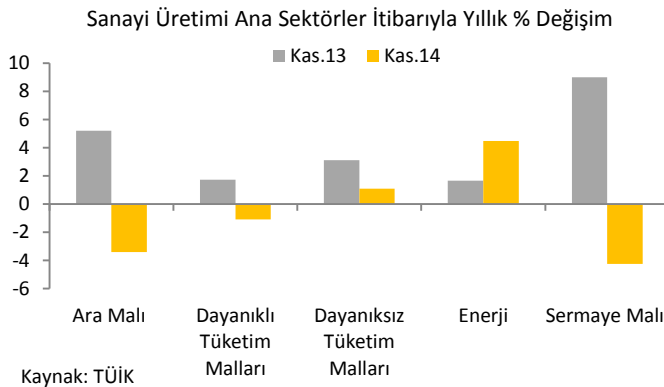
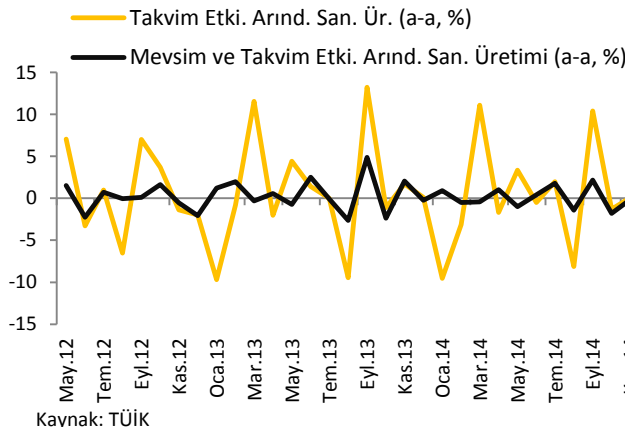
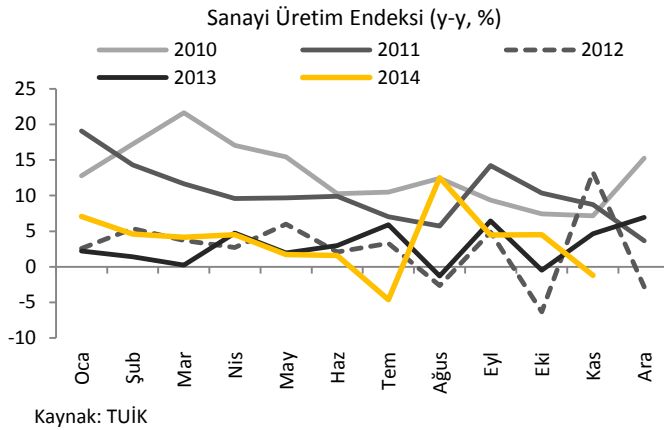


Sanayi üretimi Kasım ayında yıllık bazda %1.2 azaldı.

Kasım ayı sanayi üretimi endeksi 2013 yılının aynı ayına göre %1.2 azalarak beklentilerin altında gerçekleşti. Baz etkisinin temel belirleyici olduğu düşüş, 2014 yılının son çeyreğine ilişkin büyüme performansının beklentilerin altında kalabileceğini gösterdi. Sanayi üretiminin Kasım ayındaki düşüşün ardından, yurt dışı piyasalardaki belirsizliklerin artmasının da etkisiyle %2.9 düzeyindeki 2014 yılı büyüme beklentimiz üzerinde aşağı yönlü riskler artmıştır. Bu durum, Aralık ayı enflasyonunda yaşanan düşüşün de katkısıyla TCMB'nin faiz indirimlerini kolaylaştıracaktır.



Sanayi üretimi Kasım ayında 2013 yılının aynı ayına göre arındırılmamış verilere göre %3.5 artış beklentimizin aksine %1.2 azaldı (piyasa beklentisi: %0.5 artış). Takvim etkisinden arındırılmış verilere göre ise sanayi üretimi yıllık bazda %0.7 arttı (beklentimiz: %2.4, piyasa beklentisi: %2.4).

