

#### -Bu Haftaki Yazımız...

#### **Finansal ve makroekonomik veriler Türkiye tahvil bono piyasası için neye işaret ediyor?**

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 incelenmişti. Bu çerçevede 10 yıllık hazine tahvil getirileri ile yüksek ilişki içinde olan bazı veriler kullanılarak bir model oluşturulmuştu. Model sonuçları, son dönemde ABD'de 10 yıllık Hazine tahvil getirilerinin %2.9-3 arasında olması gerektiğine işaret ederken, bu durum normalde %2.46 civarında Ağustos ayını sonlandıran getirilerin ekonomik indikatörlere bağlı modelden çok daha düşük seviyelerde olduğunu göstermişti. Modelin tahmininin gerçekleşen değer üzerinde kalması, ABD'de tahvil piyasalarında var olduğu düşünülen "bond bubble"ın da bir göstergesi olarak değerlendirilmişti. Bu çalışma ardından bu haftaki raporumuzda benzer şekilde Türkiye tahvil piyasaları için halihazırda durumun nasıl olduğu araştırılacak ve bu sorunun cevabını bulabilmek için kurduğumuz ekonometrik modelin sonuçları çerçevesinden getirilerde yaşanan hareketlerin nedenleri açıklanacaktır.

#### -Geçtiğimiz Hafta Açıklanan Veriler...

#### **Merkezi Yönetim Brüt Borç Stoku Ağustos ayında 424.8 milyar TL oldu...**

2009 yılı Ağustos ayında 424.8 milyar TL olan merkezi yönetim brüt borç stoku, 2010 yılı Ağustos ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %9 artışla 462.9 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Borç stokunun 333.8 milyar TL'lik kısmı Türk Lirası cinsinden, 129.1 milyar TL'lik kısmı ise döviz cinsi borçlardan oluşmaktadır.

#### **TCMB Eylül ayı 2. Dönem beklenti anketi açıklandı...**

Merkez Bankası Eylül ayı ikinci dönem beklenti anketi sonuçlarına göre, yıllık enflasyon beklentisi %7.46 olurken, cari ayın enflasyon beklentisi ise %0.76 oldu. Öte yandan beklenti anketinde yıl sonu cari açık tahmini 35.056 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Bir önceki ankette %5.5 olan yıl sonu Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) beklentisi ise son ankette %6.2'lik artış yönünde oldu.

#### **Reel Kesim Güven Endeksi Eylül ayında 110.7 seviyesinde gerçekleşti...**

Merkez Bankası'nın Reel Kesim Güven Endeksi Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre 1.4 puan azalarak 110.7 seviyesinde gerçekleşti. Reel kesim güven endeksini oluşturan anket sorularına ait yayılma endeksleri incelendiğinde, sırasıyla mevcut toplam sipariş miktarı, sabit sermaye yatırım harcaması, mevcut mamul mal stok miktarı ve genel gidişat eğilimine ilişkin değerlendirmeler, endeksi artış yönünde etkilemiştir. Gelecek 3 aydaki üretim hacmi, gelecek 3 aydaki ihracat sipariş miktarı ve son 3 aydaki toplam sipariş miktarına ilişkin değerlendirmeler ise endeksi azalış yönünde etkilemiştir.

#### **Kapasite Kullanım Oranı Eylül ayında %73.5 oldu...**

Merkez Bankası tarafından düzenlenen ve Eylül ayında imalat sanayinde faaliyet gösteren 1901 işyerinin katılımıyla gerçekleştirilen 'İktisadi Yönelim Anketi' sonuçlarına göre; İmalat Sanayi Kapasite kullanım oranı, 2010 yılının Eylül ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre 5.5 puan, bir önceki aya göre ise 0.1 puan artarak %73.5 seviyesinde gerçekleşmiştir.

#### -Önümüzdeki Hafta Açıklanacak Veriler...

### Haftalık Yurtiçi Ekonomi Gündemi

Tarih	Açıklanacak Veri	Önceki Veri	Beklenti
30.09.2010	Dış Ticaret Dengesi (Ağustos)	-6.4 Milyar \$	-5.7 Milyar \$



## Finansal ve makroekonomik veriler Türkiye tahvil bono piyasası için neye işaret ediyor?

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 incelenmişti. Bu çerçevede 10 yıllık hazine tahvil getirileri ile yüksek ilişki içinde olan bazı veriler kullanılarak bir model<sup>1</sup> oluşturulmuştu. Model sonuçları, son dönemde ABD 10 yıllık Hazine tahvil getirilerinin %2.9-3 arasında olması gerektiğine işaret ederken, bu durum normalde %2.46 civarında Ağustos ayını sonlandıran getirilerin ekonomik indikatörlere bağlı modelden daha düşük seviyelerde olduğunu göstermişti. Modelin tahmininin gerçekleşen değer üzerinde kalması, ABD tahvil piyasalarında var olduğu düşünülen "bond bubble"ın da bir göstergesi olarak değerlendirilmişti. Bu çalışma ardından bu haftaki raporumuzda benzer şekilde Türkiye tahvil piyasaları için halihazırda durumun nasıl olduğu araştırılacak ve bu sorunun cevabını bulabilmek için kurduğumuz ekonometrik modelin sonuçları çerçevesinde getirilerde yaşanan hareketlerin nedenleri açıklanacaktır.

Türkiye'deki bono fiyatlamasının makro ve finansal göstergelerin çizdiği tablo ile uyumlu olup olmadığını araştırmak amacıyla gösterge tahvil getirisi ile ilişkili olduğu düşünülen değişkenler arasında korelasyon matrisi hesaplanmıştır (Bkz Ek-1). Ekte görüldüğü gibi Merkezi Yönetim borç stoku, Merkezi Yönetim iç borç stoku, cari işlemler açığı, manşet enflasyon, çekirdek I-endeksi, TCMB gösterge faiz oranı, gelişmekte olan ülke ortalama faiz oranları ile gelişmiş ülke ortalama faiz oranları ve 5 yıllık Türkiye CDS değerinin gösterge tahvil getirisi ile yüksek korelasyona sahip olduğu görülmektedir.

Tablo-1

Değişken	Katsayı	p - Olasılık 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
Çekirdek I Endeksi	-0.2591	0.0001
İç Borç Stoku	-0.0671	0.0183
R <sup>2</sup>	0.978	
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.975	
Durbin Watson	1.880	

Modelde White Heteroscedastic Standard Hata Terimleri kullanılmıştır.

**Kaynak: VakıfBank**

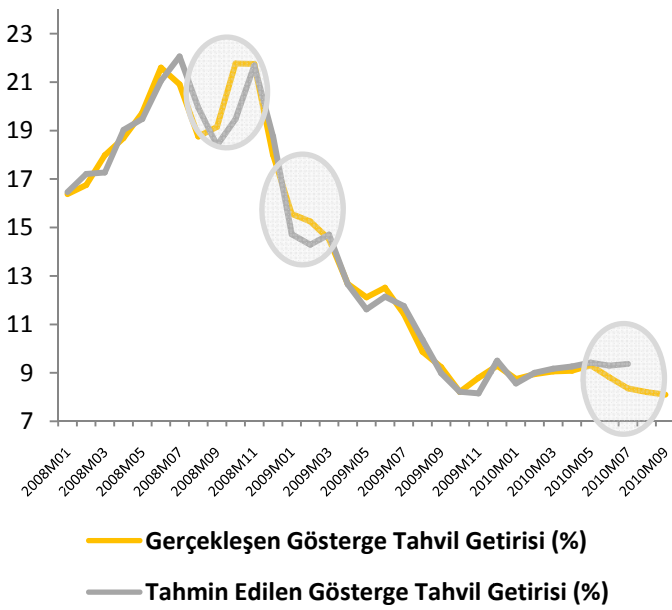
Gösterge tahvil getirisinin piyasada oluşan değerinin makro ekonomik ve finansal göstergeler ile uygunluğunu incelemek amacıyla kurduğumuz ekonometrik modelimizde (gösterge tahvil getiri verisinin 2004 yılı Eylül ayından başlamasına bağlı olarak), 2004 yılı Eylül ayı ile 2010 yılı Eylül ayı arasındaki 73 veri ile çalışılmıştır. Oluşturduğumuz korelasyon matrisine dayanarak ekonometrik modelimizde makro ekonomik veriler yer almıştır. Korelasyon matrisinde yüksek korelasyona sahip olmamasına karşın, teorik olarak yüksek ilişkisi 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 denenmiş ancak genel trendi göstermesi bakımından sanayi üretiminin 3 aylık hareketli ortalaması modelde daha anlamlı sonuçlar

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

<sup>1</sup> Modeller ilgili detaylar 20-27 Eylül Haftalık Finans Raporu'nda yer almaktadır.

göstergelerinden geçici fiyat artışlarını da yansıtan manşet enflasyon yerine çekirdek enflasyon tercih edilmiştir. TCMB'nin yayınladığı toplantı özetlerinde politika faiz kararının gerekçelerinde sık sık çekirdek enflasyona vurgu yapması bu düşüncemizi destekler niteliktedir. 12 ay sonraki enflasyon beklentileri daha yüksek bir korelasyona sahip olmasına karşın, gösterge tahvil getirisinin vadesinin 2 yıla yakın olması nedeniyle 24 ay sonraki enflasyon beklentileri modele dahil edilmiştir. Enflasyon ile enflasyon beklentileri arasında yüksek bir ilişki beklenmesine karşın, beklenildiği kadar yüksek bir ilişki bulunmadığı değerlendirildiğinde modelde enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bir arada yer alınmasında ekonometrik bir sorun görünmemektedir. Diğer yandan kamu borçlanmasının faizler üzerindeki baskısını 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 açılırken, cari açığın finansman problemi gündeme gelmiştir. Bu çerçevede getiri ile ilişkisi %92 olarak hesaplanan cari açığın son 12 aylık kümülatif toplamı modele dahil edilmiştir. Modelin tahvil getirisini açıklama gücü %97.8 ile oldukça güçlü olduğu görülmektedir.

**Grafik-1**



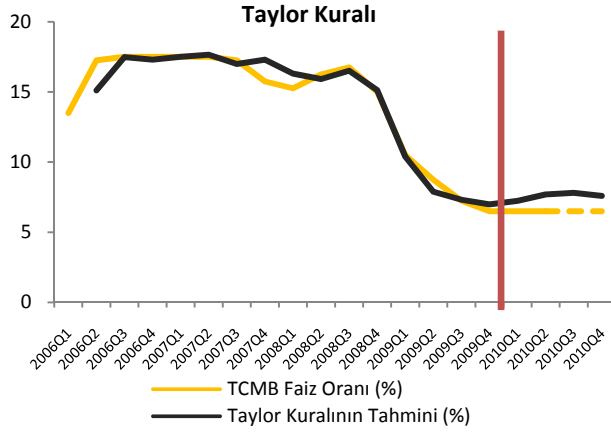
Kaynak: Bloomberg, Vakıfbank

Oluşturduğumuz model çerçevesinde tahmin edilen tahvil getirilerinin gerçekleşen rakamlarla<sup>2</sup> uyumlu olduğu görülmektedir (Bkz Grafik-1). Model tahminlerinin güçlü olduğu söylenebileceken, bazı dönemlerde bu gücün zayıfladığı dikkat çekmektedir. Bunlardan ilki 2008 yılının Eylül döneminde Lehman Brothers'ın batmasıyla azalan risk iştahına bağlı olarak getirilerin sert şekilde yükseldiği dönemdir. Model tahmininde söz konusu yükseliş gecikmeli olarak yakalanmıştır. Model tahmininin gerçekleşen tahvil getirisinden ayrıştığı diğer bir dönem ise 2009 yılının başı olarak dikkat çekmektedir. Bu dönemde modele dahil edilen sanayi üretiminde yaşanan sert düşüş yanında 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 yılı süresince gerileyen tahvil getirilerine paralel tahminler verdiği dikkat çekmektedir. 2009 yılında tahmin ve gerçekleşen getiri oranları arasındaki uyumun 2010 yılının Şubat ayı itibarıyla ise bozulduğu görülmektedir. Model tahmininin gerçekleşen tahvil getirisinin üzerinde yer aldığı dikkat çekerken, bu durum yurtdışı piyasalar için kurduğumuz ve bono piyasalarında bir balon olduğunu gösteren modelin sonuçlarına paralel bir görünüm çizmektedir. Dolayısıyla, kurduğumuz model çerçevesinde yurtiçi piyasalarda da son dönemde getirilerin olması gerekenden düşük olduğu söylenebilecektir.

