



# Aylık Rapor

## Ocak 2010

## AYLIK RAPOR'DA BU AY...

### ➤ Kasım ayında sanayi üretim endeksi beklentilerden düşük geldi...

Büyüme için öncül göstergeler arasında izlenen toplam sanayi üretimi Kasım ayında geçen yılın aynı ayına göre %2.2, bir önceki aya göre ise %8.6 gerileyerek bizim %3.2, piyasanın ise %2.0 olan genişleme beklentilerinin aksine bir daralma kaydetmiştir.

### ➤ Yıllık enflasyon 2009'un son ayında sert şekilde yükseldi...

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Aralık ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.53 artmıştır. Böylece, yıllık bazda TÜFE %5.53 oranından %6.53'e sert şekilde yükselmiştir.

### ➤ Merkez Bankası faiz oranlarını beklentiler doğrultusunda değiştirmede...

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Ocak ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında gecelik borçlanma faiz oranlarını piyasa beklentileri doğrultusunda değiştirmemiştir. Böylece borç verme faiz oranını %6.50'te; borç alma faiz oranını ise %9.00 seviyesinde sabit bırakılmıştır.

### ➤ Cari işlemler açığı Kasım ayında yeniden artış gösterdi...

Bir önceki yılın Kasım ayında 438 milyon dolar açık veren cari işlemler hesabı, 2009 yılının Kasım ayında beklentilerimiz doğrultusunda 1.598 milyar dolar açık vermiştir. Böylelikle Ocak-Kasım döneminde cari işlemler açığı bir önceki yılın aynı döneminde -38.8 milyar dolar iken 2009 yılında -9.92 milyar dolar olarak gerçekleşirken, son bir yıllık dönemde 13 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ancak Ekim ayında 11.4 milyar dolara kadar gerileyen cari işlemler açığının Kasım ayında yeniden yükselişe geçtiği görülmektedir.

### ➤ Eylül ve Ekim aylarında artış gösteren ihracat Kasım ayında yeniden geriledi...

Kasım ayı dış ticaret verilerine göre ihracat, 2008 yılı Kasım ayına göre %5.2 azalarak 8.91 milyar dolar, ithalat ise %4.5 artarak 12.62 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece, aynı dönemde dış ticaret açığı %38.4 artarak 2.68 milyar dolardan, 3.71 milyar dolara yükselmiştir.

### ➤ 2009 bütçesi, 2003 ve 2004 yılı bütçe açıklarını geride bıraktı...

Merkezi yönetim bütçe açığı 2009 yılında bir önceki yıla göre göre reel olarak %199 oranında artarak artarak 52.215 milyar TL oldu. Böylece bütçe 2002 ve 2003 yıllarında görülen sırası ile 40.184 milyar TL ve 40.210 milyar TL rekor açık seviyelerini geride bırakmış oldu. Bütçenin Aralık ayı performansı ise bir önceki yılın aynı ayına göre oldukça olumlu görünmektedir. 52.215 milyar TL ile bütçe açığı Orta Vadeli Program (OVP)'da yer alan 2009 yılsonu öngörüsü olan 62.8 milyar TL'nin yaklaşık 10 milyar TL altında kaldı.

### ➤ Toplam Borç Stoku 2009 yılında yıllık olarak %16 arttı...

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan verilere göre, 2009 yılı Aralık ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku, bir önceki aya göre sadece 0.7 milyar TL artarak, 441.4 milyar TL'ye (293.1 milyar dolar) ulaşmıştır. İç borç stokunun 0.8 milyar TL artış görülürken uzun zamandır sınırlı miktarda artan dış borç stokunda Aralık ayında 0.1 milyar TL düşüş görülmüştür.

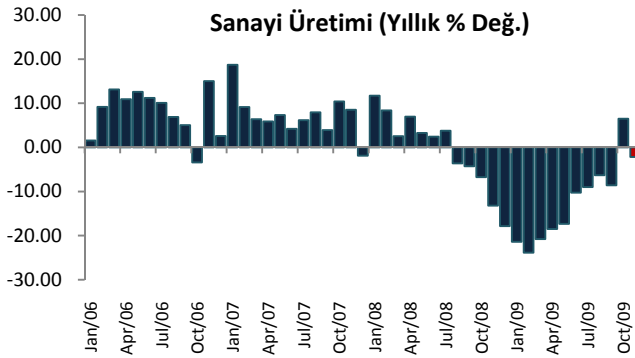
### ➤ Tüketici kredilerinde artış başlıyor mu?...

Bankacılık sektörü kredileri, 2008 yılının ilk aylarında %30'un üzerinde artış gösterirken, ABD kaynaklı krizin tüm dünyayı etkilemesiyle artış hızında yavaşlama başlamıştır. Söz konusu yavaşlama, 2009 yılı Kasım ayına kadar devam ederken Kasım ayında yıllık artış hızı %1'lerden %3.5 seviyesine yükselmiştir.

### ➤ ABD'de açıklanan son veriler istihdam ve konut piyasasındaki zayıflığın devam ettiğini gösterdi...

ABD'de toparlanma devam etmesine karşın, istihdam piyasası ve emlak piyasasının zayıf görünümü nedeniyle ekonomik aktivite düşük seviyelerdedir. İşsizlikteki artış, yüksek borçluluk, konut arzının fazlalığı ve bankacılık sektöründeki sorunlu kredilerin ABD ekonomisinin büyüme potansiyelini aşağı çekmesine bağlı olarak, Fed'in uzunca bir süre faiz artırımına gitmesi olası gözükmemektedir.

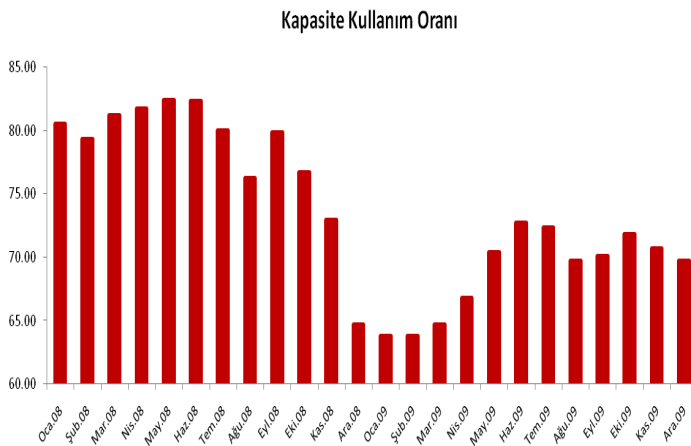
## Kasım ayında sanayi üretim endeksi beklentilerden düşük geldi...



Büyüme için öncül göstergeler arasında izlenen toplam sanayi üretimi Kasım ayında geçen yılın aynı ayına göre %2.2, bir önceki aya göre ise %8.6 gerileyerek bizim %3.2, piyasanın ise %2.0 olan genişleme beklentilerinin aksine bir daralma kaydetmiştir. Beklenmedik şekilde gerileyen sanayi üretim endeksi ana sanayi grupları bazında incelendiğinde, dayanıksız tüketim malı imalatının %4.0, enerjinin %2.1, ara malı imalatının %1.1 azaldığı, sermaye malı imalatının ise %1.0 oranında azaldığı görülmektedir. Kasım ayında Kurban Bayramı tatili nedeniyle 2.5 işgünü daha az çalışılması sanayi üretimindeki düşüşte en önemli

etken olmuştur. Sanayi üretim endeksindeki beklenmedik bu düşüş endişe verici bir durum değildir zira, sanayi üretim endeksinin dönem dönem aşırı değişkenlik gösteren bir endeks olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla, sanayi üretim endeksindeki gerilemeye bakarak ekonominin kötüye gittiğine dair bir yorum yapmak şu aşamada yanlıştır. Nitekim, takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi bu görüşümüzü doğrular niteliktedir. Takvim etkisinden arındırılmış endeks, 2009 yılı Kasım ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %5.8 artış gösterirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeks bir önceki aya göre %0.2 artış göstermiştir. Bu durumda ekonomik düzelmeye yavaş da olsa devam ettiği söylenebilir. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak Aralık ayında sanayi üretim endeksinde baz etkisiyle sert bir yükseliş yaşanmasını bekliyoruz. Bu beklentimize paralel olarak, yılın dördüncü çeyreği için %3.5 olan büyüme tahminimizi ve 2009 yılının genelinde de Türkiye ekonomisinin %5.9 oranında daralacağı beklentimizi koruyoruz.

## Aralık ayında kapasite kullanım oranı Kasım ayına göre geriledi...



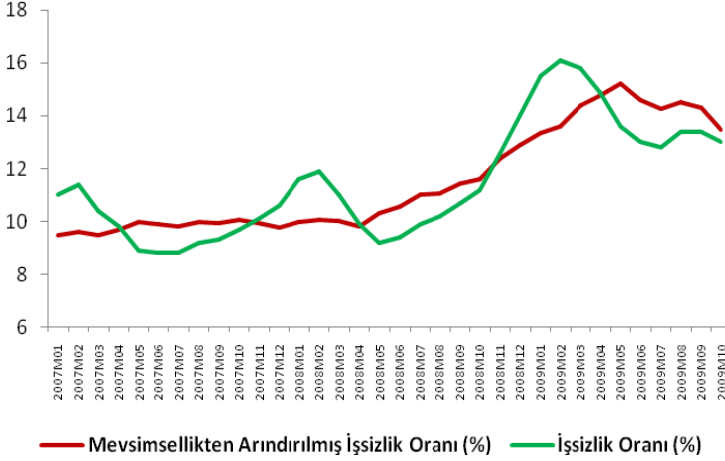
Aralık ayında imalat sanayiinde kapasite kullanım oranı, geçen yılın aynı ayına göre 5.0 puan artarken, bir önceki aya göre 1.0 puan azalarak 69.7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Aralık ayında işyerlerinin tam kapasite ile çalışmamasının en önemli nedeni, iç pazardaki talep yetersizliği olmuştur. İç pazardaki talep yetersizliği kapasite kullanımını %53.9 etkilerken, dış talep yetersizliğinin kapasite kullanımına etkisi %31.2 oranında olmuştur. İş yerlerinde tam kapasite ile çalışılmamasına rağmen Aralık ayı üretim miktarı %1.2, satış miktarı ise %10.5 artmıştır. Aralık ayındaki kapasite kullanımındaki düşüş mevsimsel

faktörlerle açıklanabilir, zira mevsimsel etkilerden arındırılmış kapasite kullanım oranı bir önceki aya göre 0.6 puan artış göstererek %70.6 olmuştur. Ayrıca, üretim miktarı ve satış miktarlarında gözlenen artış, önümüzdeki dönemde kapasite kullanım oranının artacağına işaret etmektedir. Otomotiv sektöründe hızla artan talep bu beklentimizi doğrular niteliktedir. Kısacası, sanayi üretimi ve kapasite kullanımında görülen gerilemenin mevsimsel olduğu ve toparlanma eğiliminin devam ettiğini söylemek mümkündür.

