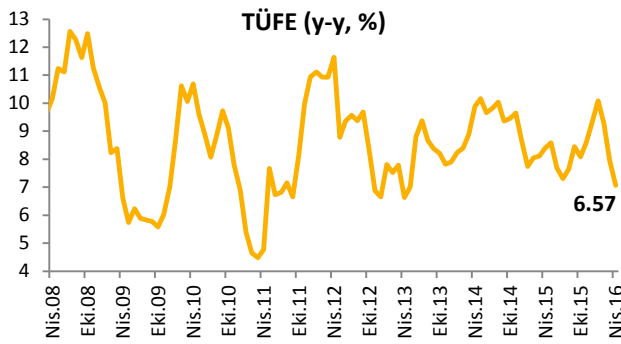


### Enflasyon gıda fiyatlarındaki düşüşün katkısıyla gerilemeye devam etti.

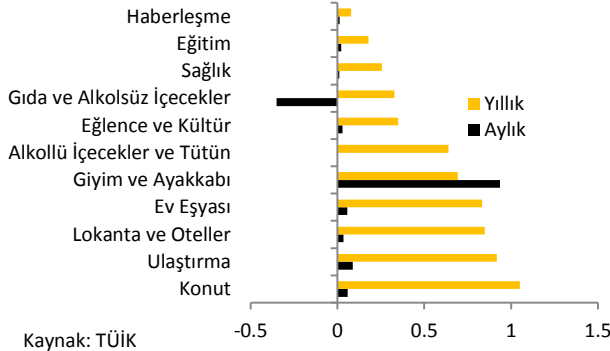
Geçen hafta açıklanan Nisan ayı enflasyonu beklendiği gibi yıllık bazda düşmeye devam etti ancak enflasyondaki düşüş gıda fiyatlarındaki geri çekilmenin etkisiyle beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Gıda fiyatlarındaki düşüş Şubat ve Mart aylarının ardından Nisan ayında da devam etti ve tarihinin en düşük Nisan ayı gıda enflasyonu gerçekleşti. Manşet enflasyonda hızlı bir geri çekilme yaşanmasına karşın çekirdek enflasyondaki düşüş ise sınırlı kaldı. Manşet enflasyonun geldiği seviyelere karşın Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 26 Nisan'da yayımladığı yılın ikinci Enflasyon Raporu'nda sürpriz bir şekilde yılsonu enflasyon beklentisini değiştirmeyerek %7.5 seviyesinde bıraktı. TCMB bu raporda para politikasında sıkı duruşun sürdürüleceğini belirtirken, koşullar elverdiği sürece sadeleşme adımlarına devam edileceğini de açıkladı. Bu haftaki raporumuzda Nisan ayı fiyat gelişmelerini ve Enflasyon Raporu'nun enflasyon ve para politikasına ilişkin ana noktalarını ele alacağız.



Kaynak: TÜİK

Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) Nisan ayında beklentilerin altında aylık bazda %0.78 arttı (VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Beklentisi: %1.05, Piyasa Beklentisi: %1.00). Yıllık bazda ise TÜFE Mart ayındaki %7.46 seviyesinden, Nisan ayında %6.57'ye geriledi. Böylece yıllık bazda enflasyon Mayıs 2013'ten sonraki en düşük seviyede gerçekleşti. Nisan ayında enflasyonun beklentimizin altında kalmasında gıda fiyatlarının bir önceki aya göre düşerek, 2003 bazlı seriye göre tarihinin en düşük Nisan ayı rakamının gelmesi etkili oldu.

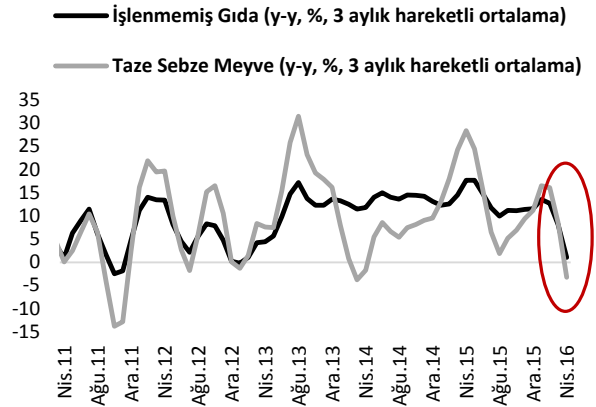
### TÜFE Harcama Gruplarının Katkısı (puan)