<sup>2</sup> Gerçekleşen tahvil getiri oranları ay içindeki ortalama değerlerdir.

**Grafik-2**



Tahvil getiri oranını açıklamak için kurduğumuz çok değişkenli ekonometrik model dışında, politika faizlerinin belirlenmesi hususunda çıktı açığını ve enflasyonu birlikte değerlendirilen Taylor Kuralı<sup>3</sup> çerçevesinde oluşturduğumuz model tahminleri Grafik-2'de yer almaktadır. Taylor Kuralı olarak bilinen nominal faiz oranının (i), gerçekleşen enflasyonun hedeflenen sapması ( $\pi - \pi^*$ ) ve çıktı açığının ( $y - y^*$ ) bir fonksiyonu olarak tanımlanan

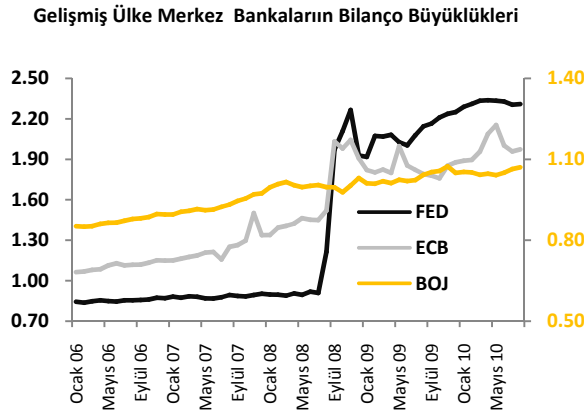
$$i = b_0 + b_1(\pi - \pi^*) + b_2(y - y^*)$$

denklem tahminleri incelendiğinde, Taylor Kuralı tahminiyle, gerçekleşen TCMB faiz kararının birbirine oldukça paralel bir görünüm çizmekle beraber, 2009 4. çeyreğinden itibaren özellikle 2010 yılının 1. çeyreğinde birbirinden ayrıştığı, Taylor Kuralına göre politika faizlerinin son dönemde daha yüksek seviyede olduğu görülmektedir. Bu durum Grafik-1'de kurduğumuz ilk modele paralel bir görünüm çizmekle beraber, tahvil piyasalarındaki düşük getiriler üzerinde etkili olan politika faiz oranlarının da Taylor Kuralı çerçevesinde olması gerekenden düşük olduğuna işaret etmektedir. Dolayısıyla Türkiye'de de Amerika'ya benzer şekilde yapılan iki analizde tahvil piyasalarının son dönemde yüksek fiyatlandığı görülmektedir. Yukarıdaki analiz çerçevesinde, Türk tahvil piyasasının yüksek fiyatlanmasının nedenleri aşağıda 5 madde altında incelenecektir.

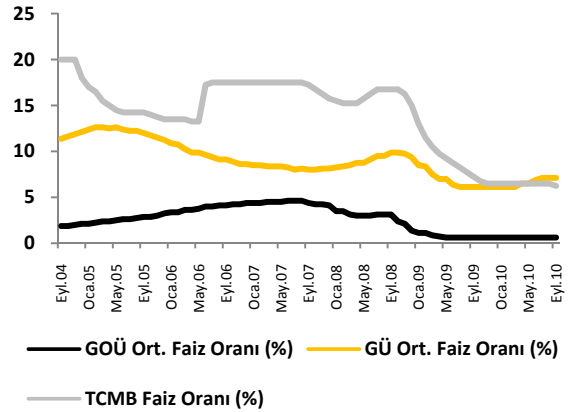
## Türk Tahvil-Bono Piyasaları neden yüksek fiyatlanıyor?

### 1- Artan Likidite

**Grafik-3**



**Grafik-4**



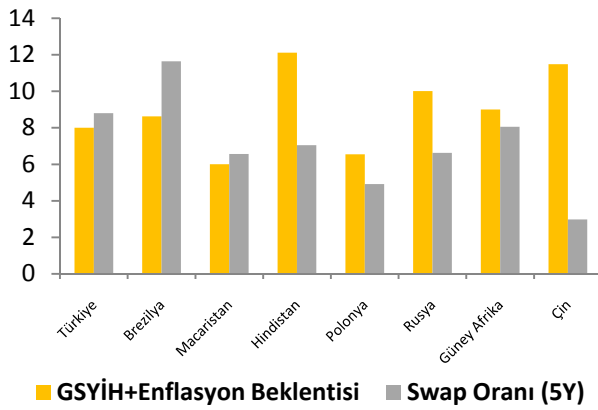
Global piyasalarda yaşanan kriz ardından başta gelişmiş ülkeler olmak üzere tüm dünyada alınan önlemlerle artan likidite Türkiye tahvil piyasalarında görülen düşük getiri oranları üzerinde de etkili olmaktadır. 2007 yılında 880 milyar dolar seviyesinde olan Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) bilanço toplamı Lehman Brothers'ın batışı ardından Fed'in finansal sisteme olan güvensizliğini azaltmak için zor durumda olan şirketlere doğrudan kredi vermesi ve bu şirketlerin tahvillerini almasıyla 2008 yılı sonunda 1.9 trilyon dolara ulaşmıştır.

<sup>3</sup> Taylor denklemi en küçük kareler yöntemiyle modellenerek  $b_0, b_1$  ve  $b_2$  katsayıları tahmin edilmiştir. Modele ayrıca nominal faizlerin bir gecikmeli değişkeni eklenmiş değişken varyans ve çoklu bağıntı sorunları test edilerek düzeltilmiştir. Modelin anlamlılık düzeyi %0.96 seviyesinde ve tüm değişkenler %0.05 düzeyinde istatistik olarak anlamlı bulunmuştur. Kurulan model çerçevesinde Taylor Kuralının tahmin ettiği faiz oranları hesaplanmıştır.

Benzer şekilde söz konusu dönemde 1.9 trilyon euroya ulaşan 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 bankacılık krizine dönüşmesi sonucu artmaya devam ederek 2.15 trilyon euroya ulaşmıştır. 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 alanının artmasına imkan sağlarken, dünya piyasalarında artan likidite faiz indirimleri sürecinde Türk tahvil piyasalarına olan talebi destekleyerek tahvil piyasalarındaki getirilerde yaşanan düşüş üzerinde etkili olmuştur.

## 2- Global tahvil piyasalarının yüksek fiyatlanması

**Grafik-5**



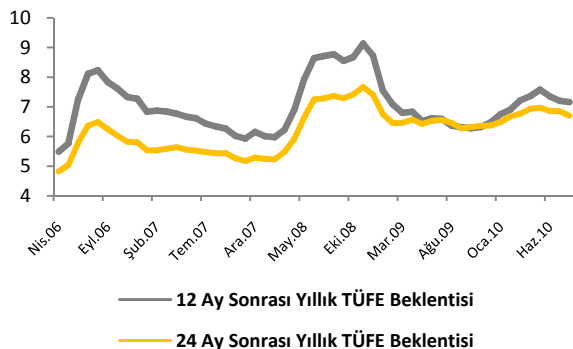
Kaynak: Bloomberg, IMF

Türk tahvil piyasalarının yüksek fiyatlanmasının arkasındaki diğer bir sebep ise global piyasalarda özellikle gelişmekte olan pek çok ekonomide de tahvil piyasalarının yüksek fiyatlanmasıdır. Başka bir deyişle ilk bölümde belirttiğimiz yüksek likiditenin getiriler üzerindeki olumlu etkisi yalnız Türkiye'ye özgü değil, ülkemizde içinde bulunduğu pek çok gelişmekte olan ülkede görülen bir sonuçtur. Bilindiği üzere teorik olarak uzun vadeli getiriler enflasyon ve büyüme beklentileri ile risk primi toplamını yansıtmalıdır. Ancak IMF'in bazı gelişmekte olan ülkeler için 2015 yılı büyüme ve

enflasyon beklentileri ile bu ülkelerin 5y5y yıllık swap faiz oranları karşılaştırıldığında, pek çok gelişmekte olan ülke faiz oranının enflasyon ve büyüme beklentilerinin toplamının oldukça altında kaldığı görülmektedir (Bkz Grafik-5). Özellikle Çin ve Hindistan'da büyüme ve enflasyon beklentileri toplamının 5y5y swap oranının çok altında kaldığı dikkat çekerken, Brezilya ve Macaristan dışında diğer 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 ise swap oranının büyüme ve enflasyon beklentilerimizin toplamının altında kaldığı söylenebilir. Türkiye'nin swap oranının IMF beklentilerine göre hesaplanan orandan yüksek olduğu görülmekle birlikte söz konusu değişkenler arasındaki farkın son derece düşük olduğu söylenebilir. Sonuç olarak yüksek global likiditenin gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarını makro ekonomik indikatörlerin gösterdiğinden daha düşük seviyede tuttuğu görülmektedir.

## 3- Türkiye için enflasyon beklentilerinin düşük olması

**Grafik-6**



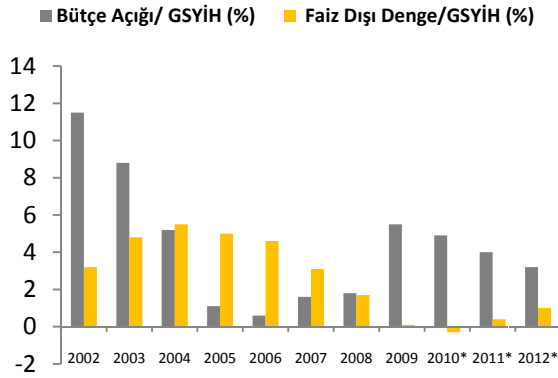
Kaynak: TCMB

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

#### 4- 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 yılının Haziran ayında dibi görmesinin ardından ekonomiler toparlanma eğilimine girerken, 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 görülürken, Türkiye'nin gelişmekte olan ülkeler arasında da mali disiplini ile ön plana çıkması tahvil piyasalarına olumlu yansımıştır.

**Grafik-7**

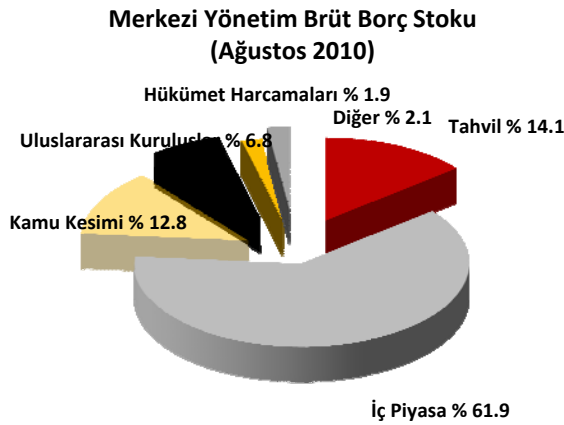


Kaynak: Maliye Bakanlığı

\*: OVP

önemli görünmektedir.

