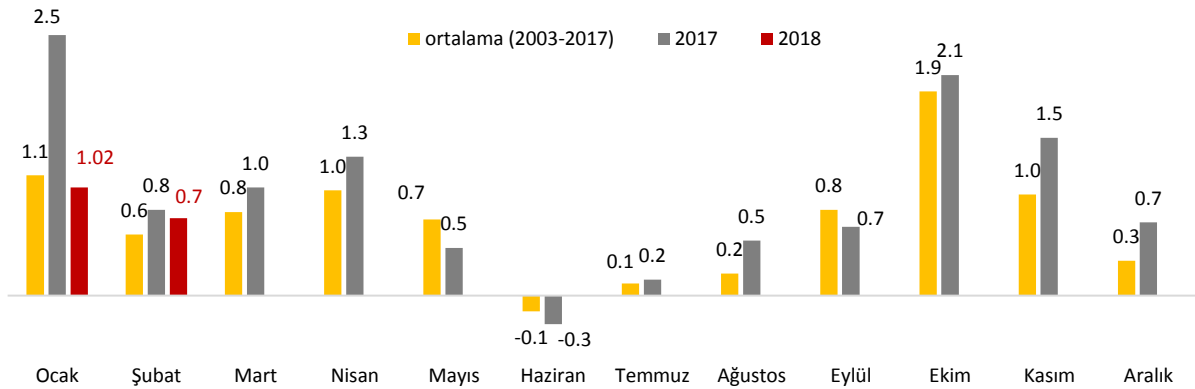


## Enflasyon Şubat'ta beklentilerin üzerinde kaldı.

Ocak ayında sürpriz şekilde düşük gelen enflasyon Şubat ayında ise beklentilerin üzerinde geldi. Şubat'ta hem manşet enflasyon hem de çekirdek enflasyon sınırlı şekilde gerilerken, Yİ-ÜFE ise yükseldi. Şubat ayı enflasyon rakamlarının açıklanmasının ardından geçen hafta Çarşamba günü TCMB Mart ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısı yapıldı. TCMB toplantıda faiz oranlarını değiştirmezken, toplantı sonrası yayımladığı metne ise enflasyondaki katılığa vurgu yapan bir cümle ekledi. Bu haftaki raporumuzda Şubat ayı fiyat gelişmelerini inceleyeceğiz.

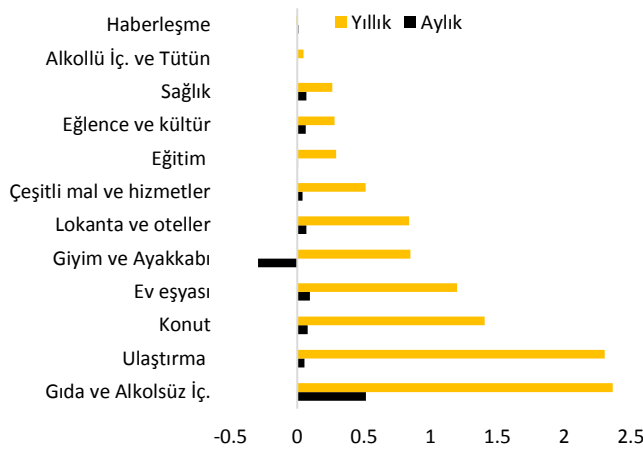
## TÜFE (a-a, %)



Kaynak: TCMB

Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) Şubat'ta aylık bazda beklentilerin üzerinde %0.73 arttı (Piyasa Beklentisi: %0.50, VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Beklentisi: %0.44). Yıllık bazda ise TÜFE Ocak ayındaki %10.35'den Şubat'ta %10.26'ya geriledi. Böylece enflasyon yıllık bazda 2017 yılı Temmuz ayından sonraki en düşük seviyesine geriledi. Gıda enflasyonunun Ocak ayında gösterdiği sürpriz düşüşün ardından Şubat ayında yıllık bazda tekrar çift haneli rakamlara çıkması manşet enflasyonun Şubat ayında beklentilerin üzerinde gelmesinde etkili oldu.

