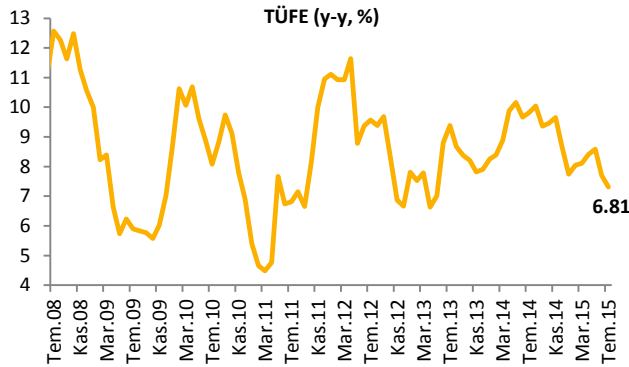


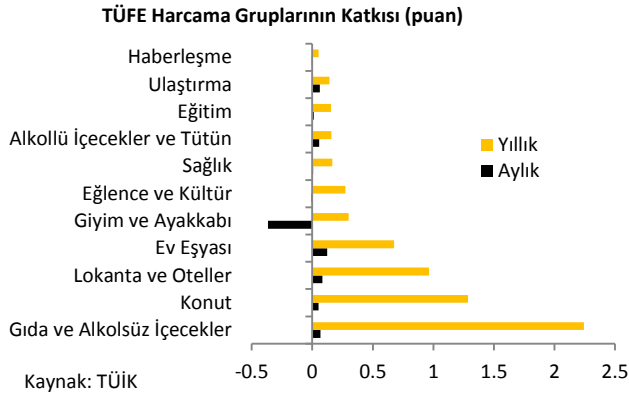
Geçen hafta yurtiçinde Temmuz ayına ilişkin enflasyon ve Haziran ayına ilişkin sanayi üretimi verileri açıklandı. Temmuz ayında aylık bazda piyasa beklentisinin üzerinde artan enflasyon baz etkisiyle yıllık bazda gerilemeye devam etti ve %6.81 ile Mayıs 2013'ten sonraki en düşük seviyeye geriledi. Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I endeksi) da aylık bazda %0.11 artmasına karşın baz etkisinin katkısıyla yıllık bazda geriledi. Yİ-ÜFE'de de yıllık bazda düşüş yaşandı. Mayıs ayında otomobil sektöründeki uzun süreli grevlerin etkisiyle sert düşen sanayi üretimi, Haziran ayında kayıplarını toparladı. Bu haftaki raporumuzda enflasyon ve sanayi üretiminde yaşanan gelişmeleri yakından ele alacağız.

Temmuz ayında enflasyon aylık bazda %0.09 yükseldi.



Kaynak: TÜİK

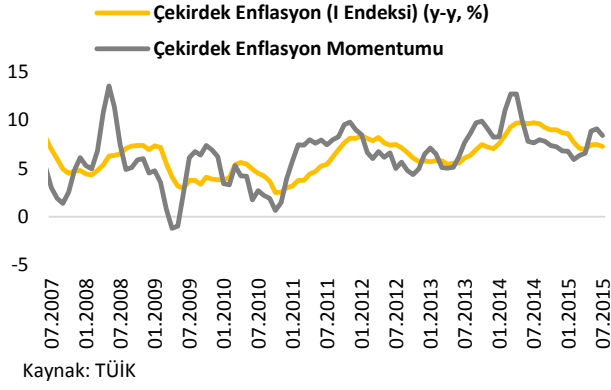
Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) Temmuz ayında aylık bazda piyasa beklentisinin üzerinde %0.09 arttı (Piyasa Beklentisi: %0.0, VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Beklentisi: -%0.24). Yıllık bazda ise TÜFE Haziran ayındaki %7.20 seviyesinden, Temmuz ayında %6.81'e geriledi. Temmuz ayında enflasyonun beklentimizden sapmasında gıda fiyatlarındaki yükseliş, alkollü içecekler ve tütün grubundaki beklenmeyen artış ve ulaştırma grubu fiyatlarının beklentimizin aksine artması etkili oldu.



