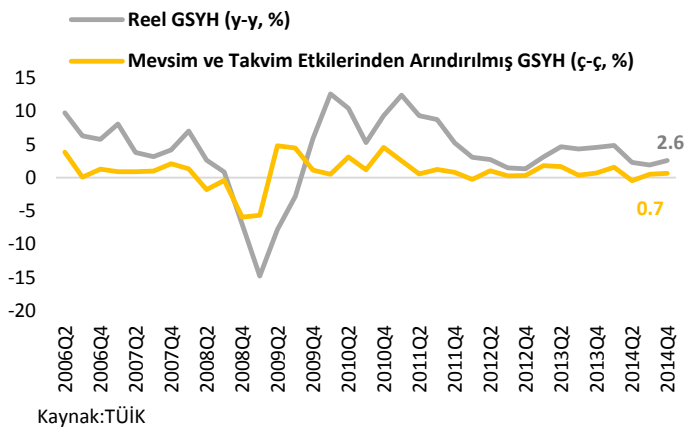


Geçen hafta yurtiçinde oldukça yoğun bir veri takvimi vardı. 2014 yılı 4.çeyrek büyüme verisi, Şubat ayı dış ticaret açığı, Mart ayı enflasyonu ve imalat PMI verileri geçen hafta açıklanan verilerdi. 4.çeyrek reel GSYH büyüme oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre %2.6 ile beklentilerin üzerinde gerçekleşirken, 2014 yılı büyümesi ise %2.9 ile %3.3 olan Orta Vadeli Program hedefinin altında açıklandı. Dış ticaret dengesi 2015 yılının Şubat ayında beklentilere yakın 4.6 milyar dolar açık verdi. İmalat PMI, Mart ayında 48 seviyesine gerileyerek son altı yılın en düşük seviyesinde gerçekleşirken, 2015 yılı ilk çeyrek büyüme oranına ilişkin negatif bir görünüm çizdi ve TCMB'nin Nisan ayı toplantısında faiz indirimine gidebileceği beklentilerini artırdı. Ancak Cuma günü açıklanan ve 2015 yılı Mart ayında bir önceki aya göre %1.19 ile beklentilerin üzerinde artış gösteren enflasyon verisinin ardından faiz indirimi beklentileri yeniden azaldı. Bu haftaki raporumuzda geçen hafta yurtiçinde açıklanan verileri ayrıntılı şekilde inceleyeceğiz.

Türkiye ekonomisi 2014 yılında %2.9 büyüdü.

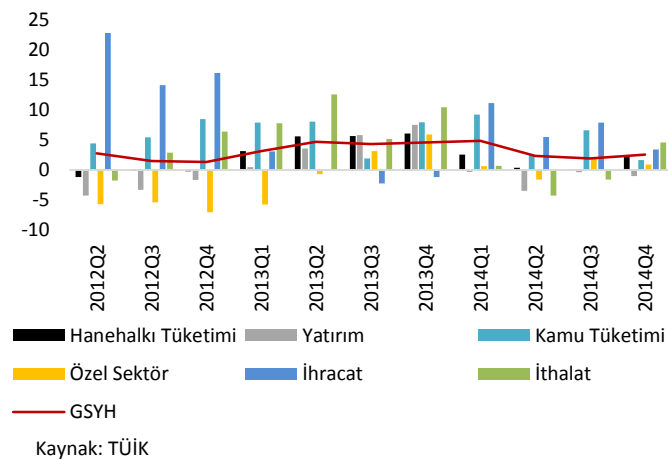


Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) 2014 yılının son çeyreğinde geçen yılın aynı çeyreğine göre sabit fiyatlarla beklentimize yakın %2.6 (VakıfBank beklentisi: %2.5, piyasa beklentisi: %2) büyüdü. 2013 yılının son üç çeyreği ile 2014 yılının ilk iki çeyreğinin büyüme oranlarında 0.1 puanlık, 2014 yılının üçüncü çeyrek büyüme oranında ise 0.2 puanlık yukarı yönlü revizeye gidildi. Böylece 2013 yılı büyüme oranı %4.1'den %4.2'ye, 2014 yılı 3.çeyrek büyüme oranı ise %1.7'den %1.9'a güncellendi. 2014 yılının ilk üç çeyreğindeki yukarı yönlü revize sonucu, 2014 yılı büyüme

oranı da beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Türkiye ekonomisi 2014 yılında beklentilerin üzerinde ancak Orta Vadeli Program (OVP) hedefi olan %3.3'ün altında %2.9 (VakıfBank beklentisi: %2.7, piyasa beklentisi: %2.7) büyüdü. 2014 yılının dördüncü çeyreğinde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH ise bir önceki çeyreğe göre %0.7 oranında arttı.