## TÜFE Harcama Gruplarının Katkısı (puan)

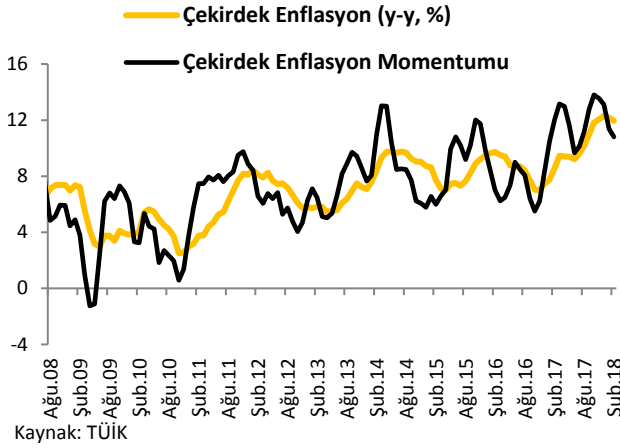


Kaynak: TÜİK

Şubat ayında aylık bazda en yüksek artış %2.57 ile sağlık grubunda yaşandı. Sağlık grubu ilaç zamları nedeniyle Şubat ayında en yüksek artışın yaşanmasını beklediğimiz gruptu. Gıda ve alkolsüz içecekler grubunda yaşanan artış beklentimizin ve geçmiş yıllar ortalamasının (%1.87) üzerinde kalarak %2.24 gerçekleşti ve gıda ve alkolsüz içecekler grubu Şubat'ta enflasyona en yüksek artış yönlü katkısı yapan grup olurken, enflasyonu 0.52 puan artırdı. Şubat ayında taze meyve sebze fiyatlarındaki düşüşün beklediğimiz gibi gıda fiyatlarındaki yükselişi sınırlamadığını gördük. Gıda ve alkolsüz içecekler grubundan sonra enflasyona aylık bazda ikinci en yüksek artış yönlü katkısı yapan grup ise ev eşyası grubu oldu. Ev eşyası grubu fiyatları aylık bazda

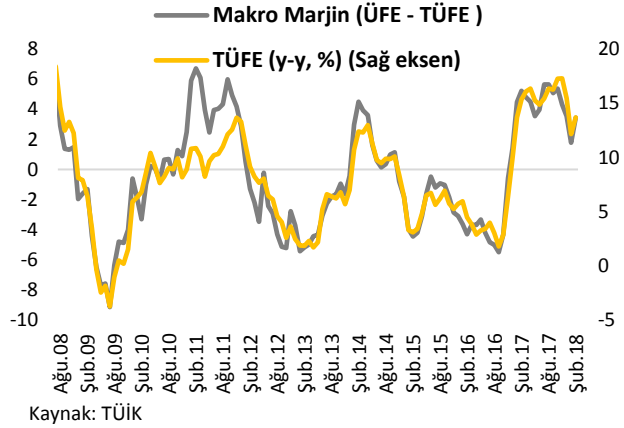
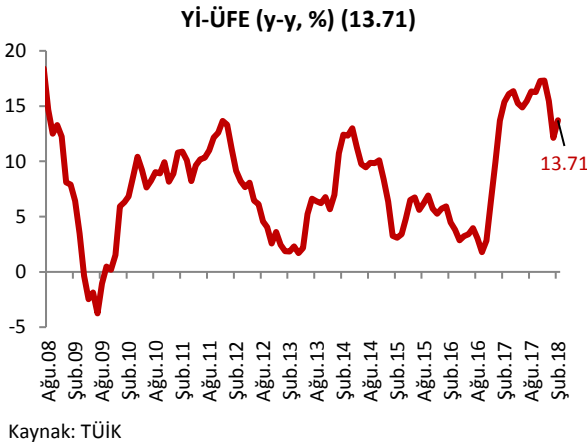
%1.23 arttı ve enflasyonu 0.09 puan yukarı taşıdı. Eğlence ve kültür grubunda ise geçmiş yıllar ortalamasının (-%0.11) çok üzerinde bir artış yaşandı ve eğlence ve kültür grubu fiyatları aylık bazda %1.89 artış gösterdi ve

