmesi beklenmektedir.

Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, TCMB'nin gecelik borçlanma faiz oranını Mayıs 2010'a kadar %6.50 seviyesinde tutmasını bekliyoruz.

Cari İşlemler açığı Kasım ayından itibaren yeniden yükselişe geçti...

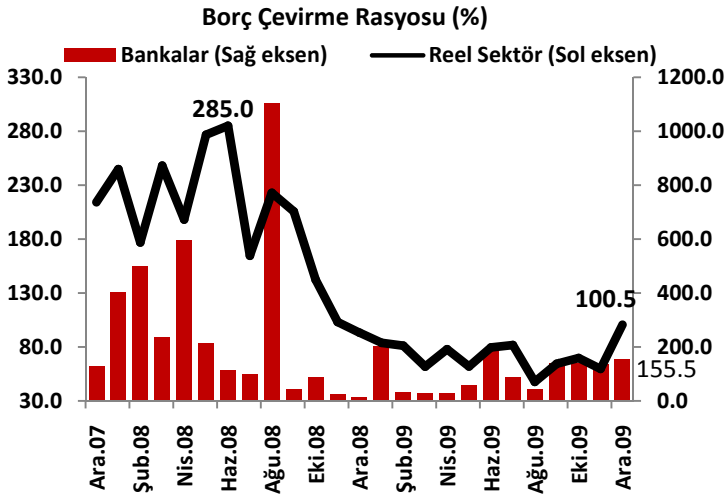
Ödemeler Dengesi						
	Aralık			Ocak-Aralık		
(Milyon dolar)	2008	2009	Değ. (%)	2008	2009	Değ. (%)
Cari İşlemler Hesabı	-3,078	-3,217	4.5	-41,947	-13,854	-67.0
Dış Ticaret Dengesi	-2,637	-3,432	30.1	-53,022	-24,729	-53.4
İthalat	-15,816	14,157	-10.5	-193,821	-134,401	-30.7
İhracat	11,220	10,725	-4.4	140,799	109,672	-22.1
Hizmetler Dengesi	473	442	-6.6	17,121	16,219	-5.3
Gelir Dengesi	-202	-647	220.3	-8,159	-7,646	-6.3
Cari Transferler	154	420	172.7	2,113	2,302	8.9
Finans Hesabı	-2,422	2,342	-196.7	33,536	6,208	-81.5
Doğrudan Yatırımlar	1,023	-133	-113.0	15,720	6,026	-61.7
Portföy Yatırımları	167	-653	-491.0	-5,046	198	-103.9
Diğer Yatırımlar	-3,612	3,128	-186.6	22,862	-16	-100.1
Net Hata Noksan	2,308	2,147	-7.0	5,653	8,437	49.2
Rezerv Varlıklar	3,192	-1,272	-139.8	2,758	-791	-128.7
Resmi Rezervler	3,397	-1,272	-137.4	1,057	-111	-110.5

Kaynak: TCMB

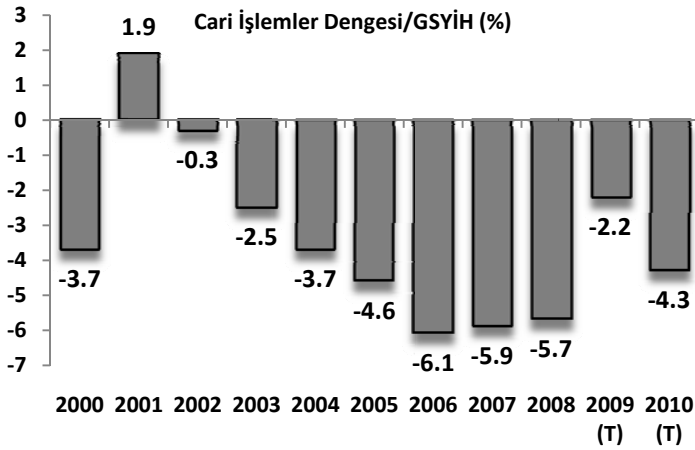


2008 yılının Aralık ayında 3,1 milyar dolar açık veren cari işlemler hesabı, 2009 yılının Aralık ayında piyasa beklentilerinin altında 3.2 milyar dolar açık vermiştir. Böylelikle Ocak-Aralık döneminde cari işlemler açığı 41.95 milyar dolardan 13.85 milyar dolara gerilemiştir. Beklentilerdeki bu sapmada, TÜİK tarafından açıklanan dış ticaret verisinin (-4.9 milyar dolar), Cari işlemler dengesinin alt kalemlerinden olan dış ticaret dengesi (-3.4 milyar dolar) ile aralarındaki yüksek

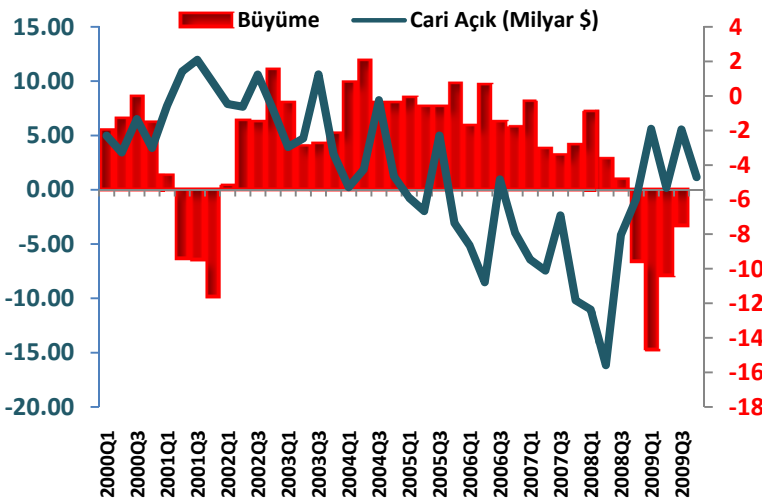
farklılık etkili olmuştur. Alt kalemler itibarıyla, ödemeler dengesindeki dış ticaret açığının 2008 yılının Aralık ayına göre %30.1 oranında artarak 2.6 milyar dolardan 3.4 milyar dolara yükselmesi, hizmetler dengesi kaleminden kaynaklanan net gelirlerin %6.6 oranında azalarak 442 milyon dolara yükselmesi, gelir dengesi kaleminden kaynaklanan net giderlerin %220 artarak 647 milyon dolara yükselmesi ve cari transferlerden kaynaklanan net girişlerin %172 oranında artarak 420 milyon dolar olarak gerçekleşmesi, cari işlemler açığının 2009 yılının Aralık ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %4.5 artmasında etkili olmuştur. Aralık ayında da dış ticaret açığının artmaya devam ettiği gözlenirken, Kasım ayına göre artış oranının yavaşladığı dikkati çekmektedir. 2008 yıl sonu itibarıyla 53 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılında 24.7 milyar dolara gerilemiştir. Yaşanan küresel krizin etkilerini 2009 yılında da sürdürmesi, petrol fiyatlarının zayıf seyrine ek olarak hem iç talepteki daralmanın devam etmesi hem de TL'nin değer kaybetmesi dış ticaret açığındaki gerilemede temel faktörler olmuştur. 2009 yılında cari işlemler açığı da dış ticaret açığına paralel bir görünüm sergilerken, Ekim ayında 12.4 milyar dolara kadar gerileyen cari işlemler açığının Kasım ayında yeniden yükselişe geçtiği görülmektedir. 2009 yılında cari işlemler dengesinde dikkat çeken en önemli gelişme ise, yıllar sonra petrol fiyatlarının düşük seviyelerini koruması paralelinde yaşanan enerji hariç cari işlemler dengesinin pozitif seviyelerdeki seyri olmuştur.



gerçekleşmiştir. 2009 yılının Aralık ayında %155 olarak gerçekleşen bankacılık sektöründe ise, bu rasyonun 2009 yılının tamamında %82 seviyelerinde gerçekleştiği görülmektedir.