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

## İşsizlik oranı Ekim ayında %13.0 ile beklentilerin altında gerçekleşti...

Türkiye genelinde işsizlik oranı 2009 yılının Ekim ayında, Eylül ayına göre 0.4 puan gerilerken, geçen yılın aynı dönemine göre 1.8 puan artış göstererek, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak bizim %13.5, piyasanın ise

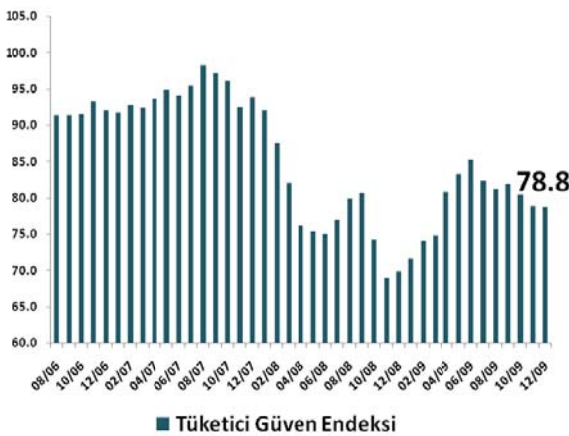


%13.6 olan beklentilerinin altında, %13 seviyesinde gerçekleşmiştir. Kentsel yerlerde işsizlik oranı 2008 yılının aynı dönemine göre 2.5 puanlık artışla %15.5 olurken, kırsal yerlerde ise bu oran 0.6 puanlık artışla %8.2 olmuştur. Tarım dışı işsizlik oranı ise geçen yılın aynı dönemine göre 2.4 puanlık artışla %16.4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılmış seri incelendiğinde ise işsizlik oranında bir önceki aya göre 0.83 puan düşüş gerçekleştiği görülmektedir. Ekim ayında açılan şirket sayısının artması ve sanayi üretim endeksinin yüksek gelmesi, Ekim ayı işsizlik oranında görülen

gerilemeyi destekleyen en önemli etkenler olmuştur.

Ancak, son iki aydır olumlu gelen rakamlara rağmen, işsizlik oranı Türkiye’de hâlâ yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmektedir. Ayrıca, 2008 yılının aynı dönemleri ile karşılaştırıldığında işsizlik oranının arttığı görülmektedir. 2008 yılının son çeyreğinin global kriz başlangıç yılı ve 2009’un aynı döneminin global ekonomiyle birlikte Türkiye ekonomisinin de toparlanmakta olduğu bir dönem olduğu göz önüne alındığında işsizlik oranının bu dönemde yüksek seviyelerde olması doğal karşılanabilir. İşsizlik oranının büyümedeki toparlanmayı geriden takip etmesi nedeniyle, öncül büyüme verilerindeki olumlu seviyeye rağmen, yüksek seviyelerde olduğu görülmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları Fitch ve Moody’s’in ardından S&P’nin de Türkiye’nin kredi notunu artıracak beklentisinin yanında, Türkiye’nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilebileceği şeklindeki yorumlar ve tüm bunların ötesinde IMF ile anlaşma yapılacağı beklentilerine rağmen, ekonominin tam olarak toparlanmasının zaman alacağı tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, işsizlik oranları şimdilik istihdam piyasasının toparlanmakta olduğuna ilişkin çok da güvenilir olmayan bir göstergedir. Kısacası, işsizlik oranı önümüzdeki dönemde ekonomideki toparlanmaya bağlı olarak hareket edecektir. İstihdam piyasasının toparlanmakta olduğunu söylemek için henüz erkendir.

## Aralık Ayında tüketici güveninde toparlanma gözlemlendi...



Dalgalı seyrini sürdüren tüketici güven endeksi Ekim ve Kasım aylarındaki düşüşün ardından, Aralık'ta %0.53 artarak 78.79 değerini almıştır. Güven endeksindeki artış, tüketicilerin gelecek dönem satın alma gücü ve mevcut dönemin dayanıklı tüketim malı satın almak için uygunluğuna dair değerlendirmelerinin iyileşmesinden kaynaklanmaktadır. Tüketici güven endeksi incelendiğinde satın alma gücü ve genel ekonomik duruma ilişkin beklentilerin tamamının endeksi Aralık ayında olumlu yönde etkilediği, buna karşın gelecek dönem iş bulma olanakları ile ilgili beklentilerin çok hafif aşağı yönde bir düşüş gösterdiği görülmektedir. Bu değerlendirme doğrultusunda endeksin Ocak ayında Aralık ayındaki değerine paralel hareket etmesi muhtemeldir.

## Yıllık enflasyon 2009'un son ayında sert şekilde yükseldi...

% Değişim (2003=100)	TÜFE Aralık.09	ÜFE Aralık.09
Bir önceki aya göre	0.53	0.66
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	6.53	5.93
Bir önceki yılın aynı ayına göre	6.53	5.93
On iki aylık ortalamalara göre	6.25	1.23

Kaynak:TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Aralık ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.53 artmıştır. Böylece, yıllık bazda TÜFE %5.53 oranından %6.53'e sert şekilde yükselmiştir (yıl sonu beklentimiz: %6.25). Yıllık enflasyonun böylece TCMB'nin son enflasyon raporunda öngördüğü %5-%6 aralığının da üzerine çıktığı dikkat çekerken, %7.50

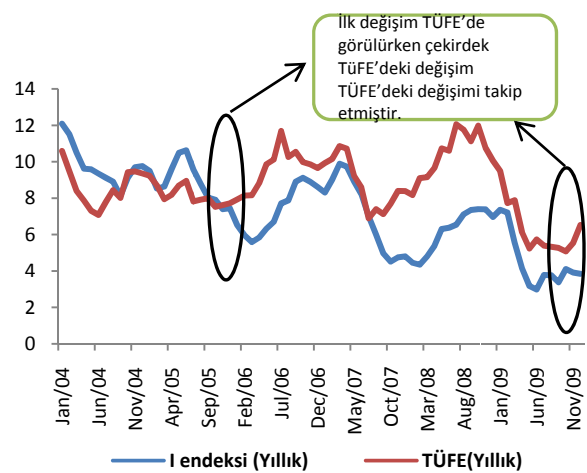
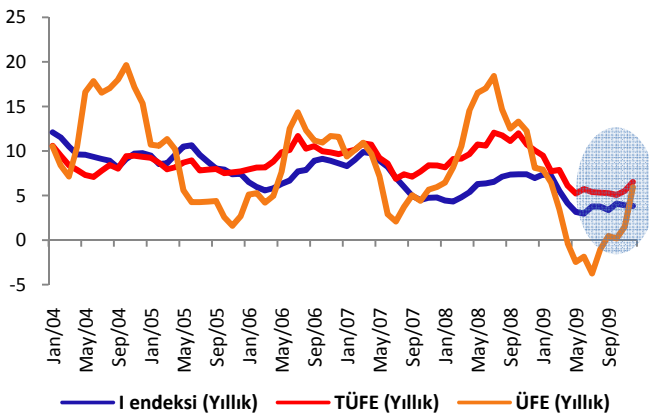
olan resmi hedefin altında kalmıştır. Üretici fiyatları ise Aralık'ta, beklentilerin üzerinde, %0.66 artış gösterirken yıl sonu itibariyle yıllık ÜFE %5.93 olarak gerçekleşmiştir.

### TÜFE Harcama Gruplarının Katkısı



Kasım ayı TÜFE rakamlarının beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmesinde gıda ve alkolsüz içecekler grubundaki %2.22 oranında yükseliş etkili olmuştur. Resesyon döneminde enerji ve gıda fiyatlarındaki düşüşün etkisi ile TÜFE gerilerken, toparlanma ile enerji ve gıda fiyatlarındaki yükselişler yeniden TÜFE'nin yükselişinde rol oynamıştır. Enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ile tütün ve altını dışlayan I endeksi Aralık ayında yıllık bazda %3.91'den %3.84'e gerilemiştir. TÜFE'nin yükselişinin sertleştiği görülmesine karşın çekirdek TÜFE'nin düşmeye devam ettiği dikkat çekmektedir. Ayrıca, 2009 yılı Kasım ayında Üretici Fiyat Endeksi'nde ise bir önceki aya göre %0.66 artış gerçekleşmiştir. Üretici fiyatları Nisan-Eylül arasında deflasyonist bir görünüme sahipken, Eylül ayından itibaren başta emtia fiyatları olmak üzere yaşanan artışlar yıl sonuna kadar

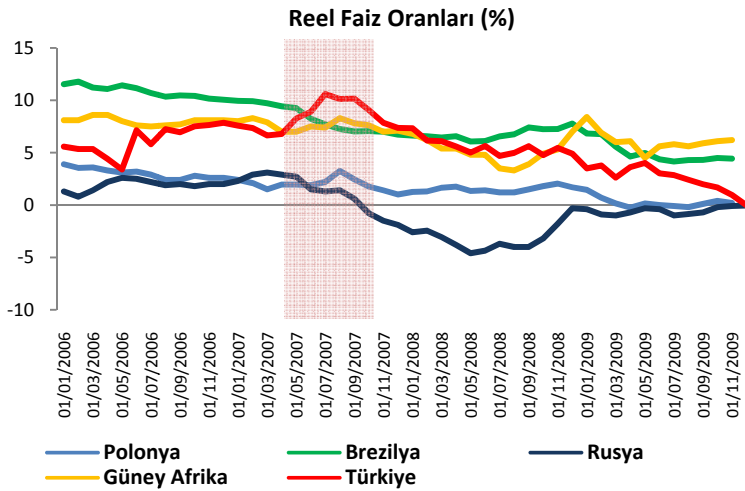
devam ederek yıl sonu ÜFE'nin %5.93 olarak gerçekleşmesine neden olmuştur.



Son günlerde piyasada yapılan yorumlarda, manşet TÜFE rakamlarının beklenenden yüksek çıkmasına karşın, çekirdek TÜFE'nin %3.9'dan %3.8'e gerilemesinin daha önemli olduğu, bu bağlamda enflasyonda görülen yükselişlerin kalıcı nedenlerden çok geçici nedenlere bağlı olduğu söylemi oldukça sık dile getirilmektedir. Benzer şekilde, Merkez Bankası da enflasyonda görülen yükselişe karşın temel enflasyon verilerinin çok

sapmadığını belirtmiştir. Bu çalışmamızda, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak bu durumu daha farklı bir açıdan değerlendiriyoruz.

Öncelikle, hem TÜFE'nin hem de çekirdek TÜFE'nin seyrini belirlemek açısından, çekirdek TÜFE ile TÜFE arasındaki nedenselliğin yönünü belirlemek önemli olduğundan, söz konusu nedenselliğin yönünü belirlemek amacıyla kullandığımız Granger Nedensellik testi sonuçlarına göre, çekirdek TÜFE'nin TÜFE'yi etkilemediği görülürken, nedenselliğin yönünün TÜFE'den çekirdek TÜFE'ye doğru olduğu belirlenmiştir. Elde ettiğimiz bu bulgu, TÜFE'nin Ekim ayından beri yükselişe geçtiği dikkate alındığında, önümüzdeki dönemde TÜFE'deki yükselişin çekirdek TÜFE'yi yukarı yönlü etkilemesinin yüksek ihtimal dahilinde olduğuna işaret etmektedir. Yandaki grafikte verilen etki-tepki analizi sonuçlarına göre ise, çekirdek TÜFE'deki değişimin TÜFE'deki değişime ilk anda tepki verdiği, bir sonraki dönemde ise pozitif yönlü tepkinin etkisini biraz azaltarak devam ettirdiği gözlenmektedir. Ancak, etki-tepki analizlerine göre, TÜFE'nin yukarı yönlü hareketlerine bağlı olarak gözlenen çekirdek TÜFE'deki artışın uzun süreli bir durum olmayacağı görülmektedir. Etki-tepki analizleri ayrıca, TÜFE'nin yukarı yönlü hareketlerine bağlı olarak gözlenen çekirdek TÜFE'deki artışın uzun süreli bir durum olmayacağını göstermektedir. Ancak, biz Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak TÜFE'deki yükselişin 2010 yılının Haziran ayına kadar devam etmesini bekliyoruz. Bu beklentimiz doğrultusunda geçen her periyot sonrası TÜFE'deki yükseliş, çekirdek TÜFE'yi pozitif yönlü etkileyeceğinden, çekirdek TÜFE'deki artışın da Haziran ayına kadar kalıcı olması kuvvetle muhtemeldir. Haziran ayından sonra mevsimsel nedenlerden dolayı görülebilecek TÜFE'deki düşüşler ile birlikte çekirdek TÜFE'de de düşüşler yaşanabilir.