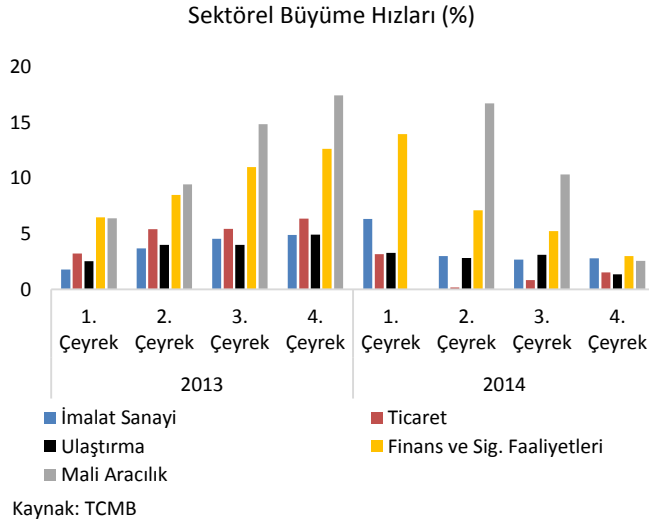
Türkiye'nin GSYH'si 2014 yılında reel olarak 126.1 milyar TL'ye ulaştı. GSYH cari fiyatlarla ise 2013 yılına göre %11.6 artarak 1 trilyon 749.8 milyar TL gerçekleşti.

Harcama Bileşenleri Büyüme Hızları (y-y, %)



GSYH içinde en yüksek paya sahip olan hanehalkı tüketiminde 2014 yılında yaşanan yavaşlama dikkat çekiyor. Yılın dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %2.4 artan hanehalkı tüketiminin yıllık büyümesi ise 2013 yılındaki %5.1'den %1.3'e geriledi. 2014 yılında kurda ve faiz oranlarında yaşanan yükselişin yanı sıra tasarrufları artırmak amacıyla kamu otoritelerince alınan makroihtiyati tedbirler sonucu bireysel kredi kartı kullanımının ve tüketici kredilerinin yavaşlamasının da hanehalkı tüketimi üzerinde etkili olduğunu düşünüyoruz. Büyümeye hanehalkı tüketiminden sonra en yüksek katkıyı

sağlayan kalemlerden biri olan yatırım harcamalarında ise 2014 yılının dördüncü çeyreğinde de 2014 yılının diğer çeyreklerinde olduğu gibi düşüş yaşandı. Yılın son çeyreğinde yatırım harcamaları %1 azalırken 2014 yılında ise %1.3 düştü. 2014 yılının dördüncü çeyreğinde devletin nihai tüketim harcamaları bir önceki yılın aynı dönemine göre %1.7 ile 2011 yılının dördüncü çeyreğinden sonraki en düşük büyümeyi gerçekleştirdi. 2014 yılının ikinci ve üçüncü çeyreklerinde yıllık bazda azalış gösteren ithalat, yılın dördüncü çeyreğinde ise yıllık bazda %4.6 arttı. İhracat ise dördüncü çeyrekte %3.4 artış gösterdi. Son çeyrekte ithalatın ihracattan daha fazla artış göstermesi nedeniyle, net ihracat büyümeye negatif katkı yaparken, 2014 yılının genelinde ise net ihracatın büyümeye pozitif yönlü katkı yaptığını görüyoruz. 2014 yılında kurda yaşanan yükseliş ve petrol fiyatlarındaki düşüş, net ihracatın büyümeye pozitif yönde katkı yapmasını sağladı.



Sabit fiyatlarla hesaplanan reel GSYH verileri üretim yöntemine göre sektörler bazında incelendiğinde, bir önceki yılın aynı çeyreğine bazı sektörlerin büyüme hızlarında 2013 yılına göre ciddi yavaşlamalar yaşandığı dikkat çekiyor. 2014 yılının son çeyreğinde en yüksek büyüme hızı mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektöründe gerçekleşti. GSYH içerisindeki payı bakımından 2. en büyük sektör olan finans ve sigortacılık faaliyetleri sektörü 2013 yılında %12.7 oranında bir büyüme hızına sahip iken, 2014 yılında sektörün büyüme hızında ciddi bir yavaşlama yaşandığı ve bir önceki yılın 4. çeyreğine göre yalnızca %3 büyüdüğü görülüyor. Yılın ilk

çeyreğinde %14 büyüme gösteren sektörün, büyüme hızındaki bu yavaşlamada yılın başında yürürlüğe giren makro ihtiyati önlemler ve TCMB'nin 2014 yılı Ocak ayında faizlerde sert bir artırıma gitmesi etkili oldu. Yine bir diğer hız kesen sektör ise mali aracılık sektörü oldu. 2013 yılının son çeyreğinde %17.4 büyüdüğü görülen sektörün bu yılın son çeyreğinde yalnızca %2.5 büyüdüğü görülüyor. Öte yandan ticaret sektöründe de büyüme hızlarının düştüğüne şahit olduk. Genel olarak 2014 yılında yüksek seyreden kurların sektörler bazında büyümelerin yavaşlamasına etki ettiği görülüyor. Bu yıl en yüksek ikinci büyüme hızını gösteren sektör ise %8.6 oranındaki büyümesi ile eğitim sektörü oldu. Ancak dördüncü çeyrekte en yüksek büyümeyi gösteren ilk iki sektör olan mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektörü ile eğitim sektörünün GSYH içerisindeki paylarının sırasıyla %2.9 ve %2 ile oldukça düşük olması, GSYH'nin toplam büyümesine olan katkısını sınırlandırdı. Düşen büyüme hızlarına sahip sektörlerin GSYH içerisindeki paylarının oldukça yüksek kalması ise toplam üretimdeki yavaşlamayı açıklıyor.