Sanayi üretimi arındırılmamış verilere göre Kasım'da bir önceki aya göre %7.4 ve takvim etkisinden arındırılmış verilere göre %0.1 artarken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre %0.1 geriledi. Ekim ayında bir önceki yılın Ekim ayından bu yana en hızlı düşüşünü yaşayan mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeks Kasım'da beklediğimiz gibi bir miktar toparlandı ancak güçlü bir ivme yansıtmadı.

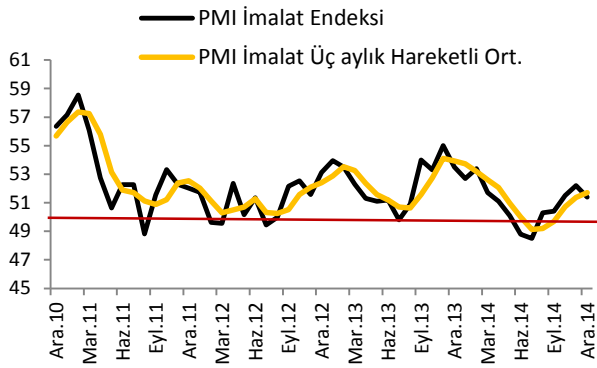
Sanayi üretim endeksi ana gruplar bazında incelendiğinde genel olarak önceki aylarla kıyaslandığında yavaşlama olduğu görülüyor. Kasım 2014'te yıllık bazda en çok üretim artışı yaşanan sektör %6.2 oranı ile madencilik ve taş ocaklığı oldu. 2014 yılında 2008'den bu yana en olumlu performansın yaşandığı madencilik sektörünü, Kasım ayı yıllık artışı itibarıyla %4.5 oranı ile enerji izledi. Ana gruplarda en kötü performans %4.2 yıllık azalış yaşanan sermaye malları ile %3.4 azalan ara malı üretimi oldu. Dayanıklı tüketim malları üretimi üç ay aranın ardından Kasım'da %1.1 oranı ile tekrar azaldı. Dayanıklı tüketim malları ise %1.1 artışla yine son üç ayın en zayıf artışını yakaladı.

Sanayi üretimi içinde en yüksek paya sahip olan imalat sanayi üretimi Kasım'da yıllık bazda %2.5 azaldı. Temmuz 2014'ten bu yana ilk kez azalan imalat sanayi üretimi, takvim etkisinden

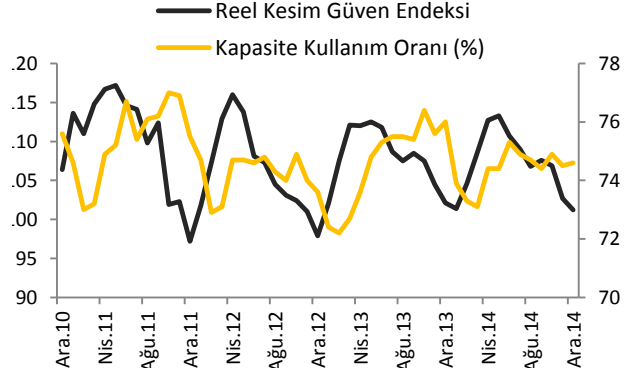
arındırılmış verilere göre ise Kasım'da %0.2 azalarak Aralık 2012'den bu yana en zayıf görünüme sahip oldu. Arındırılmamış verilere göre imalat sanayi alt kalemleri içinde en dikkat çekici düşüş %16.4 oranı ile deri ürünleri

imalatında yaşandı. Makine ve ekipman sektörü %19.1 oranı ile en yüksek üretim artışı yaşanan sektör oldu. Kasım'da tekstil, giyim ve içecek sektörlerinde de üretim azalırken, gıda üretiminde değişim görülmedi.