enflasyonu 0.06 puan artırdı. Akaryakıt fiyatlarındaki düşüşün ulaştırma grubu fiyatlarındaki artışı sınırlandıracağını düşünmemize rağmen, ulaştırma grubu fiyatları bir önceki aya göre beklentimizin üzerinde %0.31 artış gösterdi. Giyim ve ayakkabı grubunda sezon indirimleri nedeniyle Şubat aylarında düşüş yaşanıyor. Ancak bu yıl söz konusu grup fiyatlarındaki düşüş geçmiş yıllar ortalamasının (-%5.43) altında kaldı ve bir önceki aya göre %4.09 düşen grup fiyatlarının, enflasyonu 0.29 puan düşüş yönlü etkilediğini gördük. Söz konusu grup Şubat ayında enflasyonu düşüş yönlü etkileyen tek grup oldu.

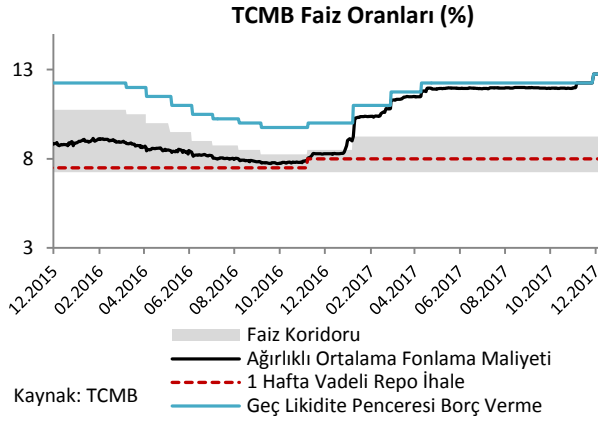


Enflasyondaki ana eğilimi gösteren, gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (eski I endeksi) Şubat ayında %0.49 arttı ve yıllık bazda Ocak ayındaki %12.18'den %11.94'e geriledi. Böylece geçtiğimiz ay, altı aylık sürenin ardından yıllık bazda ilk defa düşüş gösteren çekirdek enflasyon Şubat ayında da düşüşünü sürdürdü. Çekirdek enflasyonun yıllık bazda gerilemeye devam etmesinin yanı sıra çekirdek enflasyonun mevsimsellikten arındırılmış, 3 aylık hareketli ortalaması alınarak yıllıklandırılan ve çekirdek enflasyon momentumu olarak adlandırılan gösterge de Şubat ayında düşüş

gösterdi (Ocak ayındaki 11.38'den Şubat ayında 10.81'e geriledi). Çekirdek enflasyonun yanı sıra çekirdek enflasyonun momentumunda yaşanan söz konusu düşüş önümüzdeki dönem için geçmiş kur kaynaklı artışların etkisinin giderek azaldığını göstermesi açısından önemli görünüyor. Ancak çekirdek enflasyonda kur kaynaklı etkiler azalsa da çekirdek enflasyonunun 2017 yılının başından beri izlediği ivmeye bakıldığında, çekirdek enflasyonda yaşanabilecek olası düşüşlerin çok kalıcı olmasını beklemediğimizi hatırlatmakta yarar görünüyor.



Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi (Yİ-ÜFE), Şubat'ta bir önceki aya göre %2.68 arttı ve yıllık bazda Ocak ayındaki %12.14'den %13.71'e yükseldi. Yİ-ÜFE ana sanayi gruplarına göre incelendiğinde Şubat ayında en yüksek artışın enerji ana sanayi grubunda yaşanmış olması, sektörler bazında ise en yüksek artışın elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme ile birlikte ham petrol ve doğalgazda yaşanmış olması önemli görünüyor.