Bu gelişmeler paralelinde, 2008 yıl sonunda -%5.7 seviyesinde olan ve 2006 yılından itibaren gerileme eğiliminde olan cari işlemler açığının GSYİH'ya oranının 2009 yılında %2.2 seviyelerine kadar gerilemesi beklenmektedir. Ancak 2010 yılı için tam tersi bir durum söz konusudur. Zira, 2010 yılının büyüme beklentilerinin arttığı bir yıl olduğu düşünüldüğünde, bu oranın artması çok muhtemel görünmektedir.



Global piyasalarda genel olarak ekonominin düzleme yönünde ilerlediğine ilişkin görüşler hâkimdir. Nitekim, Uluslararası Para Fonu (IMF) genel olarak ülkeler için 2010 büyüme beklentilerini yukarı yönlü revize etmiştir. Yurt dışı ile birlikte Türkiye'nin de 2010 yılında pozitif büyümeye geçmesi beklenmektedir. Bu bağlamda, Türkiye'nin 2010 yılında pozitif büyümeye geçmesiyle beraber cari açığın 2010 yılında artması kuvvetle muhtemeldir. Cari işlemler dengesi ve GSYİH arasındaki güçlü korelasyon verilerinin ışığında, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, Türkiye'nin 2010 yılı sonunda %5 büyüme

İhtimali göz önüne aldığımızda 2010 yılı sonunda Cari İşlemler açığının -28 milyar dolar ve cari açığın GSYİH içindeki oranının ise %4.3'e yükselmesini bekliyoruz.

Vakıfbank Hazine Başkanlığı Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2010 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 28.0 milyar dolardır. Cari açığın GSYİH içindeki payının ise %4.3 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz.

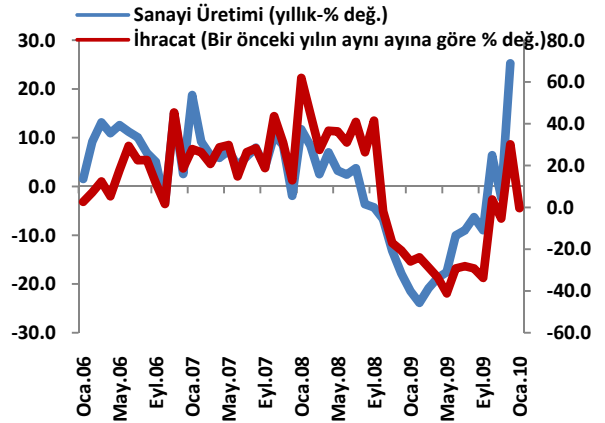
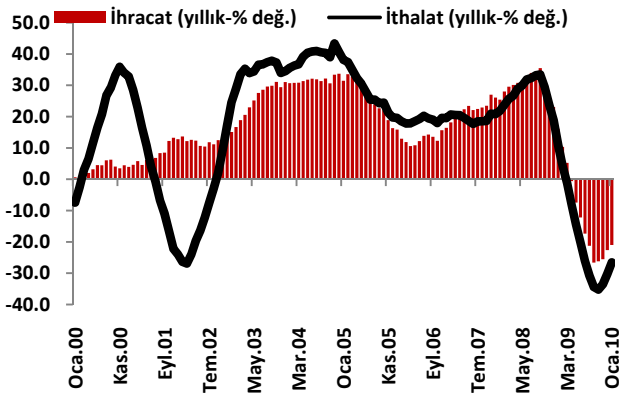
Dış ticaret dengesi Ocak ayında 3.64 milyar dolar ile beklentilerin altında açık verdi...

Dış Ticaret

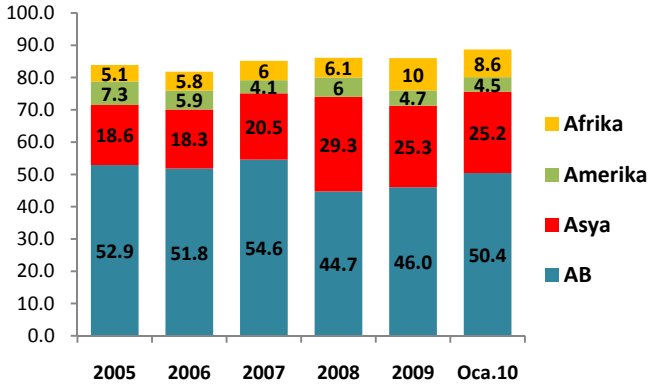
	Ocak		
Milyon dolar	2009	2010	Değ. (%)
İhracat	7,886	7,864	-0.3
İthalat	9,282	11,504	23.9
Dış Ticaret Dengesi	-1,397	-3,640	160.6
Karşılama Oranı (%)	85.0	68.4	

Kaynak:TÜİK

2010 yılının açıklanan ilk dış ticaret verilerine göre ihracat, 2009 yılı Ocak ayına göre %0.3 azalarak 7.86 milyar dolar, ithalat ise %23.9 artarak 11.50 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece, aynı dönemde dış ticaret açığı %160.6 oranında artarak 1.39 milyar dolardan, 3.64 milyar dolara yükselirken, piyasa beklentilerinin oldukça altında gerçekleşmiştir. İhracattaki gerilemeye karşın ithalatta yaşanan artış paralelinde geçen yılın Ocak ayında %85 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı ise %68.4'e gerilemiştir.



İhracatın ve ithalatın yıllık kümülatif değişimleri incelendiğinde ise, toparlanmanın çok yavaş gerçekleştiği dikkati çekerken, son bir yıllık dönemde dış ticaret açığı 21 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Dış talebin zayıf seyrini sürdürmesi ihracatın toparlanmasını güçleştirirken, iç talepte de beklenen artışın sağlanamaması üretim verilerinin ılımlı toparlanma yönünde verdiği sinyallerin azalabileceğine işaret etmektedir. Sanayi üretimi ile ihracat arasındaki ilişki de ihracattaki daralma paralelinde sanayi üretiminin yeniden gerileyebileceğine işaret etmektedir. İhracatta önde gelen kalem, motorlu kara taşıtları olurken, ara malı 8.6 milyar dolar ile ithalatta en yüksek paya sahip kalem olmuştur. Sermaye ve tüketim malları ithalatı ise görece olarak sınırlı kalmıştır. İthalattaki sınırlı artışta petrol fiyatlarının Ocak ayında gerilemesinin etkili olduğu düşünülmektedir.