**Grafik-8**



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

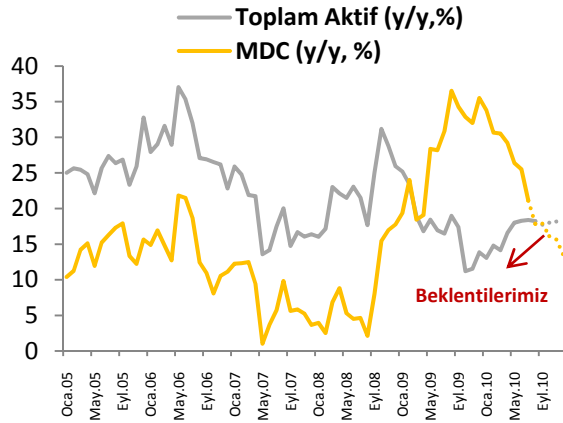
piyasada öncül olarak takip edilen 'Toplam İç Borç Çevirme Rasyosu'nun program çerçevesinde %99.5 olması beklenirken, ilk yedi aylık dönemde %87.5 olarak gerçekleşmiştir. Hazine tarafından yapılan borçlanmanın beklentilerin üzerinde gerilemesi mali dengelerin getiriler üzerinde oluşturduğu baskının Türkiye'de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

Türkiye'nin bütçe açığının 2009 yılında %5.5 ile görece olumlu bir performans sergilediği dikkat çekerken, 2010 yılının ilk 8 ayında bütçenin 14 milyar TL açık verdiği değerlendirildiğinde %4.9 açık yönünde olan OVP hedefinin gerçekleşmesi kesinleşmiş görünmektedir. Faiz dışı dengenin de 2009 yılında pozitif alanda kalmayı başarması önemli görünürken, 2010 yılının ilk 8 ayında da faiz dışı dengenin fazla vererek olumlu bir performans sergilediği izlenmektedir. Gelişmiş ülkelerin bir kısmında kamu borç stokunun GSYİH içindeki payının %100'leri aştığı bir ortamda Türkiye'nin %50'nin altında bir borçlanma ile 2009 yılını tamamlaması

Ağustos 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 stoğunun, %75 oranındaki kısmının kamu kesimi ve iç piyasa kalemlerinden oluşan iç borç stoğundan, geri kalan %25'lik kısmın ise dış borç stoğundan oluştuğu görülmektedir. Hazine Müsteşarlığı tarafından yayınlanan 2010 Finansman Programı çerçevesinde ise Ocak-Aralık döneminde; 200.3 olması beklenen toplam borç servisi Ocak-Temmuz döneminde 119.3 olarak gerçekleşmiş ve gerçekleşen rakama, iç borç servisinin beklentilerin oldukça altında gelmesinin payı fazla olmuştur. Hazine tarafından hesaplanan ve

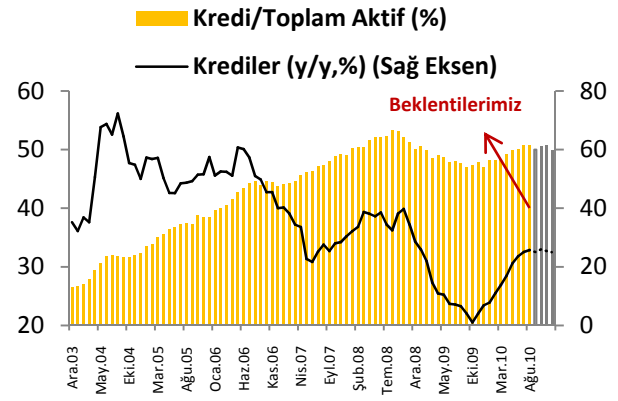
## 5- Bankacılık Sektörünün Hızlı Aktif Büyümesi Yönündeki Eğilimi

**Grafik-9**



Kaynak: BDDK, VakıfBank

**Grafik-10**



Kaynak: BDDK, VakıfBank

Türk bankacılık sektörü 2000-2001 döneminde yaşadığı, tarihinin en büyük krizinin akabinde alınan önlemler çerçevesinde 2003 yılı sonrasında sağlıklı bir mali bünyeye sahip olmuştur. Grafik-9 ve Grafik-10'dan da görülebileceği üzere söz konusu dönem sonrasında sektörün aktiflerinde hızlı bir büyüme gerçekleşmiş ve bu büyümenin ana unsurları krediler ve menkul değerler cüzdanı (MDC) olmuştur. Ancak 2008-2009 döneminde ABD'de başlayan ve tüm dünyayı etkisi altına alan kredi krizi Türk bankacılık sektörünün global ekonomik konjonktürden aldığı desteği kısmen azaltmıştır. Uluslararası piyasalarda yaşanan krizle ekonomik daralmaya bağlı olarak bankacılık sektörünün aktif büyümesinde kredilerin önemi kısmen azalırken, MDC'nin önemi artmıştır. Başka bir deyişle krizin bankacılık sisteminin toplam aktif büyümesi üzerindeki olumsuz etkisi MDC'deki artış ile bertaraf edilmeye çalışılmıştır. Ancak 2010 yılında sabit getirili menkul kıymet piyasalarında getirilerin tarihi dip seviyelere yaklaşmasıyla birlikte, büyüme imkanı önemli ölçüde azalmış, bu nedenle bankacılık sektörü göreceli olarak yüksek olan kredi plasmanına yeniden yönelmiştir. 2010 yılının ilk iki çeyreğinde baz etkisinin de yardımıyla hızla genişleyen kredi portföyünün, yılın 2. yarısında global piyasalarda yeniden gelen durgunluğun etkisiyle bir miktar yavaşladığı görülmektedir. Bu durum sektördeki rekabetin de etkisiyle kredi getirilerinde önemli sayılabilecek düzeyde gerilemeye neden olmaktadır. Başka bir deyişle, Türk bankacılık sektörünün gerek menkul değer portföyünün gerekse kredi portföyünün getirisinin azalması net faiz marjları üzerinde baskı yaratır hale gelmiştir.

Ancak sektörde yaşanan tüm bu olumsuz gelişmelere karşın, aktif büyümesini bir miktar sınırlamak yerine agresif bir biçimde artırmayı sürdürmektedir. **Bu nedenle tahvil piyasaları düşük getiri düzeyine rağmen, 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 düşük düzeyde tutacak ölçüde desteklemektedir.

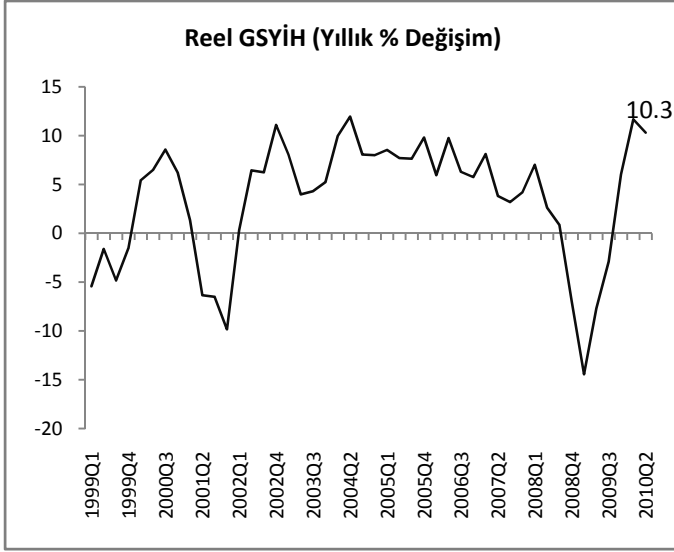
## Ek-1 Korelasyon Matrisi-

	Gösterge Tahvil Getirisi	San.Üre.	Sanayi Üretim (3 Ay Har. Ort.)	KKO	Borç Stoku	İç Borç Stoku	Bütçe Dengesi	Cari Denge	Cari Denge (12 Aylık Toplam)	Portföy Yatırımları	Portföy Yatırımları (12 Aylık Toplam)	Menk. Değ. Cüz.	Enflasyon	I Endek.	Enf Bek. (12 Ay Sonrası)	Enf Bek. (24 Ay Sonrası)	Politika Faizi	Gel.Ülk. Ort. Faiz. Oranı.	GOÜ Ort. Faiz.	Tüfe bazlı reel Kur	Üfe Bazlı Reel Kur	Kur Sepeti	EMBI (Global)	EMBI (TR)	EMBI (Spread)	TR CDS (5Y)	CDS (Spread)	MSCI	ABD 2 Yıllık Tahvil Getirisi	ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi	Almanya 2 Yıllık Tahvil Getirisi	Almanya 10 Yıllık Tahvil Getirisi
Gösterge Tahvil Getirisi	1.00	0.16	0.31	0.45	-0.88	-0.92	0.23	-0.25	-0.92	-0.33	-0.53	-0.89	-0.75	-0.70	0.50	0.07	0.96	0.76	0.95	0.09	0.11	-0.55	-0.36	-0.65	0.51	0.54	0.74	-0.46	0.61	0.26	0.82	0.74
Sanayi Üretim		1.00	0.86	0.83	-0.27	-0.15	0.38	-0.56	-0.20	0.09	0.34	0.04	-0.21	-0.16	-0.02	-0.19	0.23	0.47	0.11	0.56	0.61	-0.63	0.64	0.42	0.65	-0.56	0.52	0.60	0.51	0.59	0.48	0.45
Sanayi Üretim (3 Ay Har. Ort.)			1.00	0.94	-0.42	-0.29	0.45	-0.62	-0.37	0.03	0.30	-0.10	-0.31	-0.25	0.13	-0.13	0.40	0.61	0.31	0.70	0.71	-0.78	0.61	0.37	0.67	-0.48	0.58	0.56	0.59	0.57	0.62	0.55
KKO				1.00	-0.57	-0.45	0.49	-0.64	-0.51	-0.05	0.25	-0.19	-0.49	-0.46	0.09	-0.24	0.56	0.77	0.42	0.74	0.76	-0.88	0.57	0.26	0.81	-0.40	0.72	0.51	0.74	0.68	0.75	0.68
Borç Stoku					1.00	0.99	-0.29	0.33	0.80	0.31	0.43	0.72	0.95	0.92	-0.10	0.35	-0.96	-0.93	-0.79	-0.28	-0.24	0.77	0.32	-0.61	-0.22	-0.82	0.17	-0.82	-0.45	-0.94	-0.88	
İç Borç Stoku						1.00	-0.24	0.23	0.81	0.35	0.52	0.79	0.94	0.90	-0.16	0.28	-0.97	-0.87	-0.83	-0.15	-0.12	0.66	0.19	0.46	-0.52	-0.36	-0.77	0.32	-0.75	-0.35	-0.89	-0.83
Bütçe Dengesi							1.00	-0.37	-0.27	0.03	0.06	-0.10	-0.20	-0.17	0.10	-0.07	0.26	0.33	0.18	0.40	0.43	-0.43	0.27	0.13	0.38	-0.18	0.40	0.15	0.35	0.37	0.39	0.39
Cari Denge								1.00	0.38	-0.24	-0.23	0.09	0.19	0.27	-0.04	0.19	-0.29	-0.46	-0.22	-0.55	-0.54	0.57	-0.56	-0.34	-0.63	0.34	-0.51	-0.43	-0.44	-0.42	-0.49	-0.44
Cari Denge (12 Aylık Toplam)									1.00	0.23	0.33	0.86	0.62	0.61	-0.57	-0.14	-0.90	-0.73	-0.97	-0.30	-0.34	0.60	0.26	0.53	-0.48	-0.48	-0.65	0.35	-0.54	-0.17	-0.75	-0.62
Portföy Yatırımları										1.00	0.41	0.25	0.34	0.33	0.01	0.16	-0.35	-0.28	-0.32	0.13	0.21	0.03	0.32	0.39	-0.06	-0.39	-0.20	0.28	-0.15	-0.03	-0.19	-0.16
Portföy Yatırımları (12 Aylık Toplam)											1.00	0.67	0.40	0.36	-0.16	-0.05	-0.40	-0.12	-0.42	0.56	0.57	-0.13	0.54	0.65	-0.06	-0.65	-0.33	0.76	0.00	0.17	-0.27	-0.31
Menk. Değ. Cüz.												1.00	0.57	0.49	-0.59	-0.27	-0.79	-0.50	-0.89	0.09	0.03	0.31	0.52	0.71	-0.27	-0.68	-0.53	0.66	-0.32	0.06	-0.60	-0.52
Enflasyon													1.00	0.96	0.15	0.55	-0.87	-0.89	-0.62	-0.19	-0.14	0.70	-0.02	0.24	-0.55	-0.13	-0.74	0.10	-0.83	-0.45	-0.86	-0.83
I Endek.														1.00	0.22	0.62	-0.83	-0.88	-0.58	-0.24	-0.17	0.69	-0.06	0.20	-0.58	-0.11	-0.72	0.06	-0.78	-0.45	-0.82	-0.79
Enf Bek. (12 Ay Sonrası)															1.00	0.88	0.32	0.02	0.61	-0.01	0.12	-0.03	-0.49	-0.56	0.01	0.52	0.14	-0.48	-0.06	-0.14	0.15	0.07
Enf Bek. (24 Ay Sonrası)																1.00	-0.15	-0.45	0.19	-0.23	-0.08	0.37	-0.50	-0.42	-0.31	0.42	-0.23	-0.44	-0.45	-0.35	-0.29	-0.32
Politika Faizi																	1.00	0.90	0.91	0.26	0.24	-0.71	-0.19	-0.48	0.56	0.37	0.78	-0.27	0.76	0.37	0.90	0.81
Gel.Ülk. Ort. Faiz. Oranı.																		1.00	0.70	0.53	0.48	-0.90	0.21	-0.10	0.73	-0.03	0.82	0.14	0.91	0.61	0.94	0.87
GOÜ Ort. Faiz.																			1.00	0.17	0.20	-0.52	-0.39	-0.64	0.40	0.58	0.62	-0.46	0.48	0.11	0.72	0.60
Tüfe bazlı reel Kur																				1.00	0.96	-0.77	0.61	0.47	0.48	-0.53	0.33	0.63	0.47	0.49	0.41	0.34
Üfe Bazlı Reel Kur																					1.00	-0.76	0.58	0.42	0.50	-0.51	0.33	0.60	0.46	0.50	0.40	0.32
Kur Sepeti																						1.00	-0.47	-0.19	-0.73	0.34	-0.74	-0.41	-0.87	-0.70	-0.86	-0.80
EMBI (Global)																							1.00	0.91	0.48	-0.91	0.22	0.87	0.33	0.48	0.20	0.20
EMBI (TR)																								1.00	0.07	-0.94	-0.17	0.86	0.04	0.22	-0.15	-0.15
EMBI (Spread)																									1.00	-0.22	0.89	0.28	0.70	0.70	0.79	0.79
TR CDS (5Y)																										1.00	0.02	-0.92	-0.21	-0.45	0.01	-0.02
CDS (Spread)																											1.00	0.00	0.78	0.67	0.93	0.94
MSCI																												1.00	0.30	0.50	0.02	0.03
ABD 2 Yıllık Tahvil Getirisi																													1.00	0.79	0.89	0.88
ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi																														1.00	0.63	0.75
Almanya 2 Yıllık Tahvil Getirisi																															1.00	0.96
Almanya 10 Yıllık Tahvil Getirisi																																1.00