Geçen hafta Pazartesi günü açıklanan enflasyon verilerinin ardından Çarşamba günü TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) toplandı ve olağan toplantı gerçekleştirildi. TCMB toplantıda beklendiği gibi faiz oranlarında değişikliğe gitmedi. Böylece faiz koridorunun üst bandı olan marjinal fonlama faiz oranı %9.25, faiz koridorunun alt bandı olan gecelik Merkez Bankası borçlanma faiz oranı %7.25, politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %8, geç likidite penceresi uygulaması çerçevesinde Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16:00-17:00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası

borçlanma faiz oranı %0, borç verme faiz oranı ise %12.75'te sabit tutuldu. Toplantı sonrası yayımlanan metinde TCMB bir önceki toplantı metnindeki ifadeleri değiştirmede ancak Şubat ayında enflasyonun yıllık bazda düşmeye devam etmesine karşın %10.35'ten %10.26'ya oldukça sınırlı bir düşüş yaşanması ve gıda enflasyonunun yükselmesinin etkisiyle enflasyonda katılığa vurgu yapan bir cümle ekledi. Metinde enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaya devam ettiği tekrarlandı. Metne "Ana eğilime ilişkin göstergeler katılık sergilerken çekirdek enflasyonun yüksek seyrettiği gözlenmektedir." ifadesi eklendi ve sıkı duruşun korunması kararı alındığı belirtildi. Son olarak fiyat istikrarının sağlanması için TCMB'nin elindeki bütün araçları kullanmaya devam edeceği, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun kararlılıkla sürdürüleceği ve enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmelerin yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabileceği ifadelerine bu ayki metinde de yer verildi.

Sonuç olarak, Şubat'ta enflasyon gıda ve alkolsüz içecekler grubundaki artışın etkisiyle beklentilerin üzerinde aylık bazda %0.73 arttı ve yıllık bazda ise %10.26'ya geriledi. 2018 yılında gıda ve alkolsüz içecekler grubunun ağırlığının artmasıyla birlikte bu grupta geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde artış yaşanması, Şubat ayında enflasyonun beklentilerin üzerinde gelerek çift haneli seviyelerde kalmaya devam etmesinde etkili oldu. Çekirdek enflasyon Şubat ayında %0.49 arttı ve Ocak ayındaki %12.18'den %11.94'e geriledi. Yİ-ÜFE'de ise hem aylık hem yıllık bazda yükseliş yaşandı. Yİ-ÜFE aylık bazda %2.68 arttı ve yıllık bazda ise Ocak ayındaki %12.14'den %13.71'e yükseldi. Yİ-ÜFE'de yükseliş yaşanmasında ana sanayi gruplarından enerji ana sanayi grubunda artış yaşanması belirleyici oldu. Yİ-ÜFE'de önümüzdeki dönemde düşüş yaşanıp yaşanmayacağını görmek açısından enerji maliyetlerinde azalış yaşanıp yaşanmayacağı önemli olacak. Enerji fiyatları kaynaklı olarak Yİ-ÜFE'de yükseliş yaşansa da, çekirdek enflasyonda ve çekirdek enflasyonun momentumunda düşüş yaşanması önümüzdeki dönem için kur kaynaklı artışların etkisinin azalmaya başladığı gösteriyor. Bu bağlamda önümüzdeki dönem için enerji fiyatlarındaki yukarı yönlü hareket devam etmez ve kur kaynaklı olarak beklenmedik bir hareket oluşmaz ise, Şubat ayında tek haneli seviyelere inmesini beklediğimiz manşet enflasyon Mart ya da Nisan aylarında tek haneli seviyelere gerileyebilir. Geçen yıl Mart ayında (%1.02) geçmiş yıllar ortalamasının (%0.79) üzerinde gerçekleşen manşet enflasyon, Nisan ayında (%1.31) ise geçmiş yıllar ortalamasının (%0.99) üzerinde gerçekleşmişti. Bu bağlamda Mart ve Nisan aylarında kurda beklenmedik bir hareket yaşanmaması ve geçmiş yıllar ortalamasına yakın bir artış yaşanması halinde baz etkisinin katkısıyla Mart ve Nisan ayında manşet enflasyon tek haneli seviyelere gerileyebilir. Ancak Mayıs ayında baz etkisinin katkısıyla manşet enflasyon yönünü tekrar yukarı çevirebileceğini düşünüyoruz. Yılın son çeyreğinde ise enflasyonun tekrar gerilemeye başlamasını ve 2018 yılını %8.90 seviyesinden sonlandırmasını bekliyoruz.