Kasım ayı öncül verilerinden PMI endeksi sanayi üretimine ilişkin en olumlu sinyal veren gösterge idi. Ağustos'tan itibaren düşüş eğilimi duran PMI endeksi üç aylık ortalamada Kasım ayında 51.4 ile Nisan'dan bu yana en yüksek seviyesine ulaşmıştı. Reel Kesim Güven endeksi ve Tüketici Güven Endeksi ise beklentilerin yılın ikinci yarısından itibaren giderek daha olumsuz hale geldiğini gösteriyor. Öncül göstergeler genel olarak Aralık ayına ilişkin olumsuz görünüme işaret ediyor.



Kaynak: Reuters, Markit, Vakıfbank



Kaynak: TCMB

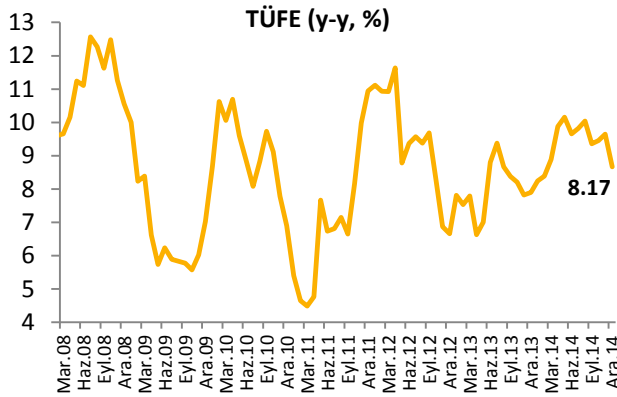
Sanayi üretiminde Kasım ayında yaşanan düşüşte esas olarak geçen yıldan gelen olumsuz baz etkisinin belirleyici olduğunu görüyoruz. Kasım ayı dış ticaret verileri ihracatta sert düşüş yaşandığını ithalattaki azalışın da sürdüğünü göstermişti. Hammadde fiyatlarındaki düşüşe rağmen Kasım'da özellikle sermaye ve ara malı imalatının azalması, zayıf dış talep koşulları devam ederken iç talebe ilişkin soru işaretleri oluşturuyor. Hammadde fiyatlarındaki gerilemenin devam edeceği beklentisi ile üretimin ertelenmiş olması düşük bir ihtimal olsa da dikkate alınabilir. TCMB'nin faiz indirimlerinin gecikmeli etkilerinin azalmasının da sanayi üretiminin arındırılmamış verilere göre gerilemesinde, takvim etkisinden arındırılmış verilere göre ise Ağustos 2013'ten bu yana en düşük artışı yaşamasında payı olduğunu düşünüyoruz.

Euro Bölgesi ekonomisinin olumsuz gidişatına ek olarak önemli ihracat pazarlarımızdan Rusya ekonomisinin de krize girmesi, özellikle dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları üretiminin önümüzdeki dönemde risklerle karşı karşıya olmasına neden olacaktır. Aralık ayına ilişkin gözlenen olumsuz baz etkisi nedeniyle sanayi üretimindeki düşüşün devam ettiği görülebilir. Kasım ayında ihracatta yaşanan düşüşün Aralık rakamlarına da yansımaları halinde bu olasılık artacaktır. Öte yandan, üreticilerin TL'deki değer kaybını ve emtia fiyatlarındaki düşüşün yarattığı maliyet avantajlarını değerlendirebilmeleri sanayi üretimine olumlu yansıyacaktır.

Sanayi üretiminin Kasım ayındaki düşüşün ardından, yurt dışı piyasalardaki belirsizliklerin artmasının da etkisiyle Aralık ayında da gerilemesi %2.9 düzeyindeki 2014 yılı büyüme beklentimiz ve %3.3 seviyesindeki Orta Vadeli Program (OVP) büyüme hedefi üzerindeki aşağı yönlü risklerin artmasına neden olacaktır. Bu durum, Aralık ayı enflasyonunda yaşanan düşüşün de katkısıyla TCMB'nin faiz indirimlerini kolaylaştıracaktır.