Gayri safi yurtiçi hasıla içerisindeki payları en yüksek olan ilk beş sektörün yıllık bazdaki performansına baktığımızda, en yüksek paya sahip olan imalat sanayi sektörünün büyümesinin önceki yıla kıyasla aynı kaldığı görülürken, diğer sektörde ise ciddi azalışlar yaşandığı görülüyor. Öte yandan yıllık bazda tek daralmanın yaşandığı sektör olarak tarım sektörü ise dikkat çekiyor. 2014 yılına kuraklık engelleri ile başlaması ve yılın sonuna doğru yaşanan don olayları tarım sektöründe ciddi zararlara neden oldu. Tarım sektöründeki kötü gidişat, enflasyon içerisindeki en yüksek paya sahip olan gıda alt grubundaki fiyatları yukarı çekerek enflasyonun da yıl boyunca yüksek seyretmesine etki etti. Söz konusu sektörün toplam üretim içerisindeki payı bakımından altıncı sırada yer aldığı düşünüldüğünde, 2014 yılında %4.2 olan GSYH büyümesinin 2014 yılında %2.9 olarak düşük performansta kalmasında ilk beş sektördeki düşen büyüme hızlarının yanı sıra tarım sektörünün de etkili olduğunu düşünüyoruz.

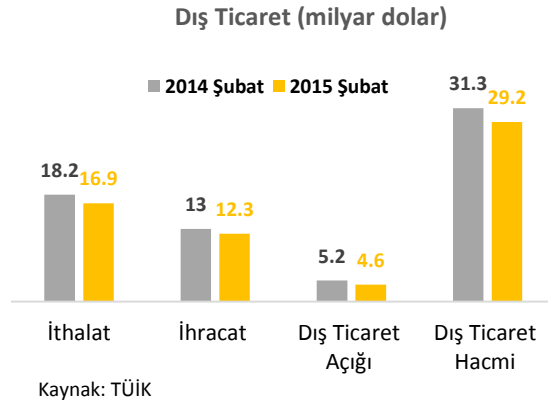
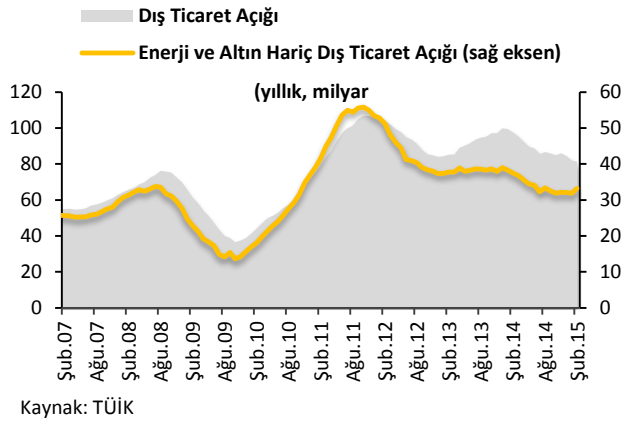
2015 yılının ilk çeyreğine baktığımızda, iyi bir başlangıç yapıldığı söylenemez. Son açıklanan, arındırılmamış verilerle Ocak ayı sanayi üretim endeksinin yıllık bazda %2.3 düşüş göstermesi, büyüme için öncül bir gösterge

olması bağlamında ilk çeyrek için bir miktar düşük büyüme performansına işaret ediyor. Sanayi üretiminin yanı sıra PMI imalat endeksinin 2015 yılının ilk üç ayında 50 kritik seviyesinin altında gerçekleşmesi, kapasite kullanım oranının Mart ayında Şubat 2013'ten sonraki en düşük seviyeye gerilemesi, tüketici güven endeksinin de Mart ayında açıklanmaya başladığı 2012 Ocak'tan bu yana görülen en düşük seviyede açıklanması, yılın ilk çeyreğinde USD/TL kurunun tarihi yüksek seviyeleri test etmesi ve dış ticaret hacminde ve açığında yaşanan düşüş ilk çeyrek büyüme oranı için olumsuz görünüm çiziyor. 2015 ortasında Türkiye'yi bekleyen genel seçimler büyüme performansının önemini altını çiziyor. Yurt dışı gelişmelerin de etkisi altında gerçekleşecek ekonomik koşullarda, Fed'in faiz artırımlarını bir miktar ötelemiş görünse de bu yıl içerisinde gerçekleştirecek olması, Türkiye'nin de büyüme performansı üzerinde etkili olacak ve önemle takip edilmesi gereken bir süreçtir.

