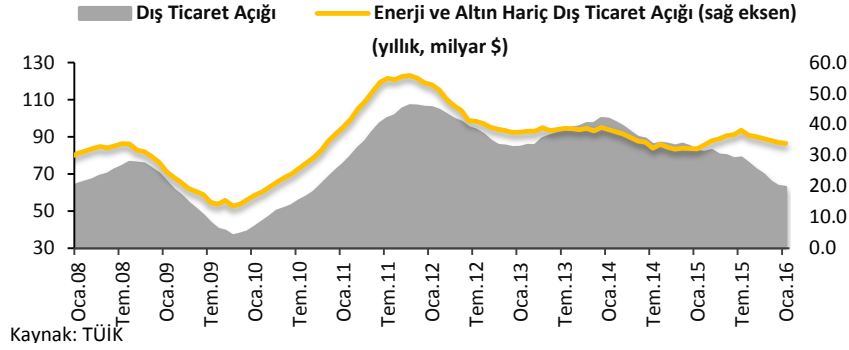
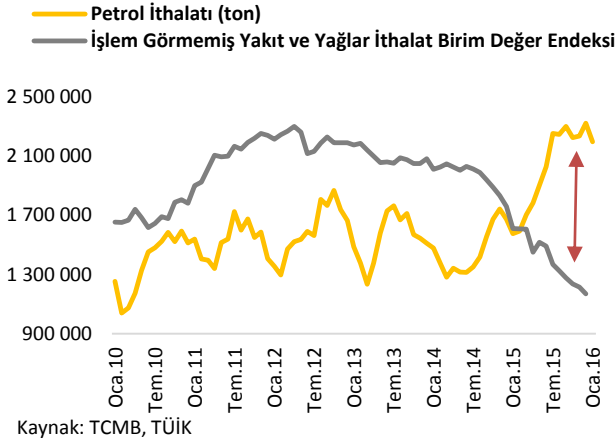


Geçen hafta açıklanan yurtiçi gelişmelerde dış ticaret ve enflasyon verileri takip edildi. Ocak ayında dış ticaret açığı enerji ticaretinde yıllık bazda yaşanan sert gerilemenin yanı sıra dış ticaret hacminde görülen belirgin düşüş sebebiyle gerilemeye devam etti. Şubat ayı enflasyon verisi ise enerji ve gıda fiyatlarındaki gerilemenin katkısıyla bir önceki aya göre ve yıllık bazda düşüş gösterdi. Yi-ÜFE'de de enerji maliyetlerindeki düşüşün katkısıyla hem aylık hem de yıllık bazda düşüş yaşandı. Bu haftaki raporumuzda dış ticaret ve fiyat gelişmelerini yakından ele alacağız.

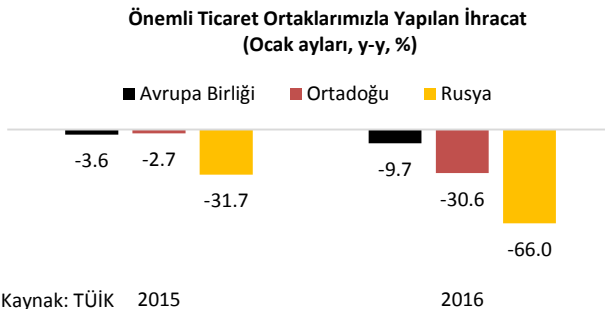
### Dış ticaret açığı yılın ilk ayında 3.8 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti.



Ocak ayında dış ticaret açığı 2015 yılının aynı dönemine göre %13.4 azalışla 3.8 milyar dolar olarak açıklandı. Böylece 2015 yılını 63.3 milyar dolar seviyesinde tamamlayan yıllık dış ticaret açığı 2016 yılının ilk ayında 63 milyar dolar seviyesine geriledi. Enerji ve altın hariç dış ticaret açığı ise, Ocak ayında yıllık bazda %16.2 daralarak 1.8 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Yıllık enerji ve altın hariç dış ticaret açığı ise geçen yıla göre %5.5 artışla 33.8 milyar dolar seviyesinde açıklandı. Dış ticaretteki daralmada enerji ticaretinde yıllık bazda yaşanan %38.8 gerilemenin dış ticaret açığına yaptığı pozitif katkının yanı sıra dış ticaret hacmindeki belirgin düşüş etkili oldu.



