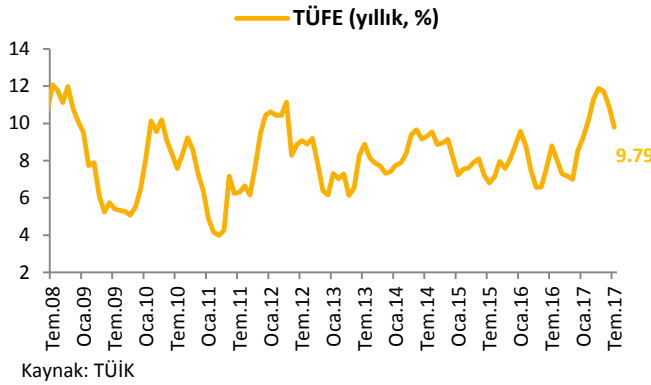
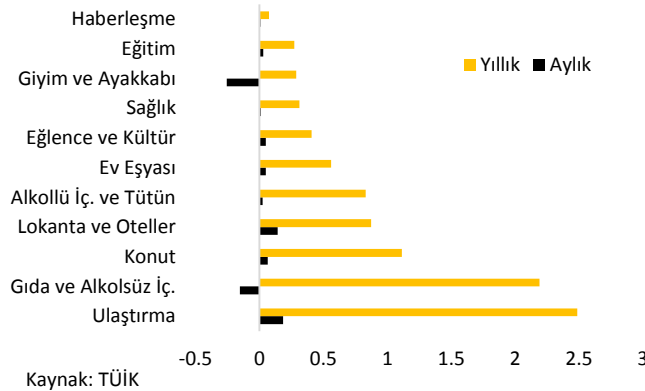


Temmuz ayında enflasyon tek haneye geriledi.

Temmuz ayında enflasyon yıllık bazda baz etkisinin katkısıyla %9.79 ile beş ay sonra yeniden tek haneli seviyeye geriledi. Manşet enflasyonda düşüş yaşanmasına karşın çekirdek enflasyon ve Yİ-ÜFE ise yükseldi. Sepet kur ve petrol fiyatlarındaki yükselişin etkili olduğu çekirdek enflasyon ve Yİ-ÜFE'deki yükseliş, önümüzdeki aylarda manşet enflasyona da yükseliş olarak yansiyabilecek olması nedeniyle olumsuz görünüyor. Bu nedenle TCMB de geçen hafta yayımladığı enflasyon raporunda yılsonu enflasyon beklentisini yukarı yönlü güncelledi. Bu haftaki raporumuzda Temmuz ayı fiyat gelişmelerini inceleyecek ve enflasyon raporundaki güncellemeye değineceğiz.

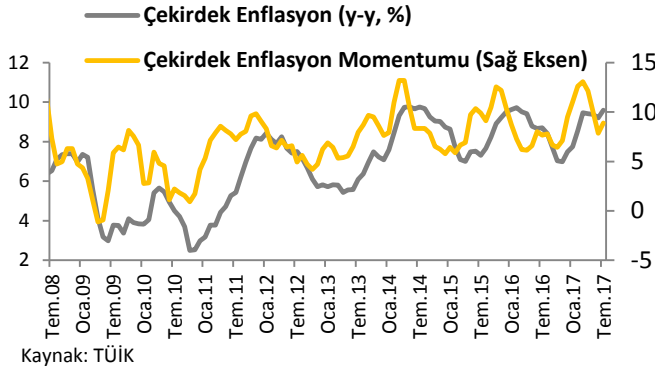


Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) Temmuz ayında aylık bazda beklentilerimizin altında %0.15 artış gösterdi (Piyasa Beklentisi: %0.15, VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Beklentisi: %0.25). Yıllık bazda ise TÜFE Haziran ayındaki %10.90'dan Temmuz ayında %9.79'a geriledi. Böylece enflasyon beş ay sonra tekrar tek haneli seviyelere gerilemiş oldu. Enflasyonun beklentimizden sapmasında gıda fiyatlarının beklentilerin üzerinde düşüş göstermesi etkili oldu.