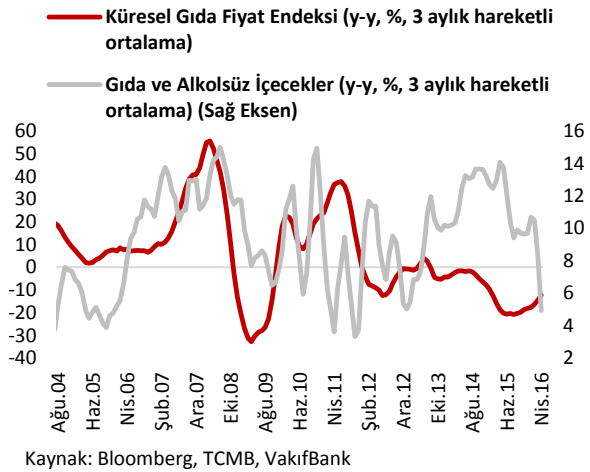
Kaynak: TÜİK

Gıda ve alkolsüz içecekler grubunda Nisan ayında da sürpriz bir düşüş yaşandı. Oldukça volatil bir seyir izleyen gıda fiyatlarında bundan önceki iki ayda düşüş yaşanmış olması ve Nisan ayında sepete yeni mevsim meyvelerinin girmesinin taze sebze meyve fiyatlarında artışa yol açması nedeniyle gıda grubunun bu ay artış göstermesini ancak bu artışın geçmiş yıllar ortalamasının altında kalmasını bekliyorduk. Fakat gıda ve alkolsüz içecekler grubu fiyatları bir önceki aya göre %1.48 düştü ve enflasyonun beklentimizden sapmasında belirleyici oldu. Ayrıca söz konusu grup yıllık bazda ise %1.38

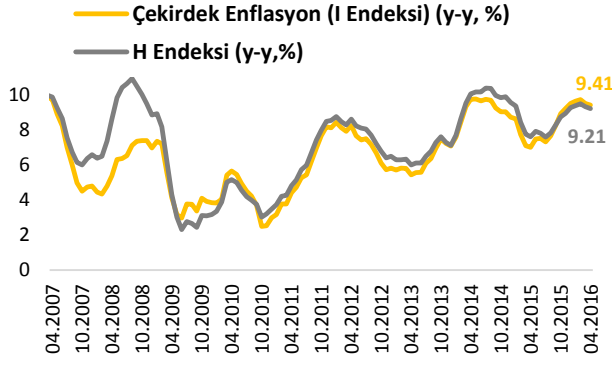
ile en düşük seviyeye geriledi. Nisan ayında düşüş gösteren tek grup olan gıda ve alkolsüz içecekler grubu aylık enflasyonu 0.35 puan düşüş yönlü etkiledi. Nisan ayında en yüksek aylık artışı gösteren grup beklediğimiz gibi giyim ve ayakkabı grubu oldu. Bir önceki aya göre %12.6 oranında artış gösteren grup enflasyonu 0.94 puan artış yönlü etkiledi. Ulaştırma grubunda da akaryakıt fiyatlarına yapılan zamlar nedeniyle bir önceki aya göre %0.62 oranında artış yaşandı ve grubun enflasyona katkısı 0.09 puan artış yönlü oldu. Nisan ayında geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde artış gösteren bir diğer grup ise eğitim grubu oldu. Bir önceki aya göre %0.87 yükselen grup fiyatları enflasyona 0.02 puan artış yönlü katkıda bulundu.