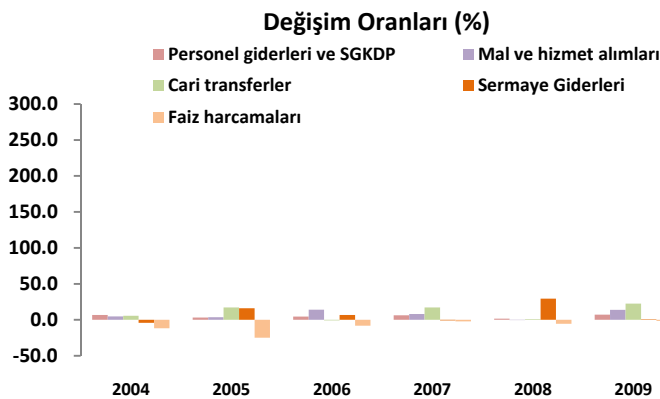
2007 yılından itibaren büyük oranda gerileyen Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracatın payının ise yaklaşık iki yıl aradan sonra artmaya devam ettiği görülmektedir. Böylece 2009 yılı sonunda %46 seviyelerinde gerçekleşen Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracatın payı 2010 yılının Ocak ayında %50.4 seviyelerine kadar yükselmiştir.

2010 yılının ilk ayında faiz dışı denge sürpriz bir şekilde reel olarak %236 arttı...

Ocak					
(Milyar TL)	2009	2010	Reel Değ. (%)	Hedef	Hedefin Ger. Oranı (%)
Bütçe Harcamaları	18.796	22.646	11.37	286.981	7.9
Faiz Dışı Harc.	15.013	16.557	1.94	230.231	7.2
Personel ve SGKDP	6.336	7.359	3.49	71.459	10.3
Mal ve Hizmet Al.	1.096	0.735	-8.28	25.190	2.9
Cari Trans.	7.166	7.950	2.54	102.173	7.8
Sermaye Giderleri	0.009	0.035	271.50	18.924	0.2
Faiz Harcamaları	3.783	6.090	48.79	56.750	10.7
Bütçe Gelirleri	15.830	19.525	14.01	236.794	8.2
Vergi Gelirleri	13.825	17.304	15.70	193.324	9.0
Diğer Gelirler	2.004	2.221	2.40	43.471	5.1
Bütçe Dengesi	-2.967	-3.121	-2.75	-50.187	6.2
Faiz Dışı Denge	0.816	2.968	236.13	6.563	45.2

Kaynak: Maliye Bakanlığı

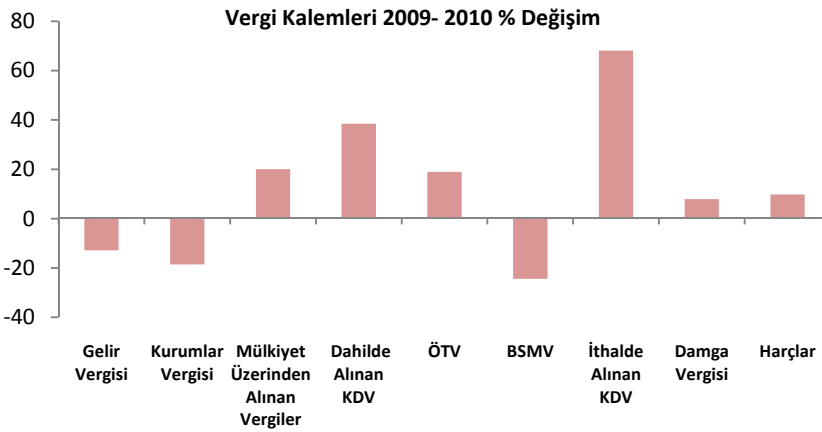
Merkezi yönetim bütçe açığı 2010 yılının Ocak ayında geçen yılın aynı ayına göre nominal olarak yükselmesine karşın, reel olarak %2.75 oranında gerileyerek 3.121 milyar TL oldu. Böylece 2010 yılı sonunda 50.187 milyar TL açık olarak belirlenen hedefin %6.2'lik kısmı karşılanmış oldu. Ocak ayı bütçe gerçekleştirmelerinde asıl sürpriz ise faiz dışı fazla kaleminde yaşandı. Yılın ilk ayında bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak %236 artan faiz dışı fazla 2.968 milyar TL oldu.



2010 yılının ilk ayında bütçe harcamaları reel olarak %11 oranında artarken, bütçe gelirlerinin ise reel olarak harcamalardan daha fazla %14 oranında artması sevindirici bir gelişme olarak dikkat çekti. 22.646 milyar TL seviyesinde oluşan 2010 yılı Ocak ayı bütçe giderlerinin alt kalemlerine baktığımızda, faiz dışı harcamaların ağırlığı dikkat çekmektedir. Sermaye giderleri

%272 ile rekor artış göstermesine karşın, sermaye giderlerinin payının düşük olduğu dikkate alındığında bu

durum bütçe üzerinde ağır baskı oluşturmamıştır. Cari transferler kaleminin söz konusu dönemde %2.54 civarında artmış olması %3.49 ile personel ve sosyal güvenlik kurumu devlet primi kalemlerindeki artış faiz dışı giderlerin artmasında başlıca rolü oynamıştır. Personel giderlerinde yaşanan artışlar 2009 yılında olduğu gibi 2010 yılının Ocak ayında da yeni personel alımına işaret etmektedir. Cari transferler kaleminin 7.9 milyar TL ile bütçedeki ağırlığı dikkate alındığında, cari transferler kaleminin altında yer alan Sosyal güvenlik kurumlarına Hazine yardımlarının bir ayda 5 milyar TL gibi bir rakama işaret etmesi Hazine yardımlarının bütçe üzerindeki baskısının boyutlarını yansıtmaktadır. Faiz giderlerinin bütçe hedefinin altında kalması olumlu bir gelişme olarak algılanmasına karşın Ocak ayında faiz giderlerinin reel olarak %48 civarında artması önemli görünmektedir. 2010 yılında iç borç çevirme oranının %99.5 civarında olması beklenirken, faiz giderlerindeki artışın devam etmesi mümkün görünmektedir.



Bütçe gelirleri Ocak ayında %14 oranında artarken, gelir artışının büyük bir kısmını vergi gelirlerindeki artış oluşturmuştur. 2010 yılının ilk ayında dahilde alınan KDV gelirleri reel olarak %38 artarken, ÖTV gelirlerinde de %19 ile yine yüksek bir artış dikkat çekmiştir. 2009 yılında yaşanan küresel krizle birlikte tüketim talebi daralırken, daralan talebe ve kurdaki artışa paralel ithal malların daha pahalı hale gelmesi ile ithalat

gerilemiştir. İthalde alınan katma değer vergisi 2009 yılında %18 oranında gerilerken, makroekonomik verilerde yaşanan toparlanmaya bağlı olarak Kasım ayından itibaren ithalat rakamlarının da pozitif geçmesi ile ithalde alınan KDV'de toparlanma dikkat çekmektedir. Ocak ayında da ithalat artışına bağlı olarak ithalde alınan KDV gelirlerinde sürpriz şekilde %68 oranında artış yaşanmıştır. Açıklanan veriler dikkate alındığında önümüzdeki dönemde ithalde alınan KDV gelirlerinde iyileşmenin devam etmesi mümkün olabilir. Merkezi yönetim bütçesi Ocak ayı sonuçlarında yer alan açıklamada da vergi artışında 2009 yılının son çeyreğinde ekonomide belirgin olmaya başlayan canlanmanın 2010 yılının ilk ayında hazırlanarak devam etmesi neden olarak gösterilmiştir.