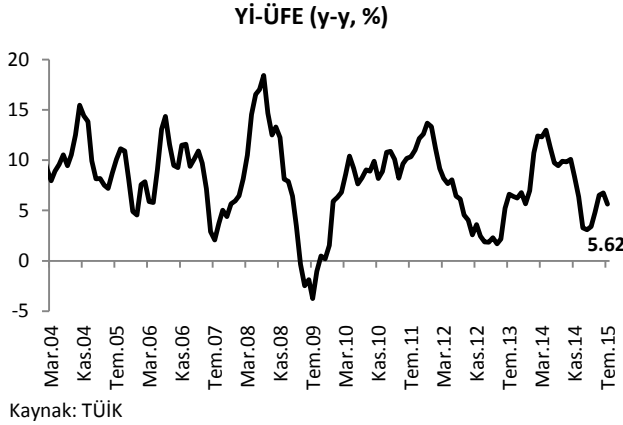
Kaynak: TÜİK

Temmuz ayında aylık bazda en yüksek artış ev eşyası grubunda yaşandı. Kurdaki artışın da etkili olduğu ev eşyası grup fiyatları Temmuz ayında bir önceki aya göre %1.6 oranında artarak enflasyona da 0.12 puan artış yönlü katkıda bulundu. Temmuz ayında bir önceki aya göre en çok artış gösteren ikinci grup ise aylık bazda %1.21 artan lokanta ve oteller grubu fiyatları oldu. Alkollü içecekler ve tütün grubunda da Temmuz ayında bir önceki aya göre %1.16 artış yaşandı. Enflasyon sepeti içinde en yüksek ağırlığa sahip olan gıda ve alkolsüz içecekler grubu fiyatları Temmuz ayında, bir önceki

aya göre %0.28 arttı. Son iki ayda yaşanan sert düşüşün ardından gıda fiyatlarında düzeltmenin başladığı söylenebilir. Bununla birlikte hem Ankara hem de İstanbul gıda fiyatlarının negatif gerçekleştiği Temmuz ayında gıda fiyatlarında düşüş beklememize karşın yaşanan yükseliş enflasyonun beklentimizden sapmasında etkili oldu. Küresel piyasalarda düşen petrol fiyatları yurtiçi akaryakıt fiyatlarına da indirim olarak yansdı ve yurtiçi akaryakıt fiyatlarında Temmuz ayı içinde %2.5-3.5 aralığında bir düşüş yaşandı. Ancak bu düşüşün ulaştırma grubu fiyatlarına yansması sınırlı kaldı ve genel olarak otomobil fiyatlarındaki artış nedeniyle ulaştırma grubu fiyatları beklentilerimizin aksine Temmuz ayında bir önceki aya göre %0.41 artarak enflasyona da 0.06 puan artış yönlü katkıda bulundu. Temmuz ayında devam eden sezon indirimlerinin etkisiyle giyim ve ayakkabı grubu fiyatları bir önceki aya göre %4.97 geriledi ve söz konusu grup enflasyona en yüksek düşüş yönlü katkıda bulunan grup oldu. Temmuz ayında düşüş gösteren diğer gruplar ise haberleşme ile eğlence ve kültür grupları oldu.



aylık hareketli ortalaması alınarak yıllıklandırılan ve çekirdek enflasyon momentumu olarak adlandırılan göstergede ise son iki aydır devam eden yükseliş sonlandı ve Temmuz ayında düşüş yaşandı. Çekirdek enflasyon Temmuz ayında yükselişine ara verse de bu durumun baz etkisiyle yaşanmış olması önümüzdeki dönemde TÜFE üzerinde yukarı yönlü risklerin halen devam ediyor olduğuna işaret ediyor. Bir başka ifade ile geçen yıl Ağustos ayında çekirdek enflasyonun aylık bazda negatif gerçekleştiği ve bu yıl gerek yurtiçi dinamikler gerekse ABD faiz artırımını beklentileri nedeniyle kurda hızlı yükselişler yaşanması ve bunun devam edebilecek olduğu göz önünde bulundurulduğunda Ağustos 2015'te çekirdek enflasyonda yeniden yıllık bazda yükseliş yaşanması olası görünüyor.



