



# Aylık Rapor

## Aralık 2009

## AYLIK RAPOR'DA BU AY...

- **GSYİH'nın 2009 yılının üçüncü çeyreğinde beklentilerin altında %3.3 daralması, düşüş beklentilerinin aksine %6.5 artışa işaret eden Ekim ayı sanayi üretimi verisi ekonomik toparlanmaya dair iyimser beklentileri artırdı...**

Üçüncü çeyrek büyüme verisinin beklentilerin altında daralmaya işaret etmesi, bunun yanısıra dördüncü çeyrek büyüme için öncül göstergeler arasında takip edilen sanayi üretim endeksinin Ekim ayında daralacağı beklentilerinin aksine Ağustos 2008'den bu yana ilk defa artış kaydetmesi ekonomik toparlanmaya dair olumlu gelişmeler olurken, yılın dördüncü çeyreğinde pozitif büyüme rakamları görebileceğimize işaret etmiştir.

- **Enflasyondaki yükseliş geçici mi?..**

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Kasım ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %1.27 (beklentimiz: %1.10, piyasa beklentisi: %0.97) oranıyla beklentilerin üzerinde arttı. Kasım ayı TÜFE rakamlarının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinde gıda ve alkolsüz içecekler grubu ile giyim ve ayakkabı ana harcama gurubu etkili oldu. 2009 yılı Kasım ayında Üretici Fiyat Endeksi'nde ise bir önceki aya göre %1.29 (beklentimiz: %0.75, piyasa beklentisi: %0.67) artış gerçekleşti.

- **Merkez Bankası faiz oranlarını beklentiler doğrultusunda değiştirmede...**

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Aralık ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında gecelik borçlanma faiz oranlarını piyasa beklentileri doğrultusunda değiştirmede. Böylece borç verme faiz oranını %6.50'te; borç alma faiz oranını ise %9.00 seviyesinde bırakan TCMB, faiz indirimine başladığı 2008 yılı Kasım ayından bu yana faiz indirimlerine ilk defa ara verirken, kriz nedeniyle toplam faiz indirimleri 1025 baz puan olarak gerçekleşmiş oldu.

- **Cari işlemler dengesi Ekim ayında beklentilerin aksine fazla verdi...**

Bir önceki yılın Ekim ayında 2.4 milyar dolar olan cari işlemler açığı, 2009 yılının Ekim ayında %127.6 oranında gerileyerek 671 milyon dolar fazla vermiştir. Alt kalemler itibariyle, ödemeler dengesindeki dış ticaret açığının bir önceki yılın Ekim ayına göre %74.9 oranında azalarak 4 milyar dolardan 1 milyar dolara gerilemesi ve gelir dengesinde giderlerin %25.6 oranında azalarak 464 milyon dolara düşmesi cari işlemler hesabının fazla vermesinde etkili olmuştur.

- **2009 yılının ilk 11 ayında bütçe açığı 46.4 milyar TL ile rekor açık verdi...**

Merkezi yönetim bütçe açığı 2009 yılının ilk 11 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %431 gibi rekor bir düzeyde artarak 46.4 milyar TL oldu. Bütçenin Kasım ayı performansı ise bir önceki yılın aynı ayına paralel bir görünüm çizmiştir. Bütçe açığının ilk 11 ayda 46.4 milyar TL açık verdiği dikkate alındığında, bütçe açığının Orta Vadeli Program (OVP)'da yer alan 2009 yılsonu öngörüsü olan 62.8 milyar TL'nin altında kalacağı kesinleşmiş görünmektedir.

- **İç Borç stokundaki artış, Kasım ayında yavaşladı...**

Toplam iç ve dış borç stoku enflasyondan arındırılmış yıllık değişimleri (reel değişimler) incelendiğinde, Toplam İç Borç Stoku'nun 2008 ve 2007 yıllarından farklı olarak, ciddi şekilde yükseldiği dikkate çekilmektedir. Toplam Dış Borç Stoku incelendiğinde ise, 2007 yılında yıllık olarak reel anlamda %26 oranında daralma görülürken, 2008 yılında %25'lik artış, 2009 yılı Kasım ayı itibariyle de önemli bir değişim görülmemiştir.

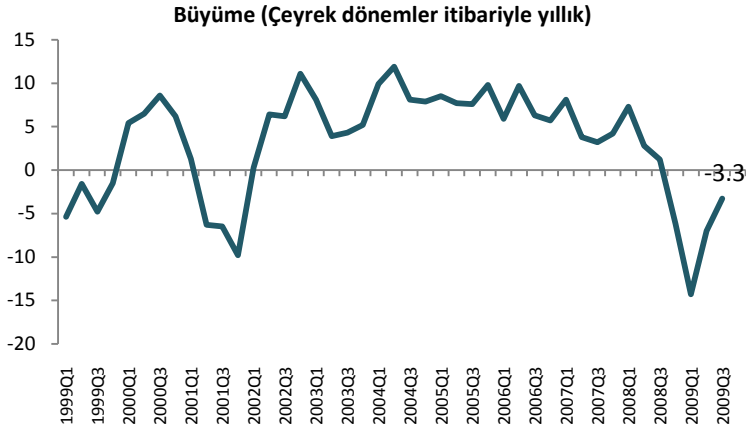
- **Taahhüt kredilerindeki yıllık düşüş Ekim ayında da devam etti...**

Tüketici kredilerine türleri açısından bakıldığında, yıllık olarak en yüksek artışın Ekim ayında %10.3'lük yükselişle konut kredilerinde olduğu görülmüştür. Taahhüt kredilerinde ise, tüm yıl boyunca görülen düşüş Ekim ayında da devam etmiştir.

- **ABD'de Kasım ayında işsizlik oranı beklenenden iyi geldi...**

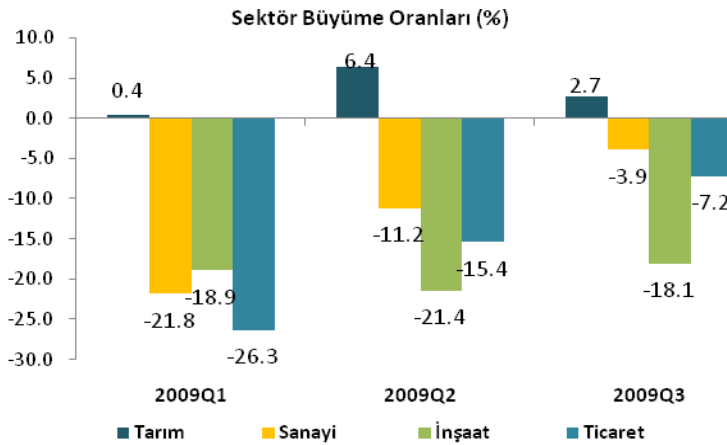
ABD'de Kasım ayında %10 ile sürpriz bir şekilde %10.2 olan beklentilerin altında gelen işsizlik oranı ekonomideki canlanma beklentilerini arttırdı. Bununla yanında, ABD'de son dönemde açıklanan verilerin toparlanmaya işaret etmesi ile birlikte FED'in faiz oranlarını daha erken artırması ihtimali gündeme gelmiştir.

### 2009 yılı üçüncü çeyreğinde GSYİH bir önceki yılın aynı dönemine göre %3.3 oranında daraldı...



Kaynak:TCMB

Bu revizyonların ardından yılın ilk üç çeyreğindeki GSYİH daralması %8.4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Böylece cari fiyatlarla GSYİH 3. çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre %0.1'lik düşüyle 262.229 milyon TL, sabit fiyatlarla ise %19.6'lık azalışla 27.129 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.



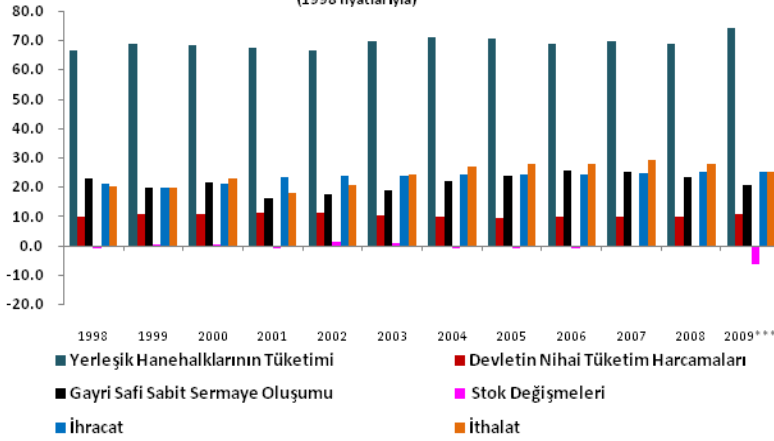
Kaynak:TCMB

Büyüme verilerinin detayları incelendiğinde, 2009 yılının üçüncü çeyreğinde en büyük yavaşlamanın %18.1 ile, ekonominin büyüme dönemlerinde lokomotif görevini gören inşaat sektöründe gerçekleştiği görülmektedir. İnşaat sektörünün büyüme üzerinde 1.00 puanlık negatif katkısı olmuştur. Sanayi sektöründeki daralmanın beklentiler doğrultusunda yavaşladığı dikkat çekerken, 2009 yılının ikinci çeyreğinde %11.7 oranında küçülen imalat sanayii, üçüncü çeyrekte %3.9 oranında daralmıştır. Sektörün büyüme üzerindeki negatif katkısı -0.86 ile beklentilerimize paralel gerçekleşmiştir. Ticaret sektöründe ikinci çeyrekte yaşanan %15.4'lük küçülmenin, küresel finansal krizin yavaşlamasıyla toparlanan dış talebe bağlı olarak üçüncü çeyrekte %7.2 oranında gerçekleştiği ve sektörün büyümeye katkısının -0.89 puan olduğu görülmektedir. Tarım sektörünün ise üçüncü çeyrekte bizim beklentimize paralel olarak %2.7 oranında büyümesi, GSYİH büyüme oranına 0.42 puanlık katkı sağlamıştır. Yüksek oranda daralma kaydeden diğer sektörler arasında yer alan vergi-sübvansiyonda %8.4 daralma yaşanmıştır. Söz konusu sektörde geçen yılın aynı döneminde %2.4'lük büyüme gerçekleşmişti. Üçüncü çeyrekte büyüyen sektörler arasında ise %9.5 ile mali aracılık hizmetleri öne çıkmıştır.

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) 2009 yılının üçüncü üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla %3.3 oranında azalarak piyasa ve bizim beklentilerimizin bir miktar altında küçülmüştür. Böylece sabit fiyatlarla GSYİH 2009 yılının üçüncü üç aylık döneminde 27.129 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Türkiye İstatistik Kurumu'nun önceki üç çeyrek dönem için büyüme verilerini aşağı yönde revize etmesiyle, I. çeyrek büyüme oranı -%14.3'den -%14.7'ye, II. çeyrek büyüme oranı ise -%7.0'dan -%7.9'a gerilemiştir.

Büyüme verilerinin detayları incelendiğinde, 2009 yılının üçüncü çeyreğinde en büyük yavaşlamanın %18.1 ile, ekonominin büyüme dönemlerinde lokomotif görevini gören inşaat sektöründe gerçekleştiği görülmektedir. İnşaat sektörünün büyüme üzerinde 1.00 puanlık negatif katkısı olmuştur. Sanayi sektöründeki daralmanın beklentiler doğrultusunda yavaşladığı dikkat çekerken, 2009 yılının ikinci çeyreğinde %11.7 oranında küçülen imalat sanayii, üçüncü çeyrekte %3.9 oranında daralmıştır. Sektörün büyüme üzerindeki

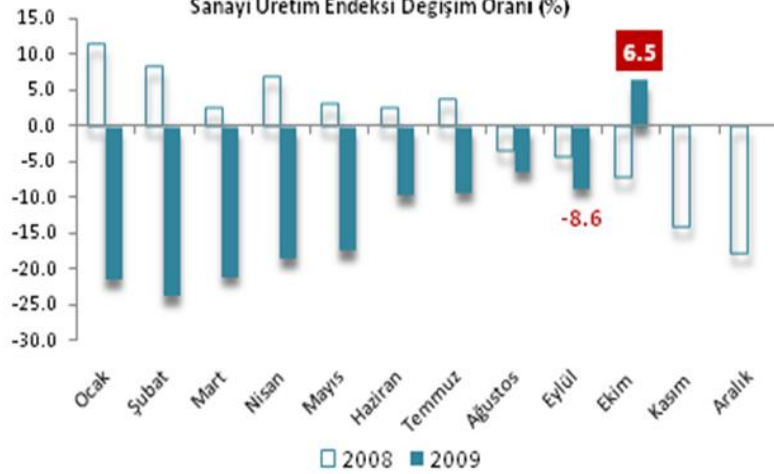
GSYİH içinde payı (%)  
(1998 fiyatlarıyla)



Kaynak:TCMB

görülmektedir. Yatırımlarda yaşanan sert düşüş önümüzdeki dönemde büyüme üzerinde negatif bir baskı oluşturabilir. Diğer taraftan, kamu harcamalarının yılın ikinci çeyreğinde daha sınırlı bir artış yaşamasının arkasından yılın üçüncü çeyreğinde %5.2 oranında artarak büyümeye 0.47 puan katkı yaptığı görülmektedir. Devlet harcamalarının pozitif katkısı yanında net ihracat, ihracat rakamlarının da düşmesine rağmen ithalatta yaşanan sert düşüş nedeniyle büyümeye 2.06 puanlık katkı sağlamıştır. Son üç çeyrekte devam eden stok erimesinin ardından yılın üçüncü çeyreğinde stok birikimi yeniden pozitive yükselirken, yıllık bazda %22 daraldığı ve söz konusu düşüşün büyümeyi 1.3 puan aşağıya çektiği görülmektedir.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranı (%)

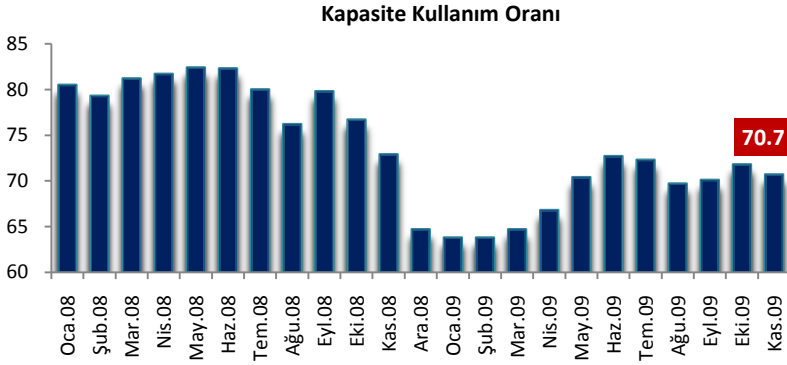


arttığı görülmektedir. Daha önceleri ihraç ürünleri üretiminde kullanılan ara malları yurtdışından karşılanırken, krizin ardından düşük kurla birlikte ara malı ithalatının iç pazardan karşılanmaya başlaması ara malı üretimindeki artışın temel nedeni olmuştur. Sermaye Malı İmalatı ise %3.0 oranında azalmıştır. İmalat sanayi alt sektörleri incelendiğinde, pek çok alt sektörlerde bir önceki yıla göre artış dikkat çekmektedir. Buna göre Madencilik ve Taşocaklığı sektörü endeksi %5.2, İmalat Sanayi Sektörü endeksi %6.6, Elektrik, Gaz ve Su Sektörü ise %6.4 artış kaydetmiştir. İmalat sanayiindeki %6.6 artış, Temmuz 2008'den bu yana görülen ilk artış olurken, Ağustos 2008'den beri yaşanan düşüşün sona erdiğini ve artık toparlanmanın başladığını yansıtmaktadır. İmalat Sanayi Üretim Endeksi alt gruplarının 2009 yılı Ekim ayında 2008 yılının aynı ayına göre yüzde değişim oranları incelendiğinde, en yüksek artışın %38.3 ile Tıbbi Hassas ve Optik Aletler ile Saat İmalatında gerçekleştiği görülmektedir. Bunu %19.1'lik artış ile Ağaç ve Ağaç Mantarı Ürünleri İmalatı izlemektedir. En yüksek düşüş ise %31.5 ile Büro Makineleri ve Bilgisayar İmalatında gerçekleşmiştir.