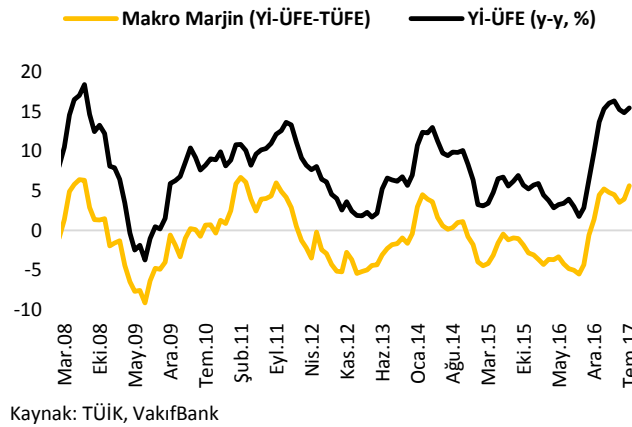
TÜFE Harcama Gruplarının Katkısı (puan)

Temmuz ayında aylık bazda en yüksek artış lokanta ve oteller grubunda yaşandı. Tatil mevsiminde olmamızın etkisiyle bir önceki aya göre %1.75 artan grup fiyatları, enflasyonu 0.14 puan yukarı yönlü etkiledi. Aylık bazda %1.36 artan eğlence ve kültür grubu ikinci en yüksek artışı gösteren grup oldu. Akaryakıt fiyatlarındaki artış ve İstanbul'da şehiriçi ulaşım ücretlerine yapılan zam sonucu ulaştırma grubu fiyatları bir önceki aya göre %1.13 arttı ve enflasyona 0.18 puan ile en yüksek artış yönlü katkısı yapan grup oldu. Temmuz ayında giyim ve ayakkabı ile gıda ve alkolsüz içecekler grupları enflasyonu düşüş

yönlü etkiledi. Sezon indirimlerinin etkisiyle aylık bazda %3.51 gerileyen giyim ve ayakkabı grubu enflasyona 0.26 puan düşüş yönlü katkıda bulundu. Gıda ve alkolsüz içecekler grubunda ise bir önceki aya göre %0.71 düşüş yaşandı ve grup enflasyonu 0.15 puan düşüş yönlü etkiledi. Gıda ve alkolsüz içecekler grubundaki düşüşte işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düşüş etkili oldu. Temmuz aylarında tütün ürünlerine yapılan otomatik vergi zamlarının bu yıl yapılmaması nedeniyle tütün ve alkollü içecekler grubunda sadece alkollü içeceklere yapılan vergi zammı sonucu aylık bazda %0.39 artış yaşandı.



Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (eski I endeksi) Temmuz ayında bir önceki aya göre %0.49 arttı ve yıllık bazda Haziran ayındaki %9.20'den %9.60'a yükseldi. Böylece çekirdek enflasyonda geçen üç ayda yaşanan düşüş yeniden yükselişe döndü. Ayrıca, mevsimsellikten arındırılmış, 3 aylık hareketli ortalaması alınmış ve yıllıklandırılmış çekirdek enflasyon (momentum) da yükseldi.



Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi (YI-ÜFE), Temmuz ayında bir önceki aya göre %0.72 oranında arttı. Yıllık bazda ise YI-ÜFE Haziran ayındaki %14.87'den Temmuz ayında %15.45'e çıktı. USD/TL kurundaki görece sakin seyrin Temmuz ayında da devam etmesine karşın EUR/TL kurunda ve petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş çekirdek enflasyon ile YI-ÜFE'deki artışta belirleyici oldu. Çekirdek enflasyon ve YI-ÜFE'de yaşanan yükseliş, manşet enflasyonun gelecek ay yeniden yukarı dönmesine neden olabilir. Ayrıca YI-ÜFE ve TÜFE arasındaki farkı gösteren makro marjin de Temmuz ayında 2011

yılı Eylül ayından sonraki en yüksek seviyeye çıktı. Makro marjindeki bu yükseliş TÜFE yıllık bazda gerilerken, YI-ÜFE'nin yıllık bazda yükselmesinden kaynaklandı. Makro marjinin Temmuz ayında, Eylül 2011'dekine benzer şekilde tepe seviyeyi gördüğünü varsayarsak makro marjinde önümüzdeki dönemde yaşanacak düşüşün TÜFE'deki yükselişten kaynaklanacağını söyleyebiliriz. Bir başka ifade ile makro marjindeki yükseliş de TÜFE'de önümüzdeki aylarda yukarı yönlü bir hareket yaşanabileceğini gösteriyor.