Petrol fiyatları düşük seviyelerdeki seyrini sürdürürken enerji ithalatının ton bazında geçmiş dönemlere göre artmaya devam etmesi, petrol fiyatlarındaki gerilemenin ithalat kanalıyla dış ticaret açığına yaptığı katkının yeterince hissedilememesinde etkili oluyor. Enerji ticaretinin yıllık bazda yaşadığı gerileme dış ticaret açığına katkı yapsa da, söz konusu katkının grafikte görülen ayrışma sebebiyle sınırlı kaldığı söylenebilir.



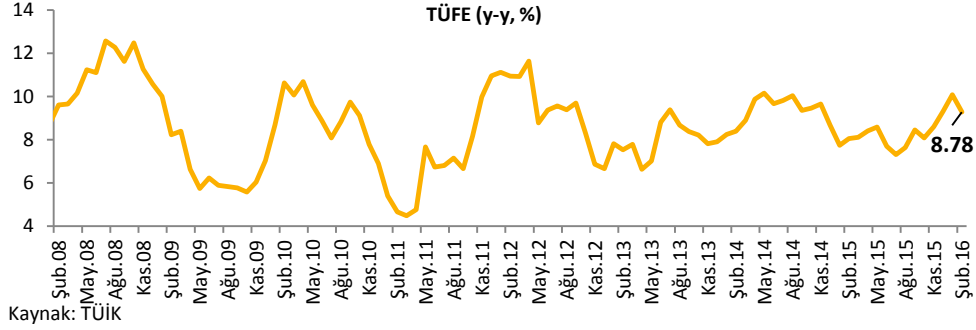
Dış ticaret istatistiklerinin ayrıntılarına bakıldığında, ihracatın Ocak ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %22 azalarak 9.6 milyar dolar seviyesinde gerçekleştiğini görüyoruz. Dış ticaret hacminin yıllık %21 azalışla geçen yılın Eylül ayından bu yana en sert daralma yaşadığı Ocak ayında ithalat ise, yıllık bazda %19.7 gerileyerek 13.3 milyar dolar oldu. Böylece 2015 yılı Temmuz

ayından sonra ilk defa ihracatın yıllık gerileme hızı ithalatinkinden fazla oldu. Öte yandan önemli ihracat ortaklarımızla yapılan ihracat gelişimine bakıldığında, hem toplam ihracat hacmindeki düşüş hem de gerileyen petrol fiyatları sebebiyle petrol üreticisi ülkelerde gelir kaybı yaşanması sonucunda bu ülkelere yapılan ihracatta görülen gerilemenin ivme kazandığı dikkat çekti. Rusya'ya yapılan ihracatın sert gerileme yaşamasında ise bu faktörlerin yanı sıra jeopolitik gelişmeler sebebiyle Rusya'nın ambargo uygulaması belirleyici oldu. Ocak ayında Euro Bölgesi'ne yapılan ihracatta yıllık bazda yaşanan gerilemenin pariteden arındırılıp bakıldığında daha fazla olması, TCMB'nin son PPK notunda dile getirdiği artan jeopolitik risklere karşın Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artışın ihracat üzerindeki katkısının güçlenerek devam edeceği ifadesinin henüz görülmediğine işaret ediyor.

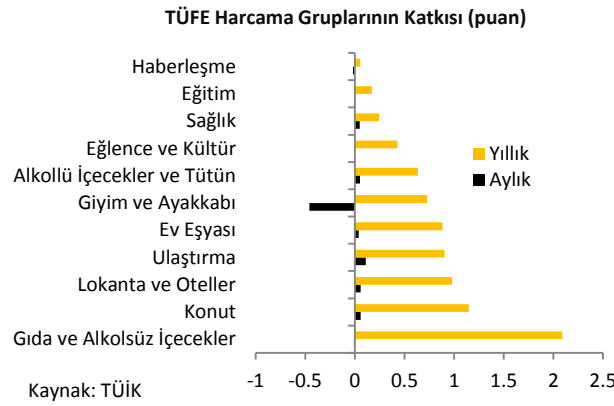
Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış seriye göre, Ocak ayında ihracat bir önceki aya göre %1.1, ithalat ise %1.5 azalış gösterdi. Böylelikle arındırılmamış verilere göre Ocak ayında 3.8 milyar dolar gerçekleşen dış ticaret açığı arındırılmış seriye göre ise 4.9 milyar dolar oldu. Öte yandan, ekonomik aktiviteye ilişkin öncül niteliğinde olan ara malı ithalatı başta olmak üzere, sermaye malı ithalatında ve tüketim malı ithalatında geçen yıl boyunca yaşanan gerileme 2016 yılının ilk ayında da devam etti. Buna göre toplam ithalatın %72.1'ini oluşturan ara malı ithalatı geçen yıla göre %21.5, toplamın %15.8'ini oluşturan sermaye malı ithalatı %17, tüketim malı ithalatı ise %12 gerileme göstermiş oldu.