GSYİH'da yaşanan düşüş harcamalar yöntemiyle incelendiğinde, toplam iç talepteki daralmanın beklediğimiz gibi büyümedeki düşüşte etkili olmaya devam ettiği, yatırımlarda ise yaşanan sert düşüşün büyüme üzerinde en fazla negatif katkısı yaptığı görülmektedir. Detaylara baktığımızda, Yerleşik Hanehalklarının Tüketiminin %0.9 oranında daralmasının büyüme üzerindeki katkısının -0.61 olduğu görülmektedir. Gayri Safi Sabit Sermaye oluşumunun %18.0 oranında gerilediği izlenirken, bu düşüşün büyümeye katkısının -3.87 olduğu

Büyüme için öncül göstergeler arasında izlenen toplam sanayi üretimi Ekim ayında geçen yılın aynı ayına göre %6.5, bir önceki aya göre ise %13.7 artış kaydederek bizim %4.5, piyasanın ise %2.1 olan daralma beklentilerinin aksine bir gelişme kaydetmiştir. Beklenmedik şekilde artış kaydeden sanayi üretim endeksi ana sanayi grupları bazında incelendiğinde, önceki ayların aksine Ara Malı İmalatının %11, Dayanısız Tüketim Malı İmalatının %8.1, Dayanıklı Tüketim Malı İmalatının %7.0, Enerjinin ise %1.9 oranında

Krizle birlikte düşüşe geçen sanayi üretiminin 14 ay aradan sonra yükselişe geçmesinin arkasındaki faktörler incelendiğinde, baz etkisi dikkat çekmektedir. Bunun nedeni sanayi üretiminin geçen yılın Ağustos ayından itibaren düşüş sürecine girmesi ve Ekim ayında krizin ilk önemli etkilerinin görülmeye başlanmasıdır. Diğer taraftan geçen yıl Ramazan Bayramı'nın Ekim ayına rastlaması nedeniyle bu yılın Ekim ayında geçen yıla göre çalışma günlerinin iki gün daha fazla olması da yükselişte etkili olmuştur. Bir diğer önemli faktör ise, Ekim ayında ihracatın aylık bazda %19 oranında artışla son 13 ayın en yüksek seviyesine ulaşmasıdır. Kur baskısı, ABD ve Avrupa gibi pazarlardaki talebin azalmasıyla ihracatçı firmaların alternatif pazarlara yönelmesi, bununla birlikte kimya, gıda, tekstil, metal sanayii gibi ihracatçı sektörlerde dikkat çekici üretim artışları yaşanması sanayi üretimini tetiklemiştir.



Kaynak:TÜİK

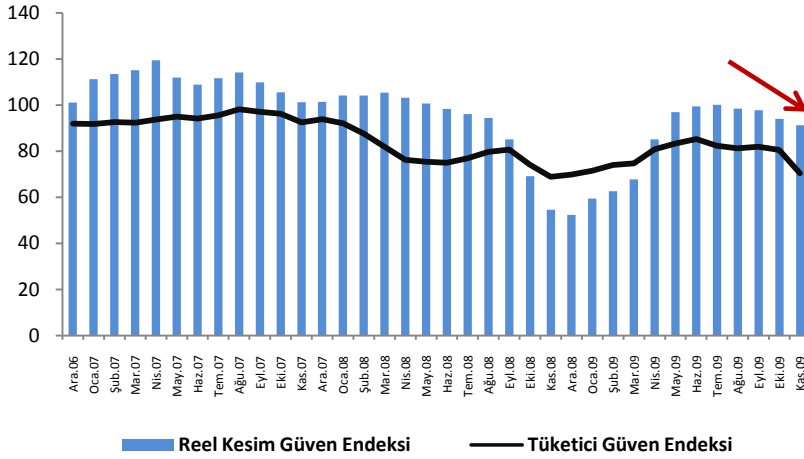
Sanayi üretiminin Ağustos 2008'den bu yana ilk defa artış kaydetmesi ekonomik toparlanmaya dair olumlu bir gelişme olurken, kapasite kullanım oranının sanayi üretimindeki yükselişi destekleyecek oranda artış kaydetmemesi dikkat çekmiştir. Ekim ayında 71.8 seviyesinde gerçekleşen kapasite kullanım oranı Kasım ayında 1.0 puan düşüşle 70.8 seviyesine gerilemiştir. İşyerlerinin, tam kapasite ile çalışmamasının nedenleri arasında iç pazarda talep yetersizliği %55.4, dış pazarda talep yetersizliği ise %29.7 oranında etkili olmuştur. Kapasite kullanım oranları sektörel bazda incelendiğinde, imalat sanayi sektörü kapasite kullanım oranının aylık bazda -%1.5 oranında düşüş kaydetmesine karşın, ihracata dayalı sektörler olan tekstil ve giyim eşyası imalatı, plastik imalatı, makine teçhizat imalatı ve motorlu taşıtlar da aylık bazda iyileşmeler görülmektedir.

### **Türkiye ekonomisinin 2009'un son çeyreğinde pozitif büyümeye geçmesini bekliyoruz...**

Üçüncü çeyrek büyüme verisinin beklentilerin altında daralmaya işaret etmesi, bunun yanı sıra dördüncü çeyrek büyüme için öncül göstergeler arasında takip edilen sanayi üretim endeksinin Ekim ayında daralacağı beklentilerinin aksine Ağustos 2008'den bu yana ilk defa artış kaydetmesi ekonomik toparlanmaya dair olumlu gelişmeler olurken, yılın dördüncü çeyreğinde pozitif büyüme rakamları görebileceğimize işaret etmiştir. Son açıklanan verilerle birlikte, birinci çeyrek büyüme rakamlarında yaşanan sert düşüşün ardından yılın ikinci çeyreğinde daralmanın yavaşlayarak devam ettiği, üçüncü çeyrekte ise ekonomideki toparlanmanın beklentilerimize paralel olarak devam ettiği görülmektedir. Bu çerçevede yılın dördüncü çeyreğine ilişkin büyüme beklentimiz şimdilik %3.5 yönündedir, fakat önümüzdeki günlerde yurtiçi dinamiklerdeki olumlu gelişmeler ve yurtdışı piyasalardaki toparlanmanın belirginleşmesi durumunda büyüme beklentilerimizde revizyona gidilebilecektir. Beklentilerden olumlu gelen Ekim ayı sanayi üretimi verilerine rağmen, büyüme verilerinde özellikle yılın ilk iki çeyreğine ilişkin aşağı yönlü yapılan revizyonlar nedeniyle yıl sonu büyüme beklentilerimizi şimdilik değiştirmiyoruz. 2009 yılında Türkiye ekonomisinin %5.9 oranında küçülmesini beklerken, 2010 yılı için büyüme beklentimiz şu an için %3.8 olup, ekonomideki gelişmelere göre yukarı yönlü bir revizyona gitmemiz söz konusu olabilecektir.

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

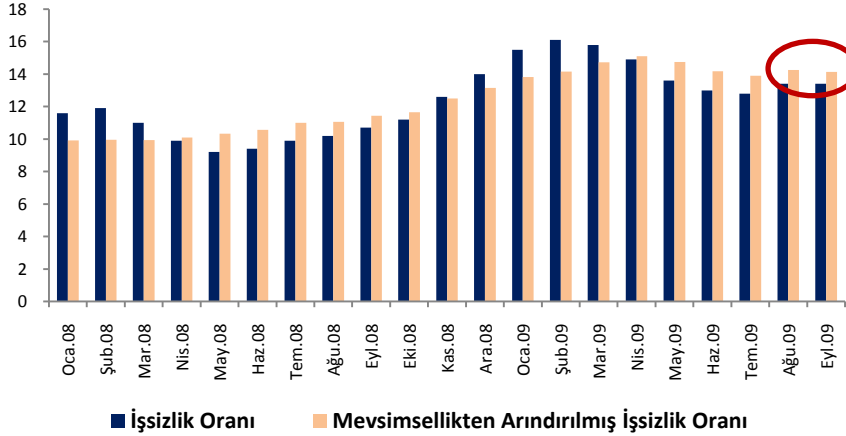
### Tüketici güveninde henüz toparlanma görülüyor...



Tüketici güven endekslerinde Ekim ayında başlayan gerileme Kasım ayında da devam etmiştir. TÜİK tarafından açıklanan Tüketici Güven Endeksi Kasım ayında %2.63 azalarak 78.3'e gerilerken, Merkez Bankası tarafından açıklanan Reel Kesim Güven Endeksi %2.9 azalarak 91.2 seviyesine gerilemiştir. Böylece, tüketici güveni sekiz ayın en düşük seviyesine, reel kesim güven endeksi de son yedi ayın en düşük seviyesine gerilemiştir. Tüketici güven endeksi incelendiğinde tüketici güvenindeki

gerilemenin alt kalemlerin tamamına yayıldığı, satın alma gücü, genel ekonomik durum ve iş bulma olanaklarına ilişkin beklentilerin tamamının endeksi Kasım ayında olumsuz yönde etkilediği görülmektedir. Bu değerlendirme doğrultusunda gerilemenin Aralık ayında da devam etmesi beklenmektedir.

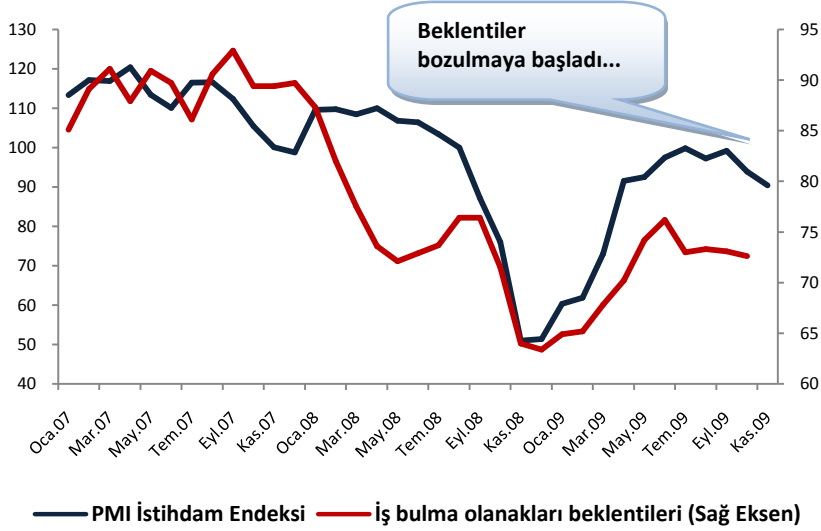
### İşsizlik oranında Eylül ayındaki olumlu görünüme karşın, yükseliş beklentimiz sürüyor...



Ağustos - Eylül - Ekim dönemi işsizlik oranı zayıflayan mevsimsel etkilere karşın bir önceki aya göre değişmeyerek %13.4 oranında sabit kalmıştır. Aynı dönemde tarım dışı işsizlik oranı ise geçen yıla göre 3.5 puanlık artışla %16.9 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Mevsimsel etkilerden arındırıldığında ise işsizlik oranındaki düşüş dikkat çekmektedir. İşsizlik oranında aylık bazda bir değişiklik görülmemesine rağmen mevsimsel etkilerden arındırılmış seride %0.12 düşüş

gerçekleşmiştir. Eylül ayına ilişkin işsizlik oranı beklentileri %14.0 seviyelerine işaret ederken, işsizlik oranının bir önceki aya göre değişmemesi piyasalar için sürpriz bir gelişme olmuştur. Yaşanan olumlu görünüm ekonomide dibin görüldü şeklinde yorumların artmasına neden olurken, işsizlik oranının sert bir yükseliş yaşayacağı beklentilerinin aksine sabit kalmasında, istihdam edilenlerin sayısındaki mevsimsel düşüşün geçmiş yıllara kıyasla daha sınırlı olmasının rol oynadığı görülmektedir. Özellikle Eylül ayında istihdamdaki düşüşün geçmiş yıllara göre daha sınırlı olmasında sanayi sektöründeki istihdam artışı etkili olmuştur. Son dönemde sanayi sektöründeki toparlanmanın istihdam rakamlarına yansıdığı izlenirken, önümüzdeki dönemde özellikle mevsimsel etkilerin sertleşmesiyle işsizlik oranındaki seyrin ekonomideki toparlanmaya göre şekilleneceği düşünülmektedir.