ayında enerji grubu fiyatları üretici fiyatlarına en yüksek aylık ve yıllık bazdaki düşüş yönlü katkıyı yaparken, en yüksek aylık ve yıllık bazdaki artış ise dayanıksız tüketim malları grubunda yaşandı. Alt sektörler bazında bakıldığında da enerji maliyetlerindeki azalışın belirleyici olduğu görülüyor. Yİ-ÜFE içinde %86.21 ile en yüksek ağırlığa sahip imalat sektörünün Yİ-ÜFE'ye -0.28 puan ile en yüksek düşüş yönlü katkıyı yaptı. Arz fazlası ve Çin gibi önemli petrol ithalatçısı ülkelerde yaşanan yavaşlama nedeniyle talep eksikliği endişeleri önümüzdeki dönemde de petrol fiyatlarında düşüşün devam etmesine neden olabilir. Bu durum Yİ-ÜFE'yi önümüzdeki aylarda da düşüş yönlü etkileyebilir. Ancak bu noktada kurdaki hareketler de göz önünde bulundurulmalı. Temmuz ayının ilk yarısında TL'deki değer kaybının yavaşlamış hatta terse dönmüş olması petrol fiyatlarındaki düşüşün yurtiçi enerji maliyetlerine yansımaları kolaylaştırmıştı. Ancak kurda hızlı yükselişler yaşanırsa, bu durum petrol fiyatlarındaki düşüşlerin olumlu katkısını sınırlandırabilir.

Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I endeksi) Temmuz ayında bir önceki aya göre %0.11 arttı ve yıllık bazda da baz etkisinin katkısıyla Haziran ayındaki %7.51 seviyesinden Temmuz ayında %7.31 seviyesine geriledi. Böylece Ağustos 2014'ten beri düşüş eğiliminde olan ancak Mayıs ayında yükselmeye başlayan ve yükselişini Haziran ayında da sürdüren çekirdek enflasyon Temmuz ayında düşüş gösterdi ancak kurların yukarı yönlü hareket ettiği bir ortamda bu ayki hareketin bir aşağı dönüş olduğu söylenemez. Mevsimsellikten arındırılmış, 3

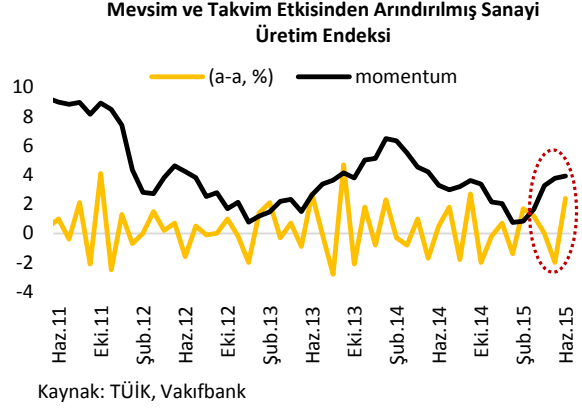
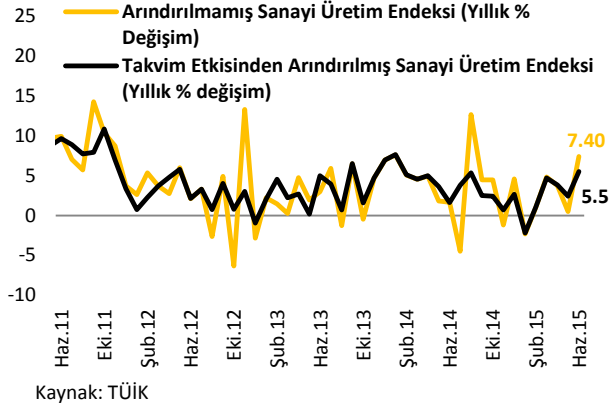
Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi (Yİ-ÜFE) Temmuz ayında bir önceki aya göre %0.32 düşüş gösterirken, bir önceki yılın aynı ayına göre ise Haziran ayındaki %6.73 seviyesinden Temmuz ayında %5.62 seviyesine düştü. Böylece son dört aydır yıllık bazda yükselişte olan yurtiçi üretici fiyatları Temmuz ayında yükselişine ara vermiş oldu. Temmuz ayında yurtiçi üretici fiyatlarındaki düşüşte kurdaki yükselişe rağmen petrol fiyatlarındaki düşüşün enerji maliyetlerini azaltmasının etkili olduğunu görüyoruz. Üretici fiyatlarına ana sanayi grupları bazında baktığımızda da bu etkiyi görebiliyoruz. Temmuz

