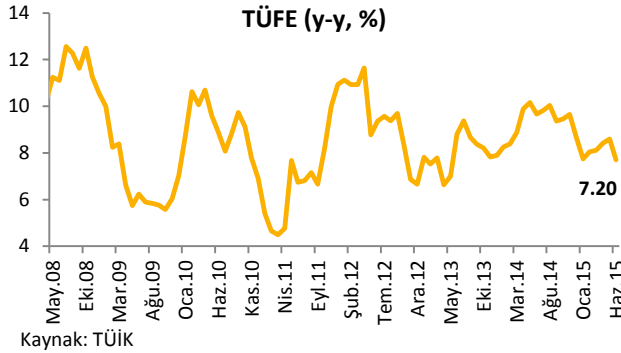
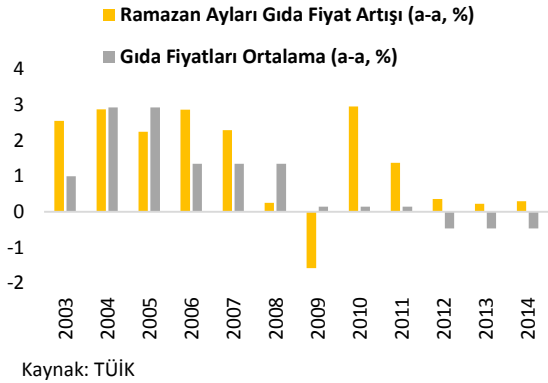
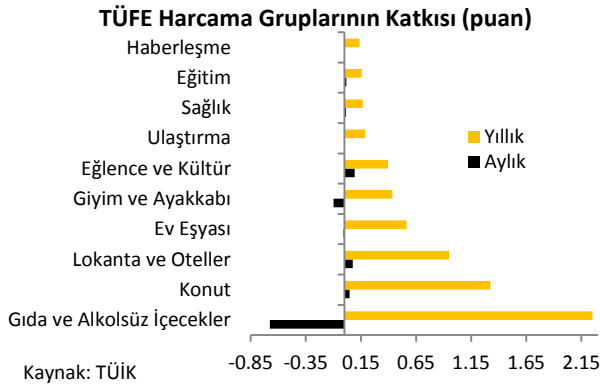


Haziran ayında manşet enflasyon yıllık bazda gerilemesine karşın, çekirdek enflasyon ve Yi-ÜFE ise yıllık bazda yükselmeye devam etti. Haziran ayında beklentilerin üzerinde gerileme gösteren enflasyonda gıda fiyatlarındaki düşüş belirleyici oldu. Öte yandan yurtiçinde geçtiğimiz hafta açıklanan bir diğer veri ise Mayıs ayı dış ticaret açığı oldu. Dış ticaret açığı aylık bazda yükselmesine karşın, yıllık bazda ivme kaybı yaşayarak gerilemeye devam etti. Bu haftaki raporumuzda söz konusu bu verilerdeki gelişmeleri yakından ele alacağız.

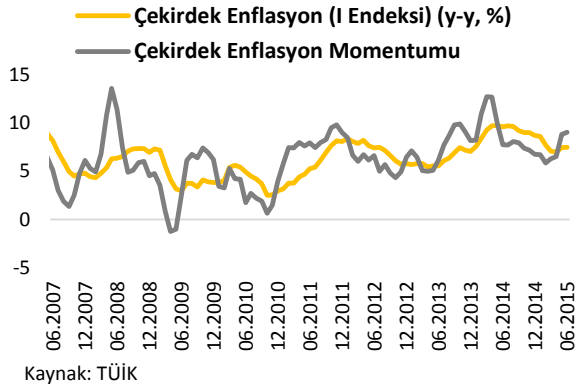
### Haziran ayında enflasyon aylık bazda %0.51 düştü.