Nisan ayında enflasyondaki düşüş gıda fiyatlarında sert gerilemenin devam etmesinin katkısıyla gerçekleşti. Gıda fiyatları üç ay üst üste bir önceki aya göre düşüş gösterirken, gıda fiyatlarındaki bu gerilemede taze sebze meyve fiyatlarının düşmesi belirleyici oldu. Ocak ayında aylık bazda %16.6 artan taze sebze meyve fiyatları, Şubat, Mart ve Nisan aylarında sırasıyla %2.3, %6.9 ve %9.9 düştü. Aylık bazdaki bu düşüşlerin etkisiyle taze sebze meyve fiyatları Nisan ayında yıllık bazda ise %15.4 düştü. Geçmiş yıllara bakıldığında taze meyve sebze fiyatlarında Şubat, Mart ve Nisan aylarında olmak üzere üst üste üç ay düşüş yaşanmadığı ayrıca Nisan aylarında yıllık bazda bu kadar sert bir düşüşün de ilk defa yaşandığı görülüyor. Normal koşullarda Şubat ve Mart aylarında kış ayları nedeniyle olumsuz hava koşullarının etkili olması ve Nisan ayında ise çilek, fasulye gibi yeni ürünlerin sepete yüksek fiyattan girmesi nedeniyle üst üste bu denli düşüşler yaşanması beklenmez. Ancak bu yıl Rusya'nın ambargosu, petrol fiyatlarındaki düşük seyrin taze meyve sebze nakliyat maliyetlerini nispeten düşürmesi, et fiyatlarında tavan fiyat uygulamasına gidilmesi ve gıda komitesi kurulmasının katkısıyla sürpriz düşüşler görüyoruz. Ancak hem taze sebze meyve fiyatlarında hem de gıda fiyatlarındaki düşüşün yıllık bazda tarihi düşük seviyelere gerilemiş olması nedeniyle, manşet enflasyonda gıda fiyatları kaynaklı olarak yaşanan gerilemenin sonuna gelinmiş olunabileceğini düşünüyoruz.

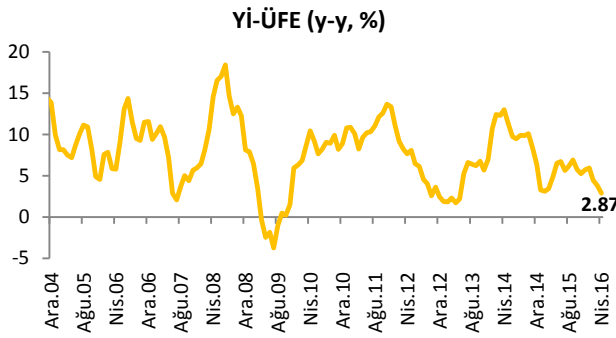


Birleşmiş Milletler'e bağlı Gıda ve Tarım Örgütü (FAO) tarafından açıklanan dünya gıda fiyat endeksi ile Türkiye gıda fiyatları arasındaki ilişki incelendiğinde, FAO fiyat endeksinin, Türkiye gıda fiyatlarının öncülü olduğu görülüyor. İki endeks arasındaki yakın ilişki 2013 yılından bu yana bozulmuş gibi görünüyor. Ancak bu durumda, Fed Başkanı Bernanke'nin Mayıs 2013'te parasal genişleme (QE3) politikasının sona erdirilebileceği sinyalini vermesinin ardından TL'nin dolar karşısında değer kaybetmeye başlaması ve bunun sonucunda Türkiye'de gıda fiyatlarında yaşanan hızlı yükseliş etkili oldu. Bu ayrışmaya karşın dünya gıda fiyat endeksi öncül bir gösterge olarak önemini koruyor. Türkiye'de gıda fiyatları düşmeye devam etmesine karşın, dünya gıda fiyat endeksinde yukarı dönüş yaşanmış olması, Türkiye'de de gıda fiyatlarındaki düşüşün sonuna gelinmiş olabileceğine işaret ediyor.



Kaynak: TÜİK

bazda yükseliş yaşamış olması, geçmiş aylarda kurda yaşanan yükselişlerin gecikmeli etkisinin hala devam ettiğini gösteriyor. Ayrıca çekirdek enflasyonda Nisan aylarında aylık bazda genel olarak sert yükselişler yaşanıyor. Bu yükselişlerdeki belirleyicilerden biri de yeni sezon satışlarının başlaması nedeniyle giyim ve ayakkabı grubunda yaşanan yükseliş.



Kaynak: TÜİK

yükselişi sınırladığını düşünüyoruz. Ana sanayi grupları bazında bakıldığında, Nisan ayında ara malı, dayanıklı tüketim malı, dayanıksız tüketim malı ve enerji malı alt gruplarında yükseliş yaşanmasının Yı-ÜFE’de aylık bazda yükseliş yaşanmasında belirleyici olduğu görülüyor. Sektörler ve alt sektörler bazında bakıldığında ise ana metaller ve kok ve rafine petrol ürünleri alt sektörlerinde sırasıyla %2.6’lık ve %2.4’lük artış yaşanmasının Yı-ÜFE içinde %87.28 ile en yüksek ağırlığa sahip imalat sanayi sektöründe de artış yaşanmasına neden olduğu ve bunun Yı-ÜFE’ye artış olarak yansıdığı görülüyor. TÜFE için öncül olarak kabul edebileceğimiz Yı-ÜFE’de yıllık bazdaki düşüşün devam etmesi TÜFE’nin önümüzdeki dönem hareketi açısından olumlu bir gelişme olarak görülüyor.