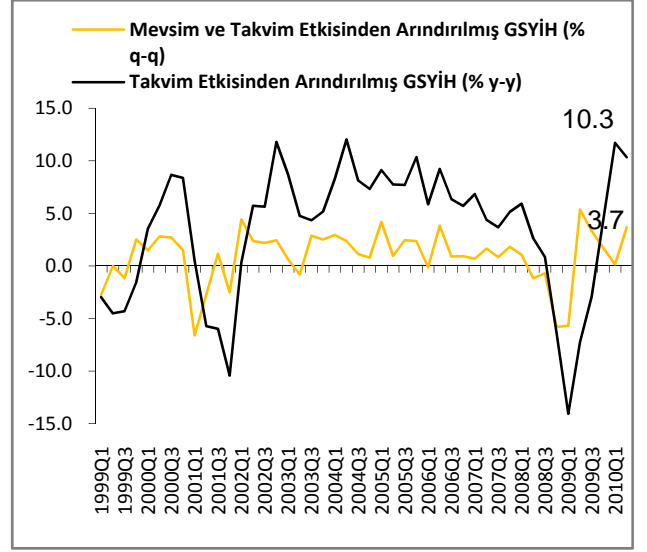


## TÜRKİYE

### Türkiye Büyüme Oranı (Çeyrek)



Kaynak:TÜİK

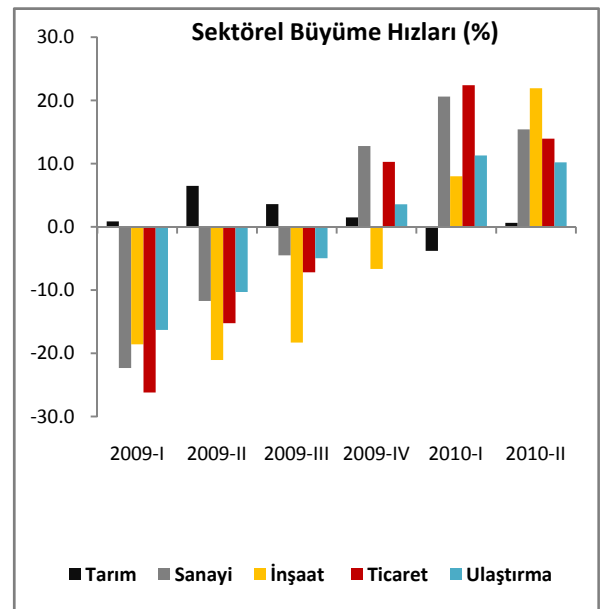


Kaynak:TÜİK

### Sektörel Büyüme Hızları (%)

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

Kaynak:TÜİK

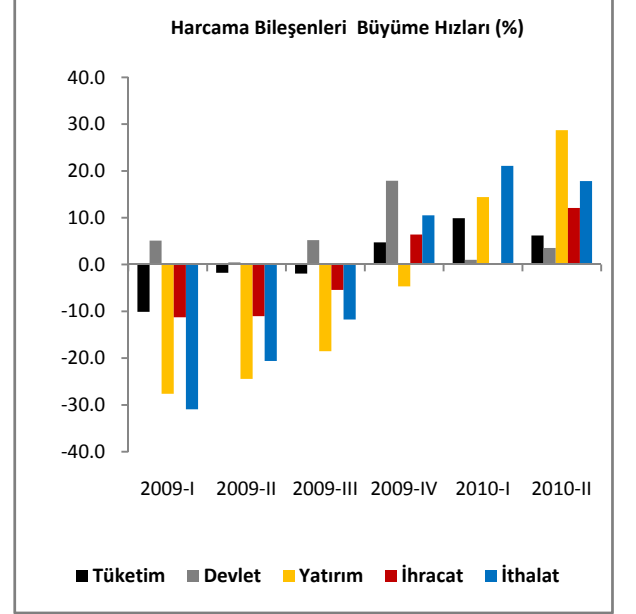


Kaynak:TÜİK

## Harcama Bileşenlerinin Yıllık Büyüme Oranları (%)

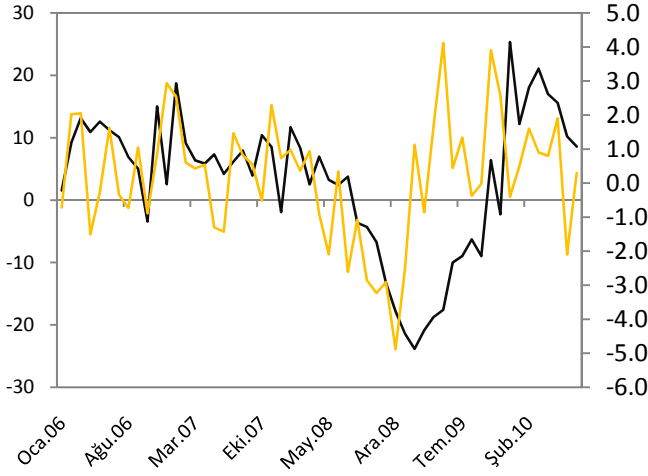
Harcama Bileşenleri	Sektör Payları (%)	2009 II. Çey	2009 III. Çey	2009 IV. Çey	2010 I. Çey	2010 II. Çey
Yer. Hanehalkı Tük. Har.	74.0	-1.8	-1.9	4.7	9.9	4.47
Dev. Nihai Tük. Har.	10.1	0.5	5.2	17.9	1.0	0.38
Gay. Safi Ser. Oluş.	21.6	-24.4	-18.5	-4.7	14.4	5.80
<b>Kamu Sektörü</b>	<b>2.3</b>	<b>0.2</b>	<b>-5.7</b>	<b>-8.6</b>	<b>-25.6</b>	<b>0.58</b>
<b>Özel Sektör</b>	<b>19.3</b>	<b>-28.7</b>	<b>-21.0</b>	<b>-3.5</b>	<b>22.1</b>	<b>5.22</b>
Mal ve Hiz. İhracatı	23.6	-11.0	-5.4	6.4	-0.1	2.91
Mal ve Hiz. İthalatı	27.1	-20.6	-11.7	10.5	21.1	4.52
<b>GSYİH</b>		<b>-7.7</b>	<b>-2.9</b>	<b>6.0</b>	<b>11.7</b>	<b>10.30</b>

Kaynak:TÜİK



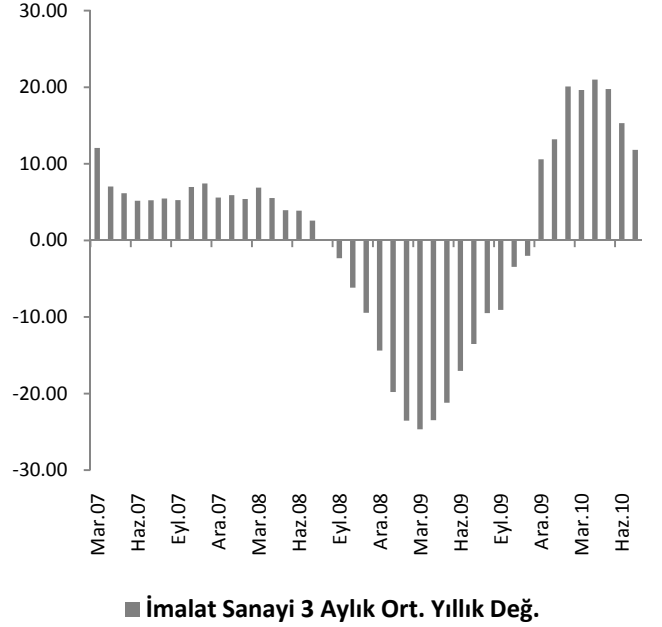
Kaynak:TÜİK

## Sanayi Üretim Endeksi



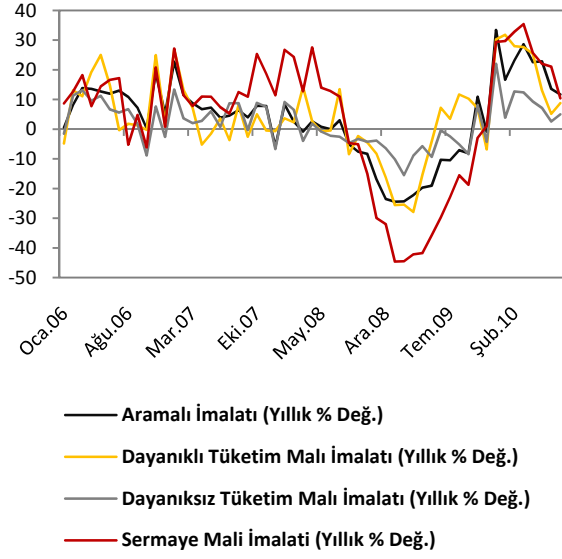
Kaynak:TÜİK

## İmalat Sanayi Üretim Endeksi



Kaynak:TÜİK

## Sektörel Bazda Sanayi Üretim Endeksi

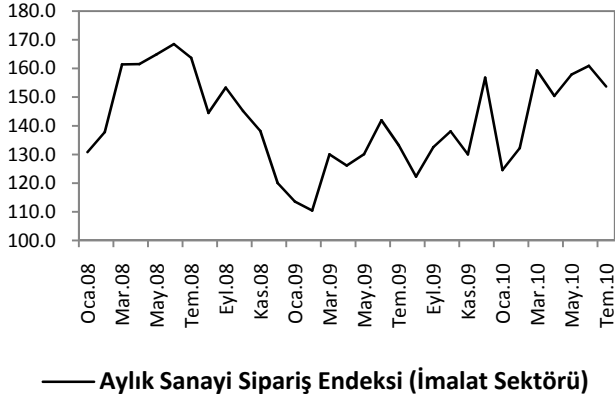


Kaynak:TÜİK

Sektörler	Yıllık Değişim Oranı (%)	
	Temmuz Ayı	
	2009	2010
Petrol Ürünleri	-2.5	-12.1
Tekstil	-7.6	10.6
Gıda	-2.4	8.7
Kimyasal Madde	-1.7	7.7
Ana Metal Sanayi	-17.1	6.9
Metalik Olm. Diğ. Mineral	-13.4	12.8
Taşıtlı Araçları	-27.9	6.0
Elektrikli Teçhizat	-1.6	21.7
Giyim	-5.9	10.1