	Enflasyon Raporu II (Nisan 2017)	Enflasyon Raporu III (Temmuz 2017)
Çıktı Açığı	2017 Ç1: -1.7 2017 Ç2: -1.5	2017 Ç1: -1.0 2017 Ç2: -0.6
Petrol Fiyatları (yıllık ortalama, \$)	2017: 55 2018: 55	2017: 50 2018: 50
Gıda Enflasyonu (yıl sonu. % Değişim)	2017: 9.0 2018: 7.0	2017: 10.0 2018: 7.0
İthalat Fiyatları (yıllık ort. % değ.)	2017: 4.4 2018: 0.5	2017: 6.2 2018: 2.0
2017 Yıl Sonu Enflasyon Tahmini	Orta Nokta: %8.5 (%7.3 - %9.7 aralığı)	Orta Nokta: %8.7 (%7.8 - %9.6 aralığı)
Küresel Üretim Endeksi (yıllık ort. % değ.)	2017: 1.8 2018: 2.0	2017: 2.1 2018: 2.2

Kaynak: TCMB

TCMB, 31 Temmuz'da yayımladığı yılın üçüncü enflasyon raporunda yılsonu enflasyon beklentisini 0.2 puan yukarı yönlü revize ederek %8.5'ten %8.7'ye yükseltti. Yılsonu enflasyon beklentisindeki güncellemede, çıktı açığındaki güncelleme 0.2 puan yukarı yönlü, gıda enflasyonu tahminindeki yükseliş 0.2 puan yukarı yönlü, TL cinsi ithalat fiyatları tahminindeki düşüş 0.1 puan aşağı yönlü, tütün ürünlerinde otomatik vergi artışının gerçekleşmemesi 0.1 puan aşağı yönlü etkide bulundu. 2018 yılsonu enflasyon beklentisi ise %6.4 olarak değiştirilmeden bırakıldı. 2018 yılı enflasyonuna ilişkin çıktı açığındaki kapanmanın 2018 yılsonu enflasyonunu 0.1

puan artıracak olmasına karşın, TL cinsi ithalat fiyatlarına dair varsayımlardaki güncellenmenin ise 0.1 puan

düşürücü yönde etkide bulunacağı açıklandı. Ayrıca raporda, Beklenti Anketi'nde yıl sonu ile 12 ve 24 ay sonrasında ilişkin beklentilerin TCMB'nin baz senaryo tahminlerinin üzerinde seyretmesi ve özellikle 24 ay sonrası beklentilerin enflasyon hedefi etrafındaki belirsizlik bandının dışına çıkmasının, para politikasındaki sıkı duruşun korunmasını gerekli kıldığı belirtildi.