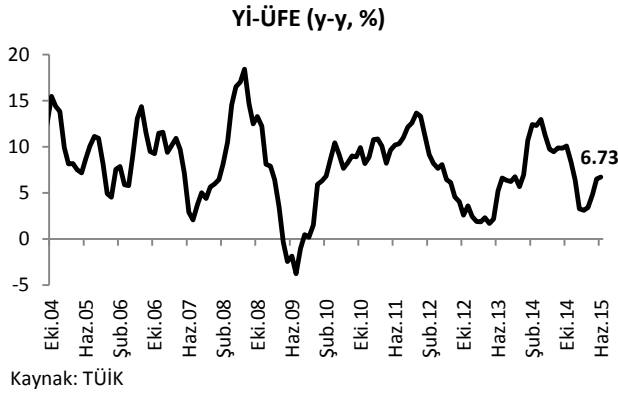
Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) Haziran ayında aylık bazda piyasa beklentisinin üzerinde %0.51 düştü (Piyasa Beklentisi: -%0.25, VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Beklentisi: %0.27). Yıllık bazda ise TÜFE Mayıs ayındaki %8.09 seviyesinden, Haziran ayında %7.20'ye geriledi. Haziran ayında enflasyonunun beklentimizden sapmasında gıda fiyatlarında yaşanan sert düşüş etkili oldu.



Enflasyon sepeti içinde en yüksek ağırlığa sahip olan gıda ve alkolsüz içecekler grubu fiyatları Haziran ayında, bir önceki aya göre %2.79 düşerek aylık bazda enflasyonun negatif gerçekleşmesini sağladı. Böylece gıda ve alkolsüz içecekler grubu Haziran ayında enflasyona 0.68 puan ile en yüksek düşüş yönlü katkısı yapan grup oldu. Yaş sebze ve meyve fiyatlarında düşüş yaşanmış olmasına karşın, et ve süt gibi diğer gıda ürünlerinde yaşanan artışlar ve Ramazan etkisi nedeniyle gıda fiyatlarının Haziran ayında artış göstereceğini düşünüyorduk. Yukarıdaki grafikten de görülebileceği gibi ramazan aylarında genel olarak gıda fiyatları geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde gerçekleşiyor. Ancak bu yıl yaş sebze meyve fiyatlarında yaşanan aylık bazdaki %15 düşüş nedeniyle gıda fiyatları da düşük gerçekleşti. Gıda grubu fiyatlarındaki bu sert düşüş, enflasyonun beklentimizden sapmasına neden oldu. Gıda ve alkolsüz içecekler grubunun ardından Haziran ayında en fazla düşüş gösteren grup giyim ve ayakkabı grubu oldu. Bir önceki aya göre %1.32 düşen giyim ve ayakkabı grubu fiyatları enflasyonu da 0.1 puan düşüş yönlü etkiledi. Haziran ayında ev eşyası, ulaştırma ve alkollü içecekler ve tütün grubu fiyatlarında da sınırlı bir düşüş yaşandı. Eğlence ve kültür grubu ise Haziran ayında aylık bazda en yüksek artışı gösteren grup oldu. Bir önceki aya göre %2.64 oranında artan eğlence ve kültür grubu fiyatları enflasyona da 0.093 puan ile en yüksek artış yönlü katkı yapan grup oldu.



şıçramanın ardından Haziran ayında da yükseliş devam etti. Böylece son aylarda kurda yaşanan yükselişin çekirdek enflasyon üzerindeki yukarı yönlü etkisi sürdü. Çekirdek enflasyonda yükselişin devam etmesi TÜFE üzerinde de yukarı yönlü riskler barındırıyor.



artışın ise geçtiğimiz Mayıs ayında olduğu gibi dayanıksız tüketim malı grubunda yaşandığını görüyoruz. Aylık bazda dayanıklı tüketim malı ve enerji grubu fiyatlarında fiyatlarında düşüş yaşanırken, yıllık bazda azalış yönlü katkı yapan tek grup ise enerji grubu fiyatları oldu. Yurt içi üretici fiyatlarına sektörler ve alt sektörler bazında baktığımızda ise %86.21 ile en yüksek ağırlığa sahip imalat sektörünün Yi-ÜFE'ye 0.35 puan ile en yüksek artış yönlü katkısı yaptığını ve %9.30 ile en yüksek ikinci ağırlığa sahip elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörünün ise -0.17 puan ile azalış yönlü katkıda bulunduğunu görüyoruz.