Dolayısıyla toplam istihdamın yeniden büyümeye başlamış olması ve tarımdışı istihdam kaybındaki yavaşlama işgücü piyasasına dair olumlu bir tablo çizerken, söz konusu toparlanmanın kalıcı olup olmayacağı önümüzdeki dönemde netlik kazanacaktır. Önümüzdeki aylarda mevsimsel etkilerin zayıflamasının etkisiyle işsizlik oranında yeniden yükseliş trendi oluşması mümkün görünmektedir. Buna göre 2009 sonu itibariyle işsizlik oranının %14.9 seviyesine çıkacağını tahmin ediyoruz. Ancak, işsizlik oranındaki toparlanmanın

bozulması durumunda yıl sonu beklentilerimizde yukarı yönlü revizyona gidilebilecektir. İşsizlik oranının 2010 Şubat ayında mevsimsel etkilerin artmasıyla yılın en yüksek seviyelerini görebileceğini ve %16 seviyelerine yükselebileceğini tahmin ediyoruz.

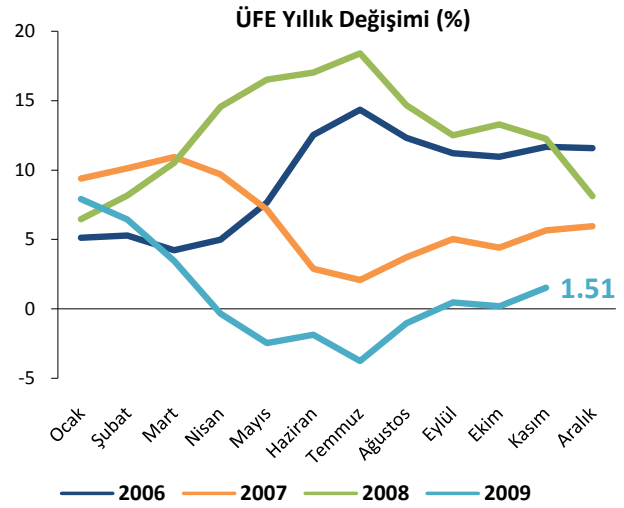
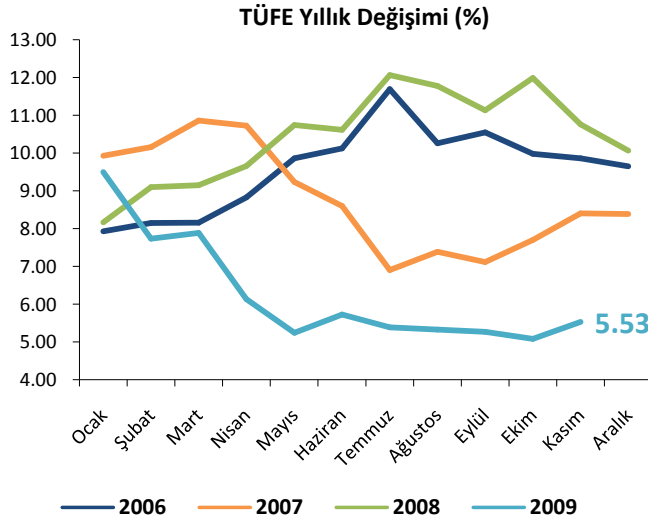
## Enflasyondaki yükseliş geçici mi?..

% Değişim (2003=100)	TÜFE Kas.09	ÜFE Kas.09
Bir önceki aya göre	1.27	1.29
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	5.96	5.24
Bir önceki yılın aynı ayına göre	5.53	1.51
On iki aylık ortalamalara göre	6.53	1.37

Kaynak:TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Kasım ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %1.27 (beklentimiz: %1.10, piyasa beklentisi: %0.97) oranıyla beklentilerin üzerinde arttı. Böylece yıllık bazda TÜFE %5.08 oranından %5.53'e sert bir şekilde yükseldi. Kasım ayı TÜFE rakamlarının beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmesinde gıda ve

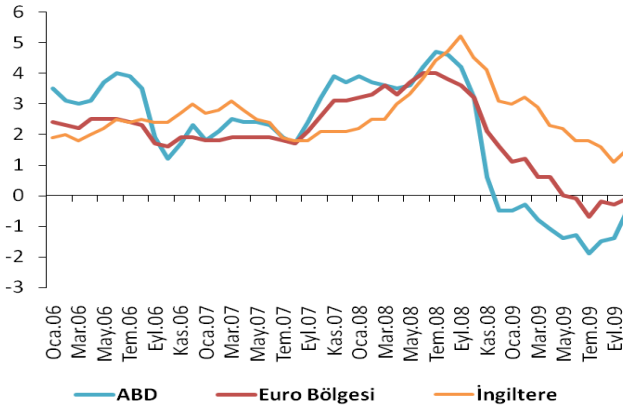
alkolsüz içecekler grubunda %2.21 oranında (TÜFE'ye katkısı: 0.63 puan) yükseliş yaşanması etkili olurken, giyim ve ayakkabı ana harcama gurubundaki %4.55'lik (katkısı:0.37) artış da dikkat çekti. Diğer bir yüksek artış gösteren çeşitli mal ve hizmetler kaleminin ise, harcama ağırlığının düşük olması sebebiyle TÜFE'ye katkısı 0.07 ile sınırlı kaldı. Azalış gösteren kalemler ise, ev eşyası ile birlikte eğlence ve kültür ana harcama grupları olurken, bu grupların harcama ağırlıklarının düşük olması sebebiyle TÜFE'yi düşürücü etkisi sınırlı oldu.



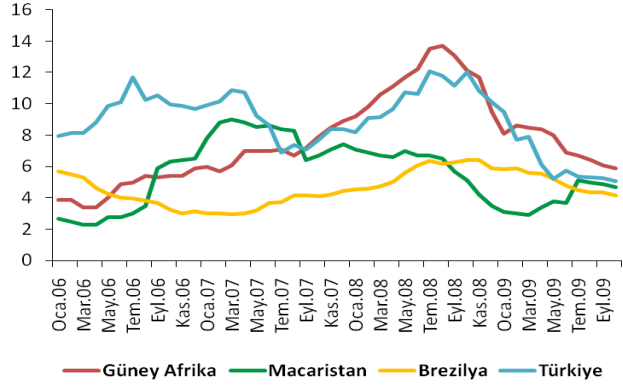
2009 yılı Kasım ayında Üretici Fiyat Endeksi'nde ise bir önceki aya göre %1.29 (beklentimiz: %0.75, piyasa beklentisi: %0.67) artış gerçekleşti. Üretici fiyatları Nisan-Eylül arasında deflasyonist bir görünüme sahipken Eylül'de başlayan fiyat artışlarının Kasım ayında da devam etmesiyle ÜFE yıllık bazda %1.51 seviyesine yükseldi. ÜFE sonuçları sanayinin alt sektörleri bazında değerlendirildiğinde en yüksek aylık artış %4.55 ile giyim eşyası imalatı alt sektöründe gerçekleşti. Ayrıca, tarım sektöründe bir önceki yılın aynı ayına göre artış oranı %8.87'ye yükselirken sanayi sektörü fiyatlarının ise %0.07 azaldığı dikkat çekti. 2009 yılının son ayında, üretici fiyatları artışının, Kasım ayında görülen aylık artışa göre bir miktar daha düşük gerçekleşmesi beklenirken, bir önceki yılın baz etkisi nedeniyle yıllık bazda yükselişin devam edeceğini tahmin ediyoruz. Enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altını dışlayan H endeksinin yıllık artış oranı 0.03 puan azalarak %3.09 olarak gerçekleşti. H endeksinden işlenmiş gıda ürünleri çıkarılarak elde edilen I göstergesinin yıllık artış oranı ise 0.20 puan gerileyerek %3.91 oldu. Ekim ayında, yemek ve haberleşme hizmetlerinde gözlenen artışla duraklayan hizmet grubu yıllık enflasyonundaki azalış eğilimi, Kasım ayında tekrar belirginleşti. Bu dönemde, hizmet genel endeksi ile birlikte kira, ulaştırma hizmetleri ve lokanta-oteller alt grupları yıllık enflasyonları da endeks tarihindeki en düşük seviyelere ulaştı.



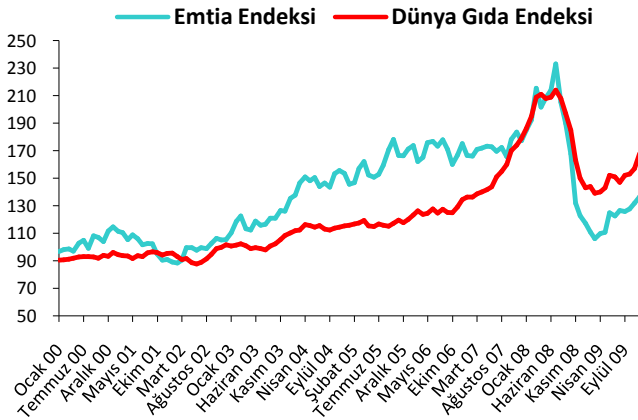
Gelişmiş Ülke Yıllık TÜFE Değişimleri (%)



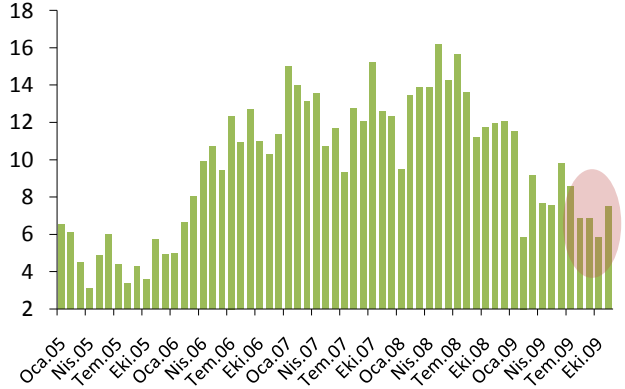
Gelişmekte Olan Ülke Yıllık TÜFE Değişimleri (%)



Dünya genelinde enflasyon rakamlarına bakıldığında, 2009 yılında tüm dünyada enflasyonda düşüş görüldüğü fakat son aylarda yükselişin etkili olduğu dikkat çekmektedir. Gelişmiş ülke enflasyon rakamları genellikle negatif seviyelerde seyredirken 2010 yılında pozitif seviyelere geçmesine kesin gözüyle bakılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin yıllık TÜFE verilerinde ise gelişmiş ülkelerde olduğu gibi aşağı yönlü bir seyir hakim olup %4 ile %6 arasında bulunmaktadır.



Türkiye Gıda Fiyatları Yıllık Değişimi (%)



Türkiye'deki gıda fiyatları incelendiğinde, Ekim ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %5.8 artış gösteren yurtiçi gıda fiyatlarının Kasım ayında bir anda %7.5 seviyesine yükselmesi enflasyondaki beklenmedik artışın ana nedeni olarak gösterilebilir. Geçmiş enflasyon raporumuzda da Türkiye'deki TÜFE enflasyonu ile emtia fiyat endeksi ve dünya gıda fiyatları endeksi arasında yüksek ilişki bulmuştuk. Söz konusu emtia ve gıda fiyat endeksleri incelendiğinde, 2008 yılının ortasında tepe yaptıktan sonra talep yetersizliği kaynaklı olarak sert bir düşüş görmekteyiz. 2009 yılı Mart ayından sonra piyasaların düzelmeye başlamasıyla birlikte de emtia ve dünya gıda fiyat endekslerinde yükseliş başladığı görülmektedir. Söz konusu durum önümüzdeki dönemlerde enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşma ihtimalini kuvvetlendirmektedir. Bu durum, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak 2010 yıl sonu enflasyon beklentimiz olan %8.00 seviyesini desteklemektedir. Piyasa beklentisi ise, %6.00 ile %10.00 arasında değişirken, gelecek döneme ilişkin ekonomik durum beklentilerinin tam olarak belirginleşmemiş olması nedeniyle karışık bir görünüm sergilemektedir. Aralık ayı enflasyon rakamları için ise beklentilerimiz %0.27 iken, Aralık ayı ile birlikte 2009 yıl sonu enflasyon beklentimiz %6.25 seviyesindedir.

**Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yıl sonu TÜFE artış oranı tahminimiz %6.25'dir.**

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

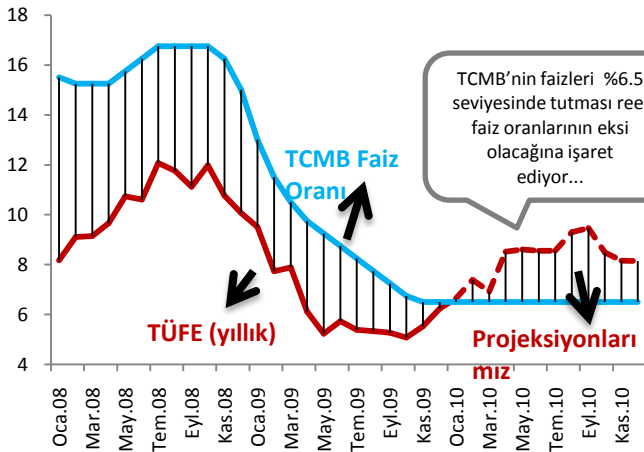
#### TCMB O/N Faiz Oranları

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

Kaynak:TCMB

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Aralık ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında gecelik borçlanma faiz oranlarını piyasa beklentileri doğrultusunda değiştirmede. Böylece borç verme faiz oranını %6.50'ye; borç alma faiz oranını ise %9.00 seviyesinde bırakan TCMB, faiz indirimine başladığı 2008 yılı Kasım ayından bu yana faiz indirimlerine ilk defa ara verirken, kriz nedeniyle toplam faiz indirimleri 1025 baz puan olarak gerçekleşmiş oldu.

Merkez Bankası para politikası toplantısının ardından yaptığı yazılı açıklamada, iktisadi faaliyette ılımlı bir toparlanma sürecine girilmekle birlikte, toplam talebe dair belirsizliklerin sürdüğünü ve istihdam koşullarında iyileşmenin zaman alacağını belirtti. Aralık ayı enflasyonunun güçlü baz etkisine bağlı olarak belirgin bir artış göstereceğini bildiren Merkez Bankası, orta ve uzun vadede büyüme performansı ve enflasyonun düşük seviyelerini koruyacağını ifade ederek, küresel ekonomideki belirsizliklerin sürmesi nedeniyle faiz oranlarının uzun bir süre düşük seviyelerde tutulması gerektiğini belirtti.