Öte yandan, piyasalarda faiz oranlarındaki değişiklik ile ilgili iki farklı senaryo hakimdir. Birinci senaryoya göre, global piyasalarda çift dipli resesyon yaşanır, Merkez Bankası tekrar faiz indirimine gidecektir. İkinci senaryoya göre ise global ekonomideki düzelmeye birlikte, Türkiye'ye gelen kaynak akımının artması sonucu TL değer kazanır ve ithal girdi maliyetlerinin ucuz hale gelmesiyle Merkez Bankası tekrar faiz indirimine gidebilir. Türkiye'nin reel faiz oranının diğer gelişmekte olan ülkelere göre bir hayli yüksek olduğu 2007 yılındakine benzer bir durumu yansıtan ikinci senaryo, reel

faizlerin Aralık ayı itibarıyla -%0.03 gibi çok düşük seviyelere gerilediği dikkate alındığında olası görülmemektedir. Ayrıca, Türkiye'de reel faizlerin düşük olması, TL'deki değer artışını sınırlayarak, emtia fiyatlarındaki olası artışların enflasyona olumsuz etkisinin TL'deki değer artışı ile kompanse edilmesine engel olacaktır. Bu nedenle, global ekonominin iyiye gittiğine ilişkin görüşler piyasada hakim iken, Merkez Bankası'nın toparlanma etkileriyle birlikte faiz indirimine gitmesi olası görülmemektedir.

Sonuç olarak, Aralık ayı enflasyon verileri göz önüne alındığında, çekirdek TÜFE'deki düşüşün önümüzdeki dönemde TÜFE'yi aşağı çekmesi değil, TÜFE'deki yukarı yönlü hareketin çekirdek TÜFE'yi yukarı çekmesi mümkün olabilir. TCMB'nin söylemlerinde çekirdek TÜFE'nin düşük seviyelerde seyrediyor olmasını vurgulaması, TCMB'ye faizleri halihazırda bulunduğu %6.50 seviyelerinde tutma imkanı sağlamasına karşın, çekirdek enflasyonun da yükselişe geçmesi ile enflasyon beklentileri bozulacağından, TCMB'nin 2010 yılının Mayıs ayı itibarı ile faiz artırımına gitmesi beklenebilir.

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

## Merkez Bankası faiz oranlarını beklentiler doğrultusunda değiştirmedir...

### 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

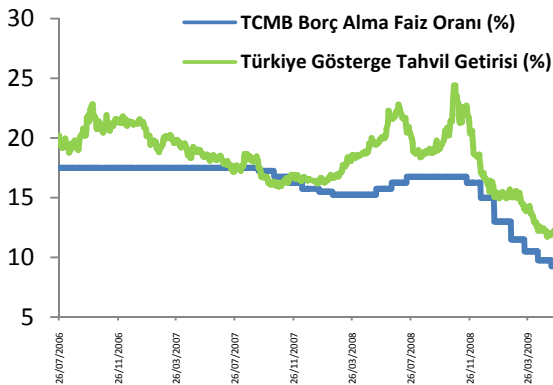
Kaynak:TCMB

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Ocak ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında gecelik borçlanma faiz oranlarını piyasa beklentileri doğrultusunda değiştirmemiştir. Böylece borç verme faiz oranını %6.50'te; borç alma faiz oranını ise %9.00 seviyesinde sabit bırakılmıştır.

Merkez Bankası para politikası toplantısının ardından yaptığı yazılı açıklamada, iktisadi faaliyette ılımlı bir toparlanma sürecinin devam ettiğine dikkat çekmiştir. Bununla birlikte toplam talebe dair belirsizliklerin sürdüğünü ve istihdam koşullarında iyileşmenin zaman alacağını belirtmiştir. PPK açıklamasında bir önceki açıklamaya göre çok fazla değişiklik bulunmadığına dikkat çekmektedir. PPK açıklamasında enflasyon göstergelerinin işaret ettiği ana eğilimin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyredeceği belirtilirken vergi ayarlamaları ve baz etkileri nedeniyle enflasyonun önümüzdeki iki ay boyunca belirgin artışlar göstereceği ve bir müddet hedefin üzerinde kalacağı bildirilmiştir. Merkez Bankası, bununla birlikte, temel enflasyon göstergelerinin işaret ettiği ana eğilimin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyredeceğini tahmin etmektedir. Bu çerçevede, geçici etkiler

ortadan kalktığında enflasyonun tekrar düşüş sürecine gireceği vurgulanmıştır.

İzlenen para politikasının ve küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin desteği ile kredi piyasasında olumlu gelişmelerin sürdüğüne değinen TCMB küresel ekonomideki sorunların henüz tam olarak giderilememiş olduğunu ve toparlanmanın gücüne ilişkin belirsizliklerin devam ettiğini dikkate alarak, faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceğini vurgulamıştır. Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni verinin ve haberin ise Kurul'un geleceğe yönelik duruşunu değiştirmesine neden olabileceği de ifade edilmiştir.

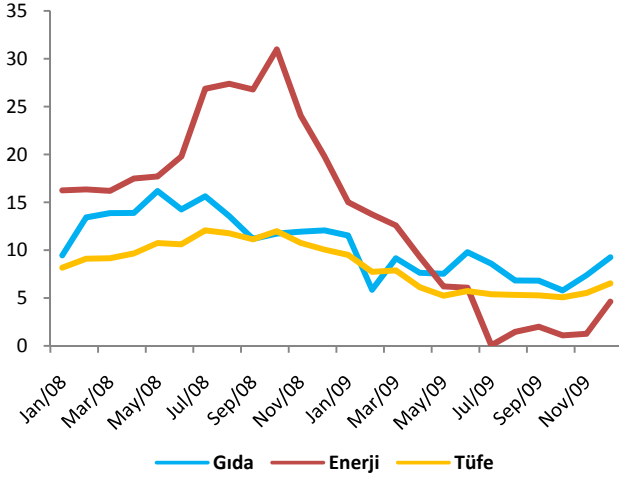


Faiz indirimlerinin sonuna gelinmesinin ardından piyasalarda giderek merak edilen konu ise, TCMB'nin 2010 yılında para politikası kararlarında nasıl bir yol izleyeceği olmuştur. Son dönemde giderek kabul gören ana görüş başta ABD olmak üzere dünyada krizin en kötüsünün görüldüğü ve ekonomilerin yavaş ve kademeli olsa da toparlanma sürecine girdiği yönündedir. Bu genel görüşün dışında son günlerde daha az dile getirilen diğer varsayım ise, ekonomilerde görülen genel toparlanmanın temel sebebi olan hükümetlerin teşvik paketlerinin (Keynesyen

politikalar) 2010 yılının ikinci yarısından sonra geri çekilmesinin ardından, halihazırda hızla eriyen stoklarını yerine koymak için üretime yönelecek olan özel sektörün devletin çekildiği anda bu boşluğu dolduramayacağı ve akabinde dünyanın ikinci bir resesyona yaşayacağı yönündedir.

Genel kabul gören hızlı toparlanmanın ardından toparlanma hızının yavaşlayacağı görüşü piyasalarda yer alırken, ekonomilerin canlanma hızının yavaşladığı bir ortamda IMF ile anlaşma kararı da Türkiye ekonomisinin genel dinamikleri çerçevesinde TCMB para politikası üzerinde son derece önemli bir etkiye sahip olacaktır. Yurt dışı piyasalarda çift dip resesyona senaryolarının gerçekleşmemesi durumunda Türkiye'nin IMF ile anlaşma yapması durumunda enflasyonist baskıların diğer gelişmiş ekonomilere oranla daha fazla görünme riski bulunmaktadır. 2010 yılında Türkiye'nin beklenen büyüme hızının IMF ile anlaşılması

durumunda yükseleceği ve bu büyüme oranının dünya genelinde 2010 yılı için öngörülen diğer tüm ülke büyüme oranları içinde ilk sıralarda olacak olması, Türkiye ekonomisinin yavaş toparlanma beklentilerinin aksine dünyada en hızlı büyüyecek ekonomiler arasında olacağına işaret etmektedir. Bu durum ekonomide yaşanacak büyüme kaynaklı talep baskısının ileride 2009 yılına kıyasla artabileceği anlamına gelirken, enflasyonist baskıları tetikleyebilecektir.



Özellikle global piyasalarda petrol ve gıda fiyatlarında yaşanabilecek yükselişler enflasyonist baskıları arttıracakken, IMF'siz bir durumda kurdaki dalgalanmaların sertleşebileceği değerlendirildiğinde enflasyon korkusunun Türkiye'nin daha sınırlı bir büyüme performansı göstermesi halinde söz konusu olabileceği düşünülmektedir. Tüm bu nedenlerle bizim piyasadan farklı olarak 2010 yılında enflasyonun yükselebileceği beklentilerimize paralel olarak, özellikle Ocak ve Şubat aylarında TCMB'nin de PPK toplantısı ardından yaptığı yazılı açıklamada belirttiği gibi gündemdeki vergi artışları ve düşük baz etkisi değerlendirildiğinde, enflasyonda yukarı yönlü bir seyir yaşanması mümkün olabilecektir.

Enflasyonla ilgili bu beklentilerimiz doğrultusunda

TCMB'nin yılın ilk yarısında faizleri yükseltmeye başlayacağı tahminimizi değiştirmiyoruz. Faiz arttırmalarının tutarının ise enflasyon oranı ve gösterge tahvilin seviyesine bağlı olacağı yönündeki görüşümüzü de sürdürüyoruz. IMF ile ilgili gelişmelerin bu beklentilerimiz üzerinde etkili olacakken, şimdilik Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak TCMB'nin muhtemel faiz arttırmalarının 200 ile 225 baz puan arasında olabileceği, bu arttırmaların 2010'un ikinci çeyreği ile üçüncü çeyreği arasında gerçekleşebileceği yönündedir. Yukarıda vermiş olduğumuz öngörümüzün dünya ekonomisinde yaşanmakta olan toparlanmanın devam edeceği tezine dayalı olarak şekillendiğini tekrarlamakta fayda görüyoruz. Bu beklentilerimize karşın dünya ekonomisinin son zamanlarda daha az dile getirilen yeni bir resesyona (çift dip) karşılaşması durumunda Merkez Bankası'nın beklediğimiz faiz artırımlarını yapmaması, derin bir resesyona karşılaşılması durumunda politika faizlerini yeniden indirmeye başlaması dahi beklenebilir. Fakat, son günlerde artan IMF beklentileri bu ihtimalin oldukça düşük olduğunu yansıtmaktadır.