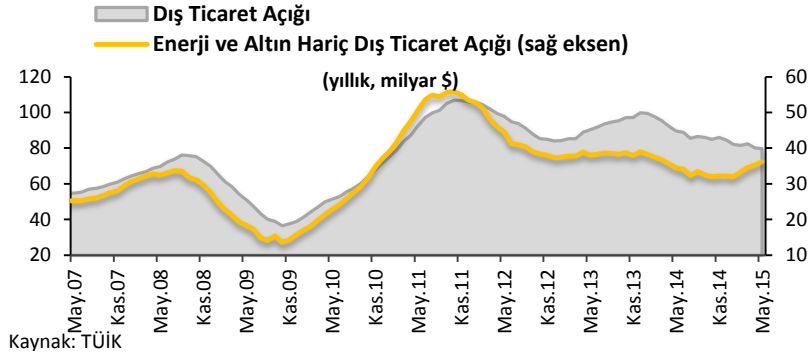
Sonuç olarak Haziran ayında beklentimizin çok üzerinde düşüş gösteren gıda fiyatlarının etkisiyle enflasyon aylık bazda %0.51 azalırken yıllık bazda da düşmeye başladı. Böylece Haziran ayında yıllık bazda enflasyon dört ay sonra yeniden düşmeye başlamış oldu. Ayrıca baz etkisinin de katkısıyla yıllık bazda enflasyon %7.20 ile 2013 Mayıs'tan bu yana görülen en düşük seviyeye geriledi. Baz etkisiyle enflasyonun Temmuz ayında da düşmeye devam etmesi olası görünüyor. Bununla birlikte çekirdek enflasyonda ve Yi-ÜFE'de ise yıllık bazdaki yükseliş Haziran ayında da devam etti. Son dönemde hem Yunanistan'a ilişkin belirsizliklerin gelişmekte olan ülke para birimleri üzerinde baskı oluşturması hem de yurtiçi dinamiklerin yarattığı baskı nedeniyle kurdaki volatilité devam ediyor. Bu nedenle önümüzdeki dönemde de çekirdek enflasyon ve Yi-ÜFE'de yükseliş devam edebilir. TÜFE için öncül olan çekirdek enflasyon ve Yi-ÜFE'deki yükselişin bir süre sonra TÜFE'ye de yükseliş olarak yansiyabilecek olması ve Ağustos ayında baz etkisinin olumlu katkısının azalmaya başlayacak olması nedeniyle enflasyonda yıllık bazda yaşanan düşüşün Ağustos ayında yerini tekrar yükselişe bırakması olası görünüyor. Yurtdışı ve yurtiçi dinamiklerin kur üzerinde baskı oluşturması nedeniyle %6.8 olan yılsonu enflasyon beklentimiz üzerinde yukarı yönlü riskler bulunuyor. Bundan sonraki süreçte enflasyonun seyrinde gıda fiyatları ve kurun hareketlerinin belirleyici olmaya

Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I endeksi) Haziran ayında bir önceki aya göre %0.33 arttı ve yıllık bazda da Mayıs ayındaki %7.48 seviyesinden Haziran ayında %7.51 seviyesine yükseldi. Böylece Ağustos 2014'ten beri düşüş eğiliminde olan ancak Mayıs ayında yükselmeye başlayan çekirdek enflasyon yükselişini Haziran ayında da sürdürmüş oldu. Mevsimsellikten arındırılmış, 3 aylık hareketli ortalaması alınarak yıllıklandırılan ve çekirdek enflasyon momentumu olarak adlandırılan göstergede ise Mayıs ayındaki yukarı yönlü sert