Sonuç olarak, 2014 yılında GSYH büyümesi %2.9 ile piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşirken, OVP hedefinin ise altında kaldı. 2014 yılında hanehalkı tüketimi, yatırım harcamaları ve devletin nihai tüketim harcamalarında yavaşlama yaşanırken, net ihracatın büyümeye katkısı ise arttı. 2014 yılında GSYH içindeki payı yüksek olan sektörlerin büyüme hızlarında yavaşlama yaşanırken, tarım sektöründe de daralma görüldü. 2015 yılı ilk çeyreğine ilişkin öncül göstergeler büyümede bir yavaşlamaya işaret ederken, 2015 yılında da büyümenin %4 olan OVP hedefinin altında gerçekleşme riski bulunuyor. Büyümede aşağı yönlü risklerin varlığına karşın, petrol fiyatlarında yaşanan 50 dolara yakın düşüşün henüz iç tüketime olan olumlu etkisinin tam olarak görülmemiş olması, TCMB'nin faiz indirimleri ve tüketici kredilerinde yaşanan canlanma yılın ikinci yarısında büyümede yeniden yükseliş yaşanmasını sağlayabilir. Ayrıca seçim yılı olması nedeniyle devlet harcamalarının artabilecek olması, ihracatın pozitif katkısının artması, hanehalkı harcamalarının baz etkisiyle ikinci yarıda artabilecek olması ve Fed'in faiz artırımlarının halihazırda satın alınmış ve beklenenden daha yumuşak gerçekleşecek olmasıyla birlikte seçim dönemi sonrasında belirsizliklerin de ortadan kalkması durumunda 2015 yılı büyüme oranı için %4'lük OVP hedefine yaklaşılması yeniden gündeme gelebilir.

Dış ticaret açığı Şubat ayında 4.65 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti.

Şubat ayında dış ticaret açığı 2014 yılının aynı dönemine göre %10.2 azalarak 4.6 milyar dolar ile 4.7 milyar dolar olan beklentimize yakın açıklandı. Böylece 12 aylık kümülatif dış ticaret açığı geçen yılın aynı dönemine göre %16.6 azalarak 81.4 milyar dolara gerilemiş oldu. ihracat EUR/USD paritesinin Ocak ayında gördüğü sert düşüşün ardından Şubat ayında da gerilemeye devam etmesinin ve küresel ticaret hacmindeki daralmanın etkisi ile geçen yılın aynı dönemine göre %6 azalarak 12.3 milyar dolar, ithalat ise Şubat ayında yıllık bazda %7.2 azalarak 16.9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Global ticaret hacminin öncül göstergelerinden biri olan Baltık kuru yük taşımacılığı endeksi (Baltic Dry Index)'nde Ocak ayında yaşanan düşüşün Şubat ayında da devam etmesine paralel olarak Türkiye'nin de dış ticaret hacmi daralma yaşayarak 29.2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Ticaret hacminde yıllık bazda yaşanan gerilemeye paralel olarak ihracat ve ithalatın gerilemesi sonucu ihracatın ithalatı karşılama oranı da %72.5 ile geçen yıl oranının üzerinde gerçekleşmiş oldu. Yıllıklandırılmış enerji ve altın hariç dış ticaret açığı ise Şubat ayında yıllık bazda %11.4 gerileyerek 33.2 milyar dolar gerçekleşti. Petrol fiyatlarında yaşanan gerilemenin gecikmeli ve pozitif etkisini enerji ve altın hariç dış ticarete Ocak ayında sert bir şekilde gördükten sonra Şubat ayında geçen aya göre sınırlı bir artış göstermesine karşın bu etkinin devam ettiği görülüyor.



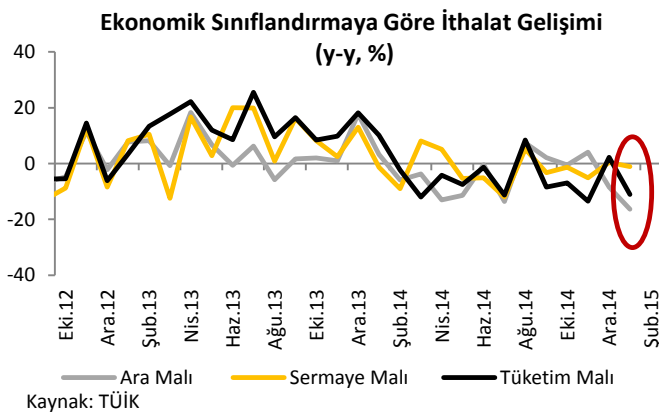
Ülkelere Göre İhracat (milyon dolar)

		2014 Şubat	2015 Şubat
1	İngiltere	698	1.108
2	İsviçre	632	1.083
3	Almanya	1.153	1.031
4	Irak	1.013	755
5	ABD	439	533

Ülkeler bazında ihracat gelişiminde geçen yıldan farklı bir tablo karşımıza çıkıyor. Şubat ayında en fazla ihracat yapılan ülke 1.108 milyon dolar ile İngiltere olurken, bu ülkeyi 1.083 milyon dolar ile İsviçre ve ihracatımızda genel olarak geçmiş dönemlerde ilk sırada yer alan Almanya'nın ise 1.031 milyon dolar ile üçüncü sırayı aldığı dikkat çekiyor. AB'ye yapılan ihracatın toplam ihracat içindeki payı geçen yılın aynı döneminde %41.6 iken bu yıl Şubat ayında %42.3 oldu. Bununla

