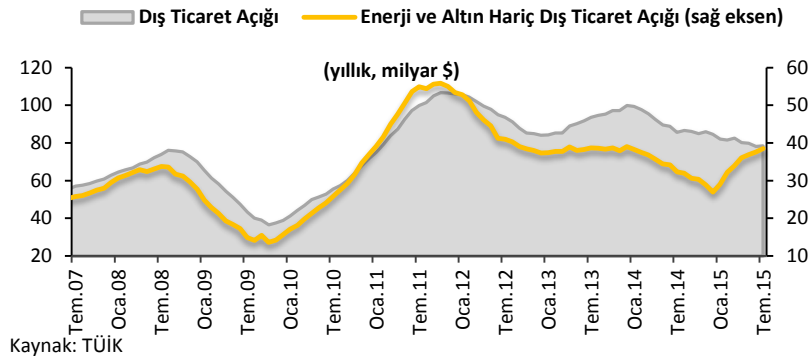
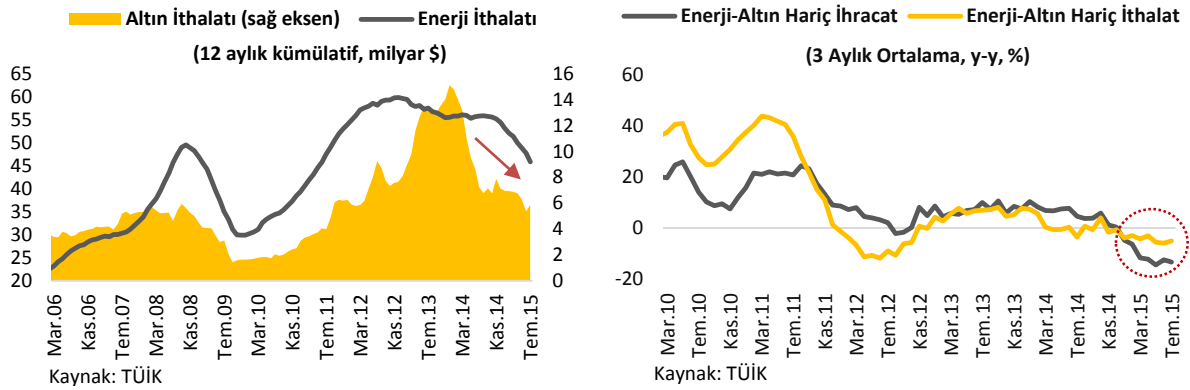


Geçen hafta yurtiçinde Temmuz ayı dış ticaret açığı ve Ağustos ayı enflasyon verileri açıklandı. Temmuz ayında dış ticaret açığı 2014 yılından bu yana en yüksek seviyesinde gerçekleşti. Temmuz ayında aylık bazda ihracattaki gerilemenin hızlandığı dikkat çekerken ithalattaki toparlanmanın sürdüğü görüldü. Son yedi aydır gerileyen yıllıklandırılmış dış ticaret açığı geçen yılın aynı dönemine göre iyileşmeye devam etti. Ağustos ayında aylık bazda piyasa beklentisinin üzerinde artan enflasyon ise yıllık bazda Temmuz ayındaki %6.81 seviyesinden, Ağustos ayında %7.14 seviyesine yükseldi. Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I endeksi) ve Yİ-ÜFE'de de aylık ve yıllık bazda yükseliş yaşandı. Bu haftaki raporumuzda enflasyon ve dış ticarete yaşanan gelişmeleri yakından ele alacağız.

### Dış ticaret açığı Temmuz ayında 7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti.

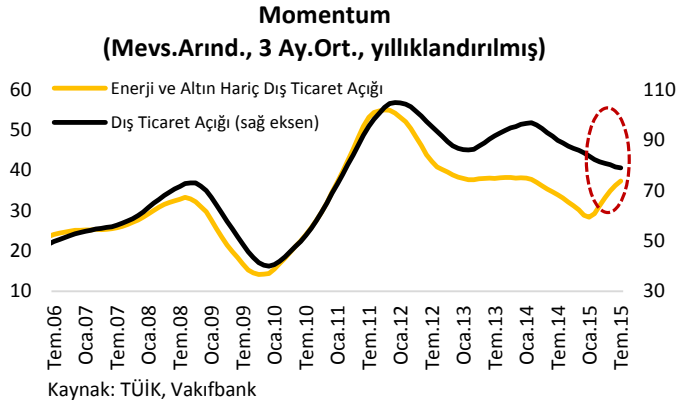


Temmuz ayında dış ticaret açığı 2014 yılının aynı dönemine göre %6.5 artışla 7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşerek yılın en yüksek değerine ulaştı. Son yedi aydır gerileyen yıllıklandırılmış dış ticaret açığı bir önceki aya göre artış kaydetmesine rağmen geçen yılın aynı dönemine göre %8.2 azalarak 78.5 milyara geriledi. Enerji ve altın hariç dış ticaret açığı ise, Temmuz ayında enerji ve altın hariç ihracatta yaşanan iyileşmenin katkısıyla aylık bazda daralarak 3.3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Söz konusu pozitif gelişmeye rağmen yıllıklandırılmış enerji ve altın hariç dış ticaret açığının Ocak ayından bu yana artmaya devam ederek 38.5 milyar dolara ulaştığı görülüyor.



Dış ticaret dengesinin alt komponentlerine bakıldığında, 11.2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşen ihracatın Temmuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %16.2 azaldığı ve yılın başından bu yana düşüş eğilimini sürdürdüğü görülüyor. USD/TL kurundaki artışın ihracatımızda yaratması beklenen pozitif etkinin ihracat ortaklarımız olan ülkelerdeki ekonomik sorunlardan ve EUR/USD paritesinde yaşanan gerilemeden dolayı yeterince görülmediğini düşünüyoruz. İthalat ise, Temmuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %8.7 azalarak 18.2 milyar dolar seviyesinde açıklandı. İthalatın ise düşüş eğilimini koruduğu ancak gerileme hızının Temmuz ayında yavaşladığı dikkat çekiyor. Bununla birlikte Temmuz ayında yapılan enerji ithalatının ton olarak aylık bazda artış göstermesine karşın tutar olarak düşüş göstermesi petrol fiyatlarındaki düşüşün olumlu etkisini

görmeye devam ettiğimize işaret ediyor. Enerji ithalatının Temmuz ayında aylık bazda artış kaydetmesine rağmen 12 aylık kümülatif enerji ithalatının düşüş eğilimini sürdürmesi ise bir diğer pozitif gelişme olarak karşımıza çıkıyor. Dış ticaret istatistiklerine 3 aylık ortalamalar itibarıyla bakıldığında, geçtiğimiz yılın ikinci yarısından bu yana düşüş eğiliminde olan enerji ve altın hariç ihracatın geçtiğimiz ayki toparlanmaya rağmen tekrar düşüş sinyali verdiği görülüyor. Enerji ve altın hariç ithalatın ise, düşüş ivmesinin son aylarda azaldığı dikkat çekiyor. Bu durum dış ticaret açığındaki toparlanmanın önümüzdeki dönemde hız kaybedeceğine işaret ediyor olabilir.



Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış seriye göre, Temmuz ayında ihracat bir önceki aya göre %0.1 sınırlı artış gösterirken, ithalat ise dört ayın ardından ilk kez yükseliş göstererek %3.9'luk artış gösterdi. Böylelikle Temmuz ayında 7 milyar dolar gerçekleşen dış ticaret açığının mevsim ve takvim etkisinden arındırıldığında 6.5 milyar dolara gerilediği dikkat çekiyor. Dış ticaret açığının momentumuna bakıldığında ise toparlanmanın Temmuz ayında da devam ettiği görülüyor. Dış ticaret açığındaki toparlanmaya karşın, enerji

ve altın hariç dış ticaret açığındaki artışın Temmuz ayında bir önceki aya göre ivme kaybı yaşasa da artmaya devam ettiği dikkat çekiyor.

Ocak-Temmuz Dönemi			
Milyar dolar	2014	2015	Değişim (y-y, %)
<b>İhracat</b>	93.3	84.7	-9.21
<b>İthalat</b>	139.7	125	-10.54
<b>Dış Ticaret Açığı</b>	-46.5	-40.3	-10.01
<b>Dış Ticaret Hacmi</b>	233	209.7	-13.21
<b>Karşılama Oranı (%)</b>	66.8	67.7	--

Kaynak: TÜİK

ilk yedi aylık dönem itibarıyla ticaret gelişimine bakıldığında ihracatın geçen yılın aynı dönemine göre %9.2, ithalatın ise %10.5 gerilediği ve böylece ithalatta yıllık bazdaki gerilemenin ihracata göre daha fazla olduğu dikkat çekti. Aynı dönemde dış ticaret açığı ise, geçen yıla göre %10 gerileyerek 40.3 milyar dolar oldu. Bu bağlamda yılın ilk yarısına göre dış ticaret açığındaki toparlanmada bir ivme kaybı yaşandığını söyleyebiliriz. Dış ticaret hacminin de küresel ticaret hacmindeki

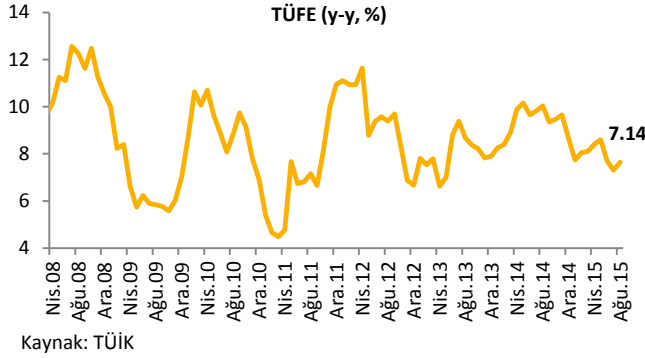
daralmaya paralel olarak geçen yıla göre %13.2'lik gerileme yaşandığı görülüyor.

Ekonomik grupların sınıflandırılmasına göre ithalatın alt kalemlerindeki gelişim ekonomik aktiviteye ilişkin sinyal niteliğinde olması bakımından önemli bir göstergedir. Bu bağlamda baktığımızda toplam ithalatın %17.3'ünü oluşturan sermaye malı ithalatının geçen yılın aynı dönemine göre %7.9, tüketim malı ithalatının ise %6.6'lık artış göstermesi yurtiçi talebin canlanmasına ilişkin sinyal niteliğinde olsa da, toplam ithalatın içindeki ağırlığı bakımından oldukça önemli olan ara malı ithalatında yıllık bazda %14.7 gerileme yaşanması bu beklenti için diğer ayda olduğu gibi soru işaretleri barındırıyor. Bununla birlikte ekonomik aktivitenin toparlanmasına ilişkin asıl sinyalin 2014 yılından bu yana yıllık bazda gerilemeye devam eden ara malı ithalatının yükseliş trendini yeniden yakalamasıyla geleceğini düşünüyoruz.

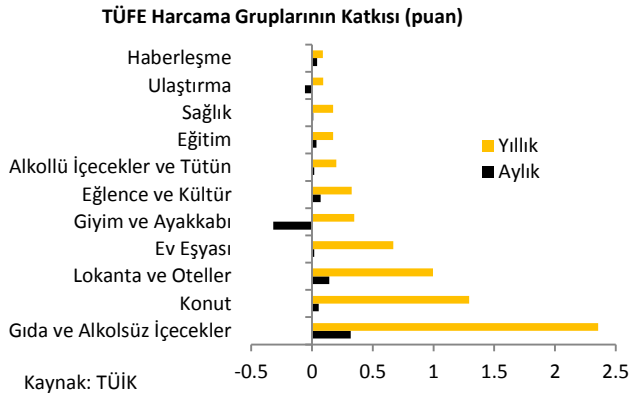
Sonuç olarak, Temmuz ayında dış ticaret açığı geçen yılın aynı dönemine göre %6.5 artışla 7 milyar dolar ile 2014 yılsonundan bu yana en yüksek seviyesinde gerçekleşti. Son yedi aydır gerileyen yıllıklandırılmış dış ticaret açığı ise, bir önceki aya göre artış kaydetmesine rağmen geçen yılın aynı dönemine göre %8.2 azalarak 78.5 milyar dolara geriledi. Enerji ve altın hariç dış ticaret açığı Temmuz ayında enerji ve altın hariç ihracatta yaşanan iyileşmenin katkısıyla aylık bazda daralarak 3.3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. EUR/USD paritesindeki düşüşün Temmuz ayında da devam etmesi ihracatın gerilemesinde etkili oldu ve Temmuz ayında Euro Bölgesi'ne yapılan ihracatta yıllık bazda %14, Orta Doğu'ya %12, Rusya'ya yapılan ihracatta ise %48'lik sert gerileme yaşandı.

Temmuz ayındaki ithalat gelişimine bakıldığında ise, yapılan enerji ithalatının ton olarak geçen aya göre artış göstermesine karşın tutar olarak düşüş göstermiş olması petrol fiyatlarının enerji faturası üzerinde yarattığı pozitif katkının devam ettiğine işaret ettiği görülüyor. Söz konusu bu pozitif etkinin devam etmesi ve ihracatta görülen gerilemenin terse dönmesi durumunda 2014 yılını 84.5 milyar dolar seviyesinde tamamlayan dış ticaret açığının 2015 yılında 65 milyar dolara gerilemesini bekliyoruz.

### Ağustos ayında enflasyon aylık bazda %0.40 yükseldi.

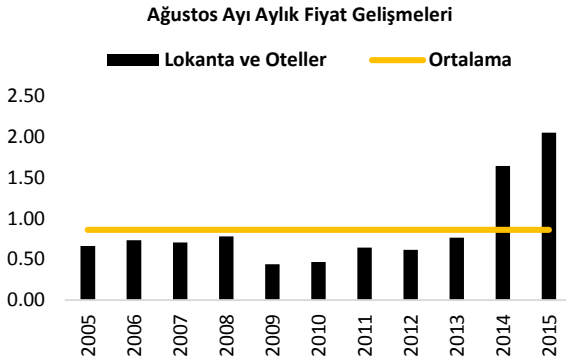


Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) Ağustos ayında bir önceki aya göre piyasa beklentisinin üzerinde %0.40 arttı (Piyasa Beklentisi: %0.11, VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Beklentisi: %0.05). Yıllık bazda ise TÜFE Temmuz ayındaki %6.81 seviyesinden, Ağustos ayında %7.14'e yükseldi. Ağustos ayında enflasyonun beklentimizden sapmasında gıda ve alkolsüz içecekler grubu, lokanta ve oteller grubu ile eğitim grubu fiyatlarındaki yükselişin beklentimizden fazla gerçekleşmesi etkili oldu.

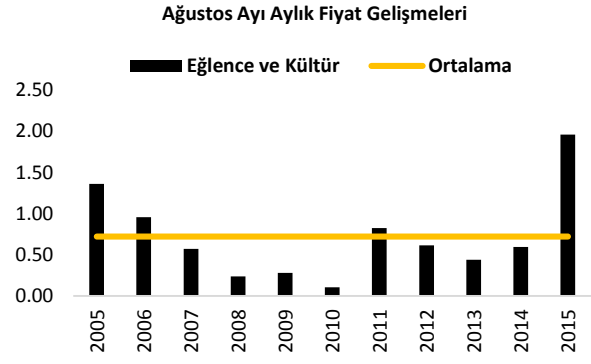


Ağustos ayında bir önceki aya göre %1.31 oranında artan gıda ve alkolsüz içecekler aylık enflasyona 0.32 puan ile en yüksek artış yönlü katkı yapan grup oldu. Lokanta ve oteller grubu ise aylık bazda %2.05 yükselerek Ağustos ayında en yüksek aylık artışı gösterdi. Böylece lokanta ve oteller grubu aylık enflasyona gıda ve alkolsüz içecekler grubunun ardından 0.14 puan ile ikinci en yüksek artış yönlü katkı yapan grup oldu. Eğlence ve kültür grubu fiyatları da aylık bazda %1.96 artarak, enflasyona 0.07 puan ile en yüksek artış yönlü katkı yapan üçüncü grup oldu. Ağustos

ayında giyim ve ayakkabı grubu ile ulaştırma grubu fiyatları ise aylık bazda düşüş göstererek aylık enflasyona düşüş yönlü katkı yapan gruplar oldu. Eski sezon indirimlerinin devam etmesinin etkisiyle giyim ve ayakkabı grubu fiyatları bir önceki aya göre %4.32 azalarak enflasyona 0.32 puan düşüş yönlü katkı sağlarken, aylık bazda %0.38 gerileyen ulaştırma grubu fiyatları da enflasyona 0.06 puan düşüş yönlü katkı sağladı. Küresel bazda petrol fiyatlarında yaşanan düşüşün yurtiçi akaryakıt fiyatlarına da yansımaları ulaştırma grubu fiyatlarındaki düşüşte belirleyici oldu.

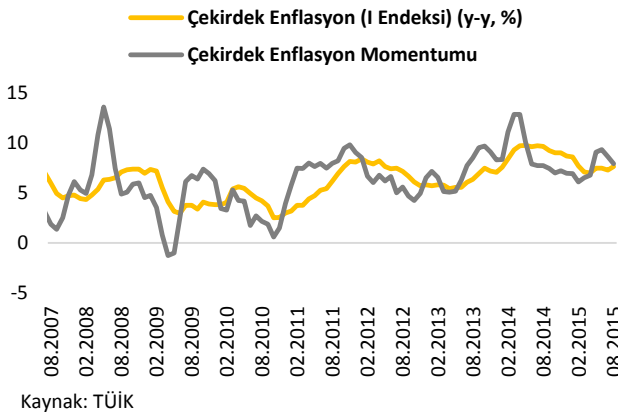


Kaynak: TÜİK



Kaynak: TÜİK

Ağustos ayı aylık fiyat gelişmeleri değerlendirildiğinde, 2015 yılı Ağustos ayında lokanta ve oteller grubu ile eğlence ve kültür grubu fiyatlarının geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde gerçekleştiği görülüyor. Lokanta ve oteller grubunda özellikle artan et fiyatlarının ayrıca kurdaki yükselişin etkisini görüyoruz. Lokanta ve oteller grubunun yanı sıra bu yıl eğlence ve kültür grubunda fiyat artışlarının geçmiş yıllar ortalamasının oldukça üzerinde gerçekleşmesi ve eğitim ve sağlık gruplarındaki aylık yükselişler de 2015 yılı Ağustos ayında hizmet sektörünün enflasyona olumsuz katkı yaptığını gösteriyor.

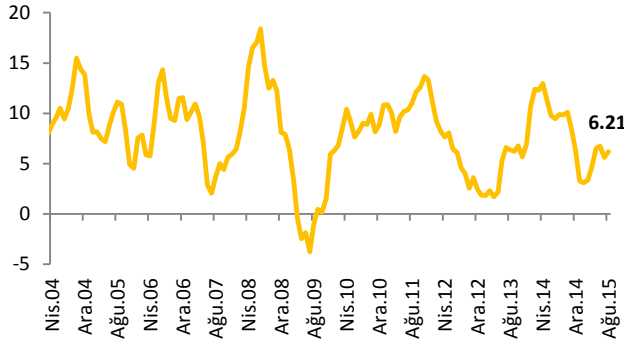


Kaynak: TÜİK

Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I endeksi) Ağustos ayında bir önceki aya göre %0.24 arttı ve yıllık bazda Temmuz ayındaki %7.31 seviyesinden Ağustos ayında %7.66 seviyesine yükseldi. Böylece yıllık bazda Mayıs ayında yükselmeye başlayan ve yükselişini Haziran ayında da sürdüren çekirdek enflasyon Temmuz ayında düştükten sonra Ağustos ayında tekrar yükselmiş oldu. Geçen ayki raporumuzda kurların yukarı yönlü hareket ettiği bir ortamda Temmuz ayında çekirdek enflasyonda düşüş yaşanmasının bir

aşağı dönüş olduğunun söylenemeyeceğini belirtmiştik. Bununla birlikte, geçen yıl Ağustos ayında çekirdek enflasyonun aylık bazda negatif gerçekleştiği ve bu yıl gerek yurtiçi dinamikler gerekse ABD faiz artırımı beklentileri nedeniyle kurda hızlı yükselişler yaşanması ve bunun devam edebilecek olduğu göz önünde bulundurulduğunda Ağustos 2015'te çekirdek enflasyonda yeniden yıllık bazda yükseliş yaşanmasının olası görüldüğünü ifade etmiştik. Çekirdek enflasyonda Temmuz ayında yaşanan düşüşün ardından Ağustos ayında tekrar yükseliş yaşanması bu düşüncelerimizi teyit eder nitelikte oldu. Mevsimsellikten arındırılmış, 3 aylık hareketli ortalaması alınarak yıllıklandırılan ve çekirdek enflasyon momentumu olarak adlandırılan göstergede ise bir önceki ayda yaşanan düşüş Ağustos ayında da devam etti. Bununla birlikte kurdaki yükselişin devam etmesi nedeniyle momentumda yaşanan bu düşüş kalıcı olmayabilir ve önümüzdeki ay bu göstergede de yukarı dönüş yaşanabilir. Çekirdek enflasyonda Ağustos ayında yükseliş yaşanmış olması önümüzdeki dönemde TÜFE üzerinde yukarı yönlü risklerin devam ediyor olduğuna işaret ediyor.

Yİ-ÜFE (y-y, %)



Kaynak: TÜİK

Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi (Yİ-ÜFE) Ağustos ayında bir önceki aya göre %0.98 artış gösterirken, bir önceki yılın aynı ayına göre ise Temmuz ayındaki %5.62 seviyesinden Ağustos ayında %6.21 seviyesine yükseldi. Böylece 2015 yılı Mart ayından beri yıllık bazda yükselişte olan ancak Temmuz ayında yükselişine ara veren Yİ-ÜFE Ağustos ayında tekrar yükselmiş oldu. Ağustos ayında Yİ-ÜFE'deki artışta sermaye malı ve ara malı gruplarındaki artış etkili oldu. İthalatın yoğun olarak yapıldığı bu gruplardaki artış, Ağustos ayında kurda yaşanan yükselişin üretici fiyatlarını yükselttiğini gösteriyor. Üretici fiyatlarına ana

sanayi grupları bazında baktığımızda, en yüksek aylık bazdaki artışın sermaye malı grubunda ve en yüksek yıllık bazdaki artışın ise dayanıksız tüketim malı grubunda yaşandığını görüyoruz. Temmuz ayında olduğu gibi Ağustos ayında da enerji grubu fiyatları üretici fiyatlarına en yüksek aylık ve yıllık bazdaki düşüş yönü katkı yapan grup oldu. Yurtiçi üretici fiyatlarına sektörler ve alt sektörler ayrımı ile bakıldığında, Yİ-ÜFE içinde %86.21 ile en yüksek ağırlığa sahip imalat sektörünün Yİ-ÜFE'ye 0.78 puan ile en yüksek artış yönü katkı yaptığı görülüyor. Yİ-ÜFE'ye azalış yönü katkı yapan tek sektörün madencilik ve taşocakçılığı sektörü olduğu görülüyor. Kurdaki yükselişlerin Yİ-ÜFE üzerindeki etkisinin Ağustos ayında belirginleştiğini görüyoruz. Yurtiçi gündem ve Fed'in faiz artırımına ilişkin belirsizliklerin etkisiyle kurdaki yükselişin Eylül ayında da devam etmesi durumunda Yİ-ÜFE'de de yükselişin devamını görebiliriz.

Sonuç olarak Ağustos ayında enflasyon beklentilerin üzerinde aylık bazda %0.40 oranında yükselirken yıllık bazda da son iki ayda baz etkisinin katkısıyla yaşanan düşüş sona erdi ve Temmuz ayındaki %6.81'den %7.14'e yükseldi. Enflasyonun beklentimizden sapmasında gıda fiyatları, lokanta ve oteller ve eğitim grubunda yaşanan yükselişler etkili oldu. Özellikle lokanta ve oteller, eğlence ve kültür gibi hizmet sektörü fiyatlarında kurdaki yükselişin etkilerini daha net görüyoruz. Bu gruplarda kurdaki yükselişlerin etkisi fiyatlara doğrudan yansıtılıyor. TCMB, Türkiye'nin büyüme oranının potansiyel büyüme oranının altında kalması nedeniyle kur geçişkenliğinin düşük olduğunu belirtmişti. Bununla birlikte hizmet sektöründe kur geçişkenliğinin yüksek olduğu görülüyor. Ayrıca TCMB, son enflasyon raporunda enflasyonun baz etkisiyle Eylül ayına kadar düşmesini beklediğini söylemişti. TCMB'nin beklentisinin aksine enflasyonda Ağustos ayında baz etkisinin katkısının ortadan kalktığını ve yıllık bazda yükselişin başladığını görüyoruz. Ağustos ayında çekirdek enflasyon ve Yİ-ÜFE'de de yükseliş yaşandı. TCMB tarafından para politikasının oluşturulmasında yakından izlenen bir gösterge olan çekirdek enflasyondaki yükseliş manşet enflasyon üzerinde de yukarı yönlü risklere işaret etmesi bakımından önemli görünüyor. Yİ-ÜFE'deki yükselişte de kurdaki yükseliş belirleyici oldu. Özellikle ara malı ve sermaye malı kalemlerinde yaşanan yükselişler bunu teyit ediyor. Eylül ayında Fed'in faiz artırımlarına başlama ihtimali bulunuyor. Ayrıca yurtiçi gündem de TL üzerinde baskı oluşturuyor. Bu nedenle Eylül ayında TL'de değer kaybının devam etmesi durumunda Yİ-ÜFE'de de yükselişler devam edebilir. Manşet enflasyon açısından öncül olarak kabul edilen her iki göstergede yaşanan yükseliş, önümüzdeki dönemde TÜFE'de de yükselişin devam edebileceğine işaret ediyor. Enflasyonun yılsonunda %7.8 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Ancak Ağustos ayında enflasyonun yıllık bazda %7.14'e yükselmiş olması ve kurdaki yukarı yönlü hareketin devam ediyor olması nedeniyle yıl sonu enflasyon beklentimiz üzerinde yukarı yönlü riskler bulunuyor.

### Haftalık Veri Takvimi (07 Eylül - 11 Eylül 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
07.09.2015	Almanya	Sanayi Üretimi (Temmuz, Mevs. Arındırılmış, a-a)	-%1.4	%1.1
	Japonya	Öncül Göstergeler Endeksi (Temmuz, öncül)	106.5	104.9
08.09.2015	Türkiye	Sanayi Üretimi (Temmuz, y-y)	7.38	1.23
	Euro Bölgesi	GSYH (2. çeyrek, y-y, öncül)	%1.2	%1.2
	Almanya	Dış Ticaret Dengesi (Temmuz)	24.0 Milyar Euro	23.5 Milyar Euro
		Cari İşlemler Dengesi (Temmuz)	24.4 Milyar Euro	21.5 Milyar Euro
	Fransa	Dış Ticaret Dengesi (Temmuz)	-2,658 Milyon Euro	-3,100 Milyon Euro
	Japonya	Cari İşlemler Dengesi (Temmuz)	558.6 Milyar Yen	1732.5 Milyar Yen
		Dış Ticaret Dengesi (Temmuz)	102.6 Milyar Yen	-80.0 Milyar Yen
		GSYH (2. çeyrek, ç-ç)	-%0.4	-%0.5
09.09.2015	İngiltere	Sanayi Üretimi (Temmuz, y-y)	%1.5	%1.4
		Dış Ticaret Dengesi (Temmuz)	-1,601 £	-1,950 £
	Japonya	Tüketici Güven Endeksi (Ağustos)	40.3	40.5
10.09.2015	Türkiye	GSYH (2. çeyrek, y-y)	%2.3	%2.8
		Cari İşlemler Dengesi (Temmuz)	-3.4 Milyar Dolar	-3.5 Milyar Dolar
	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	282 Bin Kişi	275 Bin Kişi
	Fransa	Sanayi Üretimi (Temmuz, a-a)	-%0.1	%0.2
	İngiltere	Merkez Bankası Toplantısı ve Faiz Kararı (Eylül)	%0.50	%0.50
	Japonya	Makine Siparişleri (Temmuz, a-a)	-%7.9	%3.3
		ÜFE (Ağustos, y-y)	-%3.0	-%3.3
11.09.2015	ABD	ÜFE (Ağustos, y-y)	-%0.8	-%0.9
		Michigan Ün. Tük. Güven Endeksi (Eylül, öncül)	91.9	91.2
		Bütçe Dengesi (Ağustos)	-84.1 Milyar Dolar	--
	Almanya	TÜFE (Ağustos, y-y)	%0.1	%0.1
	Fransa	Cari İşlemler Dengesi (Temmuz)	1.0 Milyar Euro	--
	İtalya	Sanayi Üretimi (Temmuz, a-a)	-%1.1	%0.8