	Enflasyon Raporu II (Nisan 2015)	Enflasyon Raporu III (Temmuz 2015)
Çıktı Açığı	2015 Ç1: -1.70 2015 Ç2: -1.50	2015 Ç1: -1.60 2015 Ç2: -1.60
Petrol Fiyatları (yıllık ortalama, Dolar)	2015: 60 2016: 67	2015: 59 2016: 63
Gıda Enflasyonu (yıl sonu, % Değişim)	2015: 9 2016: 8	2015: 8 2016: 8
İthalat Fiyatları (yıllık ort. % değ.)	2015: -11.1 2016: 2.7	2015: -12.8 2016: 1.3
2015 Yıl Sonu Enflasyon Tahmini	Orta Nokta: %6.8 (%5.6 - %8.0)	Orta Nokta: %6.9 (%6.0 - %7.8)
Küresel Üretim Endeksi (yıllık ort. % değ.)	2015: 1.9 2016: --	2015: 1.9 2016: 2.4
Kaynak: TCMB		

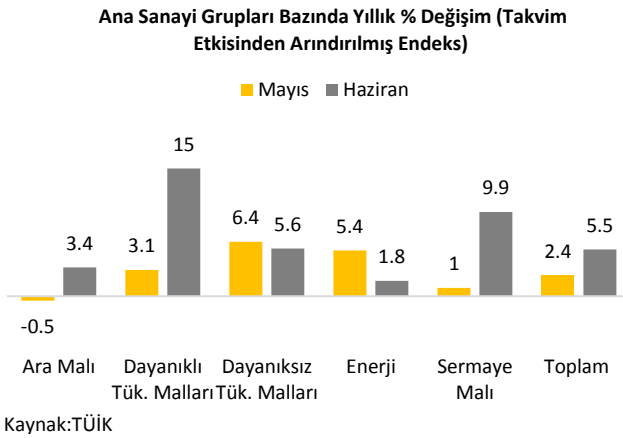
TCMB 30 Temmuz'da yayımladığı üçüncü enflasyon raporunda yılsonu enflasyon beklentisini 0.1 puan yukarı yönlü güncelleyerek %6.9'a çekti. Güncellemede kurdaki değişimler 0.5 puan artış yönlü, ithalat fiyatları ve gıda fiyatlarındaki düşüşler ise sırasıyla 0.1 ve 0.3 puan düşüş yönlü etkide bulundu. Petrol fiyatını beklentisini 2015 yılı için 59 dolara indiren TCMB, yılsonu gıda fiyatları beklentisini ise %9'dan %8'e çekti. Temmuz ayı itibarıyla gıda ve alkolsüz içecekler grubunda yıllık bazdaki artış %9.25 seviyesinde gerçekleşti. TCMB beklentisi gıda grubunda yıllık bazdaki düşüşün devam edeceğini gösteriyor. Ayrıca TCMB, enflasyonun Eylül ayına kadar baz etkisi ile düşmeye devam edeceğini, Eylül ayından sonra ise yeniden yükseliş yaşanmasının beklendiğini belirtti.