Sonuç olarak, Temmuz ayında gıda ve alkolsüz içecekler ile giyim grubu fiyatlarında düşüş olmasına karşın, ulaştırma, lokanta ve oteller ile eğlence ve kültür gruplarındaki artış sonucu enflasyon bir önceki aya göre %0.15 arttı. Yıllık bazda ise baz etkisi sonucu enflasyon beş ay sonra tek haneli seviyeye gerileyerek %9.79 oldu. Ancak Temmuz ayında gördüğümüz olumlu baz etkisinin Ağustos ayında olumsuzla dönmesi ve enflasyonun yeniden çift haneli seviyelere çıkması olası görünüyor. USD/TL kurunda görece sakin seyre karşın EUR/TL kurundaki hızlı yükselişler ile çekirdek enflasyonda, çekirdek enflasyon momentumunda ve Yİ-ÜFE'de Temmuz ayında yükseliş yaşanmış olması, gelecek ay manşet enflasyon üzerinde baskıyı artırabilir. Bunların yanı sıra mobilya ve beyaz eşyada ÖTV indirimlerinin Ekim ayında sonlandırılacak olması da enflasyon üzerindeki yukarı yönlü baskıyı artıracaktır. Öte yandan hizmet enflasyonunda katılık yaşanıyor olması da manşet enflasyonun aşağı yönlü hareketini sınırlıyor. Bu nedenle enflasyonun Ağustos ayında çift haneliye yükseldikten sonra bir süre daha çift haneli seviyelerde kalması olası görünüyor. Ancak Aralık ayında baz etkisinin tekrar olumluya dönmesi sonucu enflasyonda da düşüş görebiliriz. TCMB yılsonu enflasyon beklentisini 31 Temmuz'da yayımladığı üçüncü enflasyon raporu ile %8.5'ten %8.7'ye yükseltti. Biz ise enflasyonun yılı %9.50 seviyesinde sonlandırmasını bekliyoruz. Enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskıların bulunması nedeniyle TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu kendi söylemlerinde de belirttiği üzere bir süre daha devam ettireceğini düşünüyoruz.

Haftalık Veri Takvimi (07-11 Ağustos 2017)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
07.08.2017	Türkiye	Hazine Nakit Dengesi (Temmuz)	-12.6 milyar TL	--
	Almanya	Sanayi Üretim Endeksi (Haziran, Takv. Arınd. y-y)	%5.0	%3.7
	Japonya	Öncül Göstergeler Endeksi (Haziran, öncül)	104.6	106.2
08.08.2017	Türkiye	Sanayi Üretim Endeksi (Haziran, a-a)	-%1.5	-%2.2
	Almanya	Dış Ticaret Dengesi (Haziran)	22.0 Milyar Euro	23.0 Milyar Euro
		Cari İşlemler Dengesi (Haziran)	17.3 Milyar Euro	24.5 Milyar Euro
	Fransa	Dış Ticaret Dengesi (Haziran)	-4,886 Milyon Euro	-5,050 Milyon Euro
		Cari İşlemler Dengesi (Haziran)	-2.3 Milyar Euro	--
	Japonya	Cari İşlemler Dengesi (Haziran)	1653.9 Milyar Yen	860.5 Milyar Yen
	Dış Ticaret Dengesi (Haziran)	-115.1 Milyar Yen	751.5 Milyar Yen	
09.08.2017	İtalya	Sanayi Üretim Endeksi (Haziran, y-y)	%2.8	%3.5
	Japonya	M2 Para Arzı (Temmuz, y-y)	%3.9	%3.9
10.08.2017	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	240 Bin Kişi	240 Bin Kişi
		ÜFE (Temmuz, y-y)	%2.0	%2.2
	Fransa	Sanayi Üretim Endeksi (Haziran, y-y)	%3.2	%3.1
	İtalya	Dış Ticaret Dengesi (Haziran)	4,342 Milyon Euro	--
	İngiltere	Sanayi Üretim Endeksi (Haziran, y-y)	-%0.2	-%0.1
		GSYH (Temmuz, öncül)	%0.3	%0.3
		Dış Ticaret Dengesi (Haziran)	-3,073 Milyon £	--
	Japonya	Makine Siparişleri (Haziran, y-y)	%0.6	-%1.1
		ÜFE (Temmuz, y-y)	%2.1	%2.3
11.08.2017	Türkiye	Cari İşlemler Dengesi (Haziran)	-5.24 Milyar Dolar	-3.9 Milyar Dolar
	ABD	TÜFE (Temmuz, y-y)	%1.6	%1.8
		Çekirdek TÜFE (Temmuz,y-y)	%1.7	%1.7
	Almanya	TÜFE (Temmuz, y-y)	%1.5	%1.5
	Fransa	TÜFE (Temmuz, y-y)	%0.8	%0.8
	İtalya	TÜFE (Temmuz, y-y)	%1.2	%1.2