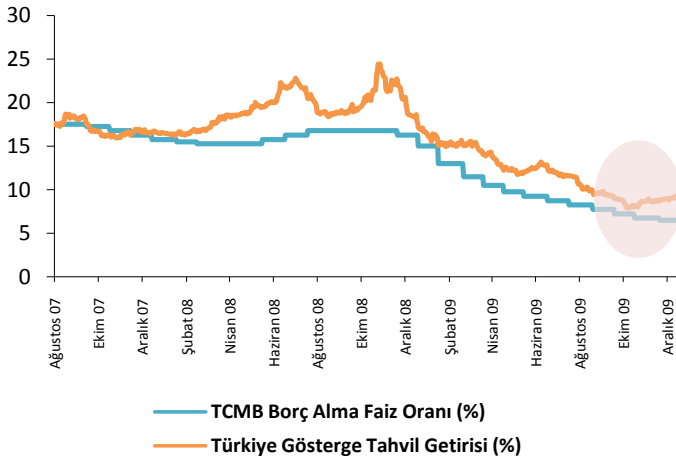
Uzun süredir yıllık bazda düşüş görülen enflasyon rakamlarının Kasım ayında yükselmesiyle birlikte, açıklanan işsizlik rakamlarının ve sanayi üretim verilerinin beklentilerden iyi gelmesi, TCMB'nin 17 Aralık PPK toplantısında faiz indirimlerini sonlandırmasında etkili olmuştur. Halihazırda büyüme odaklı nedenlerle faiz indirimlerine devam eden TCMB, yurtiçinde kredilerde ve sanayi üretiminde görülen yükselişle beraber ekonomide görülen toparlanma ve en son açıklanan enflasyonun, Haziran 2009'dan beri ilk defa yıllık bazda yukarı yönlü olması sebebiyle faiz indirimlerini durdurmuştur. Bir diğer neden ise, halihazırda piyasalarda işlem gören 2 yıllık gösterge tahvil getiri oranı ile TCMB gösterge

faiz oranı arasındaki spreadin 240 baz puana kadar yükselmesi (behind the yield curve) ve TCMB'nin piyasadan daha fazla uzaklaşmaması için faiz indirimlerine ara vermek zorunda kalmış olmasıdır. Ayrıca, 2010 yıl sonu enflasyon beklentilerinin yüksek seviyelerde olması, TCMB'nin belirttiği gibi faizleri uzunca bir süre düşük seviyelerde sabit tutma ihtimalini düşürmektedir.

Faiz indirimlerinin sonuna gelmesinin ardından piyasalarda giderek merak edilen konu ise, TCMB'nin 2010 yılında para politikası kararlarında nasıl bir yol izleyeceği olacaktır. Dünyada son zamanlarda giderek kabul gören ana görüş başta ABD olmak üzere dünyanın krizin en kötüsünü gördüğü ve ekonomilerin yavaş ve kademeli olsa da toparlanma sürecine girdiği yönündedir. TCMB dahil bir çok merkez bankasının faiz oranlarını uzun süre düşük seviyelerde tutacağı öngörüsünün temel nedeni bu varsayımın genel kabul görmesidir. Bu genel görüşün dışında son günlerde daha az dile getirilen diğer varsayım ise, ekonomilerde görülen genel toparlanmanın temel sebebi olan hükümetlerin (Keynesyen politikalar) teşvik paketlerinin 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 resesyon yaşayacağı yönündedir. Son gelen ekonomik verilerin ekonomik canlanmanın devam ettiğine işaret etmesi, bu ikinci görüşün (çift dip) daha az dile getirilmesine yol açmaktadır.

Genel kabul gören ikinci görüş bağlamında, ekonomilerin canlanmaya devam ettiği bir ortamda Türkiye ekonomisinin genel dinamikleri çerçevesinde enflasyonist baskıların diğer gelişmiş ekonomilere oranla daha fazla görünme riski bulunmaktadır. 2010 yılında Türkiye'nin beklenen büyüme hızının %3 civarında olduğu, 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 gelmektedir.



Talep tarafı dışında arz yönünden ekonominin ithal ettiği birçok emtianın fiyatlarının hızla yükselmesi de maliyet yönlü baskıların önümüzdeki dönemde hissedileceğine işaret etmektedir. Tüm bu nedenlerle bizim piyasadan farklı olarak 2010 yılında enflasyonun yükselebileceği beklentilerimize paralel olarak, özellikle Ocak ve Şubat aylarında Botaş'ın doğalgaza zam yapmaya hazırlandığı bildirilirken, zam oranının %50'ye varabileceğinin belirtilmesi ve gündemdeki vergi artışları değerlendirildiğinde, enflasyonda yukarı yönlü bir seyir yaşanması mümkün olabilecektir. Enflasyonla ilgili bu beklentilerimiz doğrultusunda TCMB'nin yılın ikinci çeyreğinde

faizleri yükseltmeye başlayacağını tahmin ediyoruz. Faiz arttırmalarının tutarı ise enflasyon oranı ve gösterge tahvilin seviyesine bağlı olacaktır. Kasım ayında ilk defa artmaya başlayan tüketici enflasyonunun önümüzdeki aylarda baz etkisi ile artmaya devam etmesi ve yılın ikinci yarısında %9.0 seviyelerine yükselmesi ihtimali bulunmaktadır. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak enflasyonun yılın ortalarında %9.0'a kadar yükselmesini beklememize karşın, yıl sonu beklentimiz %8.0 civarlarında bulunmaktadır. TÜFE'nin beklentimiz doğrultusunda %9.0'lara çıkması durumunda halihazırda %9.0'larda olan gösterge tahvil ortalama bileşik faiz oranının da doğal olarak yükselmesi söz konusu olacaktır. Ayrıca, reel faizlerin eksi gerçekleşebileceği değerlendirildiğinde TCMB'nin faiz artırımına direnmesi, piyasanın gerisinde kalma riskini arttıracığından zor olacaktır. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak TCMB muhtemel faiz arttırmalarının 200 ile 225 baz puanı arasında olabileceği, bu arttırmaların 2010'un ikinci çeyreği ile üçüncü çeyreği arasında gerçekleşebileceği, enflasyonun 2010'un üçüncü çeyreğinden itibaren %9.0'lardan %8'e gerileyeceği beklentimiz dahilinde TCMB'nin yılın son çeyreğinde faiz artırımını durdurması, koşullar elverdiği takdirde beklenen bu faiz arttırmalarının bir kısmını yılın son aylarında geri alması söz konusu olabilir.

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 resesyonla (çift dip) karşılaşması durumunda Merkez Bankası'nın beklediğimiz faiz artırımlarını yapmaması, derin bir resesyonla karşılaşılması durumunda politika faizlerini yeniden indirmeye başlaması beklenebilir.

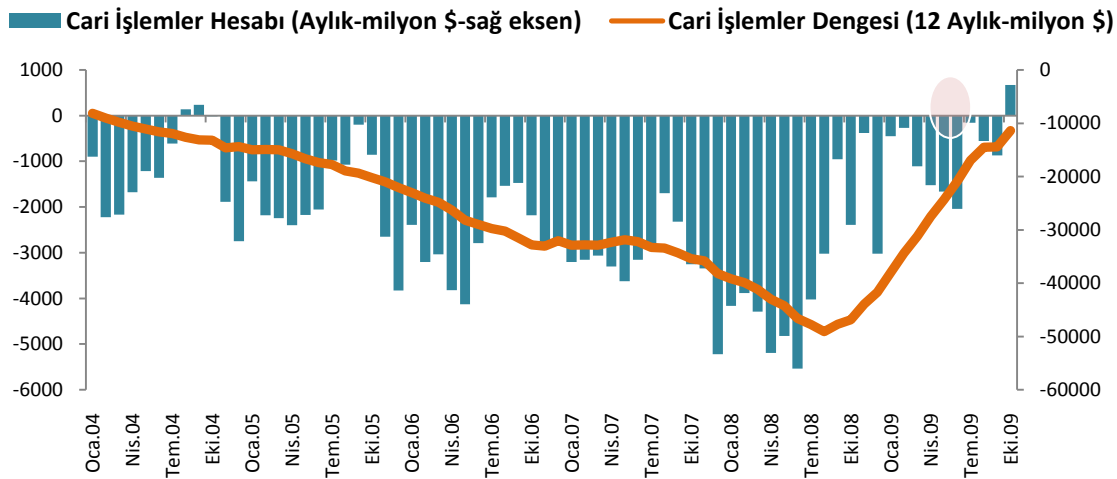
**Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, TCMB'nin gecelik borçlanma faiz oranını Mayıs 2009'a kadar %6.50 seviyesinde tutmasını bekliyoruz.**

### Cari işlemler dengesi Ekim ayında beklentilerin aksine fazla verdi...

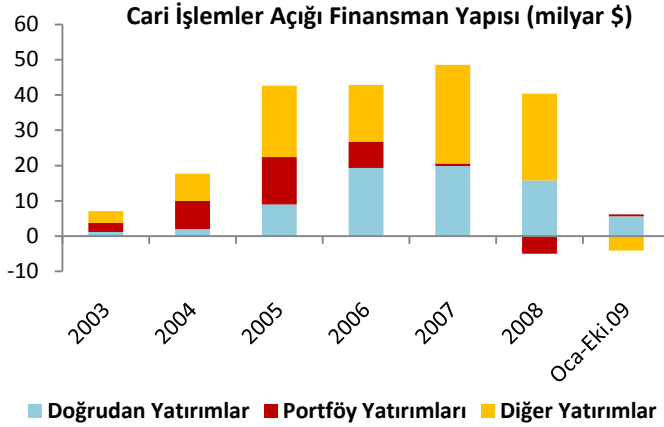
Ödemeler Dengesi						
(Milyon dolar)	Ekim			Ocak-Ekim		
	2008	2009	Değ. (%)	2008	2009	Değ. (%)
<b>Cari İşlemler Hesabı</b>	<b>-2,429</b>	<b>671</b>	<b>-127.6</b>	<b>-38,319</b>	<b>-7,903</b>	<b>-79.4</b>
Dış Ticaret Dengesi	-4,041	-1,013	-74.9	-49,072	-18,136	-63.0
İthalat	-14,539	-11,988	-17.5	-171,415	-107,760	-37.1
İhracat	10,498	10,975	4.5	122,343	89,624	-26.7
Hizmetler Dengesi	<b>2,079</b>	<b>2,023</b>	<b>-2.7</b>	<b>15,891</b>	<b>15,258</b>	<b>-4.0</b>
Gelir Dengesi	-624	-464	-25.6	-6,977	-6,567	-5.9
Cari Transferler	157	125	-20.4	1,839	1,542	-16.2
Finans Hesabı	<b>-2,516</b>	<b>-283</b>	<b>-88.8</b>	<b>36,964</b>	<b>2,272</b>	<b>-93.9</b>
Doğrudan Yatırımlar	1,824	481	-73.6	13,774	5,649	-59.0
Portföy Yatırımları	-4,781	-50	-99.0	-4,317	609	-114.1
Diğer Yatırımlar	441	-714	-261.9	27,507	-3,986	-114.5
Net Hata Noksan	<b>3,676</b>	<b>-364</b>	<b>-109.9</b>	<b>2,039</b>	<b>5,669</b>	<b>178.0</b>
Rezerv Varlıklar	<b>1,269</b>	<b>-24</b>	<b>-101.9</b>	<b>-684</b>	<b>-38</b>	<b>-94.4</b>
Resmi Rezervler	<b>1,504</b>	<b>-24</b>	<b>-101.6</b>	<b>-2,692</b>	<b>642</b>	<b>-123.8</b>

Kaynak: TCMB

Bir önceki yılın Ekim ayında 2.4 milyar dolar olan cari işlemler açığı, 2009 yılının Ekim ayında %127.6 oranında gerileyerek 671 milyon dolar fazla vermiştir. Alt kalemler itibarıyla, ödemeler dengesindeki dış ticaret açığının bir önceki yılın Ekim ayına göre %74.9 oranında azalarak 4 milyar dolardan 1 milyar dolara gerilemesi ve gelir dengesinde giderlerin %25.6 oranında azalarak 464 milyon dolara düşmesi cari işlemler hesabının fazla vermesinde etkili olmuştur. İhracat kalemindeki %4.5 artışın yanısıra ithalatın %17.5 oranında gerilemesi, dış ticaret açığının daralmasına neden olurken, cari işlemler açığının fazla vermesinin de temel sebebi olmuştur. Diğer yandan, hizmetler dengesi kalemi %2.7 gerileyerek 2.023 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece geçen yılın ilk on ayında 38.3 milyar dolar olan cari işlemler açığı, 2009 yılı Ocak – Ekim döneminde %79.4 oranında gerileyerek 7.9 milyar dolar, son bir yıllık dönemde ise 11.4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

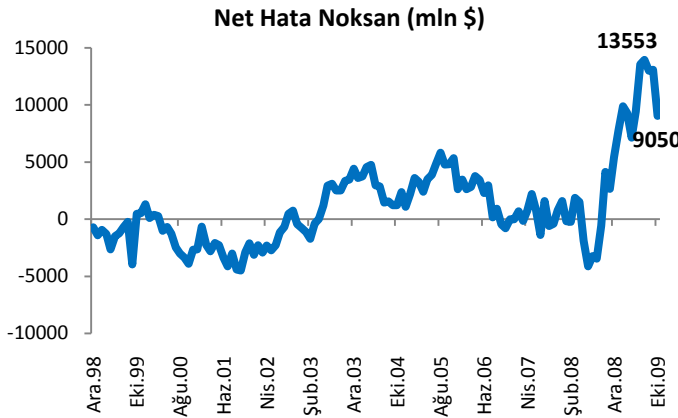


Hizmetler dengesi kalemindeki gelirlerin azalışında, hizmetler dengesinin en önemli kalemi olan turizm gelirlerinin Ekim ayında bir önceki yılın aynı göre %11 oranında artış göstermesine karşın, finansal ve diğer hizmetlerden sağlanan net gelirlerdeki düşüş etkili olmuştur.