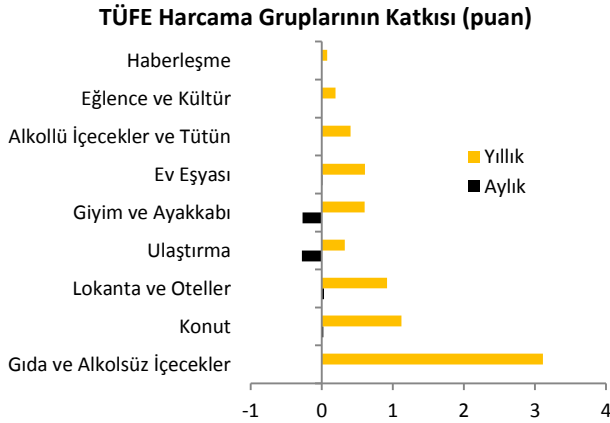
Aralık ayında enflasyon aylık bazda %0.44 düştü.

Aralık ayında enflasyon bir önceki aya göre %0.44 oranında düştü ve yıllık bazda Kasım ayındaki %9.15 seviyesinden sert bir düşüşle %8.17 seviyesine geriledi. Böylelikle 2014 yılsonu enflasyonu TCMB'nin son enflasyon raporundaki beklentisi olan %8.9 seviyesinin altında gerçekleşmiş oldu. Çekirdek enflasyon ve Yİ-ÜFE'de de yıllık bazda gerileme gerçekleşti. Çekirdek enflasyondaki düşüşte giyim grubu etkili olurken, üretici fiyatlarındaki gerilemede ise düşen petrol fiyatlarının etkili olduğu görülüyor. Bu haftaki raporumuzda Aralık ayı fiyat gelişmelerini ayrıntılı bir şekilde inceleyeceğiz.



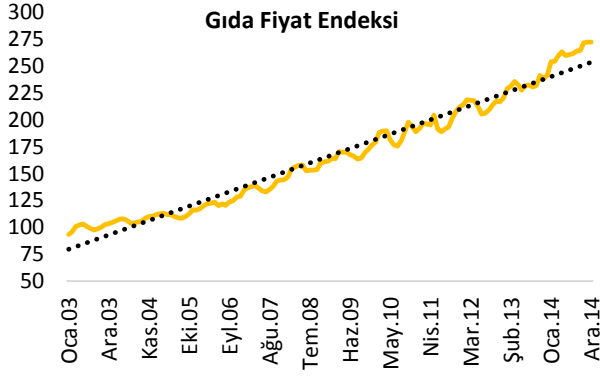
Kaynak: TÜİK

Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) Aralık ayında aylık bazda beklentilerimizin üzerinde %0.44 düşüş gösterdi (Piyasa Beklentisi: %0.00, VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Beklentisi: -%0.16). Yıllık bazda ise TÜFE Aralık ayında Kasım ayındaki %9.15 seviyesinden sert bir düşüşle %8.17 seviyesine geriledi. Böylelikle enflasyon 2014 yılını %8.17 seviyesinde tamamladı.