birlikte, söz konusu bölgeye yapılan ihracat geçen yılın aynı dönemine göre %4.3 azalarak 5.2 milyar dolar olarak gerçekleşti. Ocak ayında parite ve sert hava koşullarının neden olduğu iş günündeki azalma sebebiyle ihracatın zayıf seyri Şubat ayında da devam ettiği ancak 1.7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşen altın ihracatı toplam ihracatımızı destekleyen bir faktör olarak karşımıza çıktığı görülüyor. EUR/USD paritesi ile ihracat birim değeri arasında olan %51'lik korelasyondan hareketle, ihracattaki düşüşte paritenin de etkisi olduğunu ve ihracattaki daralmaya göre ithalattaki daralmanın daha fazla olması sebebiyle dış ticaret açığındaki toparlanmada ithalat kanallı gelişmelerin daha çok etkili olduğunu söyleyebiliriz. TİM (Türkiye İhracatçıları Meclisi) verilerine göre, Şubat ayında en çok ihracat yapan sektör 1.7 milyar dolar ile otomotiv olurken, bunu sırasıyla 1.3 ve 1.2 milyar dolarlık ihracatla hazır giyim ve konfeksiyon ile kimyevi maddeler ve mamuller sektörleri takip etti.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış seriye göre, Şubat ayında bir önceki aya göre hem ihracat hem de ithalat %0.7 artış gösterdi. Takvim etkilerinden arındırılmış seriye göre ise, Şubat ayında önceki yılın aynı ayına göre ihracat %5.9, ithalat %7.2'lik azalış gösterdi. Böylece, Şubat ayında 4.6 milyar dolar gelen dış ticaret açığı mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış verilerle 5.6 milyar dolar gerçekleşmiş oldu.



2014 yılında yurtiçi talepteki zayıflığa bağlı olarak genel olarak düşüş eğiliminde olan ithalatın alt kalemlerindeki gerileme Ocak ayının ardından Şubat ayında da devam etti. Toplam ithalat içindeki payı %72.2 olan ara malı ithalatı geçen yılın aynı dönemine göre %9 azalış gösterdi. Ocak ayında sert bir gerileme gösteren ara malı ithalatının gerileme hızı Şubat ayında düşüş yaşadı. Toplam ithalat içindeki payı %14.6 olan sermaye malı ithalatı Şubat ayında yıllık bazda %3.9, tüketim malı ithalatı ise %0.7'lik sınırlı bir gerileme yaşadı.

Böylelikle Şubat ayında ara malı kanalı ile 12.2 milyar dolar, sermaye malı kanalı ile 2.5 milyar dolar, tüketim malı

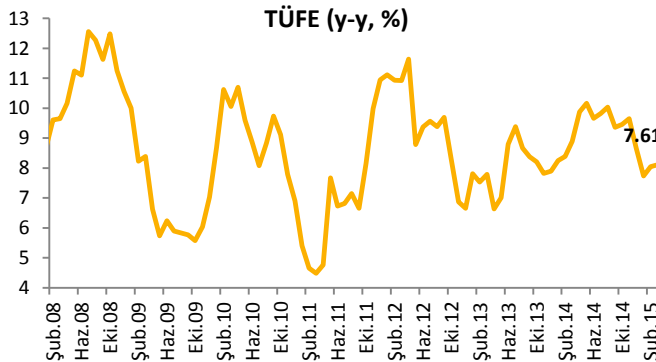
kanalı ile 2.2 milyar dolarlık bir ithalat gerçekleştirilmiş oldu. Sanayi üretimi, PMI gibi verilerle birlikte ithalatın alt bileşenlerinde yaşanan bu gerileme bize ekonomik aktiviteye ilişkin yavaşlama sinyalleri vermesini yanı sıra, dış ticaretteki daralmada küresel ticaret hacmindeki yavaşlama ile dünya ticaret hacminden aldığımız payın küçülmesi ve ihracatımızın %42'sini AB ülkeleri oluşturması sebebiyle EUR/USD paritesinde yaşanan gerilemenin etkili olduğunu söyleyebiliriz.

Sonuç olarak, Şubat ayında dış ticaret açığı 4.6 milyar dolar ile 4.7 milyar dolar olan beklentimize yakın gerçekleşti. Şubat ayında Ocak ayının ardından gerilemesine devam eden EUR/USD paritesinin etkisi ile ihracat 12.3 milyar dolar, ithalat ise küresel ticaret hacmindeki daralmaya paralel olarak 16.9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Genel olarak global ticaret hacmindeki düşüş seyrinin de etkisiyle dış ticaret hacminde gerileme yaşanmasıyla birlikte ihracatta görülen zayıf seyrini Şubat ayında gerçekleşen 1.7 milyar dolarlık yapılan altın ihracatı sınırladığı oldu. Öte yandan enerji ve altın hariç dış ticaret açığı 33.2 milyar dolar ile geçen aya göre sınırlı bir artış gösterse de, petrol fiyatlarında yaşanan gerilemenin gecikmeli etkisini gördüğümüz Ocak ayının ardından Şubat ayında da görmeye devam ediyoruz.