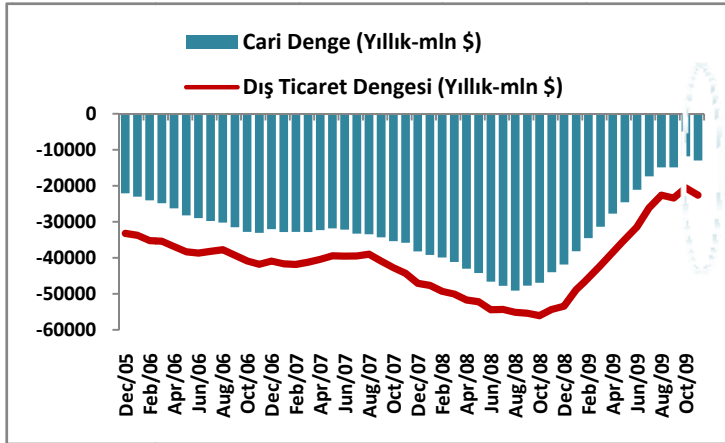
**Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, TCMB'nin gecelik borçlanma faiz oranını Mayıs 2010'a kadar %6.50 seviyesinde tutmasını bekliyoruz.**



## Cari işlemler açığı Kasım ayında yeniden artış gösterdi...

Ödemeler Dengesi	Kasım			Ocak-Kasım		
	2008	2009	Değ. (%)	2008	2009	Değ. (%)
(Milyon dolar)						
<b>Cari İşlemler Hesabı</b>	<b>-438</b>	<b>-1,598</b>	<b>264.8</b>	<b>-38,792</b>	<b>-9,922</b>	<b>-74.4</b>
Dış Ticaret Dengesi	-1,275	-2,421	89.9	-50,383	-20,797	-58.7
İthalat	-11,463	-12,129	5.8	-182,914	-120,118	-34.3
İhracat	10,188	9,708	-4.7	132,531	99,321	-25.1
Hizmetler Dengesi	970	960	-1.0	16,864	16,065	-4.7
Gelir Dengesi	-274	-432	57.7	-7,253	-6,999	-3.5
Cari Transferler	141	295	109.2	1,980	1,809	-8.6
Finans Hesabı	-876	43	-104.9	36,047	2,455	-93.2
Doğrudan Yatırımlar	915	208	-77.3	14,689	5,857	-60.1
Portföy Yatırımları	-896	124	-113.8	-5,213	851	-116.3
Diğer Yatırımlar	-895	-289	-67.7	26,571	-4,253	-116.0
Net Hata Noksan	1,064	1,036	-2.6	3,179	6,986	119.8
Rezerv Varlıklar	250	519	107.6	-434	481	-210.8
Resmi Rezervler	352	519	47.4	-2,340	1,161	-149.6

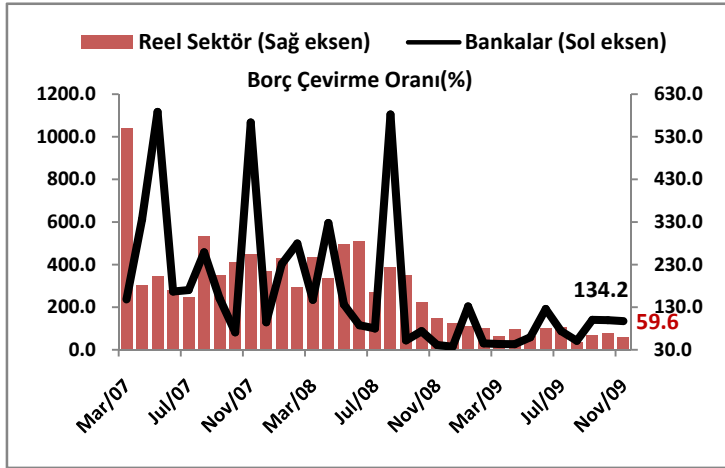
Kaynak: TCMB



Bir önceki yılın Kasım ayında 438 milyon dolar açık veren cari işlemler hesabı, 2009 yılının Kasım ayında beklentilerimiz doğrultusunda 1.598 milyar dolar açık vermiştir. Böylelikle Ocak-Kasım döneminde cari işlemler açığı bir önceki yılın aynı döneminde -38.8 milyar dolar iken 2009 yılında -9.92 milyar dolar olarak gerçekleşirken, son bir yıllık dönemde 13 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Kasım ayında cari açığın artışında dış ticaret açığının bir önceki yılın aynı ayına göre %89.9 oranında genişlemesi etkili olmuştur. 2008 yıl

sonu itibarıyla 69.9 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılı Kasım ayı itibarıyla 35.8 milyara gerilemiştir. Küresel krizin etkilerini 2009 yılında da sürdürmesi 2008 yılının ikinci yarısından itibaren petrol fiyatlarında yaşanan gerilemenin 2009 yılı boyunca da devam etmesine neden olurken, petrol fiyatlarının zayıf seyrine ek olarak hem iç talepteki daralmanın devam etmesi hem de TL'nin değer kaybetmesi dış ticaret açığının gerilemesindeki temel faktörler olmuştur. 2009 yılında cari işlemler açığı da dış ticaret açığına paralel bir görünüm sergilemiştir. 2008 yılında 41.7 milyar dolar olan cari işlemler açığı 2009 yılının Kasım ayında 13 milyar dolara gerilemiştir. Ancak Ekim ayında 11.4 milyar dolara kadar gerileyen cari işlemler açığının Kasım ayında yeniden yükselişe geçtiği görülmektedir.

Hizmetler dengesinin en önemli alt kalemi olan turizm gelirleri ise yaz aylarındaki kadar kuvvetli olmazken, gelir dengesindeki açık Kasım ayında da devam etmiştir.



Ödemeler dengesinin sermaye ve finans hesabı kalemi incelendiğinde ise, önceki yıllarda cari işlemler açığının ana finansman kalemini oluşturan reel sektörün yurt dışı piyasalardan sağladığı kredilerde 2009 yılında önemli bir azalış yaşandığı dikkati çekmektedir. 2008 yılında yurt dışı piyasalardan 22.9 milyar dolar borçlanma sağlayan reel sektör 2009 yılında ise kötü bir performans sergilemiştir. Böylece reel sektörün borç çevirme rasyosu %60 seviyelerine kadar gerilemiştir. Bankacılık sektöründe bu rasyonun %135 seviyelerinde gerçekleştiği görülmektedir.

Net hata noksan kaleminde ise uzun süredir devam eden yüksek seviyeler Temmuz ayından itibaren gerilemeye başlamış olsa da, hala yüksek seviyelerde bulunmaktadır. Böylece 2009 yılının Temmuz ayında 13.6 milyar dolara kadar yükselen net hata noksan kalemi Kasım ayında yıllık 9 milyar dolara kadar gerilemiştir.

Bu sonuçlarla, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, Ocak-Kasım döneminde 10 milyar dolara yaklaşan cari işlemler açığının yıl sonunda 12.3 milyar dolar olmasını bekliyoruz. Ancak, geçmişe dönük revizyonların beklenmedik düzeyde olması halinde, yıl sonu cari işlemler dengesi beklentimizden bir miktar uzaklaşması söz konusu olabilecektir.

**Vakıfbank Hazine Başkanlığı Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 12.3 milyar dolardır. Cari açığın GSYİH içindeki payının ise %1.8 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz.**

### **Eylül ve Ekim aylarında artış gösteren ihracat Kasım ayında yeniden geriledi...**

Dış Ticaret	Kasım			Ocak – Kasım		
	2008	2009	Değ. (%)	2008	2009	Değ. (%)
Milyon dolar						
<b>İhracat</b>	9,396	8,911	-5.2	124,305	92,116	-25.9
<b>İthalat</b>	12,074	12,616	4.5	190,559	125,610	-34.1
<b>Dış Ticaret Dengesi</b>	<b>-2,678</b>	<b>-3,705</b>	<b>38.4</b>	<b>-66,253</b>	<b>-33,493</b>	<b>-49.4</b>
<b>Karşılama Oranı (%)</b>	77.8	70.6		65.2	73.3	

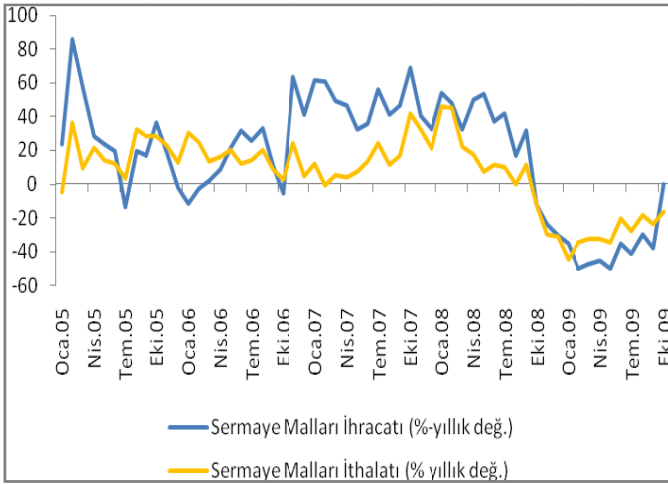
**Kaynak:TÜİK**

Kasım ayı dış ticaret verilerine göre ihracat, 2008 yılı Kasım ayına göre %5.2 azalarak 8.91 milyar dolar, ithalat ise %4.5 artarak 12.62 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece, aynı dönemde dış ticaret açığı %38.4 artarak 2.68 milyar dolardan, 3.71 milyar dolara yükselmiştir. İthalatta yaşanan artış paralelinde 2008 Kasım ayında %77.8 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, Kasım 2009'da %70.6'ya gerilemiştir. Kasım ayı rakamlarıyla yılın ilk on bir ayına ilişkin verilere bakıldığında; ihracatın Ocak-Kasım döneminde 125.6 milyar

dolara gerilediği, ithalatın ise geçen yılın aynı dönemine göre %25.9 oranında daralarak 92.1 milyar dolar olarak gerçekleştiği görülmektedir.

İhracat-Milyon dolar	Kasım		Değişim (%)	Ocak-Kasım		Değişim (%)
	2008	2009		2008	2009	
<b>Kara taşıtları ve aksamları</b>	942.1	1,117	18.6	17,552	10,966	-37.5
<b>Makinalar, mekanik cihazlar</b>	773.2	731.8	-5.4	9,642	7,375	-23.5
<b>Demir ve çelik</b>	610.0	595.1	-2.5	14,397	7,072	-50.9
<b>Örme giyim eşyası</b>	609.4	621.9	2.1	7,326	6,286	-14.2
<b>İnci, kıymetli taşlar</b>	634.9	201.1	-68.3	4,780	5,335	11.6
<b>Demir ve çelikten eşya</b>	433.8	406.8	-6.2	5,351	4,114	-23.1

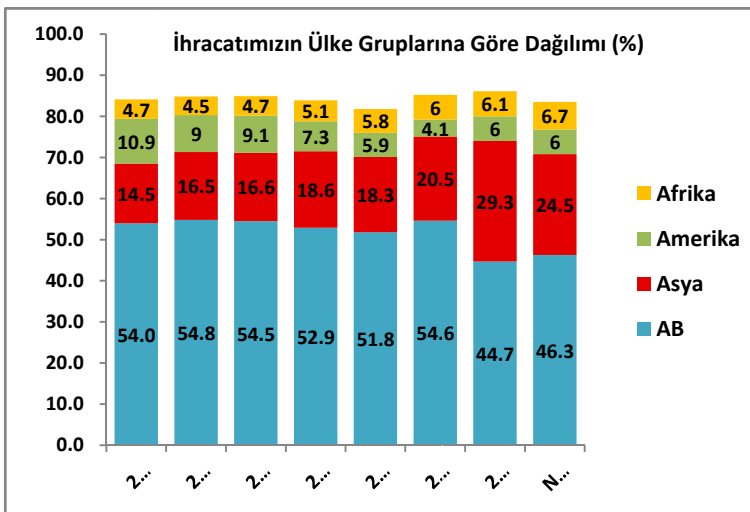
Sektörler bazında ihracat incelendiğinde, en yüksek paya sahip olan kara taşıtları ve bunların aksam ve parçaları kaleminde Kasım ayında bir önceki yılın aynı ayına göre geçici bir yükseliş görülmesine rağmen, Ocak-Kasım döneminde yıllık bazda düşüşün devam ettiği dikkat çekmektedir. Ocak-Kasım döneminde ihracatın hemen hemen bütün fasıllarında düşüş görülürken, 2009 yılı başından itibaren ciddi oranlarda büyüyen ihracatın önemli bir kalemi haline gelen inci ve kıymetli taşlar kaleminde ise yükseliş devam etmektedir.



Kasım ayı ithalat rakamları incelendiğinde ise ara malı ithalatının arttığı, sermaye malı ithalatının ise bir önceki yıla göre azalmaya devam ettiği (%8.05) görülmektedir. Sermaye malı ithalatında yaşanan düşüşün devam ediyor olması üretim açısından büyüme üzerinde risk oluştururken, söz konusu düşüşün Ekim 2008'den beri en düşük seviyede gerçekleşmesi önümüzdeki dönem için toparlanma beklentilerini desteklemektedir.