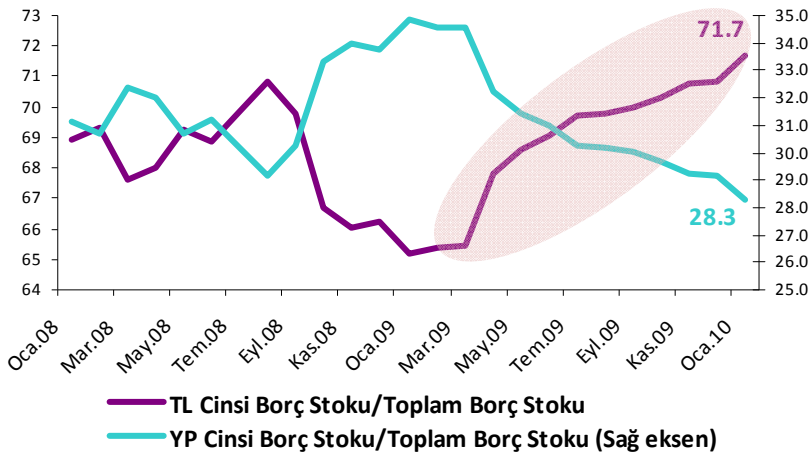
2010 yılının ilk ayında global toparlanmaya da bağlı olarak bütçe gelirlerinde düzelme dikkat çekerken, reel olarak bütçe açığının gerilemesi dikkat çekmektedir. 2009 yılının ilk aylarında yerel seçimler nedeniyle bozulan mali disiplinin 2010 yılı Ocak ayı bütçe rakamları için yüksek baz etkisi oluşturduğu dikkate alındığında, Ocak ayı bütçe harcamalarındaki artış daha da önemli görünmektedir. Kamunun borçlanma ihtiyacı dikkate alındığında önümüzdeki dönemde faiz giderlerine ilişkin riskler bulunmaktadır.

TL Cinsi Borç Stokunun Toplam Borç İçerisindeki Payı Yükselmeye Devam Ediyor...

Merkezi Yönetim Borç Stoku (milyar TL)				
	Ara.2008	Kas.2009	Ara.2009	Oca. 2010
Toplam Borç Stoku	380.3	440.7	441.4	447.8
İç Borç Stoku	274.8	329.2	330.0	335.9
Dış Borç Stoku	105.5	111.5	111.4	111.9

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan verilere göre, 2010 yılı Ocak ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku, bir önceki aya göre sadece 6.4 milyar TL artarak, 447.4 milyar TL'ye (226.5 milyar dolar) ulaşmıştır. İç borç stokunda 5.9 milyar TL artış görülürken, 2009 yılı boyunca sınırlı miktarda artan dış borç stokunda 2009 yılının ilk ayında da 0.5 milyar TL artarak sınırlı bir şekilde artmaya devam etmiştir.



Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

%18.3'e gerilerken piyasaya yapılan borçlanma oranı %81.7'ye yükselmiştir. Toplam iç borç stokundaki TL-YP ayrımı incelendiğinde, 2009 yılı başında TL cinsi iç borç stokunun toplam iç borç içerisindeki payı %91.7 iken, 2009 yılı boyunca sürekli bir artışın görülmesiyle, söz konusu oran 2010 yılı Ocak ayında %95.6 seviyesine kadar yükselmiştir.

Merkezi Yönetim Borç Stokunun TL-YP ayrımı incelendiğinde, TL cinsinden borcun toplam borç stoku içindeki payı, 2010 yılı Ocak ayında bir miktar artarak %71.7 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle YP cinsinden borcun toplam borç stoku içerisindeki payı %28.3'e gerilemiştir. İç borç stokunda 2009 yılında Temmuz ayından beri kamuya yapılan borçlanma azalışları, 2010 yılının ilk ayında da devam ederken piyasaya yapılan kısmındaki artış da devam etmiştir. Böylelikle kamuya yapılan iç borçlanma oranı

Döviz Yapısı (Milyon TL)	Oca.2008	Oca.2009	Yıllık D. (%)
TOPLAM STOK	391,159	447,794	14.48
YTL	254,937	321,182	25.98
USD	81,587	72,522	-11.11
EUR	35,405	34,501	-2.55
SDR	13,149	13,930	5.94
JPY	5,197	4,868	-6.33
Diğer	884	792	-10.41
İç Borç Stoku	279,236	335,860	20.28
YTL	254,937	321,182	25.98
USD	18,011	10,590	-41.20
EUR	6,287	4,088	-34.98
Dış Borç Stoku	111,924	111,934	0.01
USD	63,576	61,931	-2.59
JPY	5,197	4,868	-6.33
EUR	29,118	30,413	4.45
SDR	13,149	13,930	5.94
Diğer	884	792	-10.41
ABD Doları alış kuru	1.6345	1.4831	-9.26
USD/Euro Parite	1.2864	1.3968	8.58
USD/SDR Parite	1.49409	1.55418	4.02

2009 yılı boyunca dış borç stokundaki artışın dolar kurundan ziyade diğer para birimlerinde görülen değişimlerden kaynaklanmış olmasına rağmen yandaki tablo incelendiğinde, söz konusu durumda 2009 yılının ilk ayında değiştiği görülebilmektedir. Dış borç stokunun önemli miktarda değişmemiş olmasına rağmen, kurlardaki düşüşlerin dış borç stokunda bir miktar artışa neden olduğu söylenebilir. Ayrıca, Hazine'nin TL cinsi borçlanmaya ağırlık vermeye devam ettiği dikkat çekmektedir.