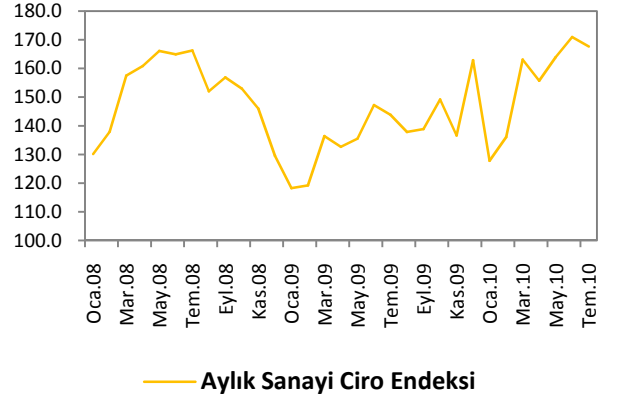
Kaynak:TÜİK

## Aylık Sanayi Sipariş Endeksi



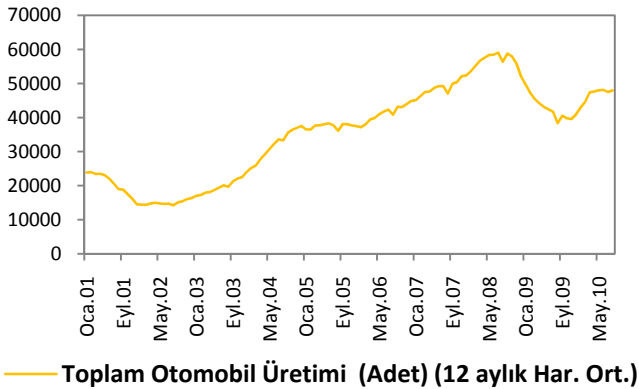
Kaynak:TÜİK

## Aylık Sanayi Ciro Endeksi



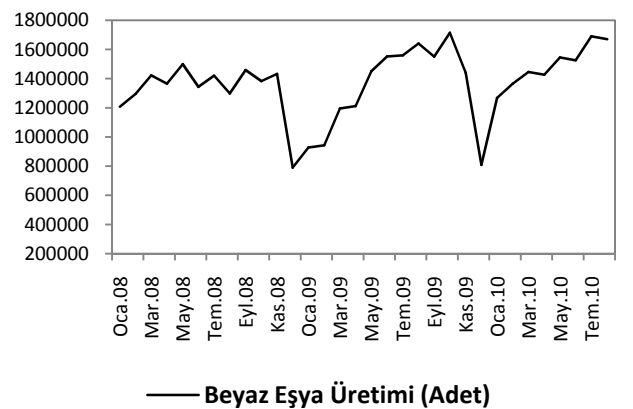
Kaynak:TÜİK

## Toplam Otomobil Üretimi



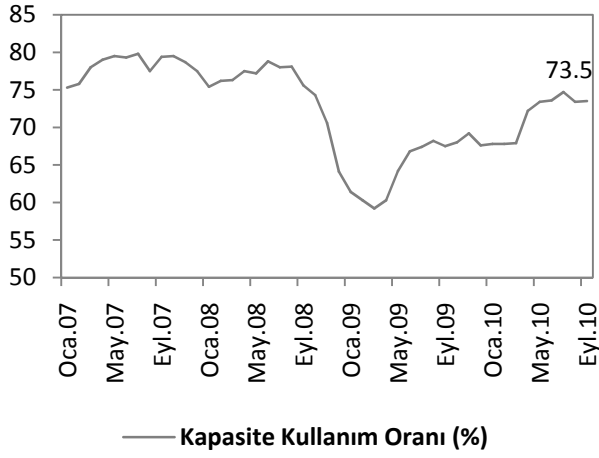
Kaynak:OSD,Vakıfbank

## Beyaz Eşya Üretimi

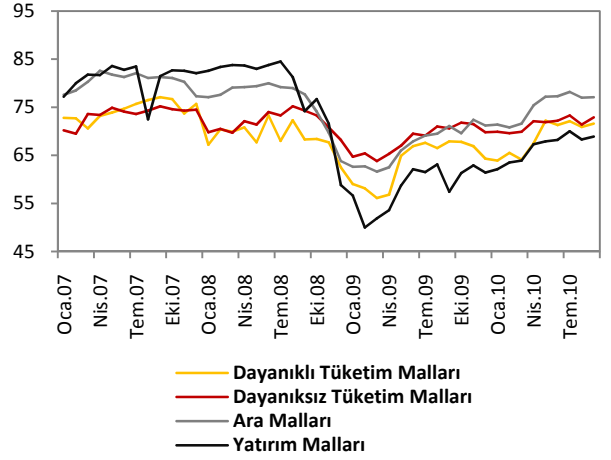


Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

## Kapasite Kullanım Oranı

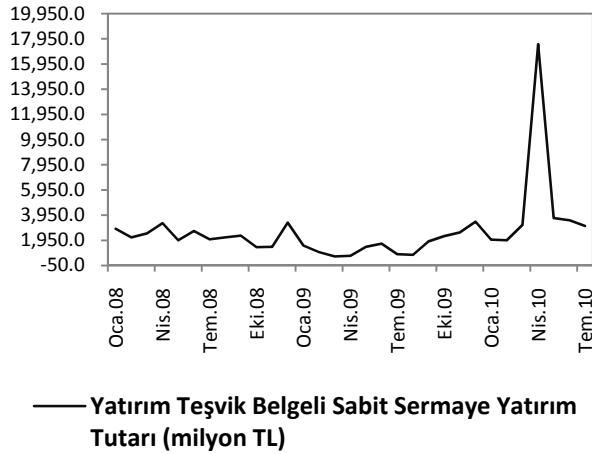


Kaynak:TÜİK



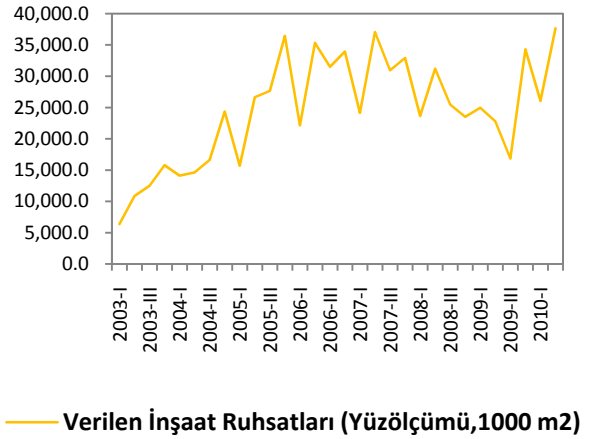
Kaynak:TÜİK

## Yatırım Teşvik Belgeli Sabit Sermaye Yatırım Tutarı



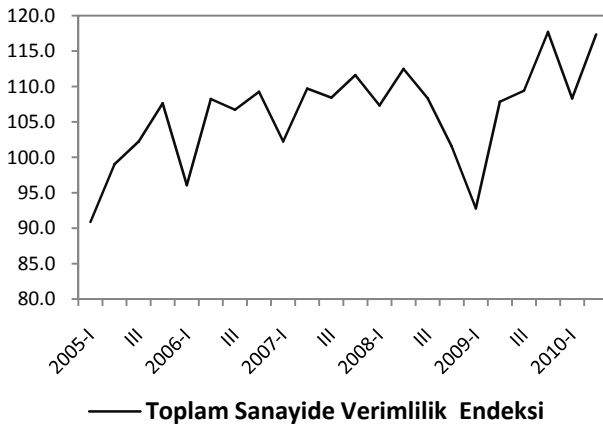
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

## Verilen İnşaat Ruhsatları



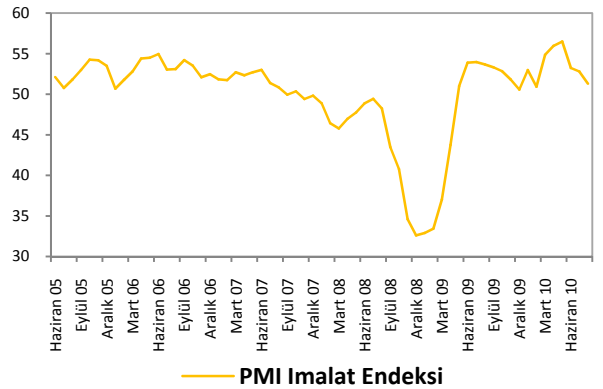
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