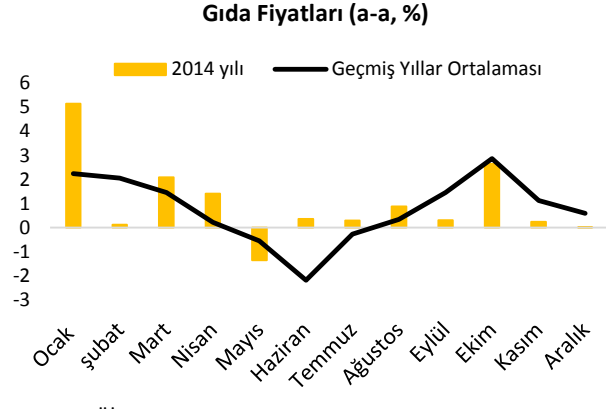


Kaynak: TÜİK

Aralık ayında aylık bazdaki artış ve azalışlara baktığımızda enflasyon sepeti içerisinde ağırlıkları yüksek olan ana grupların fiyatlarında düşüş olduğunu görüyoruz. Aralık ayında enflasyona aylık bazda en yüksek negatif yönlü katkı yapan grup 0.28 puan ile ulaştırma grubu olurken, onu 0.27 puan negatif katkı ile giyim ve ayakkabı grubu takip etti. Giyim ve ayakkabı grubu aylık bazda %3.71 azaldı. Giyim grubu fiyatlarındaki bu düşüşte, indirimlerin öne çekilmesinin de etkili olduğunu düşünüyoruz. Petrol fiyatlarındaki küresel arzın talebi karşılamamasından kaynaklanan sert düşüşlerin yurtiçi akaryakıt fiyatlarını da aşağı doğru çekmesinin etkisi ile ulaştırma grubunda ise önceki aya göre beklentilerimizin üzerinde %1.78 oranında düşüş gerçekleşti. Enflasyon sepetinde en yüksek ağırlığa sahip olan gıda ve alkolsüz içecekler grubunun aylık fiyat değişiminin %0 olması nedeniyle enflasyonu da etkilemedi. Sepette ikinci en yüksek ağırlığa sahip grup olan konut grubu ise bir önceki aya göre %0.13 oranında artış göstererek, bu ay enflasyona 0.02 puan artış yönlü katkı yaptı. Yine enflasyon sepetindeki ağırlığı yüksek olan ve enflasyona artış yönlü katkı yapan bir diğer grup ise 0.01 puanla ev eşyası grubu oldu. Aralık ayında enflasyonun beklentilerin oldukça üzerinde bir düşüş göstermesinde, giyim ve ulaştırma grubu fiyatlarının tarihsel ortalamasının oldukça üzerinde düşüş göstermesinin yanı sıra gıda fiyatlarının ise geçmiş yıllar ortalamasının altında kalması etkili oldu.

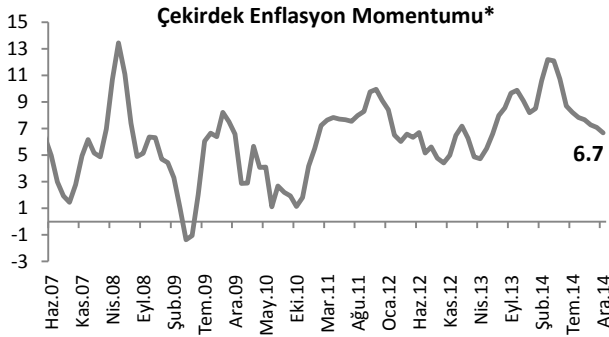


Kaynak: TCMB



Kaynak: TÜİK

2014 yılının ilk yarısında gıda fiyatlarının aylık bazda artış hızının genel olarak tarihsel ortalamasının üzerinde bir seyir izlediğini fakat yılın sonuna yaklaşırken, Eylül ayından itibaren ortalamayı yakalama eğiliminde olduğunu ve aylık bazda tarihsel ortalamasının altında artış gösterdiğini görüyoruz. Özellikle Kasım ve Aralık aylarında görülen gıda fiyatlarındaki ortalamanın altındaki artış, yılsonu enflasyonunun beklentilerin altında gerçekleşmesinde etkili oldu. Gıda fiyatlarına endeks bazında bakıldığında ise, tarihi yüksek seviyelere çıktıktan sonra ortalamaya dönüş eğilimine geçtiğini görüyoruz. Bu bağlamda, gıda fiyatlarının önümüzdeki dönemde de düşmeye devam etmesi beklenebilir. Ancak özellikle Ocak ayında, olumsuz hava koşulları nedeniyle lojistik konusunda yaşanan sıkıntılardan kaynaklı gıda fiyatlarında bir miktar artış görülebilir.