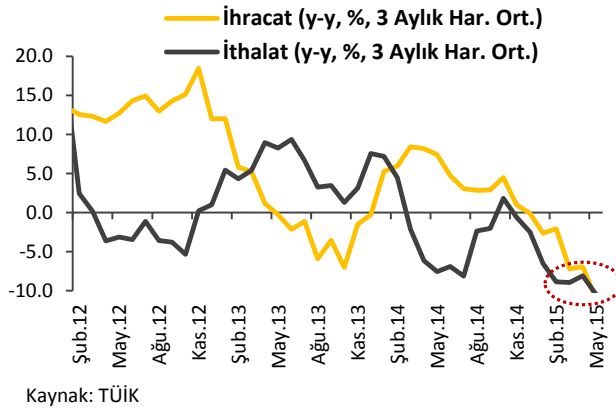
Yurt içi Üretici Fiyatları Endeksi (Yi-ÜFE) Haziran ayında bir önceki aya göre %0.25 artış gösterirken, bir önceki yılın aynı ayına göre ise Mayıs ayındaki %6.52 seviyesinden Haziran ayında %6.73 seviyesine yükseldi. Son üç aydır yıllık bazda yükselişte olan üretici fiyatları yükselişini Haziran ayı itibarıyla dördüncü aya taşımış oldu. Haziran ayında da kurda yükselişin devam etmesinin maliyetler kanalı ile üretici fiyatlarını yükselttiğini görüyoruz. Üretici fiyatlarına ana sanayi grupları bazında baktığımızda, en yüksek aylık bazdaki artışın ara malı grubunda ve en yüksek yıllık bazdaki

devam edeceğini düşünüyoruz. Enflasyonun seyri ise TCMB para politikası kararları açısından belirleyici olmaya devam edecektir.

### Dış ticaret açığı Mayıs ayında 6.75 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti.

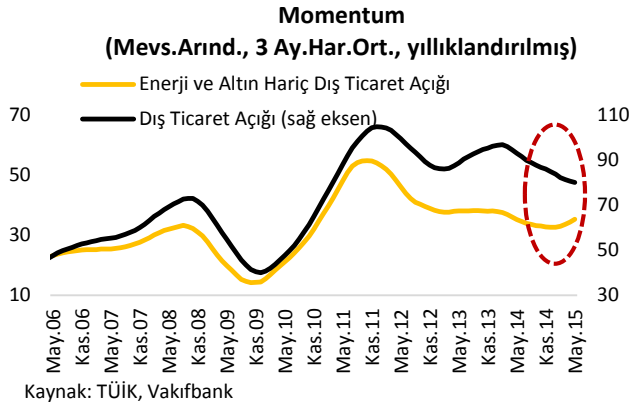


Mayıs ayında dış ticaret açığı 2014 yılının aynı dönemine göre %6.1 azalarak 6.75 milyar dolar ile 6.8 milyar dolar olan beklentimize yakın gerçekleşti. 12 aylık kümülatif dış ticaret açığı ise, geçen yılın aynı dönemine göre %11 azalarak 79.7 milyar dolara geriledi. Dış ticaret açığı yıllık bazda Mayıs ayında gerilemeye devam etmesine karşın, enerji hariç dış ticaret açığının %15.6 artış kaydettiği dikkat çekiyor. Öte yandan, dış ticaret açığında altın ticaretini dışladığımızda geçen yıl baz etkisiyle görülen olumlu katkının bu yıl azaldığını söyleyebiliriz. Yıllıklandırılmış enerji ve altın hariç dış ticaret açığı ise Mayıs ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %5.14 gerileyerek 36.2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşirken, aylık bazda hafif bir artış gösterdi. 2015 yılının Ocak ayı itibarıyla artmaya başlayan yıllıklandırılmış enerji ve altın hariç dış ticaret açığının ise, Mayıs ayında genişlemeye devam ettiği görülüyor.

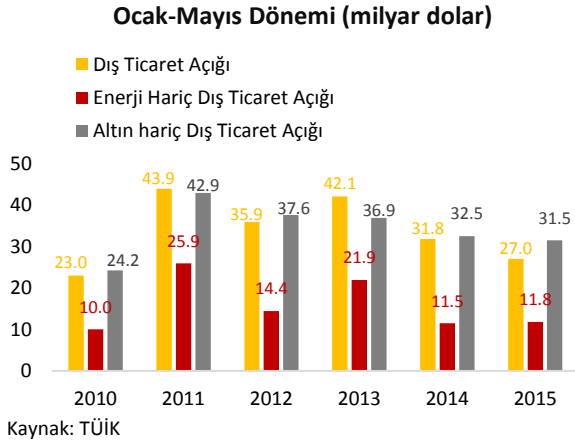


Dış ticaret istatistiklerinin detaylarına bakıldığında, Nisan ayında altın ihracatındaki belirgin artışın katkısıyla toparlanmasını sürdüren ihracatın söz konusu iyileşmeyi Mayıs ayında koruyamadığı görülüyor. Aylık bazda %16.9 gerileyen ihracatta altın ihracatında yaşanan %93.7'lik düşüş belirleyici oldu. Bunun yanı sıra USD/TL kurundaki artışın ihracatımızda yaratması beklenen pozitif etkinin önemli ihracat ortağımız olan ülkelerde yaşanan ekonomik sorunlardan ve EUR/USD paritesinde yaşanan gerilemeden dolayı yeterince görülmemesi de ihracatımızda geçtiğimiz ay