## Toplam Sanayide Verimlilik



Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

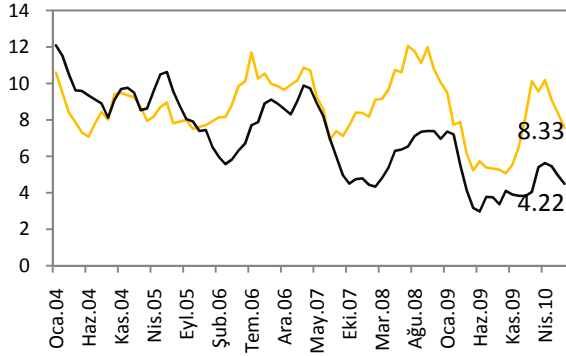
## PMI Endeksi



Kaynak: Reuters

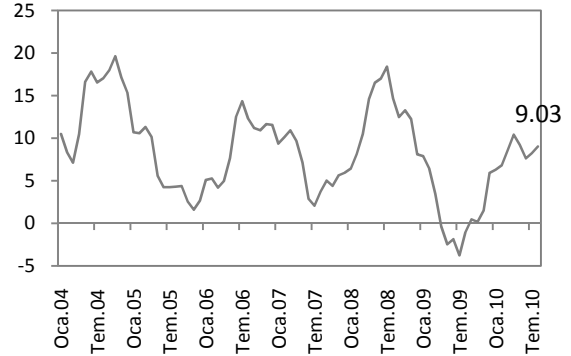
## ENFLASYON GÖSTERGELERİ

### TÜFE ve Çekirdek Enflasyonu



Kaynak:TCMB

### ÜFE



Kaynak:TCMB

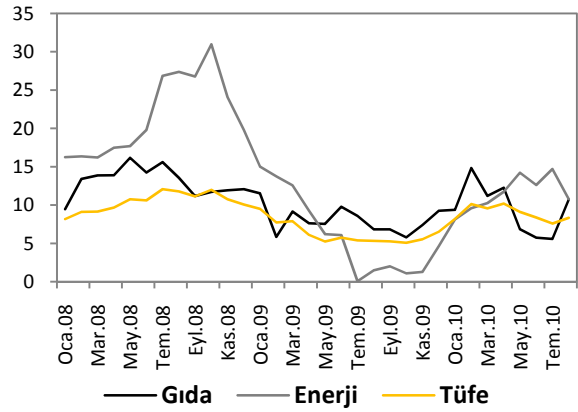
### TÜFE Harcama Grupları

#### TÜFE Harcama Gruplarının Katkısı



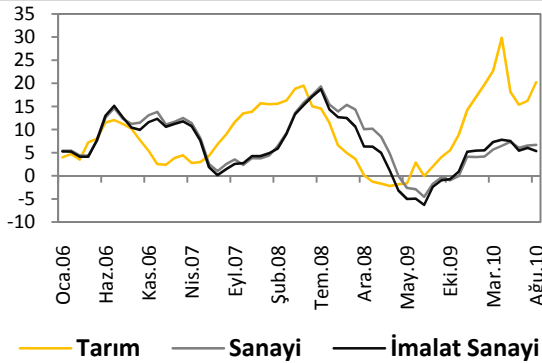
Kaynak:TCMB, Vakıfbank

### Gıda ve Enerji Enflasyonu (yıllık-% değ.)



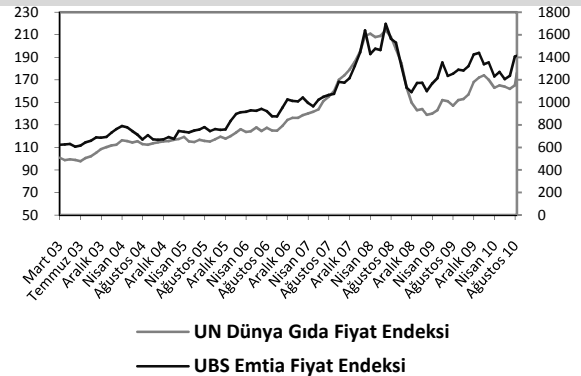
Kaynak:TCMB

### ÜFE Alt Sektörler



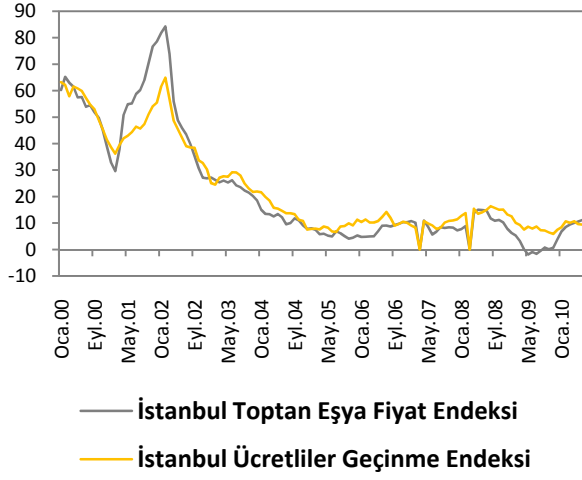
Kaynak:TCMB

### Dünya Gıda ve Emtia Fiyat Endeksi



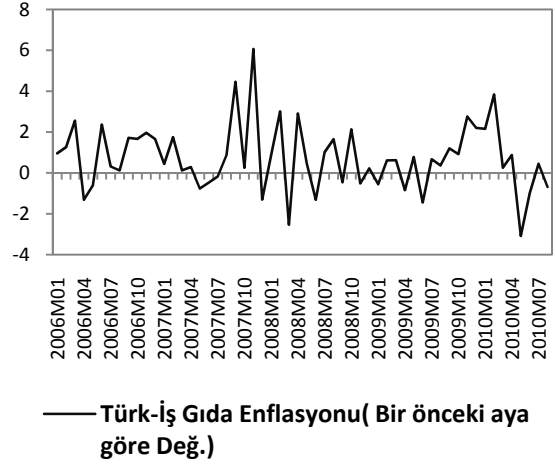
Kaynak:Bloomberg

## İTO Enflasyon Göstergeleri



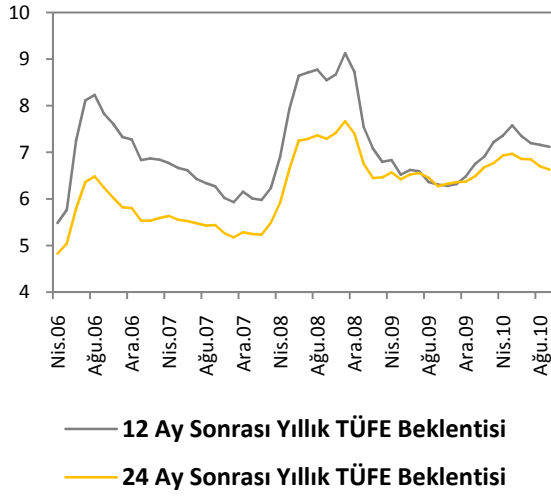
Kaynak:TCMB

## Türk- İş Mutfak Enflasyonu



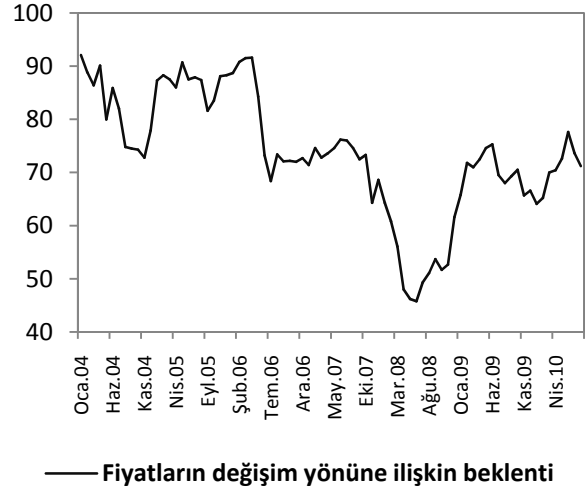
Kaynak:Türk-İş

## Enflasyon Beklentileri



Kaynak:TCMB

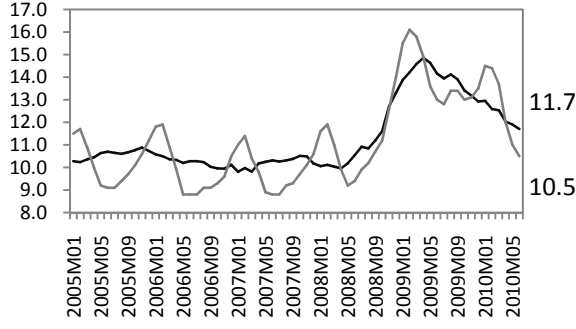
## Tük. Güven Endeksi Fiyatların Değ. Yönünde Beklenti



Kaynak:TCMB

## İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

### İşsizlik Oranı

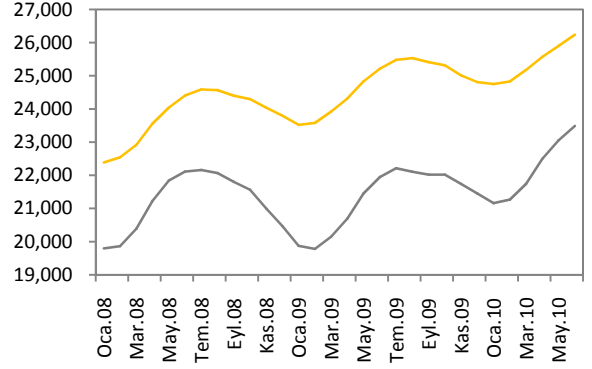


— Mevsimsellikten Arındırılmış İşsizlik Oranı

— İşsizlik Oranı

Kaynak:TCMB, Vakıfbank

### İşgücü Durumu

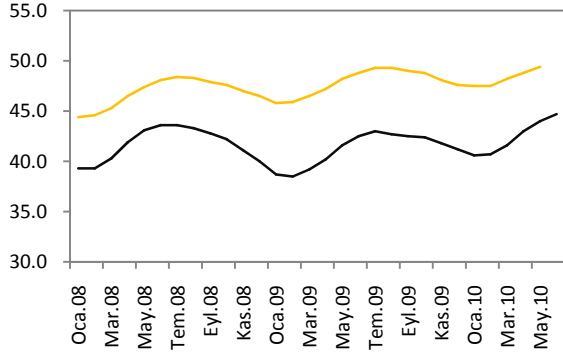


— İşgücü Arzı

— İstihdam Edilenler

Kaynak:TCMB

### İşgücüne Katılım Oranı

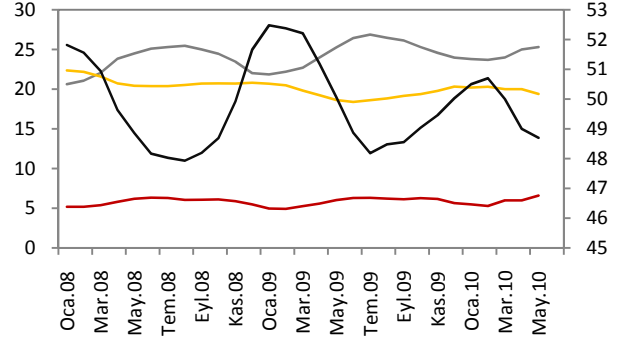


— İşgücüne Katılma Oranı

— İstihdam Oranı

Kaynak:TCMB

### Sektörlerin Toplam İşgücü İçindeki payı



— Tarım

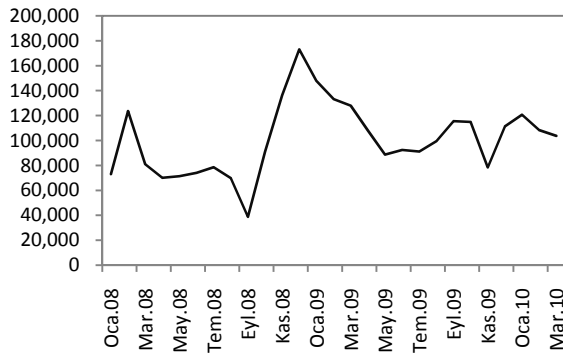
— Sanayi

— İnşaat

— Hizmetler

Kaynak:TCMB

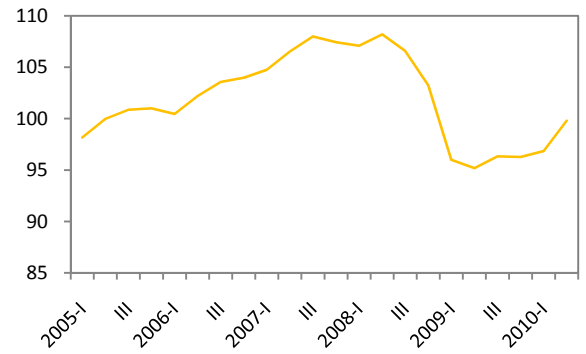
### İşkur İstatistikleri



— İş Arayanların Sayısı

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

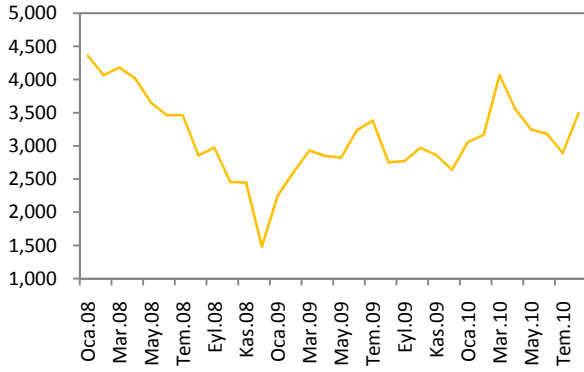
### Sanayi İstihdam Endeksi (2005=100)



— Sanayi İstihdam Endeksi

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

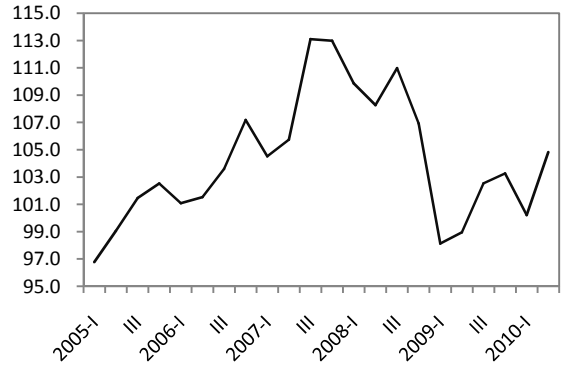
### Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı



— Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı (Adet)