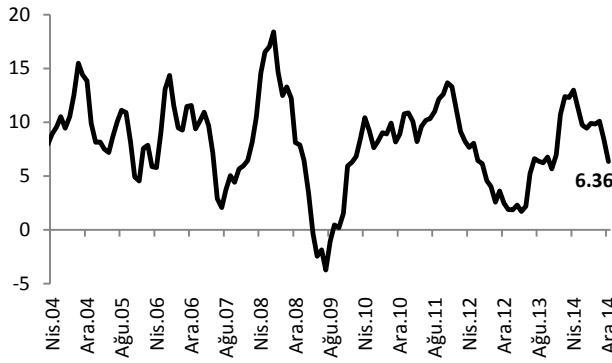
Kaynak: TÜİK

*Mevsimsellikten arındırılmış, 3 aylık hareketli ortalaması alınmış, yıllıklandırılmış

Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I endeksi) Aralık ayında bir önceki aya göre %0.38 düştü ve yıllık bazda da Kasım ayındaki %9.03 seviyesinden %8.73'e geriledi. Böylece Ağustos ayından bu yana yıllık bazda gerileyen çekirdek endeksi, Aralık ayında da bu hareketini sürdürdü. Çekirdek enflasyonda giyim grubu fiyatlarının etkili olduğunu görüyoruz. Aralık aylarında giyim grubu fiyatlarının çoğunlukla düşmesi, çekirdek enflasyonun da aylık bazda düşmesini sağlıyor. Bu yıl da giyim grubundaki düşüş, çekirdek enflasyondaki azalışa destek verdi. Ayrıca,

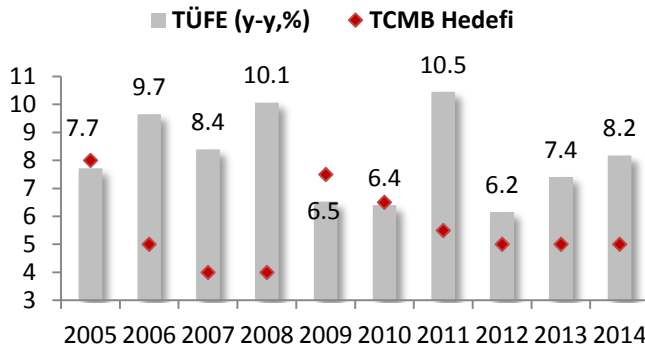
mevsimsellikten arındırılmış, 3 aylık hareketli ortalaması alınmış ve yıllıklandırılmış çekirdek enflasyonun da aşağı yönlü hareket ettiği görülüyor. Söz konusu endeks Kasım ayındaki %7.1 seviyesinden Aralık ayında %6.7'ye geriledi.

Yİ-ÜFE (y-y, %)



Kaynak: TÜİK

rafine petrol ürünlerinde yaşandı. Bu sektörü %8.65'lik düşüş ile ham petrol ve doğalgaz sektörü takip etti. Yİ-ÜFE'de son iki aydır yaşanan bu sert düşüşlerin, TÜFE üzerindeki maliyet kaynaklı baskıları hafifletecek olması önümüzdeki dönemde TÜFE'de zaten beklenmekte olan düşüşü destekleyecektir.



Kaynak: TCMB, TÜİK, VakıfBank

enflasyonda da yıllık bazda düşüş devam etti. Ocak ayından itibaren enflasyonda baz etkisiyle birlikte düşüşün devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca hem çekirdek enflasyon hem de Yİ-ÜFE'deki düşüş, önümüzdeki dönemde TÜFE'deki düşüşü destekleyebilecektir. Ancak Ocak ayında tütün ürünleri ve alkollü içeceklerde ÖTV zammına gidilmesi enflasyonda beklenen düşüşü bir miktar sınırlayabilir. ÖTV'ye yapılan zamların enflasyona ne kadar yansıtacağı ise tütün ürünleri ve alkollü içeceklerin fiyatlarına yapılacak zamlara göre değişebilecek olmakla birlikte 0.20-0.50 puan arasında bir yükselişe neden olabileceğini düşünüyoruz. Enflasyondaki düşüşün de desteğiyle normal koşullar altında TCMB'nin en erken Şubat veya Mart ayında faiz indirimlerine başlamasını bekliyoruz. Ancak Aralık ayı imalat PMI'nın Eylül'den bu yana görülen en düşük seviyesine gerilemesi, işsizlik oranındaki artış ve tüketici güven endeksinin son beş yılın en düşük seviyesinde gerçekleşmesinin büyüme üzerinde risk oluşturması nedeniyle TCMB, Ocak ayından itibaren faiz indirimlerine başlayabilir.

Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi (Yİ-ÜFE), Aralık ayında bir önceki aya göre %0.76 oranında düştü. Yıllık bazda ise Yİ-ÜFE Kasım ayındaki %8.36 seviyesinden Aralık ayında %6.36'ya geriledi. Petrol fiyatlarında yaşanan düşüşlerin özellikle son iki aydır Yİ-ÜFE'nin düşüşünde belirleyici olduğunu görüyoruz. Petrol fiyatlarındaki düşüşün Yİ-ÜFE'deki etkisi alt kalemlere bakıldığında daha net görülebiliyor. Ana sanayi gruplarına göre endeksin alt kalemlerinde aylık bazda en fazla düşüşü gösteren grup %5.10'luk düşüş ile Aralık ayında da enerji grubu oldu. Alt sektörlere göre ise aylık bazda en sert düşüş %14.9 ile imalat sanayi alt kalemlerinden olan

Sonuç olarak, Aralık ayında enflasyon beklentilerin altında aylık bazda %0.44 geriledi. Böylece yıllık bazda ise enflasyon Kasım ayındaki %9.15 seviyesinden Aralık ayında %8.17'ye geriledi ve enflasyon yılı TCMB'nin yılsonu beklentisi olan %8.9'un altında sonlandırdı. Petrol fiyatlarındaki düşüş Aralık ayında da enflasyondaki düşüşte belirleyici oldu. Petrol fiyatlarındaki düşüşün Aralık ayında enflasyona etkisinin hem doğrudan hem de ikincil etkilerle belirginleştiğini görüyoruz. Yİ-ÜFE'de Kasım ayının ardından Aralık ayında da petrol fiyatları kaynaklı sert bir gerileme yaşanırken, çekirdek

Haftalık Veri Takvimi (12-16 Ocak 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
13.01.2015	Türkiye	Cari İşlemler Dengesi (Kasım)	-2 milyar \$	-5.3 milyar \$
	ABD	Bütçe Dengesi (Aralık)	24 milyar \$	--
	İtalya	Sanayi Üretimi (Kasım, a-a)	-%0.1	%0.1
	Japonya	Cari İşlemler Dengesi (Kasım)	833.4 milyar ¥	139.5 milyar ¥
14.01.2015	ABD	Perakende Satışlar (Aralık, a-a)	%0.7	%0.1
		Fed Bej Kitap	--	--
	Euro Bölgesi	Sanayi Üretimi (Kasım, a-a)	%0.1	%0.0
	İtalya	TÜFE (Aralık, y-y)	-%0.1	-%0.1
	Fransa	TÜFE (Aralık, y-y)	%0.4	%0.0
		Cari İşlemler Dengesi (Kasım)	-900 milyon €	--
15.01.2015	Türkiye	İşsizlik Oranı (Ekim)	10.5	--
		Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (Aralık)	3.601 Milyon TL	--
	ABD	ÜFE (Aralık, y-y)	%1.4	%1.0
		Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	294 bin	298 bin
	Euro Bölgesi	Dış Ticaret Dengesi (Kasım)	19.4 milyar €	20 milyar €
	Almanya	GSYH (2014)	%0.1	%1.5
	Japonya	ÜFE (Aralık, y-y)	%2.7	%2.1
16.01.2015	ABD	TÜFE (Aralık, y-y)	%1.3	%0.7
		Sanayi Üretimi (Aralık, a-a)	%1.3	%0.0
		Kapasite Kullanım Oranı (Aralık)	%80.1	%80.0
		Michigan Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	93.6	94.1
	Euro Bölgesi	TÜFE (Aralık, y-y)	-%0.2	-%0.2
	Almanya	TÜFE (Aralık, y-y)	%0.1	%0.1
	İtalya	Cari İşlemler Dengesi (Kasım)	5461 milyon €	--