Sonuç olarak enflasyon Nisan ayında beklentilerin altında bir artış göstererek yıllık bazda Mayıs 2013’ten bu yana görülen en düşük seviye olan %6.57’ye geriledi. Enflasyonun Nisan ayında beklentilerin altında kalmasında gıda ve alkolsüz içecekler grubunun tarihi düşük seviyelere gerilmesi belirleyici oldu. Gıda fiyatlarında Şubat, Mart ve Nisan olmak üzere 3 ay üst üste düşüş yaşandı. Normal koşullarda Şubat ve Mart aylarında kış ayları nedeniyle olumsuz hava koşullarının etkili olması ve Nisan ayında ise çilek, fasulye gibi yeni ürünlerin sepete yüksek fiyattan girmesi nedeniyle üst üste bu denli düşüşler yaşanması beklenmez. Ancak bu yıl Rusya’nın ambargosu, petrol fiyatlarındaki düşük seyrin taze meyve sebze nakliyat maliyetlerini nispeten düşürmesi, et fiyatlarında tavan fiyat uygulamasına gidilmesi ve gıda komitesi kurulmasının katkısıyla sürpriz düşüşler görüyoruz. Ancak gıda fiyatlarındaki düşüşün yıllık bazda tarihi düşük seviyelere gerilemiş olması nedeniyle, manşet enflasyonda gıda fiyatları kaynaklı olarak yaşanan gerilemenin sonuna gelinmiş olunabileceğini düşünüyoruz. Çekirdek enflasyon ve Yı-ÜFE’de ise yıllık bazdaki düşüş devam etti. Son dönemde petrol fiyatlarında sınırlı da olsa yükseliş yaşanması, Yı-ÜFE’de aylık bazda yükselişte etkili olurken, geçmiş aylarda kurda yaşanan yükselişlerin gecikmeli etkileri ise çekirdek enflasyon üzerinde görülmeye devam ediyor. Öte yandan Şubat ayından Mayıs ayının başına kadar kurda

Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I endeksi) Nisan ayında bir önceki aya göre %1.94 yükseldi. Manşet enflasyondaki sert düşüşe karşın yıllık bazda ise çekirdek enflasyondaki düşüş sınırlı kaldı ve çekirdek enflasyon yıllık bazda baz etkisinin katkısıyla Mart ayındaki %9.51’den Nisan ayında %9.41’e geriledi. Böylece Ağustos 2015’ten sonra ilk defa Mart ayında yıllık bazda düşüş yaşayarak yönünü aşağı çeviren çekirdek enflasyon Nisan ayında da gerilemesini sürdürdü. Çekirdek enflasyonun Nisan ayında yıllık bazda gerilemeye devam etmesine karşın, aylık

Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi (Yİ-ÜFE) Nisan ayında bir önceki aya göre %0.52 arttı, yıllık bazda ise Mart ayındaki %3.80 seviyesinden Nisan ayında %2.87’ye geriledi. Böylece Yİ-ÜFE yıllık bazda Mayıs 2013’ten sonraki en düşük seviyeye gerilemiş oldu. Mart ayında petrol fiyatlarındaki yükselişin ve bunun yurtiçi enerji maliyetlerine sınırlı yükseliş olarak yansımalarının aylık bazda Yİ-ÜFE’de yükseliş yaşanmasında etkili olduğunu görüyoruz. Petrol fiyatlarının yükseliş yönlü etkisine rağmen Nisan ayında kurda yaşanan geri çekilmenin Yİ-ÜFE’deki