Kaynak:TÜİK

### Reel Brüt Ücret - Maaş Endeksleri



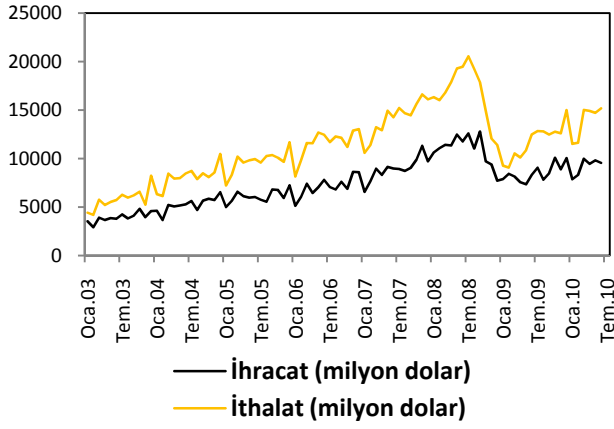
— Reel Brüt Ücret - Maaş Endeksleri

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı



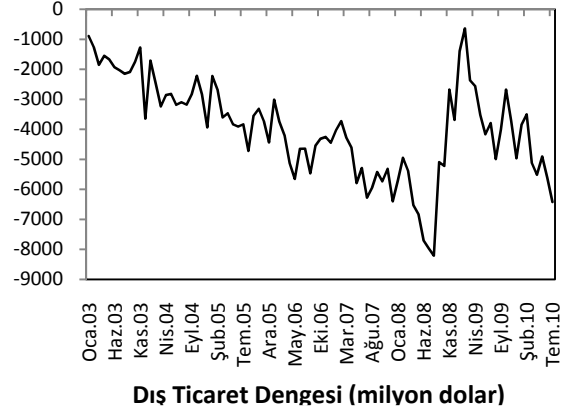
## DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

### İthalat-İhracat



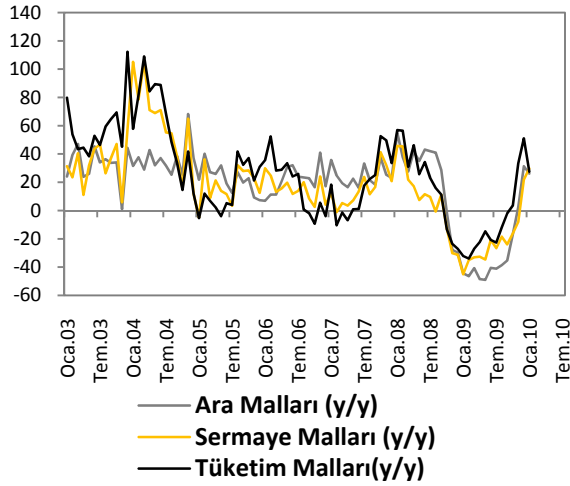
Kaynak:TCMB

### Dış Ticaret Dengesi



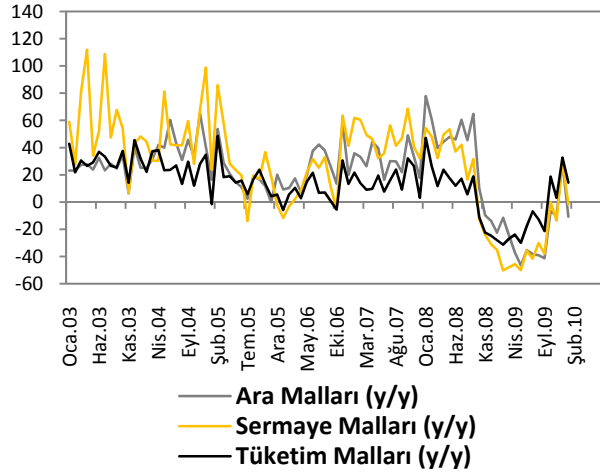
Kaynak:TCMB

### İthalat



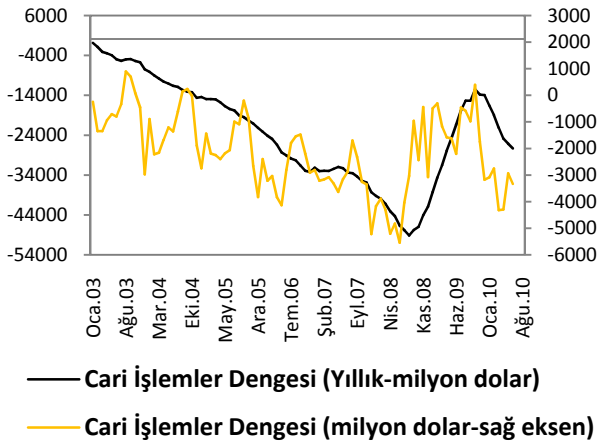
Kaynak:TCMB

### İhracat



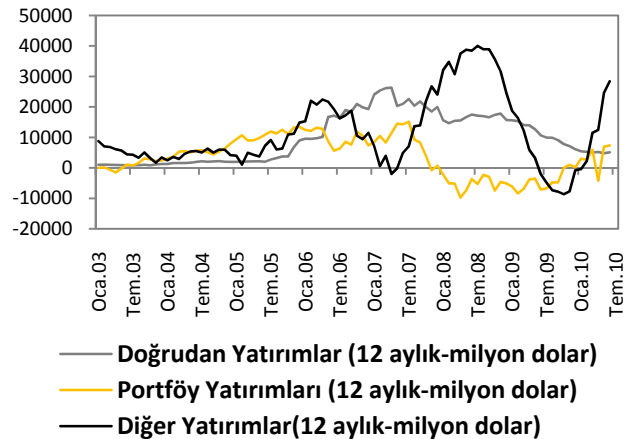
Kaynak:TCMB

### Cari İşlemler Dengesi



Kaynak:TCMB

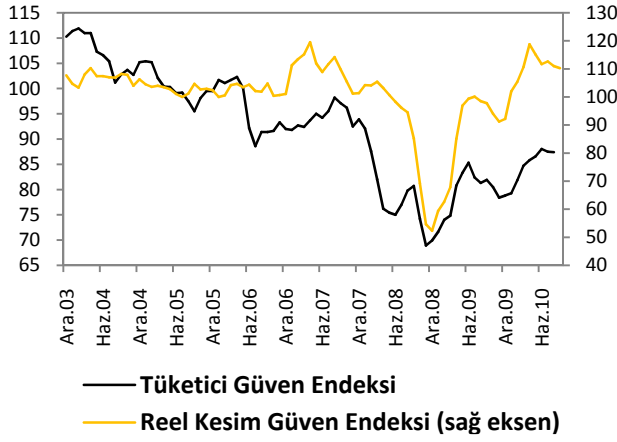
### Sermaye ve Finans Hesabı



Kaynak:TCMB

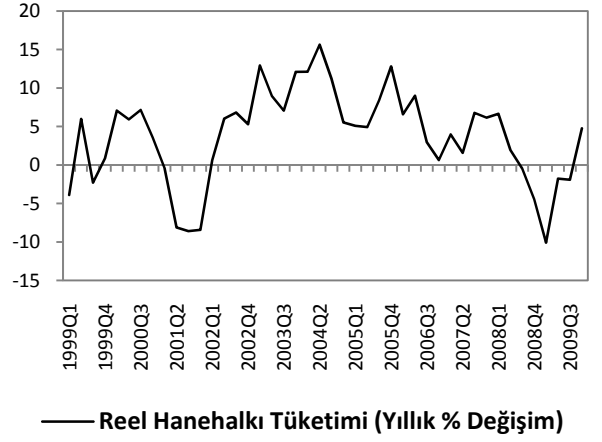
## TÜKETİM GÖSTERGELERİ

### Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni



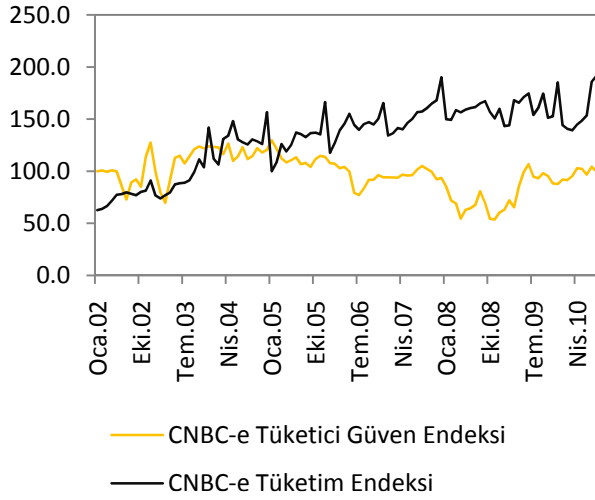
Kaynak:TCMB

### Tüketim Harcamaları



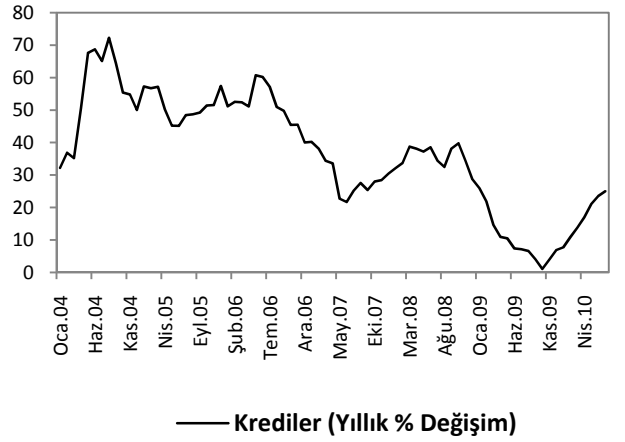
Kaynak:TCMB

### CNBC-e Güven Endeksleri



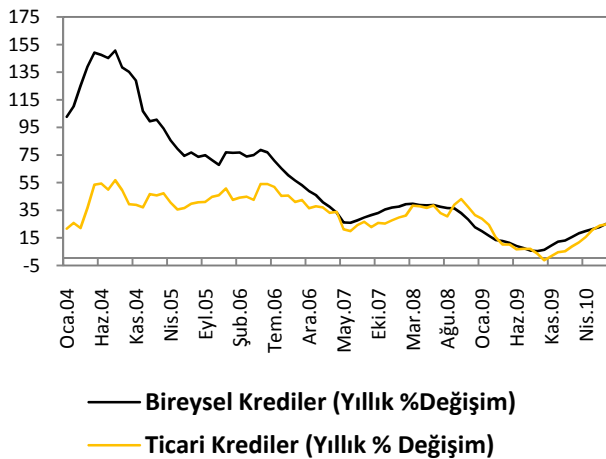
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

### Krediler



Kaynak:BDDK

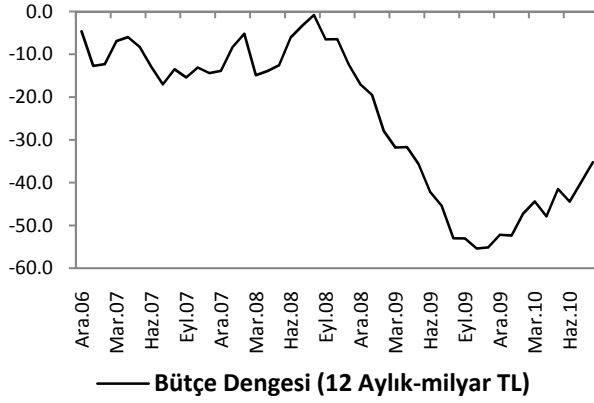
### Bireysel ve Ticari Krediler



Kaynak:BDDK

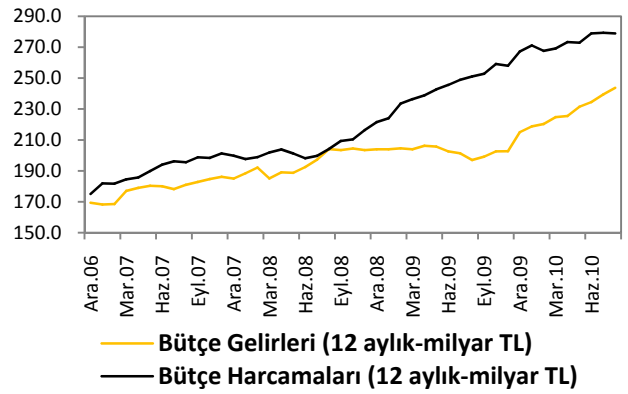
## KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