Ödemeler dengesinin sermaye ve finans hesabı kalemi incelendiğinde ise, geçmiş yıllarda finansmanın ana kalemi olan diğer yatırımlar (özel sektörün yurt dışından sağladığı borçlanma) kaleminin 2009 yılındaki performansı dikkat çekmektedir. 2009 yılının Ocak-Ekim döneminde azalmakla birlikte doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları cari açığı finanse etmeye devam ederken, diğer yatırımlar kaleminden 4.1 milyar dolarlık çıkış gerçekleştiği görülmektedir. 2008 yılının Ocak-Ekim döneminde 4.3 milyar dolar net sermaye çıkışı olan portföy

yatırımlarında ise bu yılın aynı döneminde 609 milyon dolar tutarında net giriş gerçekleşirken, 2008 yılı Ocak-Ekim döneminde 13.8 milyar dolar olarak gerçekleşen net doğrudan yatırımlar, bu yılın aynı döneminde %59.4 azalışla 5.6 milyar dolara gerilemiştir.



Net hata noksan kaleminde ise uzun süredir devam eden yüksek seviyeler Temmuz ayından itibaren gerilemeye başlamış olsa da, hala yüksek seviyelerde bulunmaktadır. Kriz döneminde net hata noksan kaleminin hızlı bir şekilde artmasında, yurt dışından ve yurt içinden kredi kullanmakta zorlanan reel sektörün ve hanehalkının yurt dışında bulunan varlıklarını yurt içine getirerek kullanmalarının etkili olduğu düşünülürken, 2009 Temmuz ayında 13.6 milyar dolara kadar yükselen net hata noksan kalemi Ekim ayında yıllık 9 milyar dolara kadar gerilemiştir.

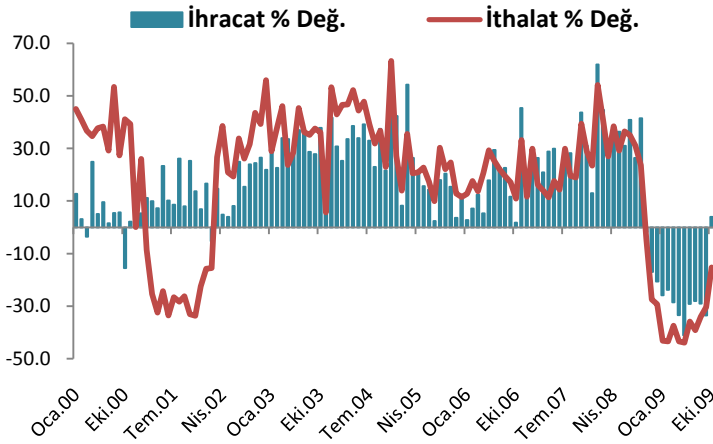
Sonuç olarak, 2009 yılının Ekim ayında yıllık 46.9 milyar dolar olan cari işlemler açığı bu yılın aynı döneminde 11.4 milyar dolara gerilemiştir. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak cari işlemler açığının yıl sonunda 12.3 milyar dolar olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.

**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.**

### Bir yıl aradan sonra ihracatta Ekim ayında ilk kez pozitif büyüme gerçekleşti...

Dış Ticaret						
Milyon dolar	Ekim			Ocak – Ekim		
	2008	2009	Değ. (%)	2008	2009	Değ. (%)
<b>İhracat</b>	9,723	10,103	3.9	114,909	83,214	-27.6
<b>İthalat</b>	14,942	12,675	-15,2	178,485	112,849	-36.8
<b>Dış Ticaret Dengesi</b>	<b>-5,220</b>	<b>-2,573</b>	<b>-50.7</b>	<b>-63,576</b>	<b>-29,635</b>	<b>-53.4</b>
<b>Karşılama Oranı (%)</b>	65.1	79.7		64.4	73.7	

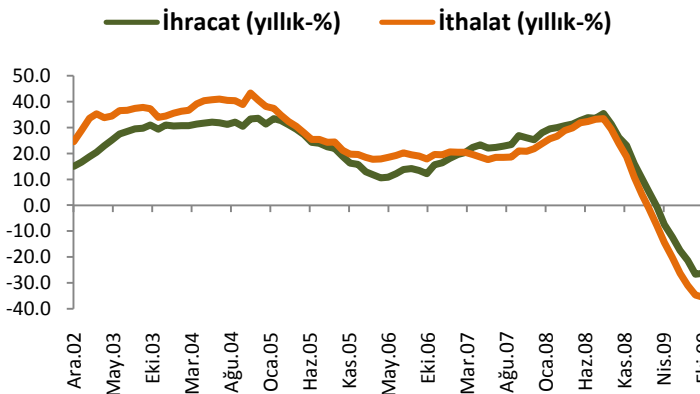
**Kaynak:TÜİK**



TÜİK tarafından açıklanan Ekim ayı dış ticaret verilerine göre ihracat, bir önceki yılın aynı ayına göre %3.9 artarak 10.1 milyar dolara yükselirken, ithalat %15.2 azalarak 12.7 milyar dolara gerilemiştir. Bu verilerle, 2008 yılı Ekim ayında 5.2 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılının aynı ayında %50.7 azalışla 3 milyar dolar olan piyasa beklentilerinin altında 2.6 milyar dolara gerilemiştir. Böylece, Ekim ayı dış ticaret dengesinde yaşanan en dikkate değer gelişme ihracattaki büyüme olurken, ithalattaki azalışın devam etmesine karşın, ihracattaki

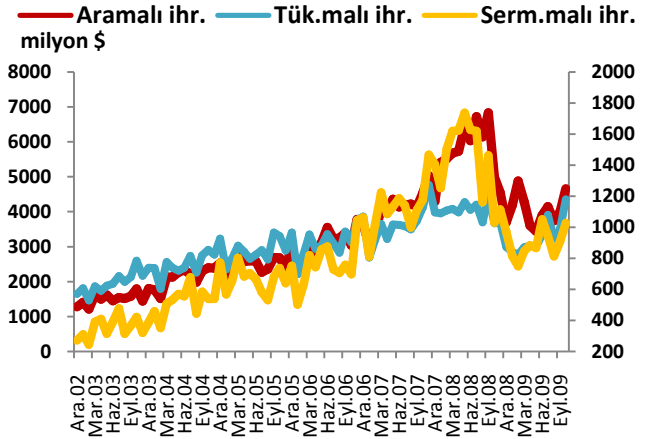
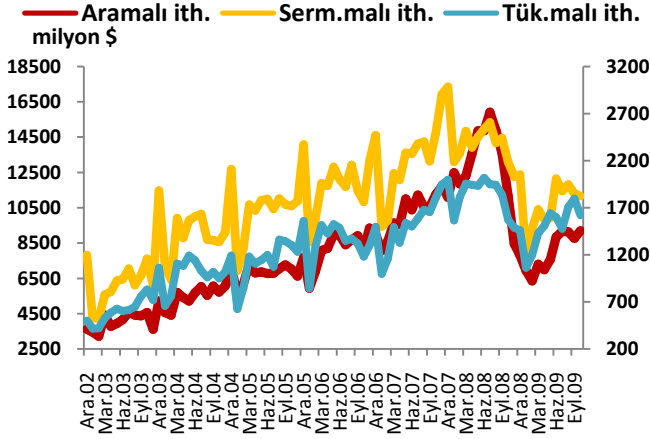
artışın hızlanması dış ticaret açığının beklentilerin altında gerçekleşmesinde etkili olmuştur. İhracattaki artışa bağlı olarak ihracatın ithalatı karşılama oranı ise %79.7'ye yükselmiştir.

Ekim ayında ihracatta yaşanan artışı sadece baz etkisine bağlamak yanıltıcı olabilecektir, çünkü geçen yılın Ekim ayında ihracatta yaşanan sert düşüş aynı şekilde ithalatta da yaşanmıştır. Ancak, ithalat hala pozitif büyümeye geçmeyi başaramamıştır. Ekim ayında sanayi üretiminde yaşanan yükseliş, ihracattaki artışı doğrular nitelikte olsa da, sanayi üretiminin öncül göstergesi niteliğinde olan kapasite kullanım oranında Kasım ayında bir önceki aya göre bir gerileme yaşanmıştır. Bu gelişme sanayi üretiminde yaşanan yükselişin geçici olma ihtimalini arttırırken, ihracatın durumunu ise yurt dışı piyasalar belirlemeye devam edecektir. İthalattaki zayıf seyrin devam etmesi ise hala yurt içi talebin zayıf bir seyir izlediğini göstermektedir. TÜİK tarafından açıklanan aylık ihracat performansının, Türkiye İhracatçılar Meclisi'nin (TİM) yayımladığı geçici verilerle genel olarak uyumlu olduğu dikkati çekerken, TİM verilerine göre Kasım ayında da ihracatın yıllık bazda %1.6 artışla yükselişine devam ettiği görülmektedir. Yine bu durum, Ekim ayında ihracatta yaşanan yükselişin sadece baz etkisine dayanmadığını göstermektedir.



İhracat ve ithalat kalemleri yıllık olarak değerlendirildiğinde, ithalattaki daralmanın hala ihracatın çok üzerinde gerçekleştiği görülürken, ihracat yine Ekim ayında bir önceki aya göre toparlanma göstermiştir. İthalatta ise daralma hala sert bir şekilde gerilemeye devam etmiştir. Ülkemizde ihracat 2008 yılının Eylül ayından itibaren hızla gerilerken, yandaki grafikten de görüldüğü üzere yurt içi tüketim ve üretimdeki azalışa bağlı

olarak ithalattaki daralmanın çok daha yüksek olduğu dikkati çekmektedir. Ocak-Ekim döneminde ise dış ticaret açığı %53.4 oranında gerileyerek 29.6 milyar dolar olarak gerçekleşirken, ilk dokuz ayda ihracatın ithalatı karşılama oranı %73.7 olmuştur.



İhracat ve ithalat kalemlerinin ekonomik kategorilere göre yapılan sınıflandırmasının gelişimi incelendiğinde, aramalı ithalatında bir artış yaşanmasına karşın tüketim ve sermaye malı ithalatının gerilediği dikkati çekmektedir. Aramalı ithalatındaki artış Ekim ayında yurt içi üretimde de bir miktar artış yaşandığını gösterirken, TL'nin zayıf seyrini korumasının da etkisiyle ihracat kalemlerinin hepsinde artış yaşanmıştır. TL'nin zayıf seyrini korumaya devam etmesi ve yurt dışı toparlanmanın daha hızlı gerçekleşmesi durumunda ihracatın ithalattan çok daha hızlı toparlanması mümkün olabilecektir.

Önümüzdeki dönemde ekonomideki toparlanmanın belirginleşmesi halinde 2009 yılı sonunda dış ticaret açığının 35 milyar dolar olarak gerçekleşmesini beklerken, bu artışa paralel olarak cari açığın ise 12.3 milyar dolara yükselmesini bekliyoruz.

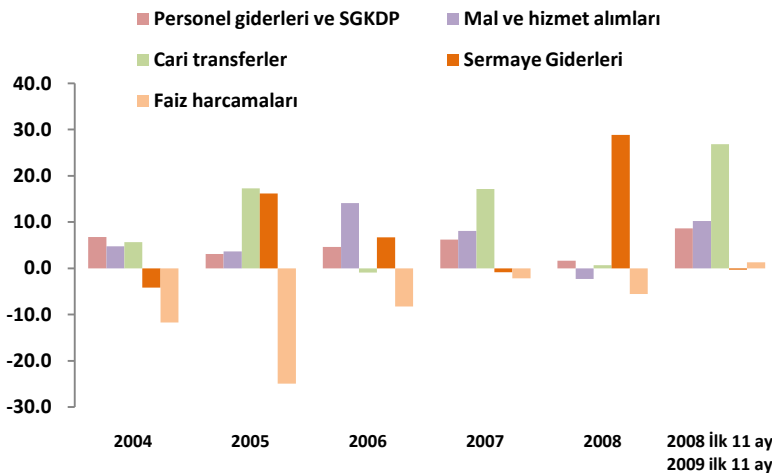
### 2009 yılının ilk 11 ayında bütçe açığı 46.4 milyar TL ile rekor açık verdi...

(Milyar TL)	Kasım			Ocak- Kasım		
	2008	2009	Reel Değ. (%)	2008	2009	Reel Değ. (%)
<b>Bütçe Harcamaları</b>	<b>21.375</b>	<b>20.942</b>	<b>-7.16</b>	<b>202.030</b>	<b>239.542</b>	<b>12.35</b>
<b>Faiz Dışı Harc.</b>	<b>15.935</b>	<b>19.027</b>	<b>13.14</b>	<b>153.240</b>	<b>187.383</b>	<b>15.87</b>
Personel ve SGKDP	4.806	5.483	8.10	51.131	58.612	8.62
Mal ve Hizmet Al.	2.356	2.477	-0.41	19.184	22.312	10.21
Cari Trans.	6.032	7.806	22.63	63.396	84.878	26.87
Sermaye Giderleri	2.030	2.212	3.26	13.182	13.868	-0.31
<b>Faiz Harcamaları</b>	<b>5.440</b>	<b>1.915</b>	<b>-66.64</b>	<b>48.791</b>	<b>52.159</b>	<b>1.30</b>
<b>Bütçe Gelirleri</b>	<b>17.990</b>	<b>17.818</b>	<b>-6.14</b>	<b>193.758</b>	<b>193.186</b>	<b>-5.52</b>
Vergi Gelirleri	15.752	15.084	-9.26	156.073	154.247	-6.35
Diğer Gelirler	2.237	2.734	15.81	37.685	38.938	-2.09
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-3.385</b>	<b>-3.124</b>	<b>-12.56</b>	<b>-8.272</b>	<b>-46.356</b>	<b>431.00</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>2.055</b>	<b>-1.209</b>	<b>-155.74</b>	<b>40.518</b>	<b>5.803</b>	<b>-86.43</b>

Kaynak: Maliye Bakanlığı

Merkezi yönetim bütçe açığı 2009 yılının ilk 11 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %431 gibi rekor bir düzeyde artarak 46.4 milyar TL oldu. Bütçenin Kasım ayı performansı ise bir önceki yılın aynı ayına paralel bir görünüm çizmiştir. Bütçe açığının ilk 11 ayda 46.4 milyar TL açık verdiği dikkate alındığında, bütçe açığının Orta Vadeli Program (OVP)'da yer alan 2009 yılsonu öngörüsü olan 62.8 milyar TL'nin altında kalacağı kesinleşmiş görünmektedir. Maliye Bakanı Mehmet Şimşek'in de açığın 60 milyar TL'nin altında kalacağını belirtmesi bu durumu teyit etmektedir. Faiz dışı dengenin ise Kasım ayında 1.2 milyar TL açık şeklinde olduğu dikkat çekerken, ilk 11 ayda ise %86 civarında bir gerileme ile 5.803 fazla şeklinde olduğu görülmektedir. OVP'de faiz dışı dengenin GSYİH içindeki payının 2009 yılsonunda -%2.1 olarak gerçekleşmesi öngörülmürken, son 4 çeyrek itibari ile bu oranın %0.15 olduğu dikkat çekmektedir.