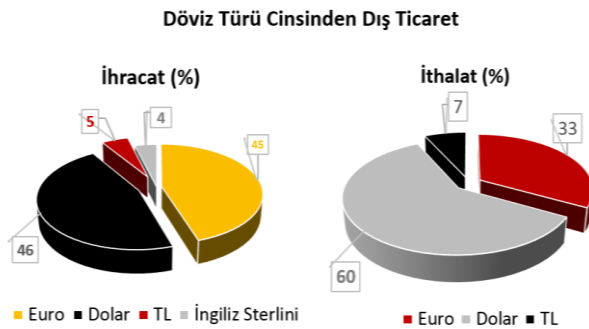
görülen toparlanmanın Mayıs ayında devam ettirilememesinde etkili oldu. İthalat bir önceki aya göre %2.68 azalarak 17.9 milyar dolar seviyesinde açıklandı. İthalatın Mayıs ayında yıllık bazda %14.4 düşüşle toparlanmasını artan ivmeyle sürdürdüğü görülüyor. İthalatta görülen söz konusu toparlanmada diğer aylarda olduğu gibi Mayıs ayında da USD/TL kurundaki artış ve küresel ticaret hacmindeki azalış etkili olmaya devam etti. İhracat ve ithalatın yıllık değişiminin 3 aylık ortalamalarına baktığımızda, geçtiğimiz yıllarda ithalata göre sert bir şekilde gerileyen ihracatın düşüş eğilimini sürdürdüğü görülüyor. İthalattaki iyileşme ivmesinin arttığı ve ithalatın önümüzdeki dönemde azalış sinyali verdiği görülüyor.



açığındaki toparlanmanın devam etmesine rağmen, enerji ve altın hariç dış ticaret açığında görülen bozulma ise dikkat çekici oldu.



Bu bağlamda, 2015 yılının ilk 5 aylık toplamında altın ihracatında yaşanan bu iyileşme dış ticaret açığındaki daralmaya önceki yıllara göre daha fazla katkıda bulunduğu işaret ediyor. Enerji ticareti hariç tutularak dış ticaret açığına bakıldığında ise, enerji ticaretinin dış ticaret açığındaki ağırlığını 2015 yılının ilk 5 aylık toplamında da koruduğu görülüyor.



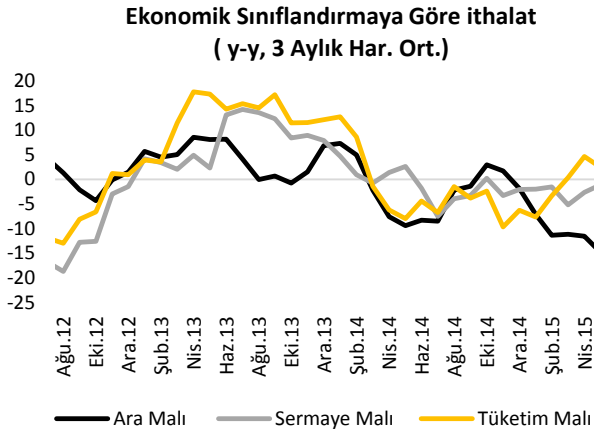
sıkıntılıların Türkiye'nin ihracatına olumsuz yansımaya Mayıs ayında da devam ettiğini görüyoruz. İthalat

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış seriye göre, Mayıs ayında ihracat bir önceki aya göre %13.6'lık sert azalış yaşarken, ithalat ise bir değişim göstermedi. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış ihracatın aylık bazdaki bu azalışı 2008 yılı Ekim ayından bu yana görülen en sert gerileme olduğu dikkat çekti. Böylelikle arındırılmış verilerle dış ticaret açığı Mayıs ayında 6.8 milyar dolar ile arındırılmamış veriye yakın gerçekleşmiş oldu. Dış ticaret açığının momentumuna bakıldığında ise toparlanmanın Mayıs ayında da devam ettiği ancak ivme kaybettiği görülüyor. Öte yandan, dış ticaret