Sonuç olarak Temmuz ayında enflasyon beklentimizin aksine bir önceki aya göre %0.09 yükseldi. Ancak baz etkisiyle enflasyon yıllık bazda gerilemeye devam etti ve %6.81 ile Mayıs 2013'ten sonraki en düşük seviyeye geriledi. Çekirdek enflasyon da aylık bazda %0.11 artmasına karşın baz etkisinin katkısıyla iki ay aranın ardından yıllık bazda tekrar geriledi. Yİ-ÜFE'de de enerji maliyetlerindeki azalışın katkısıyla hem aylık hem de yıllık bazda düşüş yaşandı. Kurdaki yükselişe karşın hem çekirdek enflasyon hem de Yİ-ÜFE'de düşüş yaşanmış olması kur geçişkenliğinin enflasyon üzerindeki etkisinin yavaşladığına işaret ediyor. Küresel bazda hem arz fazlası hem de talep eksikliği endişeleri nedeniyle petrol fiyatlarında yaşanan düşüşün devam etmesi ve kurda çok sert yükselişler yaşanmaması durumunda önümüzdeki aylarda Yİ-ÜFE'de düşüşün devamını görebiliriz. TCMB'nin yılın üçüncü enflasyon raporunda altını çizdiği önemli bir nokta enflasyonun Eylül ayına kadar baz etkisiyle düşmeye devam edeceği, bundan sonra ise yeniden yükseliş yaşanmasının beklendiği olmuştur. Biz ise Ağustos ayında baz etkisinin katkısının azalmasını ve bu nedenle enflasyonun yıllık bazda Ağustos ayından itibaren tekrar yükselmeye başlamasını bekliyoruz. Geçen yıl Ağustos ayında enflasyonun aylık bazda %0.09 ile düşük bir oranda arttığı düşünüldüğünde negatif bir gerçekleşme olmazsa baz etkisinin bu aydan itibaren yıllık enflasyon üzerindeki düşüş yönlü etkisini kaybetmesi daha olası görünüyor. Böylece enflasyonun yılsonunda %7.8 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Sanayi Üretim Endeksi Haziran ayında yıllık bazda arındırılmamış verilerle %7.4 artış gösterdi.



Sanayi üretim endeksi, 2015 yılının Haziran ayında arındırılmamış verilerle yıllık bazda piyasa beklentilerinin üzerinde %7.4 oranında arttı (Piyasa beklentisi: %4.5, Vakıfbank beklentisi: %3.5). Böylece, Mayıs ayında otomobil sektöründeki uzun süreli grevlerin etkisiyle sert düşüş kaydeden sanayi üretimi, Haziran ayına gelindiğinde kayıplarını toparlamış oldu. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki aya göre %2.4 yükselirken (Piyasa beklentisi: %1.2, Vakıfbank beklentisi: %1.85), takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki yılın aynı ayına göre %5.5 artış gösterdi (Piyasa beklentisi: %3, Vakıfbank beklentisi: %1.6). Arındırılmış sanayi üretimi aylık bazda Mayıs ayında gerileme göstermesine karşın geçtiğimiz ay söz konusu endeksin momentumunun Haziran ayı aylık sanayi üretiminin yükseliş göstereceğine işaret ettiğini ifade etmiştik. Düşündüğümüz gibi Haziran ayında aylık bazda sanayi üretimi yükseliş kaydetti.