Para politikası tarafında ise enflasyon beklediğimiz gibi Nisan ayında tek haneli seviyelere gerilese bile enflasyonda katılığa vurgu yapılması ve sıkı duruşun kararlılıkla sürdürüleceğinin belirtilmesi, TCMB'nin, kurlarda beklenmedik bir hareket yaşanmadıkça son çeyrekte önce faiz indirimine gitmeyeceğinin işareti olabilir. Öte



yandan yurtdışı gelişmeler kaynaklı kurlarda beklenmedik yukarı yönlü hareketler yaşanması ve fiyatlama davranışları üzerindeki riskleri artırması durumunda ise TCMB toplantı metninde de belirttiği gibi ilave parasal sıkılaştırma yapabilir.

**Haftalık Veri Takvimi (12-16 Mart 2018)**

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
12.03.2018	Türkiye	Cari İşlemler Dengesi (Ocak)	-7.70 Milyar \$	-7.1 Milyar \$ (Açıklandı.)
	ABD	Bütçe Dengesi (Şubat)	-192.0 Milyar \$	-223.0 Milyar \$
13.03.2018	ABD	TÜFE (Şubat, y-y)	%2.1	%2.2
	İtalya	İşsizlik Oranı (4. çeyrek)	%11.2	%11.0
	Japonya	ÜFE (Şubat, y-y)	%2.7	%2.5
14.03.2018	ABD	Perakende Satışlar (Şubat, öncül, a-a)	-%0.3	%0.3
		ÜFE (Şubat, y-y)	%2.7	%2.8
	Euro Bölgesi	Sanayi Üretim Endeksi (Ocak, y-y)	%5.2	%4.7
	Almanya	TÜFE (Şubat, y-y)	%1.2	%1.2
15.03.2018	Türkiye	Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (Şubat)	1.7 Milyar TL	--
		İşsizlik Oranı (Aralık)	%10.3	--
		TCMB Beklenti Anketi (Mart)	--	--
	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları (Mart)	231 bin kişi	--
		New York FED İmalat Endeksi (Mart)	13.1	15.0
		Philadelphia FED Endeksi (Mart)	25.8	23.0
	Fransa	TÜFE (Şubat, y-y)	%1.3	--
16.03.2018	Türkiye	Sanayi Üretim Endeksi (Ocak, a-a)	%0.9	--
		Konut Fiyat Endeksi (Ocak, a-a)	%0.71	--
	ABD	Yeni Başlayan Konut İnşaatları (Şubat, a-a)	%9.7	-%3.1
		İnşaat Ruhsatları (Şubat, a-a)	%5.9	-%3.6
		Sanayi Üretim Endeksi (Şubat, a-a)	-%0.1	%0.3
		Kapasite Kullanım Oranı (Şubat)	%77.5	%77.7
		Michigan Üniv. Tük. Güven Endeksi (Mart, öncül)	99.7	99.5
	Euro Bölgesi	TÜFE (Şubat, y-y)	%1.3	%1.2
	İtalya	TÜFE (Şubat, y-y)	%0.7	%0.7
	Japonya	Sanayi Üretim Endeksi (Ocak, y-y)	%2.7	--