Şubat ayında EUR/USD paritesinde görülen gerilemenin ardından Mart ayında da bu düşüşün devam etmesi TL cinsi ihraç mallarını Euro Bölgesi ekonomisi için daha pahalı hale getireceği için önümüzdeki ay da ihracat üzerinde baskı görmeye devam edebiliriz. Ancak 2015 yılının ilk iki ayında yapılan yüksek montanlı altın ihracatının devam edecek olması ihracat üzerindeki söz konusu baskıyı sınırlandırabilecektir.

4.çeyrek büyüme verisi %2.9 ile beklentilerin üzerinde açıklanmasına rağmen, söz konusu verinin %3.3 olan OVP hedefinin altında gerçekleşmiş olması ve 2015 yılı ilk çeyreğine ilişkin yavaşlama sinyali veren öncül göstergeler sebebiyle TCMB'nin önümüzdeki dönemde faiz indirimine giderek yurtiçi talebin canlanmasına destek verme ihtimali bulunuyor. Yurtiçi talebin canlandığı bir ortam dış ticaret açığı üzerinde baskı yaratabilecek olsa da, ham petrol fiyatlarının halihazırda 50 dolar/varil seviyesinin altında seyretmesinin söz konusu baskıyı sınırlandırabileceğini düşünüyoruz. Ancak son açıklanan ve beklentilerin altında kalan sanayi üretimi, PMI gibi üretim aktivitesine ilişkin verilerin yanı sıra küresel ticaret hacmindeki daralma ve EUR/USD paritesindeki gerileme daha önce 2015 yılsonu için %4 olan OVP büyüme tahmini üzerinde aşağı yönlü riskler barındırdığına işaret ediyor. Oluşan bu koşullar sebebiyle, 2015 yılını 79.8 milyar dolar seviyesinde tamamlamasını beklediğimiz yıllık dış ticaret açığı beklentimiz üzerinde aşağı yönlü riskler bulunuyor.

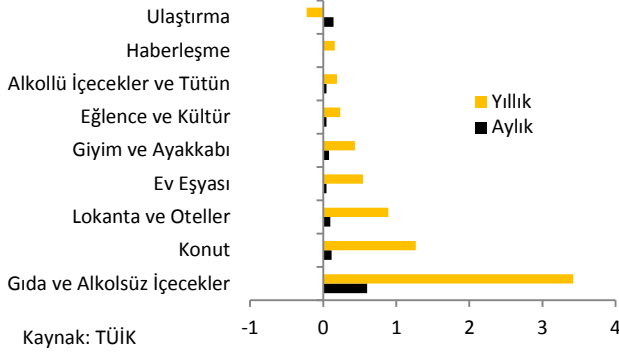
Mart ayında enflasyon yıllık bazda %7.61'e yükseldi.



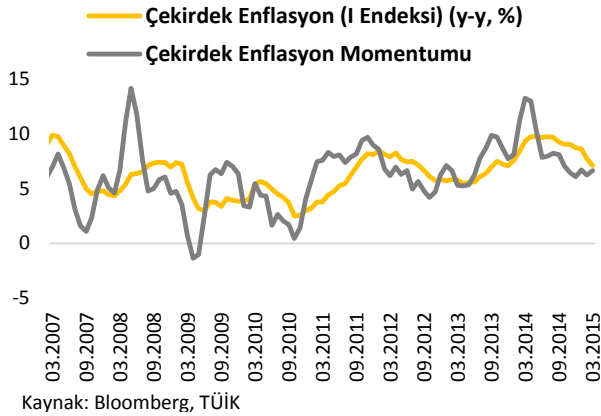
Kaynak: TÜİK

Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) Mart ayında aylık bazda beklentilerin üzerinde %1.19 arttı (Piyasa Beklentisi: %0.90, VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Beklentisi: %0.87). Yıllık bazda ise TÜFE Şubat ayındaki %7.55 seviyesinden, Mart ayında %7.61'e yükseldi. Enflasyonun bu ay beklentimizin üzerinde gerçekleşmesinde Mart ayı sonunda akaryakıt fiyatlarına yapılan indirimlerin ulaştırma grubu fiyatlarına yansımaya söz konusu grupta beklediğimiz düşüşün gerçekleşmemesi etkili oldu.

TÜFE Harcama Gruplarının Katkısı (puan)



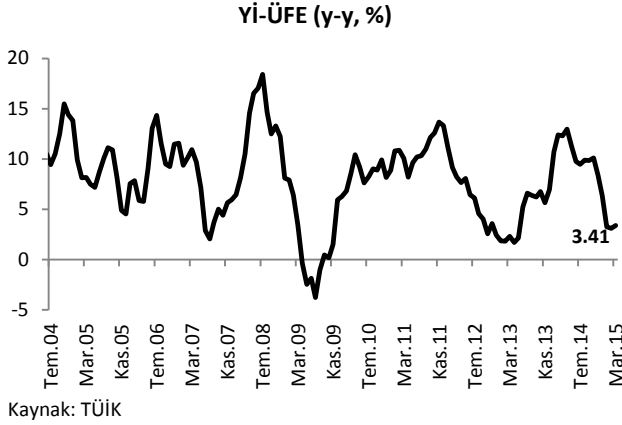
konut grubu ise enflasyona 0.11 puan artış yönlü katkı sağladı. Söz konusu grubun fiyatlarındaki aylık bazdaki artış %0.72 olarak gerçekleşti. Sepette en yüksek üçüncü ağırlığa sahip grup olan ulaştırma grubu fiyatlarında ise bu ay beklentimizin aksine %0.91 oranında bir artış gerçekleşti ve bu artış enflasyonu 0.13 puan yukarı yönde etkiledi. Mart ayı enflasyonunda, alkollü içecekler ve tütün grubu ile haberleşme grubu azalış yönlü katkı yapan iki alt grup oldu. Ancak söz konusu iki grubun da enflasyon içerisindeki ağırlıklarının nispeten az olmaları ve az miktarda düşüş göstermeleri nedeniyle enflasyona katkıları da sıfır puana yakın gerçekleşti. Son olarak, nispeten yüksek sayılabilecek ağırlığı ile enflasyon sepetinde önemli yeri olan giyim ve ayakkabı grubu fiyatlarında bu ay, beklentilerimiz doğrultusunda, indirim sezonunun bitmesi ile %1.06 oranında artış yaşandığını gördük. Giyim grubu fiyatlarındaki bu artışın enflasyona katkısı ise 0.08 puan olarak gerçekleşti.