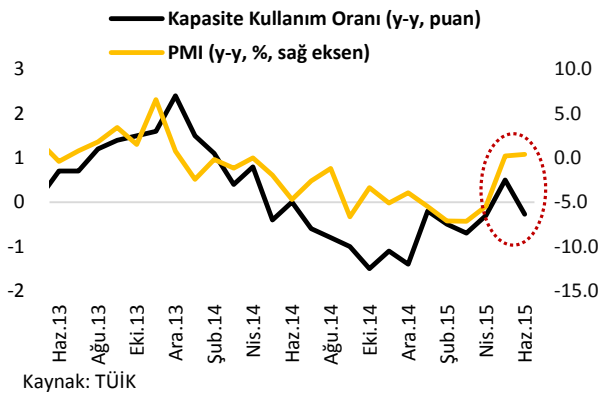
Haziran ayında yıllık bazda %5.5 artış gösteren arındırılmış sanayi üretim endeksinin oluşturduğu önemli alt kalemlere baktığımızda, Mayıs ayında artış hızı azalan dayanıklı tüketim malı ve sermaye malı imalatının Haziran ayında sert bir şekilde yükseliş kaydettiğini görüyoruz. Özellikle sermaye malı imalatının yıllık artış hızında yaşanan sert yükselişin verideki volatilitenin yüksek olmasından kaynaklandığını düşünüyoruz. Ara malı imalatında Mayıs ayında gördüğümüz yıllık bazdaki %0.5'lik gerilemenin bu ay yerini %3.4'lük artışa bıraktığı görülüyor. Haziran ayında dayanaksız tüketim malı imalatı ve

enerji gruplarının ise yıllık artış hızında bir önceki aya göre düşüş yaşandığı dikkat çekiyor.

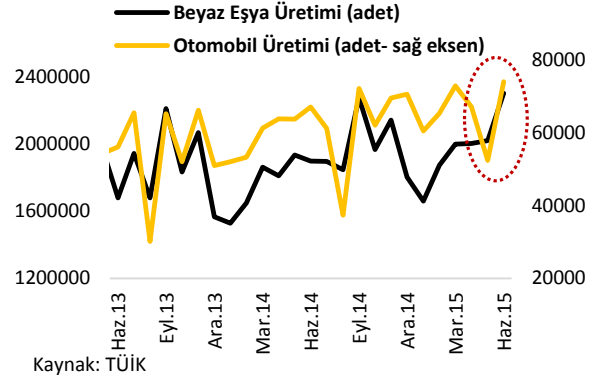
Sanayi üretimine yıllık bazda arındırılmış verilerle alt sektörler detayında bakıldığında, madencilik ve taş ocaklığı sektörünün Mayıs ayında gösterdiği %9.9 oranındaki düşüşün Haziran ayında azalarak yerini %6.6 oranında düşüşe bıraktığı dikkat çekiyor. Mayıs ayında %3 oranında artış yaşayan imalat sanayinin Haziran ayında %6.9 oranında artış kaydettiği görülüyor. İmalat sektöründe bir önceki ay otomobil sektöründe yaşanan grevler nedeniyle görülen yavaşlamanın grevlerin bitmesinin etkisiyle tekrar artışa döndüğünü görüyoruz. Bu bağlamda, sanayi üretim endeksinin oluşturulmasına %81.51 ile en yüksek katkıyı yapan imalat sanayi sektöründe yıllık

bazdaki artışın Haziran ayında Mayıs ayına kıyasla iki katından fazla yükselmesinin arındırılmış sanayi üretim endeksindeki yükselişi desteklediğini düşünüyoruz. İmalat sanayi sektörünün alt sektörlerine bakıldığında, motorlu kara taşıtları imalatında, bilgisayarların, elektronik ve optik ürünlerin imalatında ve başka yerde sınıflandırılmamış makine ve ekipman imalatında belirgin bir iyileşme olduğu görülüyor.

Aylık bazda bakıldığında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi Haziran ayında bir önceki aya göre %2.4 oranında yükselerek Eylül 2014'ten sonraki en yüksek artışı gösterdi. Haziran ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış endekste enerji grubu hariç tüm ana sanayi gruplarında yükseliş olduğunu görüyoruz. Özellikle dayanıklı tüketim malı imalatında %13.3'lük artış Mayıs 2009'dan bu yana yaşanan en sert yükseliş olarak dikkat çekiyor.