Ayrıca, ithalatta geniş ekonomik sınıflandırmaya göre en yüksek paya sahip olan ara malı ithalatında ilk 10 aylık yıllık düşüş ortalaması %40.4 olurken, Kasım ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %2 oranında artış görülmesi

dikkat çeken bir diğer gelişme olmuştur. Söz konusu artış önümüzdeki dönemlerde ihracatın yükselebileceğine işaret etmektedir.



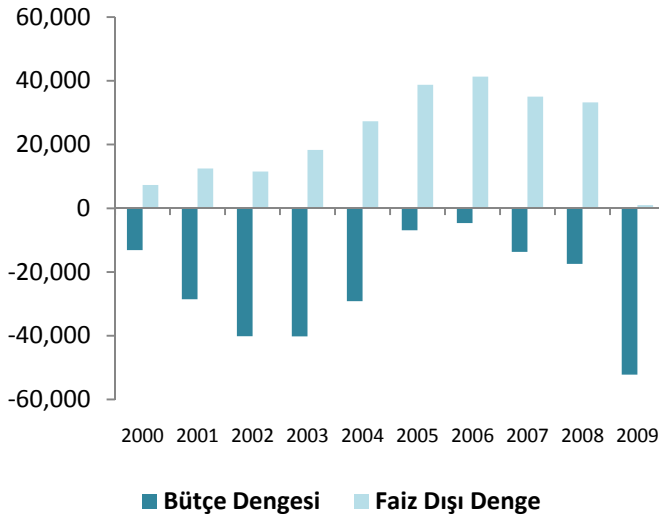
Dış ticaret kalemlerinden ihracatta yaşanan bir diğer gelişme ise, 2007 yılından itibaren büyük oranda gerileyen Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracatın yaklaşık iki yıl aradan sonra 2009 yılı Eylül ve Ekim aylarında yeniden artmaya başlamış olmasına karşın, Kasım ayında yeniden gerilemesi olmuştur. Böylece Ekim ayında %50.3 seviyelerine kadar yükselen AB ülkelerine yapılan ihracatın toplam ihracat içindeki payı Kasım ayında yeniden %46.3 seviyelerine kadar gerilerken, Asya ülkelerine yapılan ihracatın payı yükselmiştir. 2009 yılı Kasım ayında en fazla ihracat yapılan ülke Almanya olurken,

Almanya'yı sırasıyla İngiltere, Fransa, İtalya ve Irak takip etmiştir. İthalatta ise Rusya Federasyonu ilk sırada yer alırken, Rusya'yı sırasıyla Almanya, Çin ve ABD izlemiştir.

## 2009 bütçesi, 2003 ve 2004 yılı bütçe açıklarını geride bıraktı...

(Milyar TL)	Aralık			Ocak- Aralık		
	2008	2009	Reel Değ. (%)	2008	2009	Reel Değ. (%)
<b>Bütçe Harcamaları</b>	<b>25.000</b>	<b>27.733</b>	<b>4.14</b>	<b>227.031</b>	<b>267.275</b>	<b>17.73</b>
<b>Faiz Dışı Harc.</b>	<b>23.130</b>	<b>26.692</b>	<b>8.33</b>	<b>176.369</b>	<b>214.074</b>	<b>21.38</b>
Personel ve SGKDP	4.133	4.524	2.76	55.264	63.136	14.24
Mal ve Hizmet Al.	5.227	7.282	30.77	24.412	29.594	21.23
Cari Trans.	6.965	6.883	-7.22	70.360	91.761	30.42
Sermaye Giderleri	5.334	5.979	5.23	18.516	19.847	7.19
<b>Faiz Harcamaları</b>	<b>1.871</b>	<b>1.042</b>	<b>-47.72</b>	<b>50.661</b>	<b>53.201</b>	<b>5.01</b>
<b>Bütçe Gelirleri</b>	<b>15.840</b>	<b>21.875</b>	<b>29.63</b>	<b>209.598</b>	<b>215.060</b>	<b>2.61</b>
Vergi Gelirleri	12.036	18.169	41.71	168.109	172.417	2.56
Diğer Gelirler	3.804	3.705	-8.57	41.490	42.644	2.78
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-9.160</b>	<b>-5.859</b>	<b>-39.96</b>	<b>-17.432</b>	<b>-52.215</b>	<b>199.53</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>-7.289</b>	<b>-4.817</b>	<b>-37.96</b>	<b>33.229</b>	<b>986</b>	<b>-97.03</b>

Kaynak: Maliye Bakanlığı

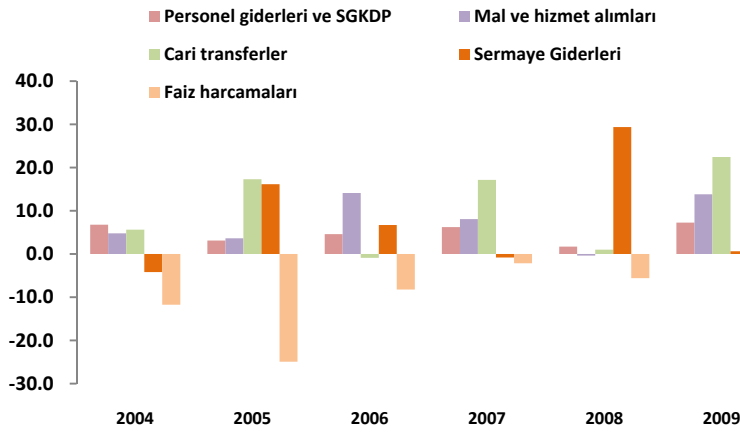


Merkezi yönetim bütçe açığı 2009 yılında bir önceki yıla göre göre reel olarak %199 oranında artarak 52.215 milyar TL oldu. Böylece bütçe 2002 ve 2003 yıllarında görülen sırası ile 40.184 milyar TL ve 40.210 milyar TL rekor açık seviyelerini geride bırakmış oldu. Bütçenin Aralık ayı performansı ise bir önceki yılın aynı ayına göre oldukça olumlu görünmektedir. 52.215 milyar TL ile bütçe açığı Orta Vadeli Program (OVP)'da yer alan 2009 yılsonu öngörüsü olan 62.8 milyar TL'nin yaklaşık 10 milyar TL altında kaldı. Bütçe açığının öngörününün 10 milyar TL altında kalması bütçe açığının GSYİH içindeki payına ilişkin öngörününün de sapmasına neden oldu. Yıl sonunda bütçe açığının GSYİH içindeki payının %6.6 olması öngörülmesine karşın oran %5.5 olarak

açıklandı. Faiz dışı denge ise Aralık ayında -4.817 milyar TL açık şeklinde oluşmasına karşın, 2009 yılında 986 milyon TL fazla verdi. OVP'de faiz dışı dengenin GSYİH içindeki payının 2009 yılsonunda -%2.1 olarak gerçekleşmesi öngörüldükçe, bu oran 2009 yılında %0.1 oldu.

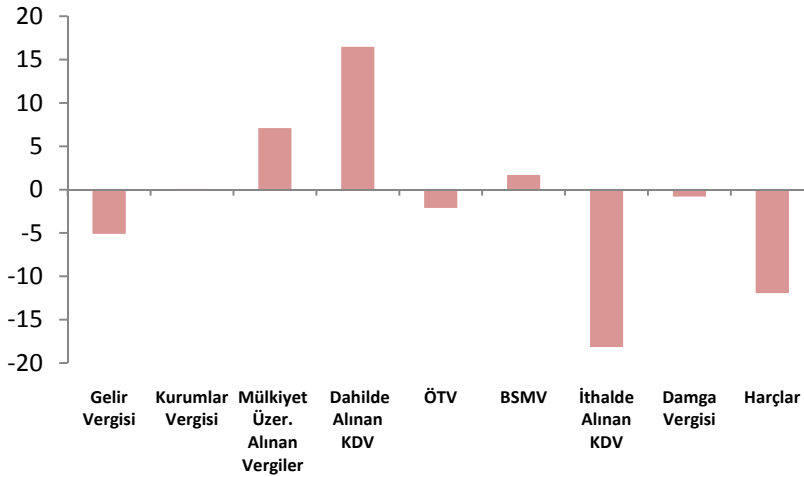
2009 yılında bütçe gelirleri reel olarak %2.61 oranında artış göstermesine karşın bütçe harcamaları daha sert %17.73 oranında arttı. Aralık ayında ise bir önceki yılın aynı ayına göre daha iyi bir performans sergileyen bütçe gelirleri %29 oranında artarken harcamalardaki artışın %4 civarında olması dikkat çekti. 267 milyar TL seviyesinde oluşan 2009 yılı bütçe giderlerinin hükümetin öngörüsü ile uyumlu olduğu söylenebilir. Bütçe harcamalarının alt kalemlerini 2009 yılı için incelediğimizde; faiz dışı harcamaların ağırlığı önemli görünmektedir. Özellikle cari transferler kaleminin söz konusu dönemde %30 civarında artmış olması faiz dışı giderlerin artmasında başlıca rolü oynamıştır. Sosyal güvenlik kurumlarına Hazine yardımlarının bir yılda 13 milyar TL civarında artması Hazine yardımlarının bütçe üzerindeki baskısının boyutlarını yansıtmaktadır. Personel giderlerindeki artışlar 2009 yılında yeni personel alındığını ortaya koyarken, işten çıkarmaları azaltmak amacıyla 2008 yılının Ekim ayından itibaren uygulanmaya başlanan sosyal güvenlik primi işveren hissesinin 5 puanlık kısmının Hazine tarafından ödenmesi devletin sosyal güvenlik katkı payının 2009 yılında artmasına neden olmuştur. Faiz giderlerinin bütçe hedefinin altında kalması olumlu bir gelişme olarak

### Değişim Oranları (%)



algılanmasına karşın önümüzdeki dönemde faiz giderlerinin artması yönündeki risklerin devam edebileceğini söyleyebiliriz. 2010 yılında iç borç çevirme oranının %99.5 civarında olması beklenirken, faiz giderlerindeki artışın devam etmesi mümkün görünmektedir. IMF ile anlaşma olması durumunda ise faiz giderleri üzerindeki baskının hafiflemesi söz konusu olabileceken, iç borç çevirme oranının da %99.5 seviyesinin altında kalabileceği söylenebilir.

### Vergi Kalemleri 2008-2009 % Değişim



2009 yılında yaşanan küresel krize karşın bütçe gelirlerinde reel olarak %5.0 oranında artış kaydedilmesi olumlu bir görünüm çizmektedir. Vergi gelirlerinin 2009 yılında reel olarak %2.56 oranında yükselmesi vergi gelirlerinin iyi bir performans ortaya koyduğuna işaret ederken, artışta hükümetin küresel krizin etkilerini hafifletmek amacıyla uygulamaya koyduğu ÖTV ve KDV indirimlerinin olumlu etkisi dikkat çekmektedir. 2009 yılında dahilde alınan KDV gelirleri reel olarak %16.48 artarken, ÖTV gelirlerinde %2.11 oranında sınırlı bir düşüş görülmüştür. Yaşanan küresel krizle birlikte tüketim talebi daralırken, daralan talebe ve kurdaki artışa

paralel ithal malların daha pahalı hale gelmesine bağlı olarak ithalat geriledi. İthalde alınan katma değer vergisi 2009 yılında %18 oranında gerilerken, son aylarda makroekonomik verilerde yaşanan toparlanmaya bağlı olarak Kasım ayından itibaren ithalat rakamlarının da pozitifte geçmesi ile ithalde alınan KDV'de toparlanma dikkat çekmektedir. Açıklanan veriler dikkate alındığında önümüzdeki dönemde ithalde alınan KDV gelirlerinde düzelmenin devam etmesi mümkün görünmektedir. İşsizlik Sigortası Fonu Transferinin 12 aylık dönemde bütçeye 4.1 milyar TL kaynak yaratması sürdürülebilir olmayan bir gelir kaynağı olması nedeniyle düşündürücü görünmektedir.