Dış ticaret açığının Ocak-Mayıs ayı dönemi itibarıyla seyrine bakıldığında, 2013 yılından bu yana istikrarlı olarak daraldığı görülüyor. Aynı periyotta dış ticaret açığına benzer şekilde altın hariç dış ticaret açığında da toparlanma olduğu izleniyor. Ancak 2015 yılı ilk 5 aylık toplamında önceki yıllardan farklı olarak altın ticaretinin söz konusu daralmada daha fazla etkili olduğu dikkat çekiyor. Geçmiş yılların Ocak-Mayıs dönemiyle kıyaslandığında 2015 yılında yapılan 5.5 milyar dolarlık altın ihracatının tarihsel olarak zirve seviyede gerçekleştiği görülüyor.

Döviz türü cinsinden dış ticaret gelişimine baktığımızda ise, Mayıs ayında ihracat alt kaleminde Euro cinsi ile dolar cinsi yapılan ticaretin nerdeyse başabaş olduğu dikkat çekiyor. Bu durum yükselen USD/TL kurunun ihracat üzerinde teknik olarak yapması beklenen olumlu katkının TL'nin Euro karşısında değer kazanması sebebiyle sınırlı kaldığını açıklıyor. Böylece, Avrupa Birliği'ni oluşturan önemli ülke ekonomilerinde yaşanan

alt kaleminde ise toplam ithalatın %60'nın dolar cinsinden yapılması ise USD/TL'deki artış kaynaklı toplam ithalatımızı geçen yıla kıyasen daraltıcı etkide bulunuyor.



Kaynak: TÜİK

ayında geçen yılın aynı dönemine göre ara malı ithalatının %14.8, sermaye malı ithalatının %1.1 azalış gösterirken; tüketim malı ithalatında ise %2.5'lik artış yaşandığı görülüyor. Tüketim malı ithalatında geçen ay görülen artışın Mayıs ayında bir miktar hız kaybetse de devam ettiğini görüyoruz. Tüketim malı ithalatında geçen yıl görülen gerilemenin ardından Mart ayı itibarıyla artış yaşanmasının önümüzdeki dönemde de devam etmesi yurtiçi talepte bir canlanma olabileceğine işaret ediyor. Böylelikle Mayıs ayında ara malı kanalı ile 12.3 milyar dolar, sermaye malı kanalı ile 3.2 milyar dolar, tüketim malı kanalı ile 2.3 milyar dolarlık bir ithalat gerçekleştirilmiş oldu.

Sonuç olarak, Mayıs ayında dış ticaret açığı geçen yılın aynı dönemine göre %6.1 azalarak 6.75 milyar dolar ile 6.8 milyar dolar olan beklentimize yakın gerçekleşti. 12 aylık kümülatif dış ticaret açığı ise, geçen yılın aynı dönemine göre %11 azalarak 79.7 milyar dolara geriledi. Mayıs ayında diğer ayların aksine altın ihracatının toplam ihracata olumlu katkısının ortadan kalkması ve diğer aylarda olduğu gibi bu ay da gerileyen paritenin ihracata olumsuz katkısı sebebiyle toplam ihracat geçen yıla göre %18.8'lik gerileme yaşadı. USD/TL kurundaki artış ve küresel ticaret hacminin zayıf seyrinin Mayıs ayında da devam etmesi ithalatın yıllık bazda %14.4'lük düşüş göstermesinde etkili oldu. Dış ticaret açığı yıllık bazda Mayıs ayında gerilemeye devam etmesine karşın, enerji hariç dış ticaret açığının %15.6 artış kaydettiği dikkat çekiyor. Bu durumu 3 aylık hareketli ortalamalar itibarıyla momentum hareketinin de teyit ettiğini görüyoruz. Öte yandan, dış ticaret açığında altın ticaretini dışladığımızda geçen yıl baz etkisiyle görülen olumlu katkının bu yıl azaldığını söyleyebiliriz.