Kaynak: TÜİK



Kaynak: TÜİK

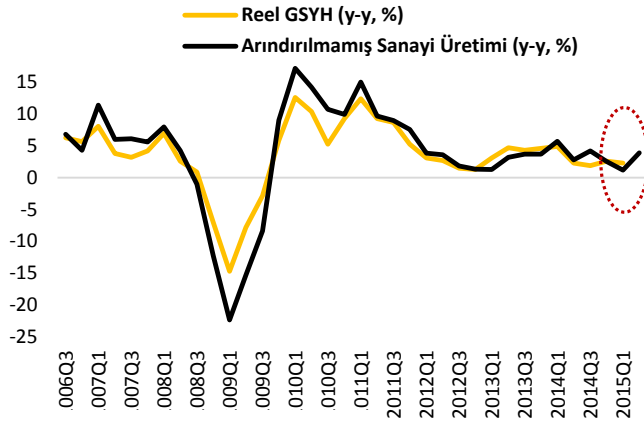
Tarih	Otomobil Üretimi (Adet)	% y-y	% a-a
Haz.14	67,013	19.69	5.27
Tem.14	61,151	-6.51	-8.75
Ağu.14	37,330	23.87	-38.95
Eyl.14	72,120	10.62	93.20
Eki.14	62,001	19.27	-14.03
Kas.14	69,466	5.00	12.04
Ara.14	70,480	38.37	1.46
Oca.15	60,414	16.17	-14.28
Şub.15	65,238	22.51	7.98
Mar.15	72,781	18.92	11.56
Nis.15	67,136	5.29	-7.76
May.15	52,339	-17.78	-22.04
Haz.15	73,928	10.32	41.25

Kaynak: OSD

Büyümenin öncül göstergelerinden sayılan sanayi üretiminde Mayıs ayında görülen aylık bazdaki %2'lik azalış büyük ölçüde otomotiv sektöründe yaşanan uzun süreli grevlerin sanayi üretimine düşüş yönü yansımından kaynaklanmıştı. Haziran ayında grevlerin son bulmasıyla otomobil üretimi aylık bazda %41.25, yıllık bazda ise %10.32 artış kaydetti. Haziran ayında otomobil üretiminde yaşanan bu toparlanmanın sanayi üretimine olumlu katkı yaptığını ve geçtiğimiz ayki otomobil üretimi kaynaklı olumsuz etkinin bu aydan başlayarak geri alındığını görüyoruz. Otomobil üretimindeki toparlanmanın yanı sıra beyaz eşya üretiminde yıllık bazdaki %21.3 artışın Haziran ayı sanayi üretimine olumlu

katkı yapan diğer faktör olduğunu görüyoruz. Bununla birlikte kapasite kullanım oranının 2014 yılı Haziran ayından sonraki en yüksek seviyesine ulaşması da sanayi üretimindeki artışı destekledi.

Sonuç olarak sanayi üretim endeksi Haziran ayında arındırılmamış verilerle yıllık bazda piyasa beklentilerinin üzerinde %7.4 oranında artış gösterdi. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki aya göre %2.4 artış gösterirken, takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki yılın aynı ayına göre %5.5 arttı. Böylece, Mayıs ayında otomobil sektöründen kaynaklı uzun süreli grevlerin etkisiyle sert düşüş kaydeden sanayi üretimi, Haziran ayına gelindiğinde kayıplarını toparlamış oldu.



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Sanayi üretiminde arındırılmış verilerle ikinci çeyrekteki ortalama yıllık artışın yılın ilk çeyreğine göre daha yüksek olması ekonomik büyümenin ikinci çeyrekte ilk çeyreğe göre bir miktar daha iyi olabileceğinin sinyalini veriyor. Bu çerçevede, 2015 yılı birinci çeyreğinde %2.3 gelen Türkiye büyümesinin yılın ikinci çeyreğinde Haziran ayında sanayi üretimindeki toparlanmanın olumlu katkısıyla ilk çeyreğe göre daha yüksek gerçekleşme ihtimali olduğunu değerlendiriyoruz. Ancak Mayıs ayında sektörde genişlemeye işaret eden 50 kritik seviyesinin üzerine çıkan imalat sektörü PMI endeksinin Haziran ayında kritik