#### Değişim Oranları (%)



2009 yılının ilk 11 ayında bütçe gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %5 civarında gerilemiştir. Bütçe harcamaları ise söz konusu dönemde reel olarak %12 oranında artmıştır. Kasım ayı itibariyle ise harcamalar reel olarak yaklaşık %7 oranında azalmıştır. Bütçe harcamalarının alt kalemlerini incelediğimizde; bütçe harcamalarındaki gerilemenin ağırlıklı olarak faiz giderlerindeki düşüşten kaynaklandığı görülmektedir. Faiz giderleri Kasım ayında reel olarak %66 oranında azalırken, bu düşüşe Kasım ayında devlet tahvili ve Hazine bonusu faiz giderlerinin yaklaşık 4 milyar TL

gerilemesinin neden olduğu görülmektedir. İlk 11 ay dikkate alındığında ise faiz harcamalarının arttığı dikkat çekmektedir. Önümüzdeki dönemde de faiz giderlerinin artması yönündeki risklerin devam edeceğini söyleyebiliriz. Hazine'nin açıkladığı finansman programına göre 2009 yılı iç borç çevirme oranının %103.4 olması beklenirken, bu oranın 2010 yılı sonunda %99.5 olacağı öngörülmüştür. 2010 öngörüsü piyasalarda iyimser algılanmasına karşın, faiz giderlerindeki artışın devam etmesi mümkün görünmektedir. Faiz dışı harcamalar kalemindeki %13 artışta ise yine en büyük payın cari transferler kalemine ait olduğu görülürken,



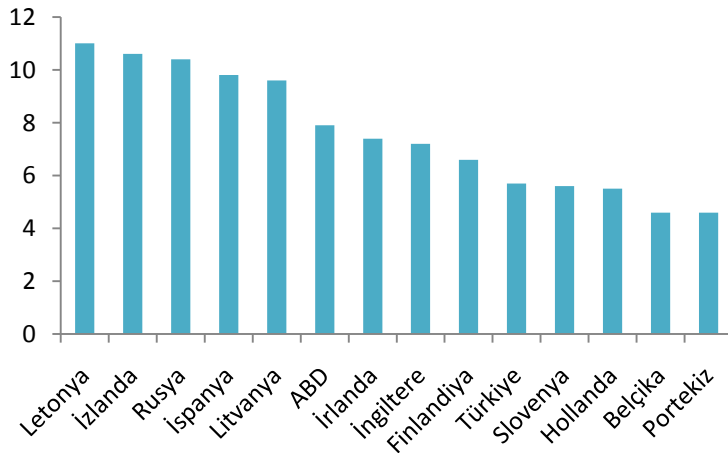
Sosyal güvenlik kurumlarına Hazine yardımlarının, bütçe üzerine yaptığı baskının kuvvetlendiği görüldü. Geçen yılın ilk 11 ayında Hazine yardımlarının yaklaşık 28 milyar TL tutarında olduğu görülürken, bu sene 42 milyar TL olması bu kalemin bütçe üzerindeki baskısının boyutunu yansıtmaktadır. Personel giderlerinde de artışlar dikkat çekerken, bu durum kamunun 2009 yılında yeni personel aldığını ortaya koymaktadır. 2010 yılı bütçe görüşmeleri TBMM’de devam ederken, 2010 yılında 80 bin yeni personel alınacağını belirtilmesi personel giderlerindeki artışların 2010 yılında da devam edeceğine işaret etmektedir.

Küresel krizle birlikte daralan tüketim talebi, yılın ilk 11 ayı için vergi gelirlerinde reel olarak %10’a yakın bir düşüş yaşanırken, bu düşüşün temel nedeninin küresel krizle birlikte daralan tüketim talebi olduğunu söyleyebiliriz. İlk 11 aylık dönemde dahilde alınan KDV gelirlerinde ise yaklaşık %11 oranında, ÖTV gelirlerinde %2.6 oranında artış kaydedilmiştir. Kasım ayında ise dahilde alınan KDV gelirler bir önceki yılın aynı ayına göre %93 azalırken, söz konusu dönemde ÖTV gelirler %15 oranında artmıştır. Bu durum ekonominin canlandırılması amacıyla uygulamaya konulan KDV ve ÖTV indirimlerinin önemini ortaya koymaktadır. ÖTV gelirlerinin Kasım ayında da artış göstermesinde işyeri sahiplerinin indirimleri devam ettirmesi rol oynamaktadır. KDV ve ÖTV gelirlerinde önümüzdeki dönemde riskler ortaya çıkabilir. Yaşanan küresel krizle birlikte tüketim talebi daralırken, kurdaki artışa bağlı olarak ithal malların daha pahalı hale gelmesi ile ithalat gerilemiştir. İthalde alınan katma değer vergisi yılın ilk 11 ayında %17 oranında gerilerken, aylık bazda incelendiğinde ithalde alınan KDV gelirlerindeki bozulmanın yılın ilk aylarına göre yavaşladığı görülmektedir. Türkiye’de beklentilerin üzerinde açıklanan sanayi üretimi ve büyüme rakamlarının ardından işsizlik rakamlarının da olumlu gelmesi ile ekonominin toparlanmaya başladığına dair işaretler artarken, önümüzdeki dönemde ithalde alınan KDV gelirlerinde de artış gözlenebilir.

Sene başında yılsonu için 10.398 milyar TL’lik bütçe açığı öngörülürken, bu rakamın yılın ilk 2 ayında aşılması ile yılsonu bütçe dengesi 48.3 milyar TL açık şeklinde revize edilmişti. Mali disiplinin bozulmaya devam etmesi ile 16 Eylül’de açıklanan OVP çerçevesinde yılsonu bütçe dengesi 62.8 milyar TL açık şeklinde yeniden revize edilmiştir.

Merkezi yönetim bütçesinin ilk 11 aylık gerçekleştirmelerine bakıldığında OVP’da belirtilen hedeflerin tutturulması kesinleşmiş görünmektedir. Bütçenin daha önceki Aralık ayı gerçekleştirmeleri incelendiğinde, Aralık aylarında genellikle bütçenin önemli bir bozulma gösterdiği dikkate alınsa bile yine de hedefin tutturulacağı söylenebilir. Bütçe dengesinin sene başında belirlenen hedeften sapması sadece Türkiye’ye özgü bir durum değildir. Yaşanan küresel kriz pek çok ülkede alınan genişletici maliye politikası önlemleri ile birlikte bütçe dengeleri üzerinde ağır baskı oluşturmuştur. Bu nedenle bütçe dengesinin GSYİH içindeki

Bütçe Hedeflerindeki Sapma



Kaynak: Maliye Bakanlığı

payının belirlenen hedeften Letonya’da 11 puan saptığı görülürken, onu 10.6 puanla İzlanda izlemektedir. Türkiye’de ise bu sapma 5.7 puandır.

2009 yılının ilk 11 ayında küresel krizin etkileri ile daralan talebe bağlı olarak bütçe gelirleri önemli oranda gerilerken, yerel seçim ve ardından küresel krizin etkilerini hafifletmek için alınan önlemler bütçe harcamalarında artışa neden olmuştur. Bu nedenle kamunun borçlanma ihtiyacı artarken, faiz giderleri de artmıştır. Vergi gelirleri üzerindeki riskler ve kamunun borçlanma ihtiyacı dikkate alındığında bozulmanın devam etmesi mümkün görünmektedir.

### İç borç stokundaki artış, Kasım ayında yavaşladı...

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

	Ara.2008	Eyl.2009	Eki.2009	Kas. 2009
<b>Toplam Borç Stoku</b>	380.3	431.1	438.0	440.7
<b>İç Borç Stoku</b>	274.8	320.6	327.2	329.2
<b>Dış Borç Stoku</b>	105.5	110.5	110.9	111.5

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

kaynaklanmıştır. 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 %70.8 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle YP cinsinden borcun toplam borç stoku içerisindeki payı %29.2'ye gerilemiştir.

Hazine, Aralık ayında düşük miktarda borçlanırken, yüksek iç borç çevirme oranı devam etmiştir. Ağustos ayında %114.3 ile yıl boyunca görülen en yüksek iç borç çevirme oranı gerçekleşirken, Aralık ayında bu oran %100'e gerilemiştir.

Döviz Yapısı (Milyon TL)	Kas.2008	Kas.2009	Yıllık D. (%)
<b>TOPLAM STOK</b>	<b>379,631</b>	<b>440,735</b>	<b>16.10</b>
YTL	250,685	312,084	24.49
USD	76,793	71,348	-7.09
EUR	33,524	37,150	10.82
SDR	13,217	14,416	9.07
JPY	4,575	4,928	7.72
Diğer	837	808	-3.46
<b>İç Borç Stoku</b>	<b>273,816</b>	<b>329,191</b>	<b>20.22</b>
YTL	250,685	312,084	24.49
USD	17,139	12,707	-25.86
EUR	5,992	4,400	-26.57
<b>Dış Borç Stoku</b>	<b>105,815</b>	<b>111,544</b>	<b>5.41</b>
USD	59,654	58,641	-1.70
JPY	4,575	4,928	7.72
EUR	27,532	32,751	18.96
SDR	13,217	14,416	9.07
Diğer	837	808	-3.46
<b>ABD Doları alış kuru</b>	<b>1.5624</b>	<b>1.4825</b>	<b>-5.11</b>
<b>USD/Euro Parite</b>	<b>1.2826</b>	<b>1.5040</b>	<b>17.26</b>
<b>USD/SDR Parite</b>	<b>1.48959</b>	<b>1.60905</b>	<b>8.02</b>

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan verilere göre, 2009 yılı Kasım ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku, bir önceki aya göre 2.7 milyar TL artarak, 440.7 milyar TL'ye (297.3 milyar dolar) ulaşmıştır. Söz konusu artış, iç borç stokunun 2 milyar TL, dış borç stokunun da 0.7 milyar TL artmasından

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.

Merkezi Yönetim İç Borç Stoku, 2009 yılının Kasım ayında, bir önceki aya göre 2 milyar TL artarak 329.2 milyar TL olmuştur. İç borç stokunda Ağustos ayından beri görülen kamuya yapılan borçlardaki azalmayla birlikte, piyasaya yapılan kısımdaki artış, Ekim ayında da değişmemiştir. Böylelikle kamuya yapılan iç borçlanma oranı %19.8'den %18.7'ye gerilemiştir. Piyasaya yapılan borçlanmanın, toplam iç borç stokuna oranı ise %80.2'den %81.3'e

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 Kasım ayında, bir önceki aya göre 0.7 milyar TL artarak 111.5 milyar TL (75.2 milyar dolar) olarak gerçekleşmiştir. Böylece dış borç stokunun artış hızındaki yavaşlama devam etmiştir.

Reel Değişimler (%)	Toplam İç Borç Stoku	Toplam Dış Borç Stoku
<b>Ara.06-Ara.07</b>	-9.18	-26.32
<b>Ara.07-Ara.08</b>	-3.76	24.87
<b>Kas.08-Kas.09</b>	14.25	0.20

Kaynak:Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü

Kasım ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %14 oranında artmıştır. Toplam Dış Borç Stoku incelendiğinde ise, 2007 yılında yıllık olarak reel anlamda %26 oranında daralma görülürken, 2008 yılında %25'lik artış, 2009 yılı Kasım ayı itibarıyla de önemli bir değişim görülmemiştir.

Toplam iç ve dış borç stoku enflasyondan arındırılmış yıllık değişimleri (reel değişimler) incelendiğinde, Toplam İç Borç Stoku'nun 2008 ve 2007 yıllarından farklı olarak ciddi şekilde yükseldiği dikkat çekmektedir. 2007 yılında 2006 yılına göre reel olarak %9 oranında küçülen iç borç stoku, 2009 yılı

### 2010 yılı Hazine Finansman Programı ve Öngörülleri:

Hazine Müsteşarlığı'nın hazırladığı 2010 yılı Finansman programına göre, 2010 yılında 149.6 milyar TL anapara ve 50.7 milyar TL faiz olmak üzere 200.3 milyar TL tutarında borç servisi gerçekleştirilmesi; borç servisinin 182.6 milyar TL'sinin iç borç, 17.7 milyar TL'sinin ise dış borç servisi olarak yapılması öngörülmektedir.

Hazine, borçlanma dışı kaynaklar ve dış borçlanma öngörülleri sonucunda, 181.6 milyar TL tutarında iç borçlanma planlamaktadır. Böylece, 2010 yılında toplam iç borç çevirme oranını %99.5 olarak öngörmektedir. Fakat, piyasada 2010 yılı için Hazine ihale miktarlarının 2009 yılını geçeceği beklentisinin yanında, TCMB'nin faizleri 2010 yılı içerisinde 200 baz puandan fazla artıracığı öngörüsünün ağırlık kazanması da iç borç çevirme oranı beklentisinin üzerine çıkılması ihtimalini artırıcı bir unsurdur.

Ayrıca, 2010 yılı borçlanma stratejileri altında Hazine, getiri eğrisinde likiditenin yaygınlaşması ve yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi hedefleri doğrultusunda 3 yıl vadeli TL cinsinden sabit kuponlu tahvillerin düzenli ihracına başlayacağını açıklamıştır. Bunun yanında, piyasa koşullarının uygun olması durumunda borçlanma vadesinin uzatılması amacıyla da 10 yıl vadeli TL cinsinden tahvil ihracı gerçekleştireceğini belirtmiştir.