Sonuç olarak, 2015 yılı Ocak ayında 4.3 milyar dolar olan dış ticaret açığı 2016 yılı Ocak ayında ise 3.8 milyar dolara geriledi. Benzer şekilde geçen yılın aynı döneminde 82 milyar dolar olan yıllık dış ticaret açığı da 63 milyar dolara gerilemiş oldu. Ocak ayında ihracat ise önemli ticaret ortaklarımıza yapılan ticaretteki düşüş sebebiyle sert gerileyerek 9.6 milyar dolar oldu. İthalat ise ticaret hacmindeki zayıflığın yanı sıra geçen yılın aynı döneminde 3.3 milyar dolar gerçekleşen enerji ticaretinin bu yıl 1.9 milyar dolara gerilemesinin etkisiyle geçen seneye göre %19.7 düşüş göstererek 13.3 milyar dolar seviyesinde açıklandı. Dış ticaret açığındaki daralmada emtia fiyatlarındaki düşüş ve Euro/dolar paritesindeki gerilemenin yanı sıra dış ticaret hacmindeki belirgin düşüş etkili oldu. Önümüzdeki dönemde canlanması beklenen iç talebin dış ticaret açığına yansımaları enerji maliyetlerindeki gerilemenin sınırlandıracağını düşünüyoruz. Ancak, Rusya ile yaşanan jeopolitik gelişmeler sebebiyle Türkiye'nin Rusya'ya ihraç ettiği bazı ürünlere ambargo uygulaması dış ticaret açığı üzerinde baskı yaratan bir diğer önemli etmen olabilir. Diğer yandan, Ocak ayında Euro Bölgesi'ne yapılan ihracatta yıllık bazda yaşanan gerilemenin pariteden arındırılıp bakıldığında daha fazla olması, TCMB'nin son PPK notunda dile getirdiği artan jeopolitik risklere karşın Avrupa Birliği ülkelerinin talebindeki artışın ihracat üzerindeki katkısının güçlenerek devam edeceği ifadesinin henüz görülmediğine işaret ediyor. Ancak Şubat ayında açıklanan öncül rakamlara göre ihracatta artış yaşandığının görülmesi, TCMB'nin ifade ettiği söz konusu katkının önümüzdeki aylarda görülebileceği sinyalini veriyor.

## Enflasyon Şubat ayında aylık bazda negatif gerçekleşti.

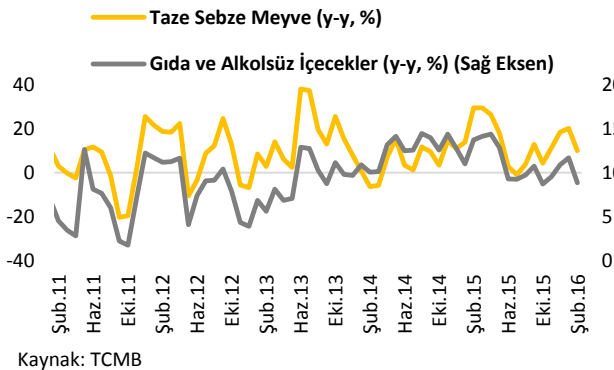


Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) Şubat ayında bir önceki aya göre piyasa beklentisinin altında kalarak %0.02 düştü (VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Beklentisi: %0.3, Piyasa Beklentisi: %0.3). Yıllık bazda ise TÜFE Ocak ayındaki %9.58 seviyesinden, Şubat ayında %8.78'e geriledi. Şubat ayında enflasyonun beklentimizin altında kalmasında gıda fiyatlarının ve eğlence kültür grubu fiyatlarının düşüş göstermesi etkili oldu.