seviyenin altına gerilemesinin gecikmeli etkisinin önümüzdeki dönemde sanayi üretimindeki artışı sınırlandırabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca öncül göstergelerin henüz yeterince güçlenmemiş olması ve ara malı ithalatının Haziran ayında yıllık bazda 2009 yılı Eylül ayından sonra ilk defa en sert azalışı kaydetmesi nedeniyle önümüzdeki dönemde sanayi üretiminin Haziran ayındaki seviyesini yakalaması ihtimalinin zor olduğunu değerlendiriyoruz. Bu düşüncemizde kurlardaki volatilitte, bölgemizdeki jeopolitik gerginlikler sebebiyle yatırım eğiliminin zayıf seyretmesi etkili oluyor. Söz konusu zayıf yatırım eğiliminin yanı sıra Temmuz ayında yaşanan olumsuz iç dinamikler ve ABD'nin faiz artırımına başlayacak olması beklentimizde etkili olan bir diğer önemli faktör. Bu bağlamda, ABD'nin faiz artırım politikası başta olmak üzere yurtdışında yaşanacak gelişmelerin yanı sıra yurtiçi dinamikler doğrultusunda kurların hareketinin sanayi üretiminin önümüzdeki dönemdeki seyrinde belirleyici olacağını düşünüyoruz.

Haftalık Veri Takvimi (10 Ağustos - 14 Ağustos 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti	
10.08.2015	Japonya	Cari İşlemler Dengesi (Haziran)	1880.9 Milyar Yen	785.9 Milyar Yen	
		Tüketici Güven Endeksi (Temmuz)	41.7	--	
11.08.2015	Türkiye	Cari İşlemler Dengesi (Haziran)	-3.99 Milyar Dolar	-3.6 Milyar Dolar	
	Almanya	Zew Endeksi (Ağustos)	63.9	64.2	
	İtalya	TÜFE (Temmuz, y-y)	%0.4	%0.4	
	Japonya	M2 Para Arzı (Temmuz, y-y)	%3.8	%3.9	
12.08.2015	Euro Bölgesi	Sanayi Üretimi (Haziran, Mevs.Arn., a-a)	-%0.4	-%0.1	
		Fransa	Cari İşlemler Dengesi (Haziran)	0.3 Milyar Euro	--
	İtalya	Dış Ticaret Dengesi (Haziran)	4,184 Milyon Euro	--	
	İngiltere	İşsizlik Oranı (Haziran)	%5.6	%5.6	
	Japonya	ÜFE (Temmuz, y-y)	-%2.4	-%2.9	
		Sanayi Üretimi (Haziran, y-y)	%2.0	--	
		Kapasite Kullanım Oranı (Haziran, a-a)	-%3.0	--	
13.08.2015	ABD	Perakende Satışlar (Temmuz, a-a)	-%0.3	%0.6	
		Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	270 Bin Kişi	270 Bin Kişi	
	Almanya	TÜFE (Temmuz, y-y)	%0.1	%0.1	
	Fransa	TÜFE (Temmuz, y-y)	%0.3	%0.3	
	Japonya	Makine Siparişleri (Haziran, a-a)	%0.6	-%5.1	
	14.08.2015	Türkiye	TCMB Beklenti Anketi (Ağustos)	--	--
		ABD	ÜFE (Temmuz, y-y)	-%0.7	-%0.9
Sanayi Üretimi (Temmuz, a-a)			%0.2	%0.3	
Kapasite Kullanım Oranı (Temmuz)			77.8	78	
Michigan Üniv. Tüketici Güven Endeksi (Ağustos, öncül)		93.1	93.6		
Euro Bölgesi	GSYH (2.çeyrek, ç-ç)		%0.4	%0.4	
		TÜFE (Temmuz, y-y)	%0.2	%0.2	
	Almanya	GSYH (2.çeyrek, ç-ç, öncül)	%0.3	%0.5	
	Fransa	GSYH (2.çeyrek, ç-ç, öncül)	%0.6	%0.2	
	İtalya	GSYH (2.çeyrek, ç-ç, öncül)	%0.3	%0.3	