Mart-Mayıs Dönemi Hazine Finansman Programı

Finansman Programı (Milyar TL)	Mart	Nisan	Mayıs
Ödemeler	14.7	18.2	13.2
İç Borç	13.6	17.0	12.7
Dış Borç	1.1	1.2	0.5
Finansman	14.7	18.2	13.2
Piyasadan İhale Yoluyla İç Borçlanma	10.5	10.0	7.4
Referans Bono İhalesi	2.0	0.0	0.0
Diğer	8.5	10.0	7.4
Kamuya Satışlar	0.9	4.2	0.3
Dış borçlanma	0.0	2.0	0.0
Diğer finansman	3.3	2.0	5.5

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Hazine Müsteşarlığı 2010 yılından itibaren sadece gelecek ayın iç borçlanma stratejisini yayımlamak yerine üç aylık periyodlar şeklinde açıklama yapmaya başlamıştır. Bu açıklamaya göre, Mart ayında toplam 13.6 milyar TL'lik iç borç servisine karşılık, 14.7 milyar TL toplam iç borçlanma gerçekleştirilmesi programlanmaktadır. Nisan ayında toplam 17.0 milyar TL'lik iç borç servisine karşılık 18.2 milyar TL toplam iç borçlanma gerçekleştirilmesi programlanırken, Mayıs ayında toplam 12.7 milyar TL'lik iç borç servisine karşılık 13.2 milyar TL toplam iç borçlanma gerçekleştirilmesi programlanmaktadır. Ocak ve Şubat aylarında yüksek miktarlarda borçlanan Hazine'nin Mart ayından sonra nispeten daha az borçlanma gerçekleştirilmeyi plandığı görülmektedir. Ayrıca, IMF anlaşmasının Mayıs ayında yapılabileceği söylentileri Mayıs ayı iç borçlanma stratejisinde bir değişime neden olması beklenmiyor.

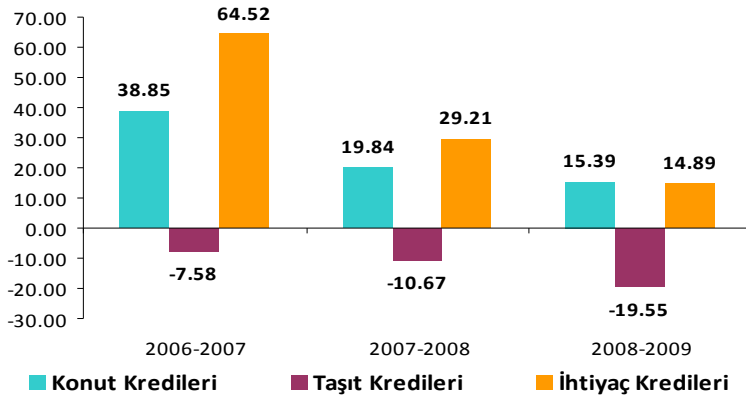
Bankacılık Sektörü 2009 yılında sağlam bir performans sergiledi...

Bankacılık Sektörü Bilançosu	Değişim (%)				
(Milyon YTL)	Ara.08 (1)	Kas.09 (2)	Ara.09(3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	94,686	79,839	97,850	3.34	22.56
Men.Değ. Port.	193,988	257,203	262,876	35.51	2.21
Krediler	367,445	384,879	392,622	6.85	2.01
Duran Aktifler	22,723	25,681	26,205	15.32	2.04
Diğer Aktifler	53,660	56,198	54,408	1.39	-3.19
Toplam Aktif	732,502	803,800	833,961	13.85	3.75
Mevduat	454,599	502,182	514,618	13.20	2.48
Mevduat Dışı Kayn.	191,501	192,700	208,480	8.87	8.19
Özkaynaklar	86,402	108,918	110,863	28.31	1.79
Toplam Pasif	732,502	803,800	833,961	13.85	3.75

Kaynak: BDDK

49 bankanın faaliyet gösterdiği bankacılık sektöründe, toplam aktifler 2009 yıl sonu itibarıyla, 2008 yılına göre %13.8 oranında artarak 833.97 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2008 yılı sonunda %77.1 olan toplam aktiflerin GSYİH'ya oranı 2009 yılının son çeyreği itibarıyla %89.3'e yükselmiştir. Türk bankacılık sektörü Ağustos 2007'de yurt dışı piyasalarda başlayan ve tüm dünyayı etkileyen küresel finans krizine rağmen, 2009 yılında sağlam performansını sürdürmüştür.

Hükümetin Mart ayının sonuna doğru otomotiv, konut ve bilişim sektörlerinde KDV ve ÖTV indirimlerine gitmesi, bankacılık sektörünün kredi hacminde bir miktar artışa neden olurken, indirimlerin Eylül ayı itibarıyla sona ermesine rağmen, 2010 yılında vergi artırımlarına başlanacağı beklentileri kredi hacmindeki sınırlı yükselişin devam etmesine yol açmıştır. Sektörün kredi hacmi 2009 yılında bir önceki yıla göre %6.85 artarak 392.622 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Kredi hacminin toplam aktifler içindeki payı ise, 2008 yıl sonu itibarıyla %50.2 iken, kredilerin toplam aktiflerden daha yavaş büyümesinin sonucu olarak 2009 yılının aynı döneminde %47.1 düzeyinde gerçekleşmiştir.



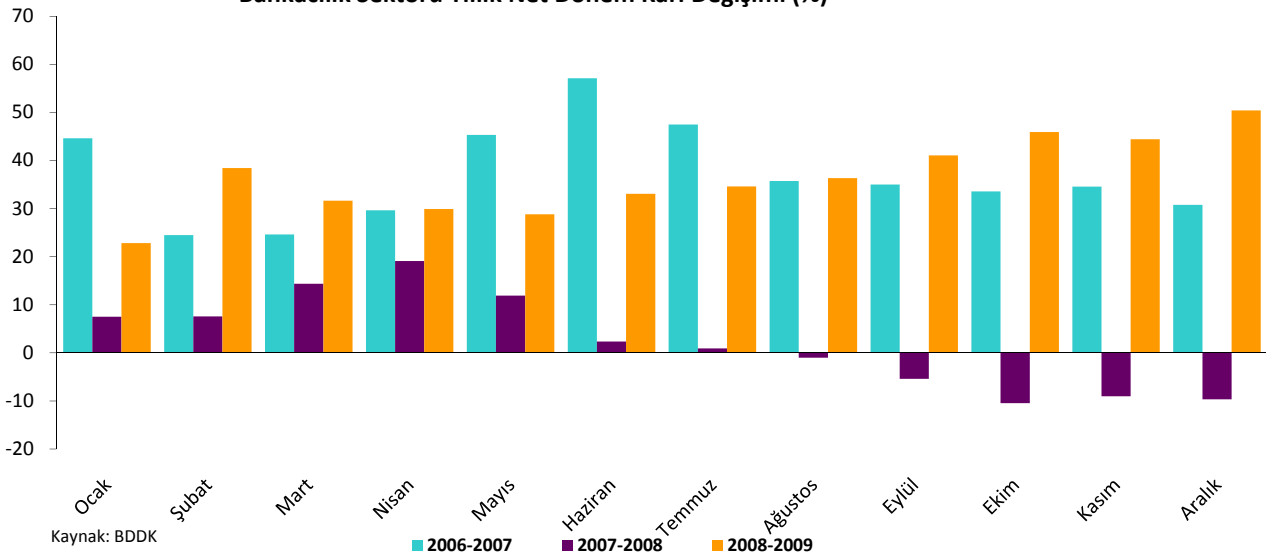
Tüketici kredilerinin yıllık performansı incelendiğinde, tüketici kredilerinin 2009 yılında bir önceki yıla göre %12.3 oranında arttığı gözlenmiştir. Söz konusu artışta konut kredilerindeki artış önemli bir yer tutmaktadır. 2009 yıl sonu itibariyle %15.4'lük artışla en çok artan kredi türü konut kredileri olurken, en fazla azalış ise %19.5'lik azalışla taşıt kredileri olmuştur. İhtiyaç kredileri ise, yıllık olarak %14.9 oranında artarak 2009 yılında iyi bir performans sergilemiştir.