görülen sakin seyrin olumlu etkisini önümüzdeki dönemde çekirdek enflasyon üzerinde görebilecek olmamızın yanı sıra hem çekirdek enflasyon hem de Yİ-ÜFE’de yıllık bazda düşüş yaşanıyor olması ise manşet enflasyonun önümüzdeki dönem seyri açısından olumlu görünmekle birlikte son günlerde küresel piyasalardaki satış baskısıyla birlikte kurda yaşanan yükselişler bu olumlu etkiyi sınırlayabilir. Manşet enflasyonda gıda fiyatlarındaki düşüşün yanı sıra baz etkisinin de katkısıyla yıllık bazda Şubat ayından bu yana sert bir geri çekilme yaşanıyor. Baz etkisinin olumlu katkısı Mayıs ayında da devam edebilir. Ancak Haziran ayından itibaren bu olumlu katkının ortadan kalktığını göreceğiz. Nitekim TCMB de 26 Nisan’da yayımladığı yılın ikinci Enflasyon Raporu’nda %7.5 olan yılsonu enflasyon beklentisini değiştirmeyen yılın ikinci yarısında enflasyonda dalgalı bir seyir izleneceğini ifade etmişti. Enflasyonda yaşanan düşüşün katkısıyla TCMB önümüzdeki aylarda da faiz koridorunun üst bandında indirim yoluyla sadeleştirme adımlarına devam edebilir. Çekirdek enflasyonda gerilemenin manşet enflasyona kıyasla daha yavaş gerçekleşiyor olması nedeniyle, TCMB’nin faiz indirimlerinde ölçülü olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Ancak Mayıs ayının başından bu yana küresel piyasalardaki satış baskısı sonucu gelişmekte olan ülkelerden hızlı çıkışlar yaşandı. Bu durum yurtiçinde de kurun ve faiz oranlarının yükselmesine neden oldu. Bu nedenle TCMB’nin faiz indirimlerine aynı şekilde devam edip etmeyeceği takip edilmeli.

Raporumuzun ikinci kısmında TCMB’nin 26 Nisan’da yayımladığı yılın ikinci Enflasyon Raporu’nun enflasyon ve para politikasına ilişkin ana noktalarını ele alacağız.

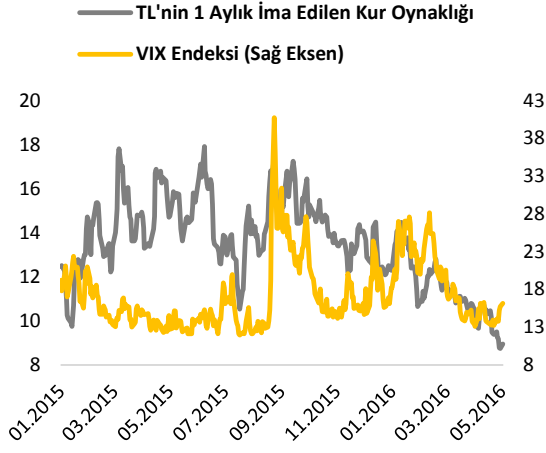
### TCMB yılsonu Enflasyon Beklentisini Değiştirmede

	Enflasyon Raporu I (Ocak 2016)	Enflasyon Raporu II (Nisan 2016)	Değişim
Çıktı Açığı	2015 Ç4: -1.1 2016 Ç1: -0.6	2015 Ç4: -1.0 2016 Ç1: -0.5	↓
Petrol Fiyatları (yıllık ortalama, \$)	2016: 37 2017: 44	2016: 40 2017: 45	↑
Gıda Enflasyonu (yılsonu, % Değişim)	2016: 9 2017: 8	2016: 9 2017: 8	→
İthalat Fiyatları (yıllık ort., % değ.)	2016: -5.5 2017: 5.1	2016: -8.9 2017: 3.2	↓
Enflasyon (y-y, %, 2016)	Orta Nokta: %7.5 (%6.1 - %8.9 aralığı)	Orta Nokta: %7.5 (%6.3 - %8.7 aralığı)	→
Küresel Üretim Endeksi (yıllık ort., % değ.)	2016: 2.2 2017: 2.3	2016: 1.8 2017: 2.0	↓
Kaynak: TCMB			