Mart ayında, mevsim geçişi olması ile mevsiminin sonuna yaklaşıl原因 bazı yaş sebze ve meyvelerin üretiminde yaşanan azalış nedeniyle artan fiyatları, gıda grubunda yükselişe neden oldu. Böylelikle gıda grubu bir önceki aya göre %2.47 oranında artış göstererek enflasyona 0.6 puanla en yüksek artış yönlü katkısı yapan grup oldu. Gıda grubu aylık bazda hem en yüksek artışı gösteren hem de enflasyon sepetinde en yüksek ağırlığa sahip olan grup olması nedeniyle enflasyonu en çok yükselten grup oldu. Sepette gıdadan sonra en yüksek ağırlığa sahip grup olan

Manşet enflasyondaki yükselişe rağmen, çekirdek endeks (I endeksi) yıllık bazda gerilemeye Mart ayında da devam etti. Mart ayında bir önceki aya göre %0.61 artan çekirdek enflasyon, yıllık bazda ise Şubat ayındaki %7.72'den %7.10'a geriledi. Mevsimsellikten arındırılmış, 3 aylık hareketli ortalaması alınarak yıllıklandırılan ve çekirdek enflasyon momentumu olarak adlandırılan göstergede ise yükseliş olduğunu görüyoruz. Geçen ayki raporumuzda kurdaki yükselişlerin çekirdek enflasyona gecikmeli yansıdığı ve kurda yaşanan

yükseliş nedeniyle çekirdek enflasyondaki düşüşün sonuna yaklaşmış olabileceğimizi söylemiştik. Ayrıca TCMB de, Mart ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısının ardından yayımladığı nottan "çekirdek enflasyondaki düşüş devam edecektir" ifadesini çıkarmıştı. TCMB'nin bu ifadeyi çıkarmış olması da söylemlerimizi teyit ediyor. Ancak Mart ayında çekirdek enflasyonda beklediğimiz gibi bir yükseliş yaşanmadığını görüyoruz. Bununla birlikte artan gıda ve petrol fiyatları, çekirdek enflasyondaki düşüşün manşet enflasyona yansımalarını ise sınırılıyor.



Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi (Yİ-ÜFE) Mart ayında bir önceki aya göre %1.05 arttı. Yİ-ÜFE yıllık bazda ise Şubat ayındaki %3.1'den Mart ayında %3.41'e yükseldi. Böylece Yİ-ÜFE'de yıllık bazda Kasım ayında başlayan düşüş Mart ayında sona erdi. Kurdaki yükselişin etkisini ilk olarak maliyet kanalı ile üretici fiyatlarında görüyoruz. Yİ-ÜFE'de de kurda yaşanan yükselişlerin etkisiyle Mart ayında yıllık bazda yükseliş yaşandı. Mart ayında üretici fiyatlarının en fazla arttığı sektör imalat sanayi sektörü oldu. İmalat sanayiinin alt sektörlerinde ise en fazla artış bir önceki aya göre %5.97 ile rafine petrol

ürünlerinde görüldü. Ana sanayi gruplarında ise en yüksek artış Şubat ayına benzer şekilde Mart ayında da aylık bazda %2.44 ile enerji grubunda oldu. USD/TL kurunda Mart ayında yeni tarihi zirve seviyelerin test edilmiş olduğu göz önünde bulundurulduğunda, Yİ-ÜFE'de kurdaki yükselişlere paralel olarak önümüzdeki dönemde de yükselişin devam edebileceğini düşünüyoruz.