2009 yılının başından itibaren kamu kesimi borçlanma gereksiniminin belirgin şekilde artmasından dolayı, menkul değerler portföyünün bankacılık sektörü bilançosu içindeki payının 2009 yıl sonuna kadar arttığı görülürken, 2010 yılında ise yatay bir seyir izlemesi beklenmektedir. 2008 yıl sonunda menkul değerler cüzdanının toplam aktifler içindeki payı %26.5 iken, 2009 yılı Aralık ayı itibariyle %31.5'e yükselmiştir. Söz konusu yükseliş, bankaların aktiflerindeki artışın önemli bir oranının menkul değerlerden kaynaklandığı ve menkul değerler kalemindeki artışın aktif büyümesinden daha hızlı olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Bankacılık sektörü toplam mevduatı, 2009 yılının Aralık ayında 2008 yılının aynı ayına göre %13.2 artışla 514.62 milyar TL'ye ulaşırken, mevduatın menkul değerlere dönüşüm oranı aynı dönemde %42.7'den %51.1'e yükselmiştir.

2008 yılında piyasalarda görülen likidite daralmasının etkisiyle gerileyen sendikasyon kredileri, piyasalarda son dönemde yaşanan düzelmeye birlikte biraz toparlanmaya başlasa da, inişli çıkışlı seyrin etkili olduğu dikkat çekmektedir. Eylül 2008'de 26.3 milyar dolar olan sendikasyon ve seküritizasyon kredilerinin toplam tutarı 8.2 milyar dolar azalarak Aralık 2009'da 18.1 milyar dolara gerilemiştir. 2009 yılında sendikasyon ve seküritizasyon kredilerinde yenileme oranı %56.9 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Bankacılık Sektörü Yıllık Net Dönem Karı Değişimi (%)



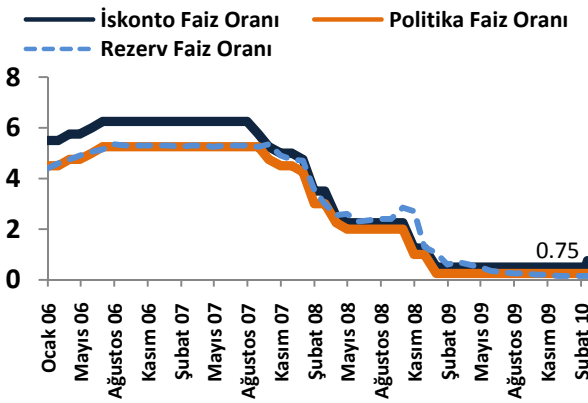
Sektörün net dönem karı yıl sonu itibariyle, 2008 yılına göre %50.4 oranında artarak 20.18 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılının başından beri süregelen yüksek kar artışının Aralık ayında da devam ettiği görülmektedir. Toplam faiz gelirleri Aralık ayında bir önceki yıla göre %0.6 oranında azalmasına rağmen,

toplam faiz giderlerinin %23.98 oranında azalmasından dolayı, 2009 yılı boyunca karlılık devam etmiştir. Söz konusu durum, Merkez Bankası'nın faizleri sert bir şekilde indirmesinin etkisiyle bankaların mevduat faizlerini aynı hızda indirmelerine karşın, kredi faizlerini aynı hızda indirmemeleri ve böylece maliyetlerinin azalmasının bir sonucudur. Son olarak, Aralık ayında da Merkez Bankası'nın faizleri sabit tutması ve 2010 yılında faiz artırmaya başlayacağı öngörüsü altında bu yüksek karlılığın 2010 yılında görülmeyeceği tahmin edilmektedir.

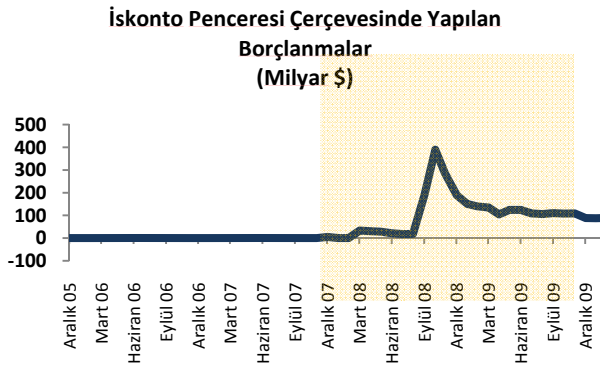
Aralık ayında yıllık bazda %1.79 oranında artış gösteren özkaynaklar, yıllık olarak %28.3 oranında artış göstermiştir. Böylelikle, toplam özkaynaklar 2009 yıl sonu itibariyle 110.873 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

2009 yılında bilançodaki büyümeyi sağlayan en önemli kalemin menkul değerler cüzdanı olduğu görülmüştür. Söz konusu durum 2009 yıl sonuna kadar devam ederken, 2010 yılında artık bu kalemin karlılığa çok fazla katkı yapması beklenmemektedir. 2009 yılında zayıf kalan kredilerde, yıl sonuna kadar sınırlı artışın devam etmesi, 2010 yılında ise belirgin bir artış görülmesi beklenebilir.

FED iskonto faiz oranlarını 25 baz puan artırarak %0.75'e yükseltti...



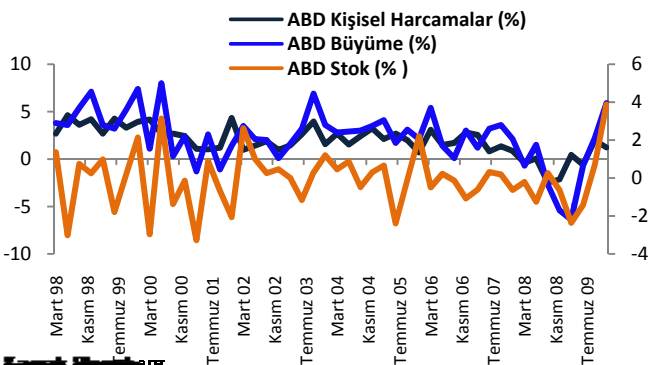
Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

Şubat ayında ABD'de yaşanan en dikkat çekici gelişme, bu ayki toplantıda gevşek para politikasından çıkış stratejisini açıklayarak iskonto faizlerinin yakın bir zamanda değişebileceği sinyali veren ABD Merkez Bankası FED'in, 18 Ocak'da sürpriz bir kararla iskonto faiz oranlarını 25 baz puan artırarak %0.75'e yükseltmesi olmuştur. 2008 yılında gevşek para politikasına ilk olarak iskonto faizini indirerek geçen FED'in son faiz artırımını, para politikasının sıkılaştırılması anlamına gelmese de mali disiplinde yaşanan gevşekliğin yavaş yavaş sonuna geldiği şeklinde yorumlanmıştır. Faiz kararı FED'in şu ana kadar gevşek para politikasından çıkış konusunda verdiği en açık sinyal olurken, politika faiz oranlarında artırım için ise hala zamana ihtiyaç vardır. Nitekim FED Başkanı Bernanke, ay içinde yaptığı açıklamalarda, faizlerin uzun bir süre daha düşük seviyelerde kalmaya devam edeceği yönündeki görüşünü tekrarlamıştır. FED'in faiz artırımını için işgücü ve konut piyasasında önemli bir iyileşmeyi beklediği görülmektedir.