### Enflasyon

TCMB 26 Nisan’da yayımladığı yılın ikinci Enflasyon Raporu’nda yılsonu enflasyon beklentisini değiştirmeyerek %7.5’te bıraktı. Piyasadaki genel beklenti son dönemde enflasyonda yaşanan düşüş ve Mart ayında enflasyonun yıllık bazda %7.46’ya gerilemiş olması nedeniyle yılsonu enflasyon beklentisinin aşağı yönlü güncelleneceği yönündeydi. Bu nedenle enflasyon beklentisinin değiştirilmemesi piyasa için sürpriz oldu. Bununla birlikte yılsonu enflasyon tahmini için aralığı daraltarak Ocak Enflasyon Raporu’ndaki %6.1-%8.9’dan %6.3-%8.7’ye çekti. Son dönemde özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düşüşten kaynaklı olarak enflasyonda düşüş yaşanmasına karşın TCMB işlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklığı göz önünde bulundurarak, gıda enflasyonu beklentisini değiştirmede. 2014 yılının Haziran ayından bu yana düşmekte olan petrol fiyatlarında son dönemde yaşanan yükselişi dikkate alan TCMB petrol fiyatları beklentisini ise yükseltti. Raporda gıda fiyatlarının katkısıyla enflasyonda kısa vadede düşüşün devam edeceği, daha sonra baz etkisiyle enflasyonun yükselmesinin beklendiği ve yılın ikinci yarısında dalgalı bir seyir izledikten sonra yılı %7.5 seviyesinde sonlandıracağını tahmin edildiği belirtildi.

## Para Politikası



Kaynak: Bloomberg

edileceği belirtildi.

TCMB, bu raporda da önümüzdeki dönemde para politikası duruşunun enflasyon görünümüne bağlı olmaya devam edeceğini yineledi ve enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurların takip edilerek gerekli görülen süre boyunca para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceğini belirtti. Buna karşın son dönemdeki faiz indirimlerine ilişkin olarak ise TCMB küresel oynaklıklardaki düşüşün devam etmesi veya dış denge ve finansal istikrar alanındaki kazanımları sürdürecektir. Bu bağlamda sıkı para politikasının daha dar bir faiz koridoru içinde uygulanabileceğini açıkladı. Bu bağlamda koşullar elverdikçe sadeleşme adımlarına devam

## Haftalık Veri Takvimi (09 - 13 Mayıs 2016)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
09.05.2016	Türkiye	Sanayi Üretim Endeksi (Mart, y-y)	%8.47	%4.7 (açıklandı)
	Japonya	Tüketici Güven Endeksi (Nisan)	41.7	40.4
10.05.2016	Türkiye	Cari İşlemler Dengesi (Mart)	-1.79 Milyar Dolar	-3.8 Milyar Dolar
	Almanya	Sanayi Üretim Endeksi (Mart, Mevs. Arınd., a-a)	-%0.5	-%0.2
		Dış Ticaret Dengesi (Mart)	20.2 Milyar Euro	20.6 Milyar Euro
		Cari İşlemler Dengesi (Mart)	20.0 Milyar Euro	25.0 Milyar Euro
	Fransa	Sanayi Üretim Endeksi (Mart, a-a)	-%1.0	%0.6
	İtalya	Sanayi Üretim Endeksi (Mart, a-a)	-%0.6	%0.3
	İngiltere	Dış Ticaret Dengesi (Mart)	- 4840 £	- 4200 £
11.05.2016	Japonya	Öncül Göstergeler Endeksi (Mart, öncül)	96.8	96.3
	İngiltere	Sanayi Üretim Endeksi (Mart, a-a)	-%0.3	%0.5
12.05.2016	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	274 Bin Kişi	270 Bin Kişi
	Euro Bölgesi	Sanayi Üretim Endeksi (Mart, Mevs. Arınd., a-a)	-%0.8	%0.0
	Fransa	TÜFE (Nisan, y-y)	-%0.1	-%0.1
	İngiltere	Merkez Bankası (BOE) Toplantısı ve Faiz Kararı	--	--
	Japonya	Cari İşlemler Dengesi (Mart)	2434.9 Milyar Yen	2965.6 Milyar Yen
		Dış Ticaret Dengesi (Mart)	425.2 Milyar Yen	906.7 Milyar Yen
	13.05.2016	ABD	Perakende Satışlar (Nisan, a-a)	-%0.4
ÜFE (Nisan, y-y)			-%0.1	%0.3
Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi (Mayıs, öncül)			89.0	89.5
Euro Bölgesi		GSYH (1.çeyrek, Mevs. Arınd. y-y, öncül)	%1.6	%1.6
Almanya		TÜFE (Nisan, y-y)	-%0.3	-%0.3
		GSYH (1.çeyrek, Takv. Arınd. y-y, öncül)	%1.3	%1.5
İtalya		GSYH (1.çeyrek, Takv. Arınd. y-y, öncül)	%1.0	%0.9
		TÜFE (Nisan, y-y)	-%0.3	-%0.3
Japonya		M3 Para Arzı (Nisan, y-y)	%2.6	%2.6