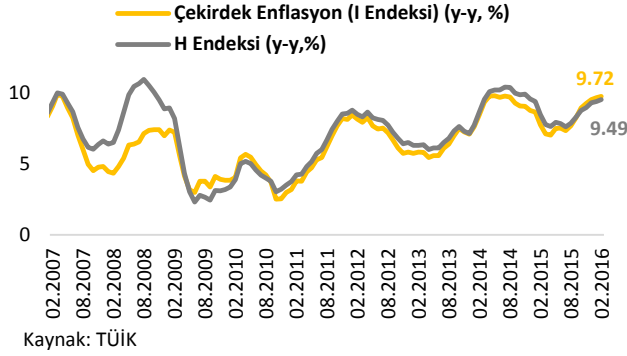
Ocak ayında aylık bazda %4.28 ile oldukça sert bir artış gösteren gıda ve alkolsüz içecekler grubu fiyatları, Şubat ayında bu sert yükselişin ardından bir önceki aya göre %0.04 düşerek aylık enflasyona da 0.01 puan düşüş yönlü katkıda bulundu. Gıda fiyatlarındaki düşüşte özellikle yaş meyve ve sebze fiyatlarındaki düşüş belirleyici oldu. Şubat ayında eski sezon indirimlerinin devam etmesi nedeniyle giyim ve ayakkabı grubu bir önceki aya göre %6.2 düşerek en sert düşüşü gösteren ve enflasyona da 0.5 puan ile en yüksek düşüş yönlü katkısı yapan grup oldu. Eğlence ve kültür grubu ile haberleşme

grubu da Şubat ayında gerileyerek enflasyonu düşüş yönlü etkiledi. Alkollü içecekler ve tütün grubunda Ocak ayında yapılan vergi zamlarının fiyatlara yansımaları Şubat ayında da devam etti ve söz konusu grup fiyatları bir önceki aya göre %1 oranında arttı. 24 Şubat'ta yürürlüğe giren ilaç zamlarının sağlık grubu fiyatları üzerindeki etkisi Şubat ayında sınırlı kaldı ve böylece sağlık grubu fiyatları bir önceki aya göre %1.80 yükseldi. İlaç zamlarının etkisini Mart ayında da görmeye devam edebiliriz. Petrol fiyatlarında yaşanan düşüşün yurtiçi akaryakıt fiyatlarına da düşüş olarak yansımaları ulaştırma grubu fiyatlarında düşüş görülmesini sağlasa da Şubat ayında İstanbul ve Ankara gibi şehirlerde toplu ulaşım araçlarına yapılan zamlar, Şubat ayında ulaştırma grubu fiyatlarının bir önceki aya göre %0.77 yükselmesine neden oldu. Böylece ulaştırma grubu Şubat ayı enflasyonuna 0.11 puan ile en yüksek artış yönlü katkısı yapan grup oldu.

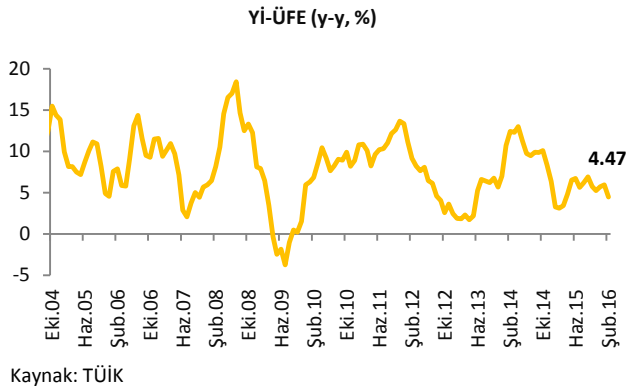


Gıda fiyatlarının hareketinde taze sebze meyve fiyatları belirleyici bir rol oynuyor. Ocak ayında taze sebze meyve fiyatlarında aylık bazda yaşanan %16.59'luk artış, gıda ve alkolsüz içecekler grubunun da %4.3 artmasında etkili olurken, Şubat ayında ise taze meyve sebze de aylık %2.33 düşüş yaşanması gıda grubunun da %0.04 düşmesini sağladı. Taze sebze meyve fiyatları ise mevsim koşulları, enerji maliyetleri gibi dış faktörlerden oldukça fazla etkileniyor ve bu

nedenle gıda fiyatlarında da volatilitiyi artırıyor. Taze meyve sebze fiyatlarında Ocak ayındaki sert artıştan sonra Şubat ayındaki düşüşün Ocak ayındaki artışı telafi edecek kadar sert olmadığını görüyoruz. Ancak yukarıda da belirttiğimiz gibi taze sebze meyve fiyatları enerji maliyetlerinden de doğrudan etkileniyor. Son günlerde petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş sonucu yurtiçi akaryakıt fiyatlarına da zam geldiğini görüyoruz. Bu durum taze sebze meyve fiyatlarına da yükseliş olarak yansiyabilir.




kurda yaşanan gevşeme de bu düşüşte etkili oldu. Kurdaki gevşemenin Mart ayında da devam etmesi durumunda bunun etkisini Mart ayında da görebiliriz. Çekirdek enflasyonda aylık bazda sınırlı bir düşüş görmemize karşın, yıllık bazda yükselmeye devam etmesi ve son 18 ayın en yüksek seviyesine yükselmesi ise manşet enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam ediyor.



Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi (Yİ-ÜFE) Şubat ayında bir önceki aya göre %0.20 azaldı ve yıllık bazda Ocak ayındaki %5.94 seviyesinden Şubat ayında %4.47'ye geriledi. Böylece Yİ-ÜFE Mart 2015'ten sonraki en düşük seviyeye geriledi. Petrol fiyatlarındaki düşüş ve bunun yurtiçi enerji maliyetlerine düşüş olarak yansımalarının yanı sıra Şubat ayında kurdaki sakin seyir Yİ-ÜFE'deki düşüşte belirleyici oldu. Ana sanayi grupları bazında bakıldığında Şubat ayında enerji ve sermaye mali alt gruplarında gerileme yaşanmasının Yİ-ÜFE'de aylık bazda düşüş yaşanmasında belirleyici olduğu görülüyor. Enerji grubu fiyatlarındaki aylık %3.02'lik düşüş dikkat çekici oldu. Bununla birlikte ara malı, dayanıklı ve dayanıksız tüketim malı fiyatlarının artış hızlarının yavaşlamasının da Yİ-ÜFE'de yaşanan aylık bazda düşüşe katkı sağladığı dikkat çekiyor. Sektörler ve alt sektörler bazında bakıldığında ise madencilik ve taşocakçılığı, imalat sektörü, su temini; kanalizasyon, atık yönetimi ve iyileştirme faaliyetleri sektörlerinde artış yaşandığı, buna karşın elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektöründe azalış yaşandığı görülüyor. Ocak ayında yapılan zamların etkisiyle artış yaşayan elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörünün Şubat ayında sert azalış yaşaması da dikkat çekici oldu. Ayrıca Yİ-ÜFE içinde %87.28 ile en yüksek ağırlığa sahip imalat sektörünün aylık bazda artış kaydetmesine rağmen artış hızının yavaşlaması da Yİ-ÜFE'de Şubat ayındaki düşüşe katkıda bulundu. TÜFE için öncül olarak kabul edebileceğimiz Yİ-ÜFE'deki yıllık bazdaki düşüş TÜFE'nin önümüzdeki dönem hareketi açısından olumlu bir gelişme olarak görünüyor. Önümüzdeki dönemde kurda yukarı yönlü bir hareket olmaz ise Yİ-ÜFE'ye olumlu yansiyabilir.

Sonuç olarak enflasyon Şubat ayında %0.02 düşerek yıllık bazda da %8.78'e geriledi. Böylece enflasyon son sekiz ay içinde ilk defa negatif gerçekleşti. Aylık enflasyonun negatif gerçekleşmesinde gıda fiyatlarının sekiz aydır ilk defa gerilemiş olması önemli bir rol oynadı. Ocak ayında olumsuz hava koşulları nedeniyle özellikle yaş meyve sebze kaynaklı olarak gıda fiyatlarında sert bir yükseliş yaşanmıştı. Rusya'nın yaş meyve sebze ithalatını durdurmasının fiyatlar üzerinde yaratacağı aşağı yönlü etkiyi olumsuz hava koşulları nedeniyle görememiştik. Şubat ayında ise hem sert yükselişin ardından yaşanan geri çekilme hem de Rusya etkisini gıda fiyatları üzerinde