Öte yandan ihraç fiyatlarını ifade eden ihracat birim değer endeksi ile EUR/USD paritesi arasında pozitif yönlü ilişki baz alındığında özellikle euronun dolar karşısındaki değişiminin yüksek olduğu dönemlerde parite etkisinin daha fazla ön plana çıktığı düşünüldüğünde paritede yaşanan gerilemenin Ocak ayı itibarıyla ihracatımızda yaşanan gerilemede belirleyici olduğunu söyleyebiliriz. Bu durumun yanı sıra küresel ticaret hacminin zayıf seyrinin devam ediyor oluşu da ülkelerin birbirleriyle yaptığı ticaret hacimlerini etkiliyor. Türkiye açısından ise Euro Bölgesi'nde ilk çeyrek büyümesi beklentilerin üzerinde gelmesine karşın beklenen toparlanmanın henüz beklenen düzeyde olmaması da Türkiye'nin ihracat hacminin azalmasında belirleyici oldu. Bununla birlikte kurdaki yükselişe rağmen petrol ihraç eden Ortadoğu ülkelerinde yaşanan sıkıntılar sebebiyle Yakın ve Ortadoğu ülkelerine yapılan ihracat Mayıs ayında geçen yılın aynı dönemine göre %20'lik, Rusya'ya yapılan ihracatın ise %40'lık gerileme yaşaması ihracat üzerinde bir diğer baskılayıcı unsur olarak karşımıza çıkıyor.

Bununla birlikte öncül büyüme göstergelerinin zayıf seyrediyor olması ve petrol fiyatlarındaki gerilemenin gecikmeli etkisini görmeye devam edebilecek olmamız sebebi ile 2014 yılını 84.5 milyar dolar seviyesinde tamamlayan dış ticaret açığının 2015 yılında 65 milyar dolara gerilemesini bekliyoruz.

**Haftalık Veri Takvimi (06-10 Temmuz 2015)**

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
06.07.2015	Türkiye	Reel Efektif Döviz Kuru (Haziran)	100.82	--
	ABD	Hizmet PMI (Haziran)	54.8	--
	Almanya	Fabrika Siparişleri (Mayıs, a-a)	%1.4	--
	Japonya	Öncül Göstergeler Endeksi ( Mayıs, öncül)	106.4	106.2
07.07.2015	ABD	Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	-40.90 Milyar Dolar	-42.75 Milyar Dolar
	Almanya	Sanayi Üretimi (Mayıs, Mevs. Arınd., a-a)	%0.9	%0.1
	Fransa	Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	-3,008 Milyon Euro	-3,600 Milyon Euro
		Bütçe Dengesi (Mayıs)	-59.8 Milyar Euro	--
	İngiltere	Sanayi Üretimi (Mayıs, a-a)	%0.4	-%0.2
08.07.2015	Türkiye	Sanayi Üretimi (Mayıs, y-y)	%3.73	-%1.44
	ABD	ABD Merkez Bankası Toplantı Tutanaqları (Haziran)	--	--
	Japonya	Cari İşlemler Dengesi (Mayıs)	1326.4 Milyar Yen	1570.2 Milyar Yen
		Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	-146.2 Milyar Yen	-283.8 Milyar Yen
09.07.2015	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	281 Bin Kişi	277 Bin Kişi
	Almanya	Cari İşlemler Dengesi (Mayıs)	19.6 Milyar Euro	16.0 Milyar Euro
		Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	21.8 Milyar Euro	--
	İngiltere	Merkez Bankası Faiz Kararı	%0.50	%0.50
	Japonya	Makine Siparişleri (Mayıs, a-a)	%3.8	-%4.9
10.07.2015	Türkiye	Cari İşlemler Dengesi (Mayıs)	-3.4 Milyar Dolar	-3 Milyar Dolar
	Fransa	Cari İşlemler Dengesi (Mayıs)	0.4 Milyar Euro	--
		Sanayi Üretimi (Mayıs, a-a)	-%0.9	%0.4
	İtalya	Sanayi Üretimi (Mayıs, a-a)	-%0.3	%0.3
	İngiltere	Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	-1,202 £	-2,150 £
	Japonya	ÜFE (Haziran, a-a)	%0.3	%0.1
		Tüketici Güven Endeksi ( Haziran)	41.4	--