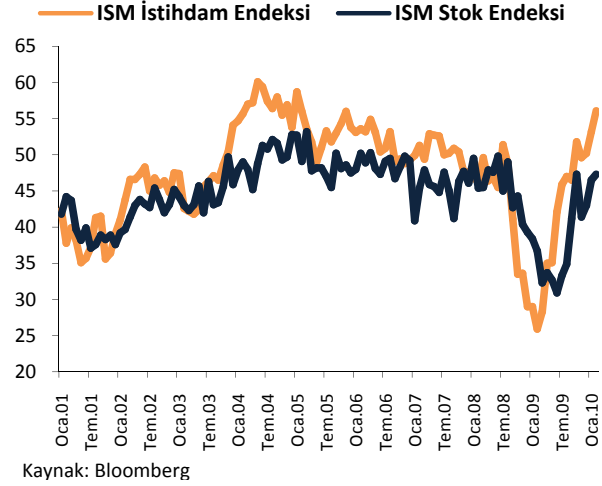
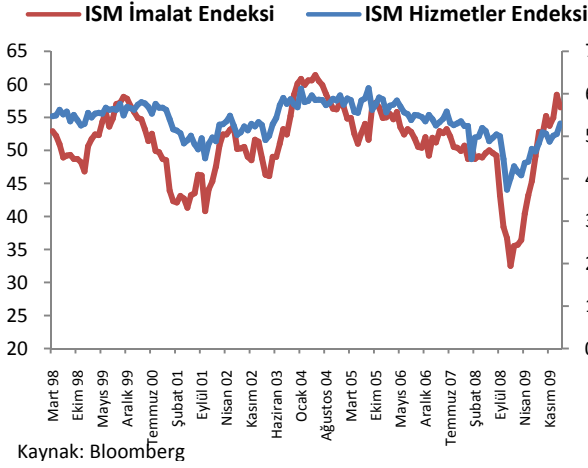
ABD'nin 2009 4.çeyrek büyüme verisi %5.9'a revize edildi...



2009'un son çeyreğinde %5.7 olarak açıklanan ABD büyüme rakamı ay içinde %5.9'a revize edilmiştir. Büyümenin önemli bir kısmının stok artışından kaynaklanması dikkat çekicidir. Son dönemde stokta yaşanan güçlü artışın temel nedeni, krizin ardından talepte görülen canlanma ile stokların hızla erimesi ve bu durumun daha sonra stoklarda hızlı bir atışa yol açmasıdır. Böylece stokların büyüme içindeki payı %3.88'e

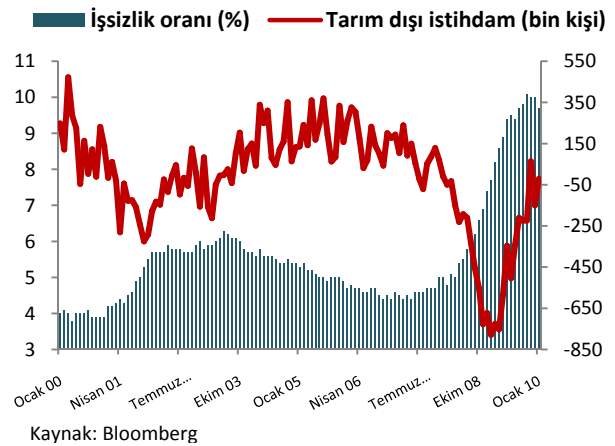
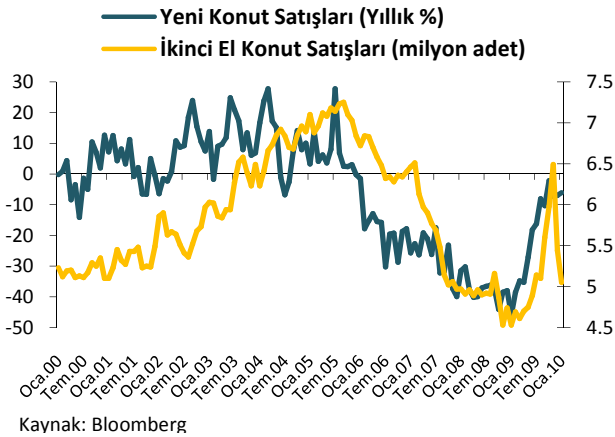
çıkarken, kişisel harcamaların payı ise aynı dönemde %1.23 ile sınırlı kalmıştır. Stokların büyümeye katkısı artarken kişisel harcamalarda benzer şekilde güçlü bir artış yaşanmaması önümüzdeki dönemde büyüme açısından bir risk unsuru olmaktadır. Bu noktada gelecekte büyümenin ana motorunun nihai talep olup olmayacağı konusunda endişeler mevcuttur.

Şubat ayında ISM imalat endeksi gerilerken, ISM hizmetler endeksinin yükselmeye devam ettiği görüldü...



Büyüme ile yüksek korelasyona sahip ISM imalat endeksinin Şubat ayında 57.5 olan beklentilerin oldukça altında 56.5 seviyesinde gerçekleşmesine karşın halen sınır seviye olan 50'nin üzerindeki seyrini korumaya devam etmesi, ekonomik toparlanmanın güçlenerek devam edeceği beklentilerini desteklemiştir. ISM imalat endeksinin alt gruplarından olan ve büyüme açısından önemli bir gösterge olarak izlenen istihdam endeksinin yukarı yönlü hareketini koruyarak 56.1 seviyesine yükselmesi, ekonomiye olan güvenin artmasından dolayı işçi alımlarının kuvvetlendiği yorumlarına yol açmıştır. ABD 4. çeyrek büyümesine önemli katkısı olan stokların 2010 yılı ilk çeyreğinde de artmaya devam edeceği ISM Stok Endeksi'ndeki yükselişten anlaşılmaktadır. Diğer taraftan ABD'de krizin başlamasından bir süre sonra 50 sınır seviyenin altında 40 seviyelerine kadar gerileyen, ancak piyasaların düzelmeye başlamasıyla yeniden yükselişe geçen ISM Hizmetler Endeksi Şubat ayında da yükselişini sürdürerek 50.5'den 53.1 seviyesine çıkmıştır. ISM hizmetler endeksinin alt gruplarından yeni sipariş endeksinin aynı dönemde 54.7'den 55.0 seviyesine yükselmesi ise tüketim harcamalarının toparlanmaya başladığına işaret etmiştir.

Konut ve istihdam piyasasından karışık sinyaller gelmeye devam etmektedir...