Milyar Dolar	2008 (Gerçekleşme)	2009 (Tahmin)	2010 (Program)
<b>1. TOPLAM BORÇ SERVİSİ</b>	146.5	148.9	200.3
<i>Anapara</i>	96.9	96.4	149.6
<i>Faiz</i>	49.5	52.5	50.7
<b>İç Borç Servisi</b>	129.6	134.3	182.6
<i>Anapara</i>	86.0	88.1	138.4
<i>Faiz</i>	43.6	46.1	44.2
<b>Dış Borç Servisi</b>	16.9	14.7	17.7
<i>Anapara</i>	11.0	8.3	11.2
<i>Faiz</i>	5.9	6.4	6.5
<b>2. KAYNAKLAR VE BORÇLANMA</b>	146.5	148.9	200.3
<b>Borçlanma Dışı Kaynaklar</b>	33.9	2.1	5.0
<i>Faiz Dışı Denge</i>	24.0	-7.3	-4.3
<i>Devirli/Garantili Borç Geri Dönüşü</i>	0.6	0.9	0.6
<i>Diğer</i>	9.3	8.5	8.7
<b>Toplam Borçlanma</b>	107.2	150.1	195.3
<i>Dış Borçlanma</i>	10.9	11.2	13.7
<i>İç Borçlanma</i>	96.3	138.9	181.6
<b>Kasa/Banka Değişimi</b>	1.7	-4.0	0.0
<b>Döviz Hesabı Kur Farkı</b>	3.6	0.7	0.0
<b>TOPLAM İÇ BORÇ ÇEVİRME ORANI (%)</b>	74.3	103.4	99.5
<b>NET BORÇLANMA (Kullanım- Anapara)</b>	10.2	53.7	45.7
<i>Net İç Borçlanma</i>	10.3	50.8	43.2
<i>Net Dış Borçlanma</i>	-0.1	2.9	2.4

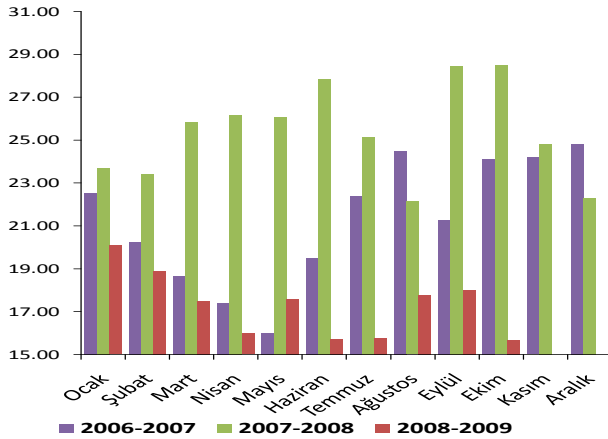
### Taşıt kredilerindeki yıllık düşüş Ekim ayında da devam etti...

Bankacılık Sektörü Bilançosu				Değişim (%)	
(Milyon YTL)	Ara.08 (1)	Eyl.09 (2)	Eki.09(3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	94,686	101,004	85,617	-9.58	-15.23
Men.Değ. Port.	193,988	241,513	251,458	29.63	4.12
Krediler	367,445	375,731	377,058	2.62	0.35
Duran Aktifler	22,723	25,926	26,043	14.61	0.45
Diğer Aktifler	53,660	54,238	55,379	3.20	2.10
<b>Toplam Aktif</b>	<b>732,502</b>	<b>798,412</b>	<b>795,555</b>	<b>8.61</b>	<b>-0.36</b>
Mevduat	454,599	488,945	490,049	7.80	0.23
Mevduat Dışı Kayn.	191,501	204,041	197,943	3.36	-2.99
Özkaynaklar	86,402	105,426	107,563	24.49	2.03
<b>Toplam Pasif</b>	<b>732,502</b>	<b>798,412</b>	<b>795,555</b>	<b>8.61</b>	<b>-0.36</b>

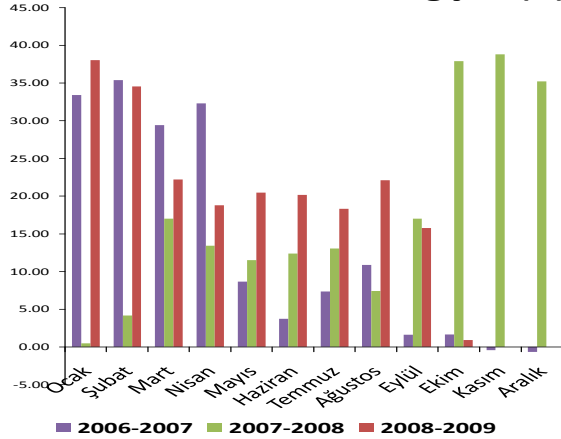
Kaynak: BDDK

Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri, son bir ayda YP aktiflerin %1.16 oranında artmasına rağmen, TP aktiflerin %0.92 azalmasına bağlı olarak %0.36 azalarak 795.555 milyar TL'ye düşmüştür. Yıllık bazda bakıldığında ise, TP aktifler Ekim ayında %15.67 oranında artarken YP aktiflerdeki artışların zayıf kalması dikkat çekmektedir. YP aktifler, Ekim ayında bir önceki yılın aynı ayına göre, %0.91 oranında artış göstermiştir. Aylık bazda toplam aktiflerde görülen düşüşte son bir aylık dönemde %15.23 oranında azalan nakit rezervler kaleminin önemli etkisi olmuştur. Nakit rezervler kaleminde dikkat çeken en yüksek düşüş, Merkez Bankalarından alacaklar ve Para Piyasalarından alacaklar alt kalemlerinde görülmüştür. Menkul kıymetler portföyündeki yüksek artışın ise devam ettiği görülmektedir. Menkul kıymetler portföyü son bir aylık dönemde %4.12 oranında; 2008 yılının Aralık ayına göre ise %29.12 artmıştır. Menkul kıymetler portföyünde en yüksek aylık artış %11.89 oranındaki yükselişle Satılmaya Hazır Menkul Kıymetler alt kaleminde görülmüştür.

TP Aktiflerin Yıllık Değişimi (%)

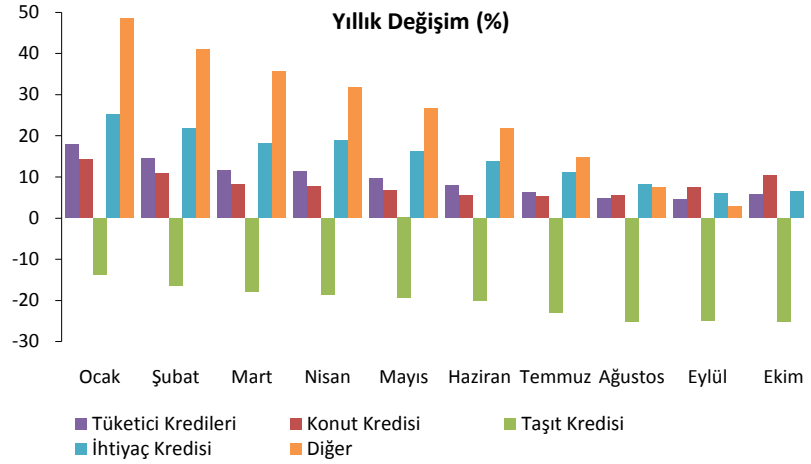


YP Aktiflerin Yıllık Değişimi (%)



Eylül 2009 itibarıyla son bir aylık dönemde YP kredilerde %2.21 oranında artış görülürken, TP kredilerde ufak bir düşüş görülmüştür. Böylelikle toplam kredi hacmi, Eylül ayına göre %0.35 oranında artarak 377.06 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Temmuz-Ağustos aylarında 2010 yılında bazı vergilerde artış yapılabileceğinin açıklanması, kredilerde bir miktar hareketlenmeye neden olmuşsa da Ekim ayında yatay seyrin etkili olması dikkat çekmektedir.

Tüketici kredileri ise, Ekim ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %5.8 artmıştır. Tüketici kredilerine türleri açısından bakıldığında, yıllık olarak en yüksek artışın Ekim ayında %10.3'lük yükselişle konut kredilerinde olduğu görülmüştür. Taşıt kredilerinde ise, tüm yıl boyunca görülen düşüş Ekim ayında da devam etmiştir. Taşıt kredileri Ekim ayında yıllık olarak %25 oranında azalarak tüketici kredilerinin artmasına neden olan en önemli kredi çeşidi olmuştur. İhtiyaç kredisine bakıldığında ise, Ocak ayında %25.1 oranında büyüme görülmesine rağmen, artış hızındaki yavaşlama yıl boyunca devam etmiştir. Söz konusu yavaşlama, Ekim ayında beliginleşerek %6.6 olmuştur.



Söz konusu yavaşlama, Ekim ayında beliginleşerek %6.6 olmuştur.

Bankacılık sektörünün Ekim ayı itibariyle fon kaynakları incelendiğinde, kaynakların %86.5'inin yabancı kaynaklardan; %13.5'inin ise özkaynaklardan oluştuğu görülmüştür. Ekim ayında bir önceki aya göre, mevduatta %0.2 oranında sınırlı bir artış görülürken, mevduat dışı kaynaklarda ise, %3 oranındaki azalış dikkat çekicidir. 2009 yılının başından beri sürekli olarak artan mevduat dışı kaynaklar içerisindeki bankalara borçlar ve repo işlemlerinden sağlanan fonlar alt kalemlerinde, Temmuz ayında görülen geçici düşüşün ardından tekrar yükselişin başlamasına rağmen, Ekim ayında yeniden düşüş görülmüştür. Söz konusu kalem son bir aylık dönemde %7.9 oranında; 2008 yılının aynı ayına göre ise %8.7 azalmıştır.

2008 yılında piyasalarda görülen likidite daralmasının etkisiyle gerileyen sendikasyon kredileri, piyasalarda son dönemde yaşanan düzelmeye birlikte biraz toparlanmaya başlasa da inişli çıkışlı seyrin sendikasyon kredilerinde etkili olması dikkat çekiyor. Sendikasyon kredileri 2009 yılı ilk ayında 17.19 milyar TL olurken Haziran ayında 14.98 milyar TL'ye gerilemiş, Ekim ayında ise 13.66 milyar TL olmuştur. Böylelikle, ilk aylarda görülen hızlı düşüşün 2009 yıl sonuna doğru krizin etkilerinin azalmasıyla yavaşladığı görülmektedir. Seküritizasyon kredileri ise, 2009 yılı ilk üç çeyreğinde 2008 yılının aynı dönemine göre kuvvetli bir performans sergilerken, son çeyrekte 2008 yılına göre düşmeye başlamıştır. Ekim ayı seküritizasyon kredileri bir önceki yılın aynı ayına göre %13 oranında düşerek 16.58 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

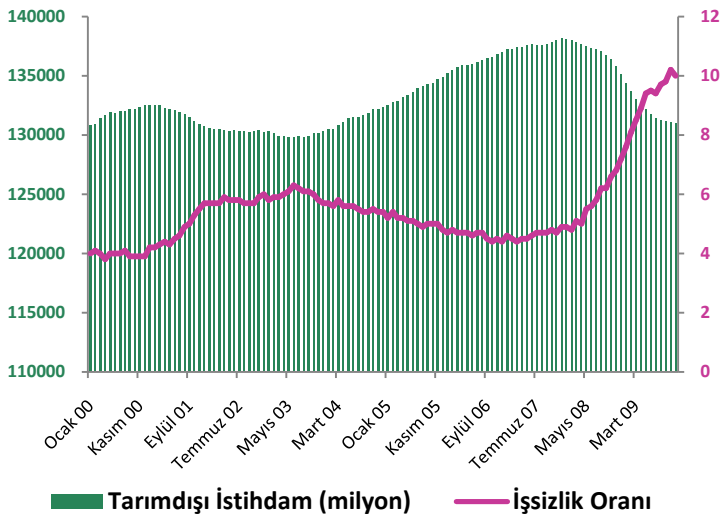
Sektörün net dönem karı Ekim ayında, geçen yılın aynı ayına göre %45.91 oranında artarak 17.39 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılının başından beri süregelen yüksek kar artışının Ekim ayında da devam ettiği görülmektedir. Toplam faiz gelirlerinde Ekim ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %4'lük artışına rağmen toplam faiz giderlerinin %13.68 oranında azalması karlılığın ana kaynağı olarak gösterilebilir. Söz konusu durum, Merkez Bankası'nın faizleri sert bir şekilde indirmesinin etkisiyle bankaların mevduat faizlerini aynı hızda indirmelerine karşın, kredi faizlerini aynı hızda indirmemeleri ve böylece maliyetlerinin azalmasının bir sonucudur. Son olarak Aralık ayında Merkez Bankası'nın faizleri sabit tutması ve 2010 yılında faiz artırmaya başlayacağı öngörüsü altında bu yüksek karlılığın 2010 yılında görülmemesi beklenmektedir.

İlk on aylık dönemde yıllık bazda ortalama %23.6 oranında artış gösteren özkaynaklar, Ekim ayında %32.31 oranıyla ortalamanın üzerinde artış göstermiştir. Böylelikle, toplam özkaynaklar Ekim ayında 107.56 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

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.

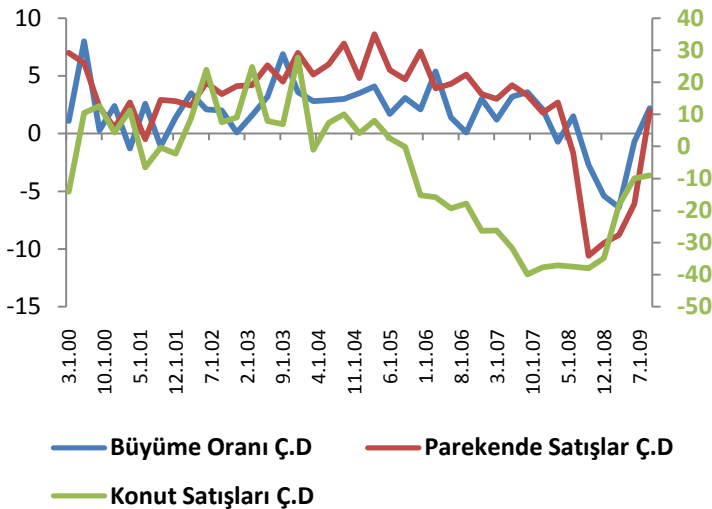
Bankacılık sektörünün özkaynak karlılığı, incelenen dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre 319 baz puan artarak %19.86 seviyesinde gerçekleşmiştir. Aktif karlılığı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre 38 baz puan artarak %2.31'den %2.84 seviyesine yükselmiştir. 2008 yılı Ekim ayında 524.34 milyar TL seviyesinde olan toplam bilanço dışı işlemler, %17.12 artarak 2009 yılının aynı döneminde 614.106 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Ekim ayında yasal özkaynak bir önceki yılın aynı dönemine göre, %26.2 artarken, risk ağırlıklı kalemler ise %4.4 oranında artmıştır. Bunun sonucunda da, sermaye yeterliliği standart rasyosu, bir önceki yılın aynı dönemine göre %16.83'ten %20.36 seviyesine yükselmiştir.