---

gördük. Çekirdek enflasyon Şubat ayında, bir önceki aya göre gerilese de yıllık bazda yükselmeye devam etti ve son 18 ayın en yüksek seviyesine çıktı. TCMB'nin de belirttiği üzere çekirdek enflasyonda bir süre daha yukarı yönlü baskıların devam ettiğini görebiliriz. Yİ-ÜFE'de ise hem aylık hem de yıllık bazda düşüş yaşandı. Yİ-ÜFE'deki düşüşte özellikle son dört aydır enerji maliyetlerindeki düşüşün hızlanması etkili oluyor. Ancak Mart ayında petrol fiyatlarında yükseliş yaşanmaya başlamış olması, önümüzdeki dönem enerji maliyetleri ve dolayısıyla Yİ-ÜFE açısından da risk oluşturuyor. Öte yandan kurda Şubat ayının sonundan bu yana bir sakinleşme ve sınırlı da olsa aşağı yönlü hareket yaşanıyor. Kurda sert bir geri dönüş yaşanmaması Yİ-ÜFE üzerindeki baskıları da hafifletebilir. 2016 yılının başında Çin'le ilgili artan endişeler nedeniyle ABD Merkez Bankası (Fed)'nin faiz artırımlarına devam edemeyeceği beklentileri risk iştahındaki artışta ve kurdaki sakinleşmede etkili oluyor. Bu nedenle bu beklentilerin devam edip etmemesi, enflasyon gelişmeleri açısından da önemli olacak. Son dönemde ise ABD'de iyi gelen verilerin ardından Fed'in faiz artırımlarına devam edeceği beklentileri yeniden gündeme geldi. Önümüzdeki dönemde kurdaki hareketler enflasyonda belirleyici olmaya devam edecektir. ABD'de son açıklanan verilerle, son bir aydır Fed'in faiz artırımlarının sonuna geldiği ile ilgili algılamaların değişmesi ihtimali yüksek görünüyor. Fed'in gelecek haftaki toplantısında bu yıl yapılması planlanan faiz artırımları piyasalarda satın alınmaya başlanırsa, bunun kur kanalıyla enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı yaratma ihtimali bulunuyor.

## Haftalık Veri Takvimi (7 Mart– 11 Mart 2016)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
07.03.2016	Almanya	Fabrika Siparişleri (Ocak, a-a)	-%0.7	-%0.5
	İtalya	ÜFE (Ocak,y-y)	-%4.0	--
	Japonya	Öncü Göstergeler Endeksi (Ocak, öncül)	102.1	101.6
08.03.2016	Türkiye	Sanayi Üretimi (Ocak,y-y)	%4.40	%3.53
	Euro Bölgesi	GSYH (4. çeyrek, öncül)	%0.3	%0.3
	Almanya	Sanayi Üretimi (Ocak, a-a)	-%1.2	%0.5
	Fransa	Dış Ticaret Dengesi (Ocak)	-3943 Milyon Euro	--
		Cari İşlemler Dengesi (Ocak)	-0.7 Milyar Euro	--
	Japonya	GSYH (4. çeyrek,ç-ç)	-%0.4	-%0.4
		Cari İşlemler Dengesi (Ocak)	960.7 Milyar Yen	700.0 Milyar Yen
		Dış Ticaret Dengesi (Ocak)	188.7 Milyar Yen	-530.0 Milyar Yen
		Tüketici Güven Endeksi (Şubat)	42.5	42.2
09.03.2016	Fransa	İş Dünyası Güven Endeksi (Şubat)	101.0	--
	İngiltere	Sanayi Üretimi (Ocak,a-a)	-%1.1	%0.5
		GSYH (Şubat, öncül)	%0.4	--
	Japonya	M2 Para Arzı (Şubat, y-y)	%3.2	%3.2
		M3 Para Arzı (Şubat, y-y)	%2.5	%2.6
10.03.2016	Türkiye	Cari İşlemler Dengesi (Ocak)	-5.1 Milyar Dolar	-2.5 Milyar Dolar
	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	278 Bin Kişi	--
	Euro Bölgesi	Merkez Bankası Toplantısı ve Faiz Kararı (Mart)	--	--
	Almanya	Dış Ticaret Dengesi (Ocak)	19.0 Milyar Euro	15.8 Milyar Euro
		Cari İşlemler Dengesi	25.6 Milyar Euro	16.0 Milyar Euro
	Fransa	Sanayi Üretimi (Ocak, a-a)	-%1.6	%0.7
	İtalya	İşsizlik Oranı (4. çeyrek)	%11.7	--
	Japonya	ÜFE (Şubat, y-y)	-%3.1	-%3.4
11.03.2016	Almanya	TÜFE (Şubat, y-y)	-%0.2	-%0.2
	İtalya	Sanayi Üretimi (Ocak, a-a)	-%0.7	--
	İngiltere	Dış Ticaret Dengesi (Ocak)	-2709 £	-3050 £