2009 yılının ilk 2 ayında yerel seçimler nedeni ile bozulmaya başlayan mali disiplin küresel krizin etkilerinin ağırlaşması ile birlikte takip eden aylarda da bozulmaya devam etti. Ancak dünya ekonomileri incelendiğinde, bu durumun yalnızca Türkiye'ye özgü olmadığı dikkat çekmektedir. Pek çok ülkede bütçe gerçekleştirmelerinin bütçe hedeflerinden önemli ölçüde saptığı görülmüştür. Bütçede gelirlerde yaşanan artışın kaynağının sürdürülebilir olmaması önem arz ederken, vergi artışlarının yanında vergi denetiminin sıkılaştırılması ve gelir aktarımı ile 2010 yılı bütçe gelirlerinde artış sağlanmaya çalışılması önemli görünmektedir. Diğer yandan küresel ekonominin toparlanması ile uluslararası ticaret ve muamelelerden alınan vergi gelirlerinin de önemli oranda artacağı öngörülmektedir. 2010 yılı bütçe tasarısında yer alan rakamlara göre bütçe gelirlerinin 2010 yılında yaklaşık %10 artması beklenmektedir. Bütçe giderlerine bakıldığında ise OVP'da yer

alan hedefin oldukça esnek olduğu söylenebilir. Bütçe giderlerinin de 2010 yılında %7.5 oranında artması öngörülmektedir. Bütçe açığının ise oldukça sınırlı bir iyileşme ile 50.134 milyar TL olması beklenmektedir.

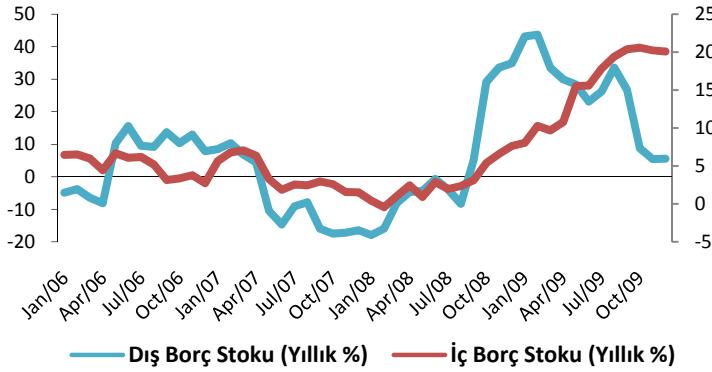
### Toplam Borç Stoku 2009 yılında yıllık olarak %16 arttı...

#### Merkezi Yönetim Borç Stoku (milyar TL)

	Ara.2008	Eki.2009	Kas.2009	Ara. 2009
<b>Toplam Borç Stoku</b>	380.3	438.0	440.7	441.4
<b>İç Borç Stoku</b>	274.8	327.2	329.2	330.0
<b>Dış Borç Stoku</b>	105.5	110.9	111.5	111.4

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan verilere göre, 2009 yılı Aralık ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku, bir önceki aya göre sadece 0.7 milyar TL artarak, 441.4 milyar TL'ye (293.1 milyar dolar) ulaşmıştır. İç borç stokunun 0.8 milyar TL artış görülürken uzun zamandır sınırlı miktarda artan dış borç stokunda Aralık ayında 0.1 milyar TL düşüş görülmüştür. Merkezi Yönetim Borç Stokunun TL-YP ayrımı incelendiğinde, TL cinsinden borcun toplam borç stoku içindeki payı 2009 yılı Kasım ayında bir önceki aya göre bir miktar artarak %70.9 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle YP cinsinden borcun toplam borç stoku içerisindeki payı %29.1'e gerilemiştir.



İç borç stokunda Ağustos ayından beri görülen kamuya yapılan borçlardaki azalmayla birlikte, piyasaya yapılan kısımındaki artış, Aralık ayında da devam etmiştir. Böylelikle kamuya yapılan iç borçlanma oranı %18.7'den %18.4'e gerilemiştir. Piyasaya yapılan borçlanmanın, toplam iç borç stokuna oranı ise %81.3'den %81.6'ya yükselmiştir. Toplam iç borç stokunun TL-YP ayrımında önemli bir değişiklik olmasa da TL cinsinden iç borçlanma artmaya devam etmiştir.

Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku ise, 2009 yılının Aralık ayında, bir önceki aya göre az miktarda gerilerken, yıl boyunca görülen artışın da sınırlı olması dikkat çekmiştir.

Döviz Yapısı (Milyon TL)	Ara.2008	Ara.2009	Yıllık D. (%)
<b>TOPLAM STOK</b>	<b>380,321</b>	<b>441,373</b>	<b>16.05</b>
YTL	251,836	312,837	24.22
USD	73,893	72,741	-1.56
EUR	35,994	35,989	-0.01
SDR	12,965	14,223	9.70
JPY	4,774	4,778	0.08
Diğer	858	805	-6.18
<b>İç Borç Stoku</b>	<b>274,827</b>	<b>330,005</b>	<b>20.08</b>
YTL	251,836	312,837	24.22
USD	16,590	12,905	-22.21
EUR	6,401	4,263	-33.40
<b>Dış Borç Stoku</b>	<b>105,493</b>	<b>111,368</b>	<b>5.57</b>
USD	57,303	59,836	4.42
JPY	4,774	4,778	0.08
EUR	29,593	31,726	7.21
SDR	12,965	14,223	9.70
Diğer	858	805	-6.18
<b>ABD Doları alış kuru</b>	<b>1.5123</b>	<b>1.5057</b>	<b>-0.44</b>
<b>USD/Euro Parite</b>	<b>1.4156</b>	<b>1.4347</b>	<b>1.35</b>
<b>USD/SDR Parite</b>	<b>1.54732</b>	<b>1.56312</b>	<b>1.02</b>

Yandaki tabloda yer alan borç stokunun döviz yapısı ayrıntılı bir şekilde incelendiğinde, Türkiye'nin dış borcunun aslında çok düşük oranlarda arttığı, artışın Dolar kurundan ziyade diğer para birimlerinde görülen değişimlerden kaynaklandığı görülmektedir. Ayrıca, Hazine'nin TL cinsi borçlanmaya ağırlık vermeye devam ettiği dikkat çekmektedir.

### Ocak- Mart Dönemi Hazine Finansman Programı

Finansman Programı (Milyar TL)	Ocak	Şubat	Mart
<b>Ödemeler</b>	<b>20.3</b>	<b>23.7</b>	<b>14.7</b>
İç Borç	19.5	20.5	13.6
Dış Borç	0.9	3.2	1.1
<b>Finansman</b>	<b>20.3</b>	<b>23.7</b>	<b>14.7</b>
<b>Piyasadan İhale Yoluyla İç Borçlanma</b>	<b>18.1</b>	<b>17.1</b>	<b>13.2</b>
Referans Bono İhalesi	2.9	3.1	2.0
Diğer	15.2	14.0	11.1
<b>Kamuya Satışlar</b>	<b>1.4</b>	<b>3.9</b>	<b>0.9</b>
<b>Dış borçlanma</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Diğer finansman</b>	<b>0.8</b>	<b>2.8</b>	<b>0.7</b>

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

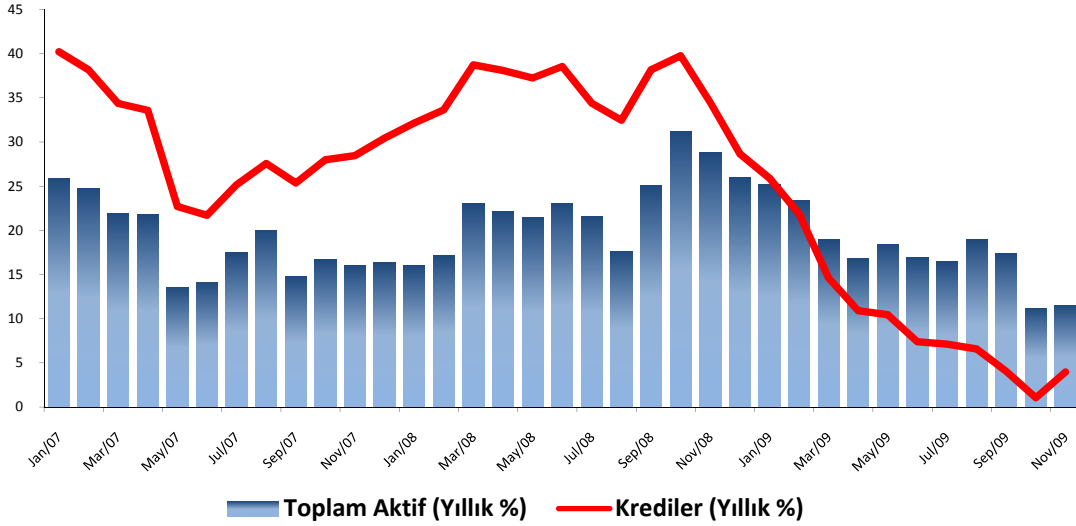
Hazine Müsteşarlığı 2010 yılından itibaren sadece gelecek ayın iç borçlanma stratejisini yayınlamak yerine üç aylık periyotlar halinde açıklama yapmaya başlamıştır. Bu açıklamaya göre, Ocak ayında toplam 19.5 milyar TL'lik iç borç servisine karşılık 19.5 milyar TL toplam iç borçlanma gerçekleştirilmesi programlanmaktadır. Şubat ayında toplam 20.5 milyar TL'lik iç borç servisine karşılık 21 milyar TL toplam iç borçlanma gerçekleştirilmesi programlanırken Mart ayında toplam 13.6 milyar TL'lik iç borç servisine karşılık 14 milyar TL toplam iç borçlanma gerçekleştirilmesi programlanmaktadır. Ayrıca yapılan açıklamada IMF anlaşması kastedilerek, ilk çeyrekte uluslararası kuruluşlardan finansman sağlanması durumunda dış borçlanma tutarında değişiklik olabileceği belirtilmiştir.

### Tüketici kredilerinde artış başlıyor mu?...

Bankacılık Sektörü Bilançosu	Değişim (%)				
(Milyon YTL)	Ara.08 (1)	Eki.09 (2)	Kas.09(3)	(3)-(1)	(3)-(2)
<b>Nakit Rezervler</b>	94,686	85,617	79,839	-15.68	-6.75
<b>Men.Değ. Port.</b>	193,988	251,458	257,203	32.59	2.28
<b>Krediler</b>	367,445	377,058	384,879	4.74	2.07
<b>Duran Aktifler</b>	22,723	26,043	21,734	-4.35	-16.55
<b>Diğer Aktifler</b>	53,660	55,379	60,145	12.09	8.61
<b>Toplam Aktif</b>	<b>732,502</b>	<b>795,555</b>	<b>803,800</b>	<b>9.73</b>	<b>1.04</b>
<b>Mevduat</b>	454,599	490,049	502,182	10.47	2.48
<b>Mevduat Dışı Kayn.</b>	191,501	197,943	192,700	0.63	-2.65
<b>Özkaynaklar</b>	86,402	107,563	108,918	26.06	1.26
<b>Toplam Pasif</b>	<b>732,502</b>	<b>795,555</b>	<b>803,800</b>	<b>9.73</b>	<b>1.04</b>

Kaynak: BDDK

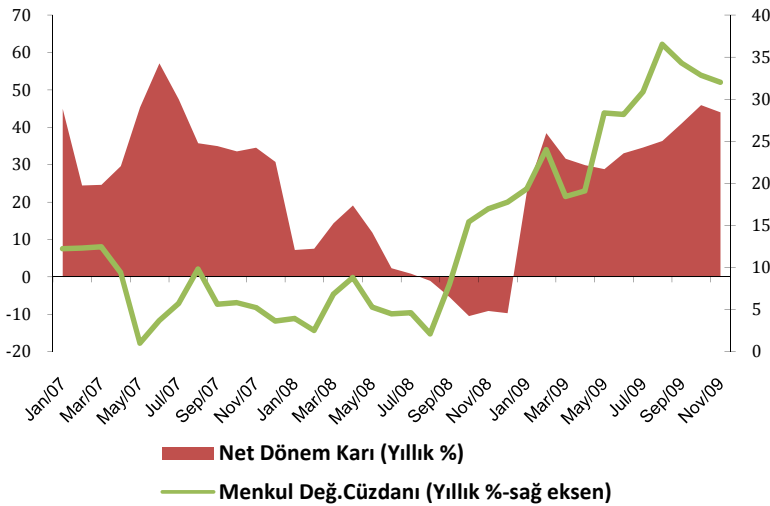
Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri, son bir ayda YP aktiflerin %2.5 oranında, TP aktiflerin ise %0.5 artmasına bağlı olarak %1.04 artarak 803.800 milyar TL'ye yükselmiştir. Yıllık bazda bakıldığında ise, TP aktifler Kasım ayında %15.79 oranında artarken YP aktiflerdeki artışların zayıf kalması dikkat çekmektedir. YP aktifler, Kasım ayında bir önceki yılın aynı ayına göre, %1.85 oranında artış göstermiştir. Aylık bazda toplam aktiflerde görülen yükselişte son bir aylık dönemde %8.61 oranında artan diğer aktifler kaleminin yanısıra %2 civarında artan krediler ve menkul değerler cüzdanı kalemlerinin etkisi olduğu görülmüştür. Nakit rezervler kaleminde görülen %6.75'lik düşüşte ise, Merkez Bankasından alacaklar alt kaleminin %40'a yakın gerilemesi etkili olmuştur. Bir diğer dikkat çeken gelişme ise, bütün alt kalemlerinde düşüş görülen duran aktifler kalemindeki %16.55'lik gerileme olmuştur.



Bankacılık sektörü kredileri, 2008 yılının ilk aylarında %30'un üzerinde artış gösterirken, ABD kaynaklı krizin tüm dünyayı etkilemesiyle artış hızında yavaşlama başlamıştır. Söz konusu yavaşlama, 2009 yılı Kasım ayına kadar devam ederken Kasım ayında yıllık artış hızı %1'lerden %3.5 seviyesine yükselmiştir. Böylelikle toplam kredi hacmi 2009 yılı başında 365.5 milyar TL olurken, Kasım ayı itibariyle 384.9 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Tüketici kredileri ise, Kasım ayında son bir aylık dönemde %2.5 oranında artmıştır. Tüketici kredilerine türleri açısından bakıldığında, aylık olarak en yüksek artışın Kasım ayında %3'lük yükselişle ihtiyaç kredilerinde olduğu görülmüştür. Taşıtlı kredilerinde ise, tüm yıl boyunca görülen düşüş, Kasım ayında da devam etmiştir. Taşıtlı kredileri Kasım ayında aylık olarak %2 oranında azalarak tüketici kredilerinin artmasına neden olan en önemli kredi çeşidi olmuştur. Konut kredisine bakıldığında ise, son bir aylık dönemde %2.8'lik bir artış görülmektedir.

Bankacılık sektörünün Kasım ayı itibariyle fon kaynakları incelendiğinde, kaynakların %86.5'inin yabancı kaynaklardan; %13.5'inin ise özkaynaklardan oluştuğu görülmüştür. Kasım ayında bir önceki aya göre, mevduatta %2.5 oranında bir artış görülmesine karşın, mevduat dışı kaynaklarda ise, %2.6 oranındaki azalış dikkat çekicidir.

2008 yılında piyasalarda görülen likidite daralmasının etkisiyle gerileyen sendikasyon kredileri, piyasalarda son dönemde yaşanan düzelmeye birlikte biraz toparlanmaya başlasa da sendikasyon kredilerinde inişli çıkışlı seyir sendikasyon kredilerinde etkili olmaya devam ediyor. 2009 yılı Nisan ayında yıllık bazda %8 düşüşle başlayan sendikasyon kredilerindeki daralma, Ekim ayında %30 daralmayla tepe yapıp Kasım ayında %22 düşüş olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle Kasım ayı sendikasyon kredileri 13.473 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Kasım ayı seküritizasyon kredileri ise, bir önceki yılın aynı ayına göre %14.4 oranında düşerek 16.50 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.



Sektörün net dönem karı Kasım ayında, geçen yılın aynı ayına göre %44 oranında artarak 18.78 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılının başından beri süregelen yüksek kar artışının Kasım ayında da devam ettiği görülmektedir. Toplam faiz gelirlerinde Kasım ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %4'lük artışına rağmen toplam faiz giderlerinin %17.5 oranında azalması karlılığın ana kaynağı olarak gösterilebilir.

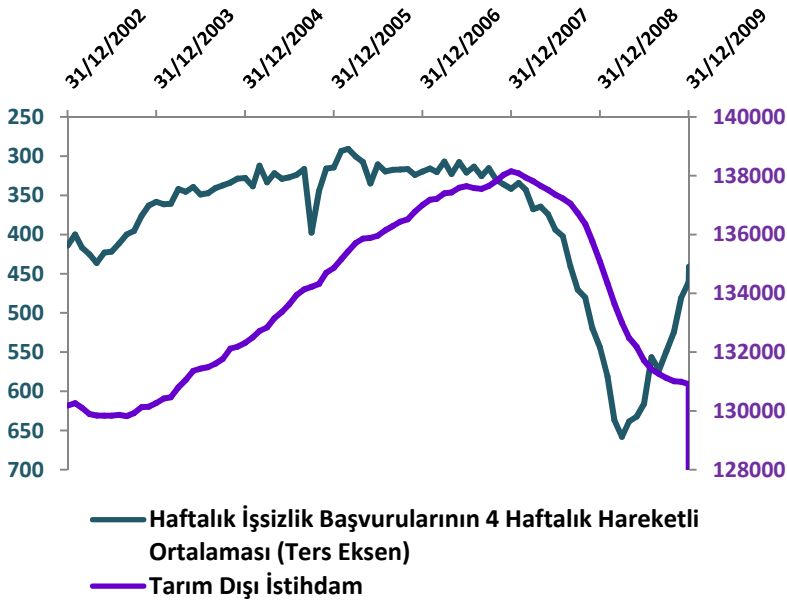


2009 yılında bilançodaki büyümeyi sağlayan en önemli kalemin menkul değerler cüzdanı olduğu görülmüştür. Söz konusu durumun 2009 yılının sonuna kadar devam etmesi beklenmesine karşın, 2010 yılında artık bu kalemin karlılığa çok fazla katkı yapması beklenmemektedir. 2009 yılında zayıf kalan kredilerde,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

Kasım ayında aylık bazda %1.26 oranında artış gösteren özkaynaklar, ilk onbir aylık dönemde %26.1 oranında artış göstermiştir. Böylelikle, toplam özkaynaklar Kasım ayında 108.92 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Bankacılık sektörünün özkaynak karlılığı, incelenen dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre 314 baz puan artarak %21.39 seviyesinde gerçekleşmiştir. Aktif karlılığı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre 57 baz puan artarak %2.49'dan %3.06 seviyesine yükselmiştir. 2008 yılı Kasım ayında 505.04 milyar TL seviyesinde olan toplam bilanço dışı işlemler, %28.9 artarak 2009 yılının aynı döneminde 651.18 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Sermaye yeterliliği standart rasyosu, bir önceki yılın aynı dönemine göre %17.53'ten %20.37 seviyesine yükselmiştir.

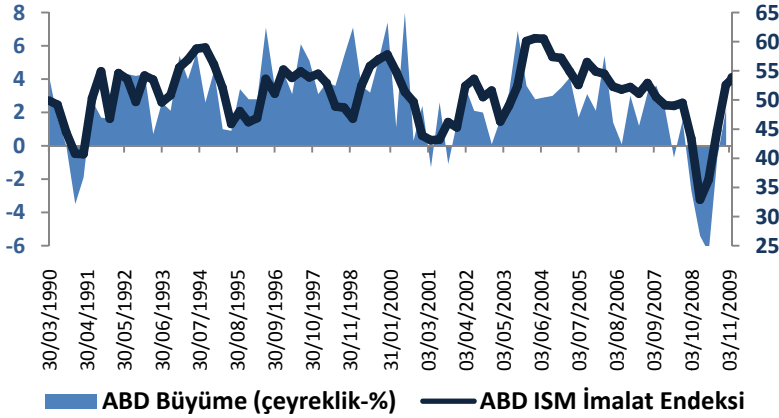
### ABD'de açıklanan son veriler istihdam ve konut piyasasındaki zayıflığın devam ettiğini gösterdi...



ABD'de Aralık ayında değişim olmaması beklenen tarım dışı istihdam verisinin 85 bin kişi azalması, istihdam piyasasında toparlanmanın zaman alacağı görüşünü kuvvetlendirmiştir. 2009'daki istihdam kaybı 4.2 milyona ulaşırken, resesyonun başlangıcından bu yana yaşanan istihdam kaybı 7.3 milyon olmuştur. İşsizlik maaşı başvurularının 9 Ocak ile biten haftada yükselmeye devam etmesi olumsuz görünüme destek verirken, 4 haftalık ortalamanın 449,800'den 440,800'e gerilemesi aşağı yönlü trendin devam ettiğini göstermesi bakımından piyasalarda olumlu algılanmıştır. ABD'de açıklanan haftalık işsizlik başvurusu

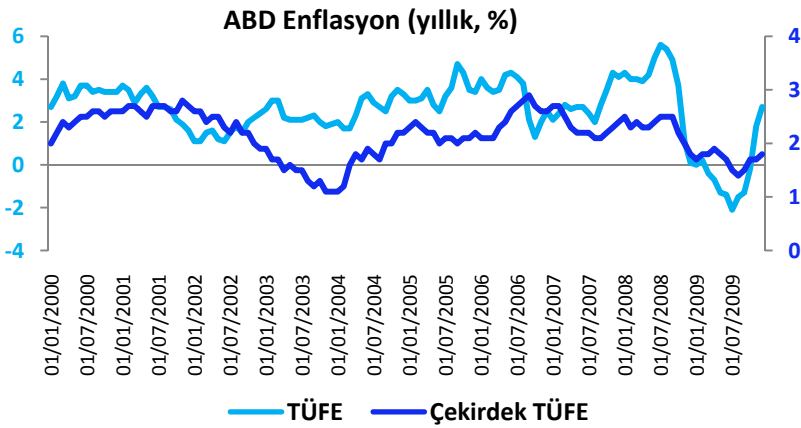
rakamlarının 4 haftalık hareketli ortalaması ile tarımdışı istihdam rakamları arasındaki uyumun krizin başlaması ile birlikte arttığı görülmektedir. Son açıklanan istihdam verilerinin ardından, ekonomideki toparlanmanın yavaş seyrine bağlı olarak işsizlik oranının uzunca bir süre daha kriz öncesindeki %4.5 seviyelerine dönemeyeceği anlaşılmıştır. Aralık'ta işsizlik oranının bir önceki aya göre değişmeyerek %10 seviyesinde gerçekleşmesi de, işsizliğin yüksek seyrini korumaya devam edeceğini göstermiştir. ABD'de işsizlik rakamlarının beklenenden kötü gelmesi, Fed'in erken faiz artışı beklentilerini zayıflatmıştır.

## ISM ve sanayi üretimi verileri toparlanmaya destek olan veriler oldu...



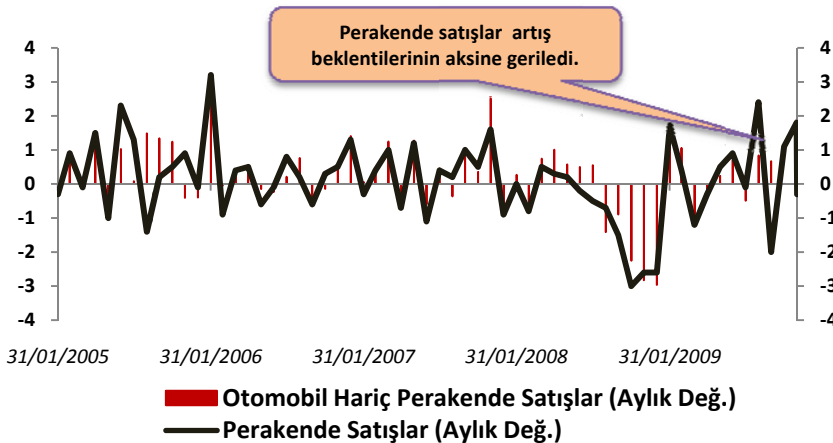
Aralık ayında ISM imalat endeksi 54.3 olan beklentilerin oldukça üzerinde 55.9 değerini alarak Nisan 2006'dan beri en yüksek seviyeye ulaşmıştır. ISM imalat endeksinin ardından altı aydır aralıksız artış kaydeden sanayi üretiminin, Aralık ayında yıllık bazda -%2 seviyesine yükselmesi toparlanma beklentilerine destek vermiştir. Aralık ayında %72 olarak açıklanan kapasite kullanımının ise hala düşük seviyelerde olduğu dikkat

çekmektedir. Nispeten olumsuz bir görünüm sergileyen istihdam verilerinin ardından üretimde toparlanmaya işaret eden ISM ve sanayi üretimi verileri iyimser 4. çeyrek büyüme beklentilerini desteklemiştir. Daha önceki çalışmalarımızda belirttiğimiz üzere, iyimser senaryo ile ekonomisinin 2009 yılının son çeyreğinde %4.7 büyümesi, kötümser senaryo altında ise %3.0 büyümesi beklenmektedir. Ancak işsizlik oranında bir iyileşme olmadan %3.0'ün üzerinde büyüme gerçekleşmesi pek mümkün gözükmemektedir.



ABD'de tüketici fiyat endeksi (TÜFE) Aralık ayında yıllık bazda %1.8'den %2.7'ye yükselirken, gıda ve enerji fiyatlarındaki değişimleri içermeyen çekirdek TÜFE ise yıllık olarak %1.8'e yükselmiştir. Açıklanan rakamlar ABD'de şimdilik enflasyon beklentisinin artacağından endişe etmeye gerek olmadığına işaret ederken, bu durum FED'in faiz artırımına geç bir tarihte başlayabileceği beklentilerini desteklemiştir.

## ABD'de fabrika siparişlerinin Kasım ayında artmasına karşılık perakende satışların beklentilerin altında gelmesi, talep eksikliğinin devam ettiğine işaret etti...



ABD'de fabrika siparişleri Kasım ayında %0.5 olan beklentilerin üzerinde %1.1 artarak ard arda üçüncü ayda artış kaydetmiştir. Buna karşılık perakende satışlar Ekim ve Kasım aylarındaki artışın ardından Aralık ayında %0.3 düşüş kaydederek, %0.5 artış beklentilerinin aksine bir gelişme göstermiştir. Otomotiv dışındaki çekirdek satışlar da %0.3 artış beklentilerinin aksine %0.2 gerilemiştir. Olumsuz gelen satış



verilerinin ardından Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi'nin Ocak ayında 72.8 ile 74 olan beklentilerin altında gerçekleşmesi önümüzdeki dönem için tüketim performansı açısından bir miktar endişe yaratmıştır.

Gelecek döneme ilişkin önemli bir gösterge olan inşaat izinlerinde son iki aydır görülen artış Aralık ayında da devam etmiştir. İnşaat izinleri Aralık ayında aylık bazda %10.9 ile Kasım ayının üzerinde artış kaydetmiştir. Yeni ev inşaatlarının Aralık ayında bir önceki aya göre %4 gerileyerek beklentilerden oldukça olumsuz bir görünüm sergilemesi, konut piyasasında arz fazlalığının bir süre daha devam edeceği ve fiyatların dip seviyeleri henüz görmediği şeklinde yorumlanabilir.

Açıklanan konut verileri konut sektöründe toparlanmanın halen tam olarak gerçekleşmediğine işaret etmiştir. ABD'de konut piyasasındaki çöküşün 1930 yılından bu yana en uzun ve en kötü küresel resesyona yol açmasına bağlı olarak konut piyasasındaki toparlanmanın reel ekonomideki toparlanmanın ana unsuru olacağı açıktır. Ocak ayı içinde açıklanan Fed toplantı tutanakları ve Fed Beige Book Raporu'nda da belirtildiği üzere ABD'de toparlanma devam etmesine karşın, istihdam piyasası ve emlak piyasasının zayıf görünümü nedeniyle ekonomik aktivite düşük seviyelerdedir. İşsizlikteki artış, yüksek borçluluk, konut arzının fazlalığı ve bankacılık sektöründeki sorunlu kredilerin ABD ekonomisinin büyüme potansiyelini aşağı çekmesine bağlı olarak, uzun vadede Fed'in faiz arırımına gitmesi olası gözükmemektedir. Tüm bu değerlendirmeler altında 15-16 Aralık'taki toplantısında gösterge faiz oranını yüzde 0-0.25 aralığında bırakan Fed'in, 26-27 Ocak'ta yapacağı toplantıda gösterge faiz oranını değiştirmesi beklenmemektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
	2007	2008	En Son Yayımlanan		2009 HEDEF
<b>Reel Ekonomi</b>					
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon TL)	856 387	950 144	262 229	(2009 3. Çeyrek)	
GSYİH Büyüme Oranı (%)	4.5	1.1	-3.3	(2009 3. Çeyrek)	
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%)	5.4	-17.8	-2.2	(Kasım 2009)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81.8	64.7	67.8	(Ocak 2009)	
İşsizlik Oranı (%)	9.9	13.6	13.0	(Ekim 2009)	
<b>Fiyat Gelişmeleri</b>					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	8.4	10.06	6.53	(Aralık 2009)	7.5
ÜFE (Yıllık % Değişim)	5.94	8.11	5.93	(Aralık 2009)	
<b>Parasal Göstergeler (Milyon TL)</b>					
M1	77,675	83,380	107,051	(31.12.2009)	
M2	345,028	434,205	494,024	(31.12.2009)	
M3	370,078	458,383	520,674	(31.12.2009)	
Emisyon	27,944	30,468	34,289	(31.12.2009)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	71,568	70,075	70,689	(31.12.2009)	
<b>Döviz Kuru</b>					
Dolar/TL	1.1593	1.5400	1.4923	(26.01.2010)	
Euro/TL	1.706	2.143	2.1025	(26.01.2010)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.473	3.1901	3.1112	(26.01.2010)	
Euro/Dolar	1.4589	1.3978	1.4089	(26.01.2010)	
Dolar/Yen	112.01	90.6	89.70	(26.01.2010)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	190	168.800	171.400	(Aralık 2009)	
<b>Faiz Oranları</b>					
TCMB O/N (Borç Alma)	15.75	15.00	6.50	(20.11.2009)	
TRILIBOR O/N	15.76	15.00	6.48	(27.01.2010)	
<b>Ödemeler Dengesi (Milyon \$)</b>					
Cari İşlemler Açığı	-37,996	-41,416	-9,922	(Ocak-Kasım 2009)	
İthalat	170,048	201,961	125,610	(Ocak-Kasım 2009)	
İhracat	107,184	132,001	92,116	(Ocak-Kasım 2009)	
Dış Ticaret Açığı	-62,863	-69,959	-33,493	(Ocak-Kasım 2009)	
<b>Kamu Ekonomisi (Milyon TL)</b>					
Bütçe Gelirleri	188.159	208.898	215,060	(Ocak-Aralık 2009)	248.758
Bütçe Giderleri	203.501	225.967	267,275	(Ocak-Aralık 2009)	259.156
Bütçe Dengesi	-13.883	-17.069	-52,215	(Ocak-Aralık 2009)	-62.8
Faiz Dışı Denge	34.848	33.592	986	(Ocak-Aralık 2009)	47.102
<b>Borç Stoku Göstergeleri</b>					
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar TL)	255.3	274.8	330.0	(Aralık 2009)	
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar TL)	78.1	105.5	111.4	(Aralık 2009)	
Kamu Net Borç Stoku	249	271.6	302.9	(2009 3. Çeyrek)	
<b>İMKB</b>					
İMKB-100	55,538	26,864	54,317	(26.01.2010)	

**TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ**

(Milyon TL )	2007	2008	Eki.09	Kas.09
<b>Toplam Aktif</b>	581.424	732.502	795.555	803.800
<b>Nakit Rezervler</b>	60.272	94.686	85.617	79.839
<b>Krediler</b>	285.653	367.445	377.058	384.879
<b>Menkul Değerler Portföyü</b>	164.727	193.988	251.438	257.203
<b>Mevduat</b>	356.865	454.599	490.049	502.182
<b>Mevduat Dışı Kaynaklar</b>	148.866	191.501	197.943	192.700
<b>Özkaynaklar</b>	75.693	86.402	107.563	108.918
<b>Net Dönem Karı</b>	14.916	13.415	17.39	18.78
<b>Seçilmiş Rasyolar %</b>				
<b>Kredi / Mevduat</b>	80	80.83	76.9	76.6
<b>Men.Değ.Port. / Mevduat</b>	46.2	42.67	51.3	51.2
<b>Özkaynak Karlılığı</b>	19.7	18.62	19.86	21.39
<b>Aktif Karlılık</b>	2.6	2.54	2.84	3.06
<b>Sermaye Yeterlilik Rasyosu</b>	18.2	17.59	20.36	20.37

**ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER**

	2008	2009	En Son Yayımlanan	
<b>Emtia</b>				
<b>Altın (ons) \$</b>	878.2	1095.7	1,096	(26.01.2009)
<b>ABD Ham Petrolü (Varil) \$</b>	44.6	79.36	74.71	(26.01.2009)
<b>Borsa Endeksleri</b>				
<b>NASDAQ (ABD)</b>	1,577	2,269.15	2,203	(26.01.2009)
<b>DOW JONES (ABD)</b>	8,776	10,428.05	10,194	(26.01.2009)
<b>NİKKEİ (JAPONYA)</b>	8,859	10,654.79	10,252	(26.01.2009)
<b>DAX (ALMANYA)</b>	4,810	5,957.43	5,668	(26.01.2009)
<b>BOVESPA (BREZİLYA)</b>	37,550	68,588.41	65,523	(26.01.2009)
<b>RTS (RUSYA)</b>	631	1,444.61	1,442	(26.01.2009)
<b>ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)</b>	2.2241	3.8374	3.6100	(26.01.2009)
<b>Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)</b>	7.724	6.431	6.449	(26.01.2009)



Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü			
Cem Eroğlu	Müdür	<a href="mailto:cem.eroглу@vakifbank.com.tr">cem.eroглу@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 80
Nazan Kılıç	Müdür Yardımcısı	<a href="mailto:nazan.kilic@vakifbank.com.tr">nazan.kilic@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 89
Ümit Ünsal	Uzman	<a href="mailto:umit.unsal@vakifbank.com.tr">umit.unsal@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 86
Bilge Özalp Türkarlan	Uzman	<a href="mailto:bilge.ozalpturkarslan@vakifbank.com.tr">bilge.ozalpturkarslan@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 88
Zeynep Burcu Çevik	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr">zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 93
Seda Meyveci	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:seda.meyveci@vakifbank.com.tr">seda.meyveci@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr">emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 87
Selin Düz	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:selin.duz@vakifbank.com.tr">selin.duz@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 90
Hanife Deniz Karaođlan	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:hanifedeniz.karaoglan@vakifbank.com.tr">hanifedeniz.karaoglan@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 86
Pelin Sencer Kaptan	Yetkili	<a href="mailto:halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr">halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr</a>	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.