ABD'de Ocak ayında açıklanan ikinci el konut satışları ve yeni konut satışları verilerinin aylık bazda sert düşüş kaydetmesi, alınan önlemlere rağmen söz konusu sektörde toparlanmanın beklenenden daha uzun zaman alacağını göstermektedir. İkinci el konut satışları Ocak ayında %7.16 ile beklentilerin üzerinde düşüş



kaydederken, aynı dönemde yeni konut satışları da %11.2 gibi yüksek bir oranda gerilemiştir. Yıllık bazda ise artış devam etmiştir. Diğer taraftan ISM istihdam endeksindeki yükseliş devam ederken, ABD'nin Doğu eyaletlerinde yaşanan kötü hava koşulları nedeniyle normal koşullarda pozitif çıkma ihtimali olan Şubat ayı tarım dışı istihdamının 51,000 kişi azalması beklenmektedir. İşsizlik oranının ise %9.8'e yükselmesi beklenmektedir. Güçlü 4.çeyrek büyüme rakamına rağmen işsizlik oranının artmaya devam etmesi, toparlanmanın istihdam yaratacak güçte olmadığına bir göstergesidir. Nitekim ay içinde yayınlanan Bej Kitap (Beige Book) raporunda ekonomide iyileşme yaşandığı ancak bu iyileşmenin yeni işe alımları başlatacak kadar güçlü olmadığına ifade edilmesi bu görüşü desteklemektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, ABD tarafında açıklanan son verilerin karışık bir görünüm sergilemesi ekonomik toparlanmanın gücünün sorgulanmasına yol açmaktadır. ABD'nin %5.9 büyüme oranı yakalamasına karşın konut ve istihdam piyasasındaki zayıf görünüm devam etmesi FED'in politika faizini bir süre daha mevcut seviyesinde bırakacağı yorumlarına neden olmaktadır. Önümüzdeki dönemde işgücü ve konut piyasasında beklenen iyileşmenin gerçekleşmesi durumunda FED'in faizleri 2010 yıl sonuna kadar %1.25 seviyesine çıkarma mümkün olabilir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
	2008	2009	En Son Yayımlanan		2010 HEDEF
Reel Ekonomi					
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon TL)	950 144	262 229		(2009 3. Çeyrek)	
GSYİH Büyüme Oranı (%)	1.1	-3.3		(2009 3. Çeyrek)	
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%)	-17.8	-9.5	25.2	(Kasım 2009)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	64.7	67.6	67.8	(Şubat 2010)	
İşsizlik Oranı (%)	13.6	14.0	13.1	(Kasım 2009)	
Fiyat Gelişmeleri					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	10.06	6.52	10.13	(Şubat 2010)	6.5
ÜFE (Yıllık % Değişim)	8.11	5.93	6.82	(Şubat 2010)	
Parasal Göstergeler (Milyon TL)					
M1	83,380	107,051	67,833	(12.02.2010)	
M2	434,205	494,024	320,357	(12.02.2010)	
M3	458,383	520,674	344,405	(12.02.2010)	
Emisyon	30,468	34,289	37,644	(12.02.2010)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	70,075	70,689		(31.12.2009)	
Döviz Kuru					
Dolar/TL	1.5400	1.4986	1.5340	(02.03.2010)	
Euro/TL	2.143	2.1467	2.0894	(02.03.2010)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	3.1901	3.1608	3.1428	(03.03.2010)	
Euro/Dolar	1.3978	1.4321	1.3637	(03.03.2010)	
Dolar/Yen	90.6	93.02	88.85	(03.03.2010)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	168.800	170.30	180.60	(Ocak 2010)	
Faiz Oranları					
TCMB O/N (Borç Alma)	15.00	6.50	6.50	(16.02.2010)	
TRILIBOR O/N	15.00	6.50	6.50	(03.03.2010)	
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)					
Cari İşlemler Açığı	-41,947	-13,854		(Ocak-Aralık 2009)	
İthalat	-193,821	-134,401		(Ocak-Aralık 2009)	
İhracat	140,799	109,672		(Ocak-Aralık 2009)	
Dış Ticaret Açığı	-53,022	-24,729	-3,64	(Ocak 2010)	
Kamu Ekonomisi (Milyon TL)					
Bütçe Gelirleri	208.898	215,060	19,525	(Ocak 2010)	
Bütçe Giderleri	225.967	267,275	22,646	(Ocak 2010)	
Bütçe Dengesi	-17.069	-52,215	-3,121	(Ocak 2010)	-50.034
Faiz Dışı Denge	33.592	986	2,968	(Ocak 2010)	6.716
Borç Stoku Göstergeleri					
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar TL)	274.8	330.0	335.8	(Ocak 2010)	
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar TL)	105.5	111.4	111.9	(Ocak 2010)	
Kamu Net Borç Stoku	271.6	302.9		(2009 3. Çeyrek)	
İMKB					
İMKB-100	26,864	52,825	51,476	(02.03.2010)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ

(Milyon TL)	2007	2008	Kas.09	Ara.09
Toplam Aktif	581.424	732.502	803.800	833.961
Nakit Rezervler	60.272	94.686	79.839	97.850
Krediler	285.653	367.445	384.879	392.622
Menkul Değerler Portföyü	164.727	193.988	257.203	262.876
Mevduat	356.865	454.599	502.182	514.618
Mevduat Dışı Kaynaklar	148.866	191.501	192.700	208.480
Özkaynaklar	75.693	86.402	108.918	110.863
Net Dönem Karı	14.916	13.415	18.78	20.18
Seçilmiş Rasyolar %				
Kredi / Mevduat	80	80.83	76.6	76.3
Men.Değ.Port. / Mevduat	46.2	42.67	51.2	51.1
Özkaynak Karlılığı	19.7	18.62	21.39	22.90
Aktif Karlılık	2.6	2.54	3.06	3.27
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	18.2	17.59	20.37	20.58

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER

	2008	2009	En Son Yayımlanan	
Emtia				
Altın (ons) \$	878.2	1095.7	1,133	(03.03.2010)
ABD Ham Petrolü (Varil) \$	44.6	79.36	80,26	(03.03.2010)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	1,577	2,269.15	2,280	(03.03.2010)
DOW JONES (ABD)	8,776	10,428.05	10,396	(03.03.2010)
NİKKEİ (JAPONYA)	8,859	10,654.79	10,145	(03.03.2010)
DAX (ALMANYA)	4,810	5,957.43	5,817	(03.03.2010)
BOVESPA (BREZİLYA)	37,550	68,588.41	67,641	(03.03.2010)
RTS (RUSYA)	631	1,444.61	1,453	(03.03.2010)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	2.2241	3.8374	3.62	(03.03.2010)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	7.724	6.431	6.47	(03.03.2010)



Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü			
Serkan Özcan	Baş Ekonomist	serkan.ozcan@vakifbank.com.tr	0312-455 70 87
Cem Eroğlu	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 Türkarlan	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
Hanife Deniz Karaoğlan	Araştırmacı	hanifedeniz.karaoglan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 86
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 83

* Bu rapordaki bilgi ve veriler, Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan edinilmiştir. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında garanti vermemekte ve bu raporda sunulan bilgilerin kullanılmasından kaynaklanabilecek zararlar konusunda sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır.