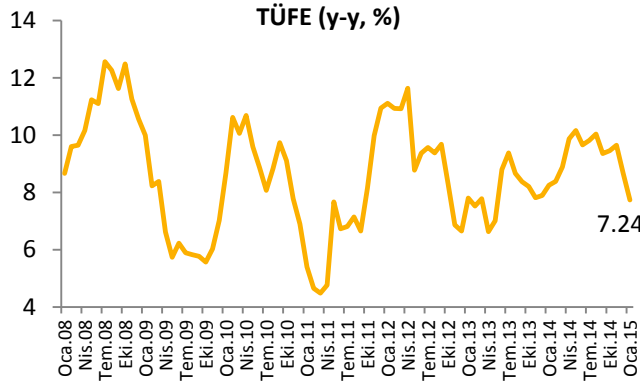


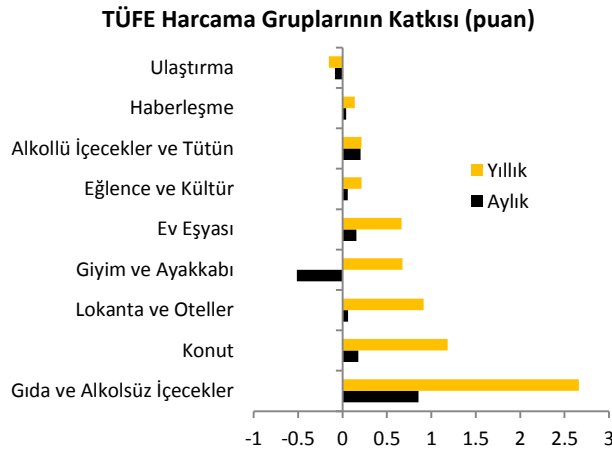
Ocak ayında enflasyon yıllık bazda %7.24'e geriledi.

Ocak ayında enflasyon bir önceki aya göre %1.10 oranında arttı ve yıllık bazda %8.17'den %7.24'e geriledi. Manşet enflasyonda yaşanan gerilemeye kıyasla çekirdek enflasyon ise yıllık bazda çok sınırlı bir gerileme gösterdi. Üretici fiyatları ise aylık bazda %0.33 oranında bir artış gösterirken, yıllık bazda ise sert bir düşüş göstererek, Aralık ayındaki %6.36 seviyesinden %3.28'e geriledi. Bu haftaki raporumuzda Ocak ayı fiyat gelişmelerini ayrıntılı bir şekilde inceleyeceğiz.



Kaynak: TÜİK

Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) Ocak ayında aylık bazda beklentilerin üzerinde %1.10 arttı (Piyasa Beklentisi: %0.70, VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Beklentisi: %0.96). Yıllık bazda ise TÜFE Aralık ayındaki %8.17 seviyesinden %7.24'e geriledi.



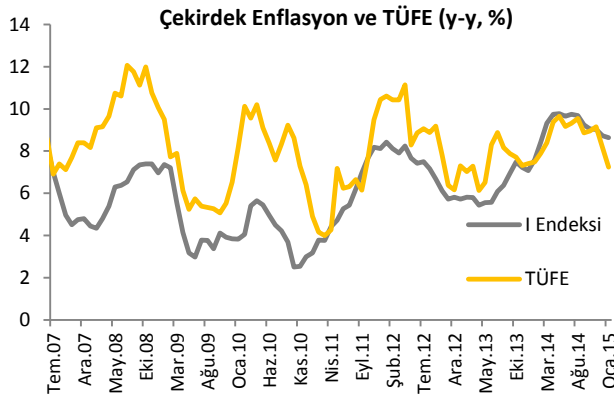
Kaynak: TÜİK

| Ana harcama grupları | 2014 | 2015 |
|----------------------------|-------|-------|
| Gıda ve alkolsüz içecekler | 24.45 | 24.25 |
| Alkollü içecekler ve tütün | 5.29 | 4.82 |
| Giyim ve ayakkabı | 7.17 | 7.38 |
| Konut | 16.41 | 15.79 |
| Ev eşyası | 7.52 | 7.78 |
| Sağlık | 2.44 | 2.57 |
| Ulaştırma | 15.54 | 15.38 |
| Haberleşme | 4.70 | 4.38 |
| Eğlence ve kültür | 3.36 | 3.54 |
| Eğitim | 2.26 | 2.53 |
| Lokanta ve oteller | 6.58 | 6.98 |
| Çeşitli mal ve hizmetler | 4.28 | 4.60 |

Kaynak: TÜİK

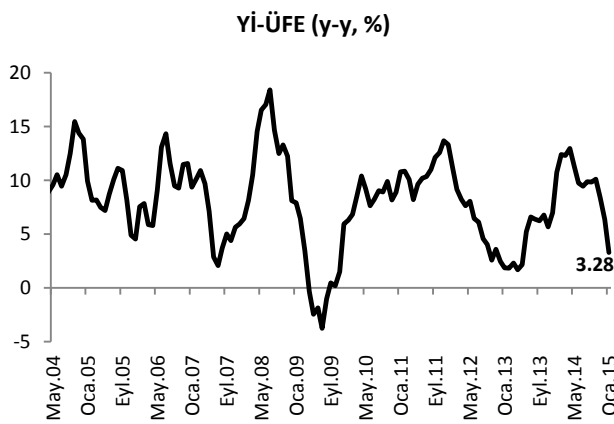
Ocak ayında yapılan vergi zamlarının etkisiyle aylık bazda en yüksek artışı gösteren grup alkollü içecekler ve tütün grubu oldu. Bir önceki aya göre %4.19 artan söz konusu grup fiyatları enflasyona da 0.2 puan artış yönlü katkıda bulundu. Ocak ayında aylık bazda en fazla yükselen ikinci grup ise gıda ve alkolsüz içecekler grubu oldu. Gıda fiyatları Ocak ayında olumsuz hava koşullarının yaş sebze meyve fiyatlarında artışa neden olmasının etkisiyle bir önceki aya göre %3.52 oranında arttı ve enflasyona da 0.85 puan artış yönlü katkı yaptı. Ocak ayında ev eşyası, eğlence ve kültür ve sağlık gruplarında geçmiş yıllar ortalamalarının üzerinde sürpriz artışlar yaşandı. Ev eşyası grubu fiyatları bir önceki aya göre %2 artarken, eğlence ve kültür grubu fiyatları %1.64, sağlık grubu fiyatları ise %1.49 artış gösterdi. Giyim ve ayakkabı grubu ile ulaştırma grubu bizim de beklediğimiz gibi Ocak ayında enflasyona düşüş yönlü katkıda bulunan gruplar oldu. Bir önceki aya göre %6.98 gerileyen giyim grubu fiyatları enflasyona da

0.52 puan düşüş yönlü katkıda bulundu. Petrol fiyatlarındaki düşüşün yurtiçi akaryakıt fiyatlarına yansımaları sonucu ulaştırma grubu fiyatları da bir önceki aya göre %0.56 oranında düşerek, enflasyonu da 0.1 puan düşüş yönlü etkiledi. Gıda grubu mallarında, petrol gibi ara mallarda veya diğer ana mal gruplarında düşüş yaşanması enflasyona yansısı bile bunun hizmet grubu fiyatlarına yansımadığını ve hizmet grubu fiyatlarında katılık yaşandığını görüyoruz. Söz konusu durumda hizmet fiyatlarının geçmiş yıl fiyat gelişmelerinden etkilenilerek belirlenmesi rol oynuyor. Beklendiği gibi TÜİK 2015 yılında enflasyon sepetinde de güncellemeye gitti. Sepet içinde en yüksek ağırlığa sahip ilk üç grup olan gıda ve alkolsüz içecekler, ulaştırma ve konut gruplarının ağırlıkları azaltılırken, giyim ve ayakkabı, eğitim, eğlence ve kültür, sağlık, ev eşyası gibi grupların ağırlıklarında ise artırıma gidildi. En çok konut grubunun ağırlığı azaltılırken, en fazla artış ise lokanta ve oteller grubunun ağırlığında yapıldı.



Kaynak: TÜİK

çekirdek enflasyonda nispeten yaşanan katılık dikkat çekiyor. Manşet enflasyondaki düşüşe giyim grubunun yanı sıra petrol fiyatlarındaki azalışa paralel olarak düşen ulaştırma grubu fiyatlarının da etki etmesi çekirdek enflasyondaki düşüşün manşet enflasyona kıyasla daha yatay kalmasına neden oldu.

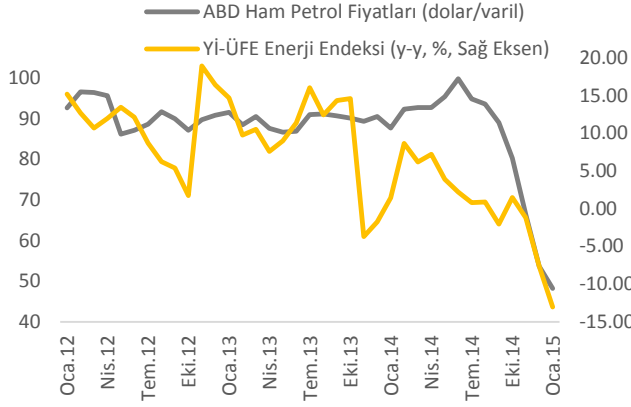


Kaynak: TÜİK

bazdaki azalış ile negatif yönlü katkı yaptığını ve en yüksek aylık artışın ise dayanıklı tüketim malları gurubunda olduğunu görüyoruz. Üretici fiyatları endeksinde ana sektörler bazında baktığımızda ise madencilik ve taşocaklığı sektörünün aylık bazda %1.27 azalış ile negatif bir katkı yaptığını görüyoruz. En yüksek artış ise %11.31 ile suyun toplanması artırılması ve dağıtılması sektöründe gerçekleşti. Endeksin bir önceki aya göre en çok gerileyen alt sektörleri; %21.89 azalış ile ham petrol ve doğal gaz, %17.24 azalış ile kok ve rafine petrol ürünleri oldu.

Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I endeksi) Ocak ayında bir önceki aya göre %0.22 arttı ve yıllık bazda da Aralık ayındaki %8.73 seviyesinden %8.63'e geriledi. Böylece Ağustos ayından bu yana yıllık bazda gerileyen çekirdek endeks, Ocak ayında da gerilemeye devam etti. Çekirdek enflasyondaki düşüşte beklentilerimiz doğrultusunda gerileyen giyim ve ayakkabı grubu fiyatları etkili oldu. Bununla birlikte manşet enflasyonla karşılaştırıldığında

Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi (Yi-ÜFE), Ocak ayında bir önceki aya göre %0.33 artış gösterirken yıllık bazda ise artış hızında sert bir düşüş yaşayarak Ocak ayında Aralık ayındaki %6.36 seviyesinden %3.28'e geriledi. Üretici fiyat endeksinin 2014 yılı Ocak ayındaki artışına bakarsak aylık bazda %3.32 olduğunu görüyoruz. Bu bağlamda Yi-ÜFE'nin yıllık bazda gerilemesinde baz etkisinde etkili olduğu görülüyor. Ana sanayi grupları bazında endekse baktığımızda enerji grubunun %2.41 aylık



Kaynak: TÜİK, Bloomberg

Petrol fiyatlarında aşağı yönlü hareketlerin halen devam ediyor olması üretici fiyatlarındaki maliyetleri de aşağı çekmeyi sürdürüyor. Haziran 2014 itibariyle düşüş trendine giren petrol fiyatlarının, Yi-ÜFE endeksinin hesaplanmasında dikkate alınan enerji endeksinin de bir miktar gecikmeli olarak aşağı yönde hareket etmesine sebebiyet veriyor. Yi-ÜFE'deki düşüş de enflasyondaki düşüşte ikincil etki olarak ortaya çıkıyor.

TCMB 2015 yılının ilk enflasyon raporunda, 2015 yıl sonu enflasyon tahminini %6.1'den %5.5 düzeyine çekti.

| | Enflasyon Raporu IV (Ekim 2014) | Enflasyon Raporu I (Ocak 2015) |
|--|---|---|
| Çıktı Açığı | 2014 Ç3: -1.50 2014 Ç4: -1.50 | 2014 Ç3: -1.60 2014 Ç4: -1.55 |
| Petrol Fiyatları (yıllık ortalama) | 2015: 92 2016: - | 2015: 55 2016: 64 |
| Gıda Enflasyonu (yıl sonu % Değişim) | 2015: 9 2016: 8 | 2015: 9 2016: 8 |
| İthalat Fiyatları (yıllık ort. % değ.) | 2015: -3.3 2016: - | 2015: -7.3 2016: 4.5 |
| 2015 Yıl Sonu Enflasyon Tahmini | Orta Nokta: %6.1 (%4.6 - %7.6 aralığı) | Orta Nokta: %5.5 (%4.1 - %6.9 aralığı) |
| Küresel Üretim Endeksi (yıllık ort. % değ.) | 2014: 1.9 2015: 2.4 | 2014: 1.9 2015: 2.0 |
| Kaynak: TCMB | | |

Bu güncellemede, başta petrol olmak üzere düşen emtia fiyatları belirleyici oldu. TCMB, enflasyonun 2015 yılı içindeki seyrinde ise baz etkilerinin belirleyici olacağını belirtti. Ağustos ayına kadar baz etkilerinin yıllık enflasyonu düşürücü yönde, yılın geri kalanında ise artırıcı yönde olacağı tahmin ediliyor. Bu çerçevede, yıllık enflasyonun 2015 yılının üçüncü çeyreğine kadar düşüşünü sürdüreceği ve son çeyrekte ise baz etkisiyle bir miktar yükselerek %5.5 seviyesine geleceği öngörülüyor. Ancak son dönemde kurda yaşanan yukarı yönlü baskılar ve yanı sıra petrol fiyatlarının varil başına 50 doların üzerinde yerleşmesi, öte yandan faiz indirimi beklentilerinin artması TCMB'nin %5.5 seviyesine çektiği enflasyonun önümüzdeki dönemde yeniden yukarı yönlü revize edilmesi ihtimalini artırıyor.

Çıktı açığı patikası da Ekim Enflasyon Raporu'na kıyasla bir miktar aşağı yönlü güncellendi. Bu güncellemede, 2014 üçüncü çeyreğine dair milli gelir verilerinin zayıf seyretmesi ve dış talep görünümünün daha olumsuz olması belirleyici oldu.

Sonuç olarak Ocak ayı enflasyonu beklentilerimizin bir miktar üzerinde aylık bazda %1.10 artış gösterdi. Böylelikle yıllık bazda enflasyon Aralık ayındaki %8.17 seviyesinden Ocak ayında %7.24 seviyesine gerilemiş oldu. Çekirdek enflasyon ve Yİ-ÜFE’de de yıllık bazda gerileme yaşandı. Yİ-ÜFE’deki düşüş oldukça belirgin gerçekleşirken, bunun önümüzdeki dönemde TÜFE’ye de yansımaları beklenebilir. Zira geçmiş dönemlere de bakıldığında Yİ-ÜFE ile TÜFE arasında gecikmeli bir ilişki olduğu ve ikisi arasında açılan makasın bir süre sonra daraldığı görülüyor. TCMB Başkanı Erdem Başçı, geçen hafta Enflasyon Raporu’nun tanıtımında enflasyonun bir puanın üzerinde düşmesi durumunda 24 Şubat’taki olağan toplantıyı beklemeden 4 Şubat’ta bir ara toplantı gerçekleştirerek faiz indirimine gidebileceklerini açıklamıştı. Piyasadaki enflasyon beklentilerinin bir puanın üzerinde bir düşüşe işaret etmesiyle TCMB’nin ara toplantı yapacağı ve sert bir faiz indirimine gideceği beklentileri artmıştı. Sert faiz indirimi beklentileriyle birlikte kurda da sert yükselişler yaşanması sonucu TCMB Cuma günü yeni bir açıklama yayımlayarak piyasa hareketlerinin TCMB’nin öngördüğü faiz indirim sürecinin temkin düzeyiyle uyumlu olmadığını ve bütün politika araçlarının enflasyonda bu ay belirginleşecek düşüşün kalıcı olmasını sağlamak amacıyla kullanılmaya devam edileceğini belirtti. Bugünkü enflasyon verisinin bir puanın altında bir düşüş göstermesi ve çekirdek enflasyondaki düşüşün sınırlı kalması nedeniyle TCMB, ara toplantı yapmayacağını açıkladı. Enflasyonda düşüşün devam etmesi ve bugünkü açıklamanın ardından kurda yaşanan sakinleşme, TCMB’nin 24 Şubat’ta gerçekleştireceği ara toplantıda faiz indirimi konusunda elini rahatlatacaktır. Bu durumda yurtdışında da belirgin bir kötüleşme yaşanmaz ve TCMB’nin fiyat istikrarının devamı açısından yakından takip ettiği kurlar için sepet kur (0.5*€+0.5*\$) 2.50-2.55 seviyelerinde hareket ederse TCMB önümüzdeki toplantıda bantları da içerecek şekilde 50 ila 75 baz puanlık bir faiz indirimine gidebilir. Ancak sepet kurun 2.60 seviyesinin üzerine çıkması, faiz indirimi konusunda TCMB’yi sınırlayabilir.

Haftalık Veri Takvimi (9-13 Şubat 2015)

| Tarih | Ülke | Açıklanacak Veri | Önceki | Beklenti |
|------------|--------------|-------------------------------------|-------------------|-------------------|
| 09.02.2015 | Türkiye | Sanayi Üretimi (Aralık, y-y) | -%1.2 | %4.1 |
| | Almanya | Cari İşlemler Dengesi (Aralık) | 18.6 Milyar Euro | 20.8 Milyar Euro |
| | | Dış Ticaret Dengesi (Aralık) | 17.9 Milyar Euro | 16 Milyar Euro |
| | Japonya | Cari İşlemler Dengesi (Aralık) | 433 Milyar Yen | 355.8 Milyar Yen |
| | | Dış Ticaret Dengesi (Aralık) | -636.8 Milyar Yen | -472 Milyar Yen |
| 10.02.2015 | Fransa | Sanayi Üretimi (Aralık, y-y) | -%2.6 | -%1.1 |
| | İtalya | Sanayi Üretimi (Aralık, y-y) | -%1.8 | -%0.7 |
| 11.02.2015 | Türkiye | Cari İşlemler Dengesi (Aralık) | -5.6 Milyar Dolar | -7.1 Milyar Dolar |
| | Fransa | Cari İşlemler Dengesi (Aralık) | 0.2 Milyar Euro | -- |
| 12.02.2015 | ABD | Perakende Satışlar (Ocak, a-a) | -%0.9 | -%0.4 |
| | | Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları | 278 Bin Kişi | 285 Bin Kişi |
| | Euro Bölgesi | Sanayi Üretimi (Aralık, y-y) | -%0.4 | %0.3 |
| | Almanya | TÜFE (Ocak, y-y) | -%0.5 | -%0.5 |
| | Japonya | ÜFE (Ocak, y-y) | %1.9 | %1.1 |
| | | Makine Siparişleri (Aralık, y-y) | -%14.6 | %5.8 |
| 13.02.2015 | Euro Bölgesi | GSYH (4. çeyrek, y-y) | %0.8 | %0.8 |
| | | Dış Ticaret Dengesi (Aralık) | 20 Milyar Euro | 20 Milyar Euro |
| | Almanya | GSYH (4. çeyrek, y-y, öncül) | %1.2 | %1.2 |
| | Fransa | GSYH (4. çeyrek, y-y, öncül) | %0.4 | %0.3 |
| | İtalya | GSYH (4. çeyrek, y-y, öncül) | -%0.5 | -%0.5 |