### Bütçe Dengesi



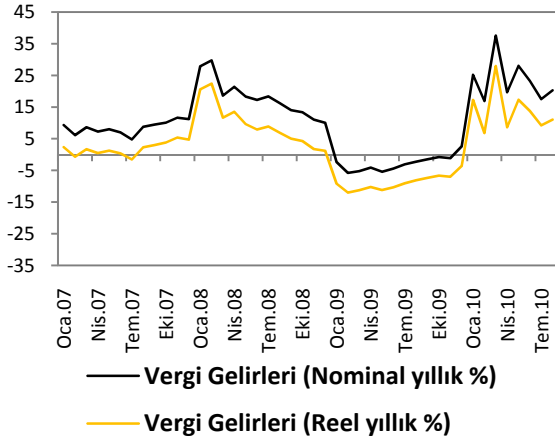
Kaynak:TCMB

### Bütçe Gelirleri ve Harcamaları



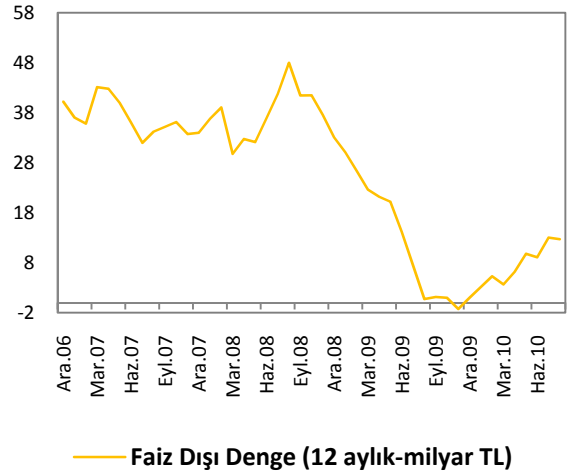
Kaynak:TCMB

### Vergi Gelirleri



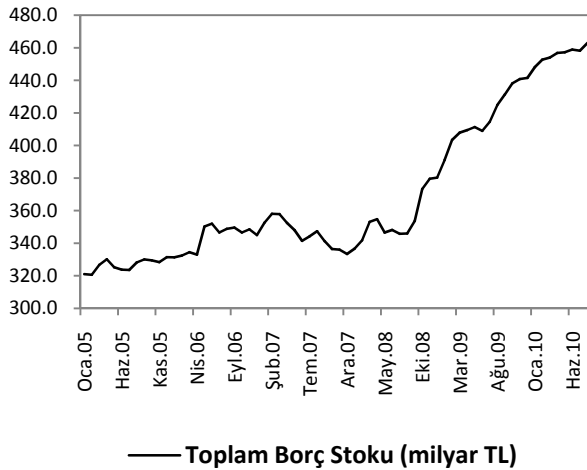
Kaynak:TCMB,Vakıfbank

### Faiz Dışı Denge



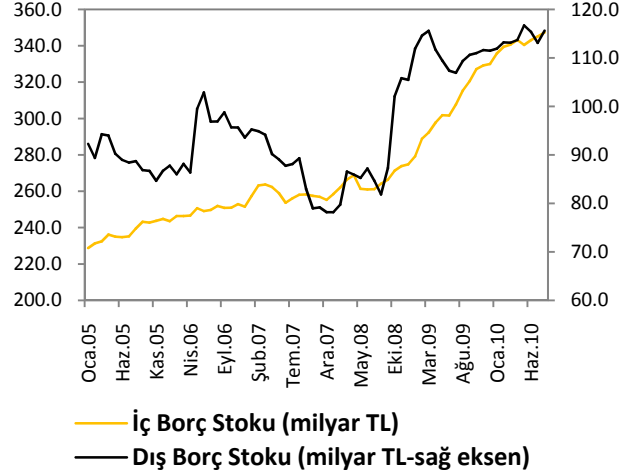
Kaynak:TCMB

### Borç Stoku



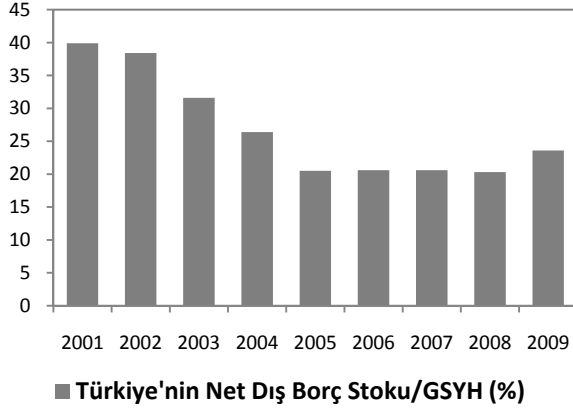
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

### İç ve Dış Borç Stoku



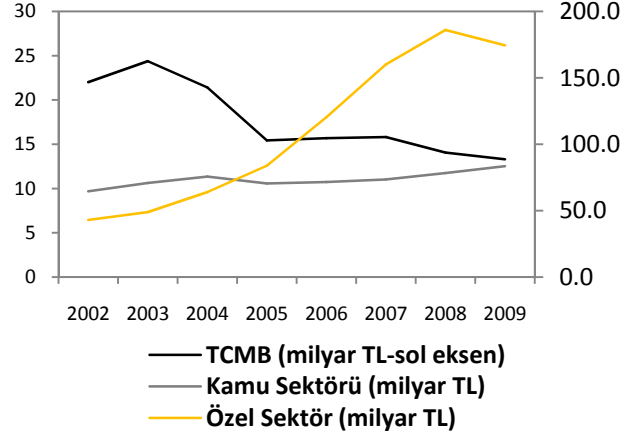
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

### Türkiye'nin Net Dış Borç Stoku



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

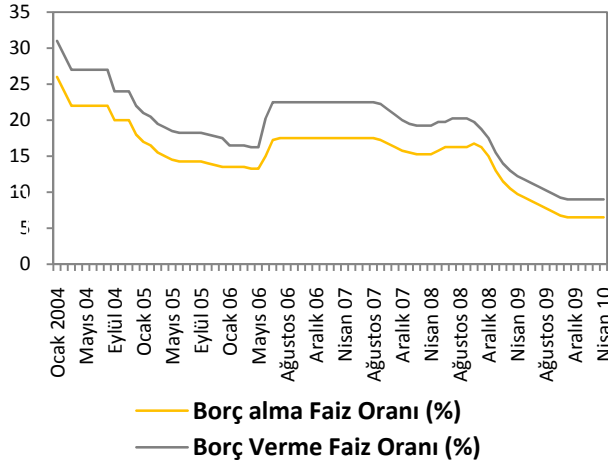
### Türkiye'nin Dış Borç Stoku Profili



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

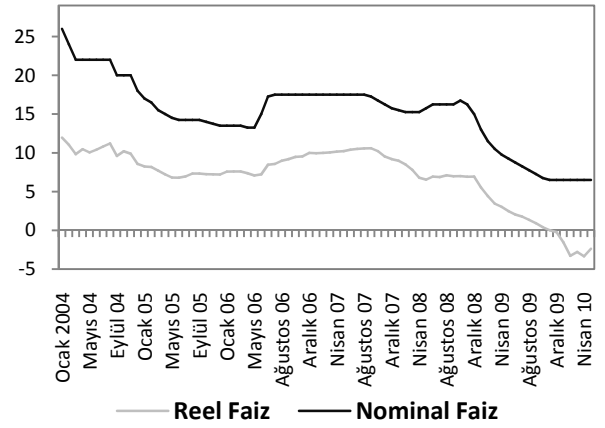
## LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

### TCMB Faiz Oranı



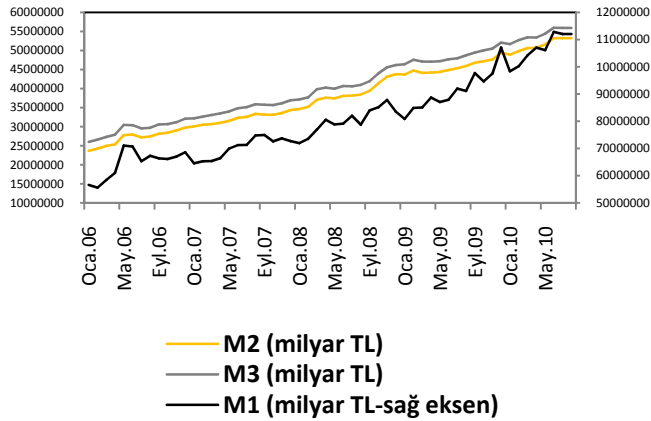
Kaynak:TCMB

### Reel ve Nominal Faiz



Kaynak:TCMB,Vakıfbank

### Para Arzı



Kaynak:TCMB

## Dünya Piyasalarında Son Açıklanan Ekonomik Göstergeler

	Reel Büyüme (y/y) (Çeyreklik) (%)	Enflasyon (y/y) (Aylık) (%)	Cari Denge/GSYİH (%)	Merkez Bankası Faiz Oranı (%)	Tüketici Güven Endeksi
ABD	3	1.1	-2.90	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	-3.40	1.00	104.10
Macaristan	1.00	3.70	0.40	5.25	-25.00
Portekiz	1.50	1.90	-10.1	1.00	-40.40
İngiltere	1.70	3.10	-1.30	0.50	-18.00
Japonya	2.40	-0.90	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	-
Hindistan	8.80	11.25	-2.41	4.50	-
Brezilya	8.81	4.49	-1.56	10.75	119.30
G.Afrika	3.00	3.70	-3.20	6.50	14.00
Türkiye	11.70	8.33	4.00	6.50	88.04

## Beklentiler

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

**Türkiye Makro Ekonomik Görünüm**

<b>MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER</b>						
	2008	2009	En Son Yayımlanan		2010 Yılı Sonu Beklentimiz	Açıklanacak İlk Veriye Ait Beklentimiz
<b>Reel Ekonomi</b>						
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 (2010-III.Çey)
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%)	-17.8	-9.5	8.6	(Temmuz 2010)	%7.75	--
Kapasite Kullanım Oranı (%)	64.7	67.6	73.5	(Ağustos 2010)	%70.5	--
İşsizlik Oranı (%)	13.6	13.5	10.5	(Haziran 2010)	%11.2	
<b>Fiyat Gelişmeleri</b>						
TÜFE (Yıllık % Değişim)	10.06	6.52	8.33	(Ağustos 2010)	%7.9	--
ÜFE (Yıllık % Değişim)	8.11	5.93	9.03	(Ağustos 2010)	%8.7	--
<b>Parasal Göstergeler (Milyon TL)</b>						
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)		
<b>Faiz Oranları</b>						
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)		
<b>Ödemeler Dengesi (Milyon \$)</b>						
Cari İşlemler Açığı	-41,947	-13,854	-3.438	(Temmuz 2010)	-38,500	--
İthalat	-193,821	-134,401	16,0136	(Temmuz 2010)	170,000	--
İhracat	140,799	109,672	9,597	(Temmuz 2010)	113,000	--
Dış Ticaret Açığı	-53,022	-24,729	6.417	(Temmuz 2010)	-57,000	--
<b>Kamu Ekonomisi (Milyon TL)</b>						
Bütçe Gelirleri	208.898	215,060	26,252	(Ağustos 2010)		
Bütçe Giderleri	225.967	267,275	23,163	(Ağustos 2010)		
Bütçe Dengesi	-17.069	-52,215	3.089	(Ağustos 2010)	-50,034	
Faiz Dışı Denge	33.592	986	6.192	(Ağustos 2010)	6,716	
<b>Borç Stoku Göstergeleri</b>						
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar TL)	274.8	330.0	347.3	(Ağustos 2010)		
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar TL)	105.5	111.4	115.6	(Ağustos 2010)		
Kamu Net Borç Stoku	268.0	309.8	315.3	(2010 I. Çeyrek)		

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

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