### ABD'de Kasım ayında işsizlik oranı beklenenden iyi geldi...



ABD'de Kasım ayında %10 ile sürpriz bir şekilde %10.2 olan beklentilerin altında gelen işsizlik oranı ekonomideki canlanma beklentilerini arttırdı. İşlerini kaybeden insanların sayılarının azalması ekonominin bundan sonraki seyri için olumlu bir sinyal oldu. Ayrıca, bu ayki FED toplantısında dile getirilen ekonominin toparlandığı yönündeki görüşler; işsizlik oranının önümüzdeki dönemde gerileyeceği yönündeki umutları arttırdı. Ne var ki, ekonomideki toparlanma yavaş olduğu için işsizlik oranının kriz öncesindeki seviyelerine dönmesinin zaman alacağı tahmin ediliyor. Aralık ayı için işsizlik oranının Kasım ayındaki %10 seviyesinde kalması bekleniyor.

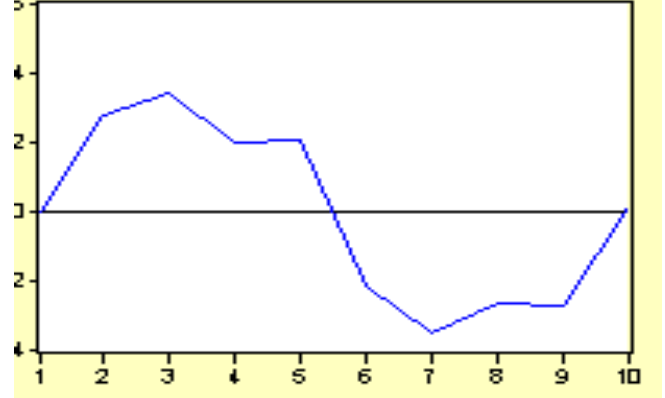
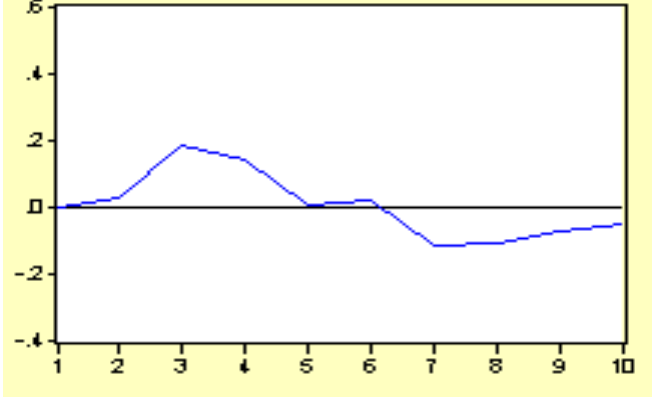
### ABD'de büyüme hızı satışlarla aynı yönde hareket ediyor...



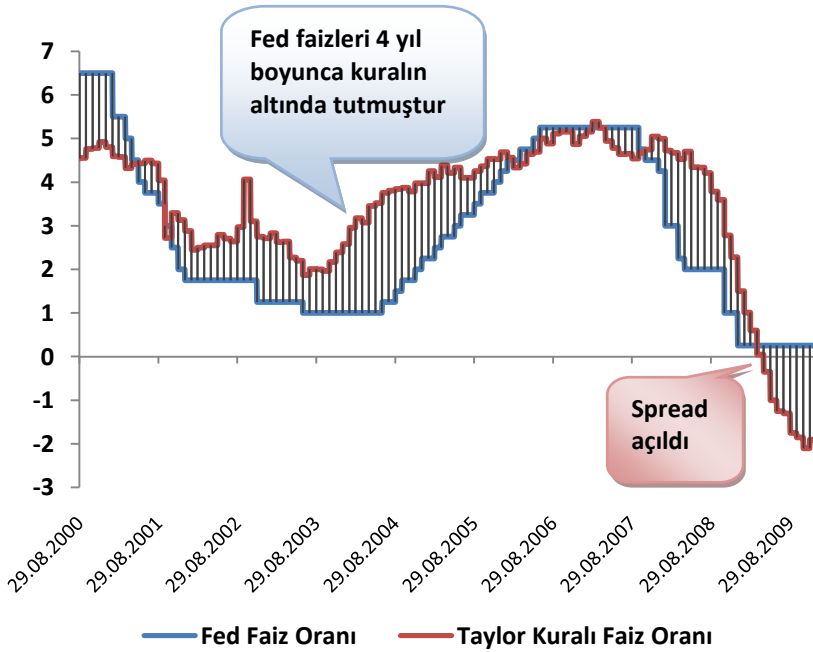
ABD'de kriz sonrası yeni konut ve perakende satışlarının arttığı görülüyor. Satışların 2009'un ilk çeyreğinden itibaren yavaş yavaş artmaya başladığı ve bu artışın büyüme hızıyla aynı yönlü hareket ettiği gözlemleniyor. Kasım ayında Ekim ayına göre artan perakende satışlar ekonomideki canlanma beklentilerini tetikler nitelikte olmasına karşın, Kasım ayı yeni konut satışlarının beklentilerin altında gelmesi ve üçüncü çeyrek büyüme oranının beklentilerin altına revize edilmesi (%2.2), ilk bakışta ABD son çeyrek büyüme oranının beklenenden daha düşük geleceği gibi bir izlenim verse de uzun dönem etki-tepki fonksiyon analizleri perakende

satışların büyüme üzerindeki etkisinin yeni konut satışlarının büyüme üzerindeki etkisine kıyasla daha fazla ve daha uzun süreli olduğunu gösteriyor. Aşağıdaki şekillerde gösterilen etki-tepki fonksiyon analizlerine göre büyüme oranları yeni konut satışları ve perakende satışlardaki artışlara hemen tepki vermezken, bir sonraki dönemde büyüme oranının her iki değişkene de pozitif yönlü bir tepki verdiği gözleniyor. Ancak, ikinci şekilden de görüldüğü gibi perakende satışların pozitif yönlü etkisinin konut satışlarına göre daha baskın olduğu gözlerden kaçmıyor. Etki-tepki analizlerinden anlaşıldığı üzere, büyüme oranlarının satışlara verdiği

pozitif yönlü tepki zamanla azalarak etkisini kaybediyor. Kısacası, Kasım ayı yeni konut satışlarının beklenenden düşük ve perakende satışların beklenildiği gibi iyi gelmesi, ABD 2009 4. çeyrek büyüme oranını değiştirmeyecek gibi gözüküyor. Ancak, 2010'un 1. çeyreğinde etkisi daha büyük olan perakende satışlardaki artışın yeni konut satışlarındaki düşüşü baskılaması ve 2010 1. çeyrek büyüme oranının 2009 son çeyrek büyüme oranından daha fazla gelmesi çok güçlü bir ihtimal gibi gözüküyor.



### ABD'de açıklanan olumlu veriler FED'in faiz artırımına daha erken gideceği beklentilerini artırdı...



FED Aralık ayı toplantısında faiz oranlarında bir değişikliğe gitmezken, ekonomik koşulların faiz oranlarının uzun bir süre olağanüstü düşük seviyelerde tutulmasını gerektirebileceğini belirtti. ABD'de son dönemde açıklanan verilerin toparlanmaya işaret etmesi ile birlikte FED'in faiz oranlarını daha erken artırması ihtimali gündeme gelmiştir. Kasım ayı enflasyon rakamlarının da yükselişe işaret etmesi ile enflasyon korkularının artması ekonomide yeni bir bozulma olmadığı takdirde FED'in faiz artırımlarına başlayabileceği beklentilerini kuvvetlendirmektedir. Taylor Kuralı formülüne göre faiz oranlarının eksi

değer aldığı görülürken, bu durum faizlerin hali hazırda %0.00 seviyelerinde tutulması gerektiğine işaret etmektedir. Taylor Kuralı faiz oranı ile FED'in faiz oranı arasındaki spreadin de açıldığı görülmektedir. Taylor Kuralı Ekim-Kasım aylarında -%2.10 faiz oranlarına işaret ederken, Ağustos ayında 20 baz puanlık faiz artışı ile -%1.90 faiz oranını göstermektedir. Buna göre Kasım ayı itibarı ile Taylor kuralına göre faiz artırımının başladığı dikkat çekerken, faiz oranının %0.00'in üzerine çıktığı tarih FED'in faiz artırımını açısından önemli olacaktır. Bu bağlamda spreadin bundan sonraki dönemde daralması mümkün olabilir. FED'in toparlanma dönemlerinde en önemli gösterge olarak işsizlik oranını dikkate aldığı bilinmektedir. Bu açıdan işsizlik oranının geçtiğimiz ay %10.2 oranından %10.0'a gerilemesi önemli görünmektedir. FED'in son işsizlik verileriyle yetinmeyip işsizlik oranının bundan sonraki seyrini de izlemeyi tercih edeceğini söyleyebiliriz.

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	6.5	(Ekim 2009)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81.8	64.7	70.8	(Kasım 2009)	
İşsizlik Oranı (%)	9.9	13.6	13.4	(Eylül 2009)	
<b>Fiyat Gelişmeleri</b>					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	8.4	10.06	5.53	(Kasım 2009)	7.5
ÜFE (Yıllık % Değişim)	5.94	8.11	1.51	(Kasım 2009)	
<b>Parasal Göstergeler (Milyon TL)</b>					
M1	77,675	83,380	98,873	(11.12.2009)	
M2	345,028	434,205	480,676	(11.12.2009)	
M3	370,078	458,383	509,021	(11.12.2009)	
Emisyon	27,944	30,468	35,156	(11.12.2009)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	71,568	70,075	70,554	(11.12.2009)	
<b>Döviz Kuru</b>					
Dolar/TL	1.1593	1.5400	1.5070	(24.12.2009)	
Euro/TL	1.706	2.143	2.1680	(24.12.2009)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.473	3.1901	3.1764	(24.12.2009)	
Euro/Dolar	1.4589	1.3978	1.4374	(24.12.2009)	
Dolar/Yen	112.01	90.6	91.51	(24.12.2009)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	190	168.800	170.800	(Kasım 2009)	
<b>Faiz Oranları</b>					
TCMB O/N (Borç Alma)	15.75	15.00	6.50	(24.12.2009)	
TRILIBOR O/N	15.76	15.00	6.50	(24.12.2009)	
<b>Ödemeler Dengesi (Milyon \$)</b>					
Cari İşlemler Açığı	-37,996	-41,416	-7,900	(Ocak-Ekim 2009)	
İthalat	170,048	201.961	112,849	(Ocak-Ekim 2009)	
İhracat	107,184	132,001	83,214	(Ocak-Ekim 2009)	
Dış Ticaret Açığı	-62,863	-69,959	-29,635	(Ocak-Ekim 2009)	
<b>Kamu Ekonomisi (Milyon TL)</b>					
Bütçe Gelirleri	188.159	208.898	193,186	(Ocak-Kasım 2009)	248.758
Bütçe Giderleri	203.501	225.967	239,542	(Ocak-Kasım 2009)	259.156
Bütçe Dengesi	-13.883	-17.069	-46,356	(Ocak-Kasım 2009)	-62.8
Faiz Dışı Denge	34.848	33.592	5,803	(Ocak-Kasım 2009)	47.102
<b>Borç Stoku Göstergeleri</b>					
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar TL)	255.3	274.8	329.2	(Kasım 2009)	
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar TL)	78.1	105.5	111.5	(Kasım 2009)	
Kamu Net Borç Stoku	249	271.6	284.5	(2009 2. Çeyrek)	
<b>İMKB</b>					
İMKB-100	55,538	26,864	51,461	(24.12.2009)	



TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ

(Milyon TL)	2007	2008	Eyl.09	Eki.09
Toplam Aktif	581.424	732.502	798.412	795.555
Nakit Rezervler	60.272	94.686	101.004	85.617
Krediler	285.653	367.445	375.731	377.058
Menkul Değerler Portföyü	164.727	193.988	241.513	251.438
Mevduat	356.865	454.599	488.945	490.049
Mevduat Dışı Kaynaklar	148.866	191.501	204.041	197.943
Özkaynaklar	75.693	86.402	105.426	107.563
Net Dönem Karı	14.916	13.415	15.72	17.39
Seçilmiş Rasyolar %				
Kredi / Mevduat	80	80.83	76.8	76.9
Men.Değ.Port. / Mevduat	46.2	42.67	49.4	51.3
Özkaynak Karlılığı	19.7	18.62	18.01	19.86
Aktif Karlılık	2.6	2.54	2.58	2.84
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	18.2	17.59	20.05	20.36

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER

	2007	2008	En Son Yayımlanan	
Emtia				
Altın (ons) \$	833.2	878.2	1,104.45	(24.12.2009)
ABD Ham Petrolü (Varil) \$	95.98	44.6	78.05	(24.12.2009)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2,674	1,577	2,285	(24.12.2009)
DOW JONES (ABD)	13,264	8,776	10,520	(24.12.2009)
NİKKEİ (JAPONYA)	15,307	8,859	10,495	(24.12.2009)
DAX (ALMANYA)	8,067	4,810	5,957	(24.12.2009)
BOVESPA (BREZİLYA)	63,886	37,550	67,589	(24.12.2009)
RTS (RUSYA)	2,290	631	1,445	(24.12.2009)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4.077	2.2241	3.8048	(24.12.2009)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	6.813	7.724	6.444	(24.12.2009)



Ekonomik Araştırmalar M¼d¼rl¼ę¼			
Cem Eroęlu	M¼d¼r	<a href="mailto:cem.eroęlu@vakifbank.com.tr">cem.eroęlu@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 80
Nazan Kılıç	M¼d¼r Yardımcısı	<a href="mailto:nazan.kilic@vakifbank.com.tr">nazan.kilic@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 89
¼mit Ünsal	Uzman	<a href="mailto:umit.unsal@vakifbank.com.tr">umit.unsal@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 86
Bilge Özalp Türkarıslan	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 Özg¼ 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 Karaoęlan	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 M¼d¼rl¼ę¼ 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.