Sonuç olarak Mart ayında enflasyon bir önceki aya göre %1.19 oranında artış göstererek beklentilerin biraz üzerinde gerçekleşti. Ayrıca yine beklentilerin aksine yıllık bazda da enflasyonda bir yükseliş yaşandı. Mart ayında yıllık olarak enflasyon %7.55 seviyesinden %7.61 seviyesine yükselmiş oldu. Söz konusu artışta yine gıda ve ulaştırma grubu fiyatlarındaki artışlar belirleyici oldu. Gıda grubu fiyatları beklentilerimize paralel olarak %2.5 civarında bir artış gösterirken ulaştırma grubu fiyatları ise beklentilerimizin aksine %0.91 oranında arttı. Görülen o ki, Mart ayı sonunda yapılan akaryakıt fiyatlarındaki indirimler Mart ayı enflasyonuna yansımada ve bir sonraki aya sarktı. Söz konusu indirimlerin Nisan ayına olumlu yansımada beklemimize karşın, Nisan ayında ise akaryakıt fiyatlarına bir miktar zam yapılması bu olumlu yansımada sınırlandıracaktır. Manşet enflasyondaki artışa rağmen çekirdek enflasyondaki düşüş Mart ayında da devam etti. Yİ-ÜFE'de ise yıllık bazda dört ayın ardından ilk defa yükseliş yaşandı. Çekirdek enflasyonda Mart ayında yıllık bazda gerileme yaşanmasına rağmen aylık bazda hem arındırılmamış hem de mevsimsellikten arındırılmış verilerde artış olması, çekirdek enflasyon momentumunda ve manşet enflasyonda yükseliş görülmesi, ayrıca artan üretici fiyatlarının da önümüzdeki dönemde tekrar manşet enflasyonu yukarı yönde baskılaması ihtimali ve kurlarda devam eden volatilitte, TCMB'nin Nisan ayı toplantısında da faiz oranlarını sabit bırakma ihtimalini güçlendiriyor. Verilerin yanı sıra TCMB Başkanı Erdem Başçı'nın 6 Nisan'da yaptığı sunumda "Küresel piyasalardaki belirsizlikler ve gıda fiyatlarındaki artışlar para politikasındaki temkinli yaklaşımın sürdürülmesi gerektiğini gösteriyor" ifadesini kullanmış olması da faizlerin sabit bırakılacağı düşüncemizi destekliyor. Ancak Nisan ayı enflasyonunda baz etkisi ile düşüş yaşanır, yurt dışında Fed'in faiz artırımlarını ertelediği algısıyla oluşan olumlu ortam devam eder ve faiz ile kurlarda da beklenmedik bir hareket yaşanmaz ise TCMB Mayıs ayı toplantısında faiz indirimlerine devam edebilir. Enflasyonda yıl başında beklenen düşüşün halen gerçekleşmediği görülürken, yılın ortası için beklenen %5 seviyelerine ulaşma ihtimalinden ise uzaklaşıldı. TCMB Ocak ayında yayımladığı yılın ilk enflasyon raporunda 2015 yılsonu için enflasyon beklentisini %6.1'den %5.5'e indirmişti. Son gelişmelerle birlikte enflasyonun yıl ortasında %5 seviyelerine ulaşma ihtimalinin çok azalmış olması nedeniyle, TCMB'nin 30 Nisan'da yayımlayacağı yılın ikinci enflasyon raporunda, yılsonu enflasyon beklentisini yukarı yönlü revize etmesini bekliyoruz.

Haftalık Veri Takvimi (06 Nisan - 10 Nisan 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
06.04.2015	Türkiye	Reel Efektif Döviz Kuru (Mart)	113.21	--
	ABD	Hizmet PMI (Mart)	58.6	58.6
	Japonya	Öncü Göstergeler Endeksi (Şubat)	105.5	105.1
07.04.2015	Euro Bölgesi	ÜFE (Şubat, y-y)	-%3.4	-%2.9
		Hizmet PMI (Mart)	54.3	54.3
	Almanya	Hizmet PMI (Mart)	55.3	55.3
	Fransa	Hizmet PMI (Mart)	52.8	52.8
	İtalya	Hizmet PMI (Mart)	50.0	51.0
	İngiltere	Hizmet PMI (Mart)	56.7	57.0
	08.04.2015	Türkiye	Sanayi Üretim Endeksi (Şubat, y-y)	-%2.3
	ABD	ÜFE (Şubat, y-y)	--	--
	Euro Bölgesi	Perakende Satışlar (Şubat, a-a)	%1.1	-%0.2
		Almanya	Fabrika Siparişleri (Şubat, a-a)	-%3.9
	Fransa	Dış Ticaret Dengesi (Şubat)	-3,726 milyon euro	-3,800 milyon euro
	Japonya	Dış Ticaret Dengesi (Şubat)	-864.2 milyar yen	-241.5 milyar yen
		Cari İşlemler Dengesi (Şubat)	61.4 milyar yen	1,212.5 milyar yen
09.04.2015	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı	268 bin kişi	280 bin kişi
	Almanya	Cari İşlemler Dengesi (Şubat)	16.8 milyar euro	17.5 milyar euro
		Dış Ticaret Dengesi (Şubat)	15.9 milyar euro	19.0 milyar euro
		Sanayi Üretimi (Şubat, a-a)	%0.6	%0.1
	İngiltere	Merkez Bankası (BoE) Faiz Toplantısı	--	--
10.04.2015	Türkiye	Cari İşlemler Dengesi (Şubat)	-2 milyar dolar	-2.8 milyar dolar
	Fransa	Sanayi Üretimi (Şubat, y-y)	%0.6	%0.5
	İngiltere	Sanayi Üretimi (Şubat, y-y)	%1.3	%0.3