

Ekonomi Bülteni

08 Eylül 2014, Sayı: 36

- Yurt Dışı Gelişmeler
- Yurt İçi Gelişmeler
- Finansal Göstergeler
- Makro Ekonomi ve Strateji

Enflasyon ne zaman gerilemeye başlayacak ?

Ekonomik Araştırma ve Strateji

Dr. Saruhan Özel

Ercan Ergüzel

Ezgi Gülbaş

Ali Can Duran



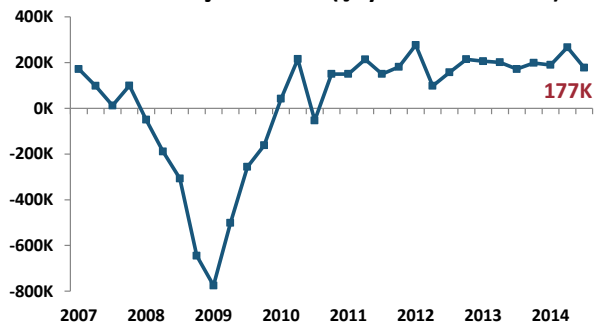
DenizBank 

DenizBank Ekonomi Bülteni

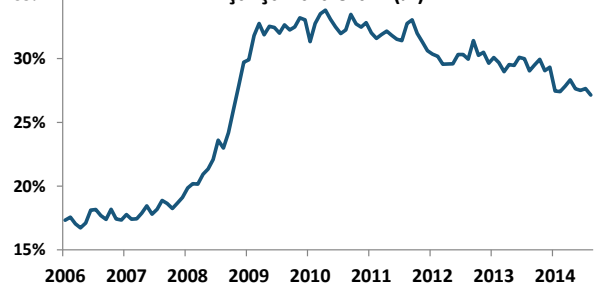
Yurt Dışı Gelişmeler

- ECB'den yeni para politikası adımları geldi.** ECB'nin politika faizini piyasa beklentilerinin aksine 10 baz puan düşürerek %0.05'e indirmesinin ardından düzenlenen basın toplantısında ECB Başkanı Mario Draghi, varlık önümüzdeki ay gerçekleştirecekleri varlık alımına ilişkin detayları duyurdu. ECB Başkanı, finansal kesim dışında özel sektörün varlıklarına dayalı geniş bir portföyde basit ve şeffaf olan varlığa dayalı tahvillerin (ABS) ve teminatlaştırılmış tahvillerin (covered bonds) alımını gerçekleştireceklerini belirtti. ABS programı dahilinde reel sektörü canlandırmak için finansal kesim dışı şirketlerin varlıklarına dayalı tahvillerin alımını yapılacağını söyledi. Fakat bu programlara ait detayların (miktarı, tipi ve diğer teknik detayların) Ekim ayı başında açıklanacağı dile getirildi. Bu ay başlayacak olan TLTRO programı ile birlikte bu iki yeni programın da ECB bilançosu üzerinde önemli bir etkisi olacağını ve bilanço büyüklüğünün 2012 başındaki seviyelere ulaşmasının hedeflediğinin altı çizildi. Özellikle programın büyüklüğü hakkında belirsizliğin devam etmesi piyasalar üzerinde ekstra bir pozitif etki yaratmadı. Daha agresif olabilecek ve piyasalar üzerinde daha doğrudan etkileri olabilecek FED'in QE benzeri programının da tartışıldığını belirten Draghi, bazı üyelerin halen daha fazlasını yapmaları gerektiği görüşüne sahip olduklarını da ekledi. ECB Başkanı ayrıca faiz indirimlerinden bahsederken faizlerin şu an alt sınıra yakın olduğunu ve daha fazla faiz indirimi gelemeyebileceği sinyali açık bir şekilde verdi. Draghi bu toplantıda alınan kararların baskı altında kalan fiyat gelişmeleri ve ivme kaybeden ekonomik aktiviteyi canlandırmak nedeniyle alındığını belirtti. 2.çeyrekte ekonomide tek seferlik etkilerin olmasına karşın beklentilerden daha fazla yavaşladığını, bu çeyrek için ise şu ana kadar gelen verilerin ivme kaybının devamına işaret ettiğine ama ılımlı büyüme oranı yakalanacağını belirtti. ECB'nin yeni projeksiyonları 2014 ve 2015 büyüme tahminlerinin aşağı yönlü, 2016 tahmininin ise yukarı yönlü revize edildiğini gösteriyor. Bu yıl için %0.9, 2015 ve 2016 yılları için büyüme tahmini ise sırasıyla %1.6 ve %1.9. Aşağı yönlü risklerin altı çizilmeye devam edilirken özellikle Euro bölgesi ülkelerindeki yapısal reformların yetersiz kaldığına vurgu yapıldı. ECB'nin enflasyon tahminlerinde 2014 yılı aşağı revize edilirken diğer yıllarda değişiklik yapılmadı ve 2014, 2015, 2016 yılları sırasıyla %0.6, %1.1 ve %1.4 olarak açıklandı.
- Euro Bölgesi'nde ekonomik aktivite yavaşlamaya devam ediyor.** Önceki hafta açıklanan GSYH büyüme oranı Euro Bölgesi'nde 2.çeyrek için değişim kaydetmediği şeklinde teyit edilirken. PMI verileri nihai değerlerinde aşağı revize edildi. Bölge ekonomisi hakkında 3.çeyreğe yönelik gelen veriler ise ekonomik aktivitedeki durgunluğun biraz daha derinleştiğine işaret ediyor. Bölgenin en büyük ekonomisi Almanya'da üretim PMI endeksi ilk tahmin olan 52'den 51.4'e, hizmetler PMI endeksi 56.4'den 54.9'a revize edildi. Euro Bölgesi geneli için ise üretim PMI endeksi 50.8'den 50.7'ye, hizmetler endeksi ise 53.5'den 53.1'e revize edildi. 50 seviyesinin üstünün genişlemeyi altının ise daralmayı işaret ettiği endekslerde, Euro Bölgesi bileşik endeksi 3.çeyreğin ilk iki ayında 2.çeyrek ortalamasının şu an için bir miktar altında kaldığı gözlemleniyor.
- ABD tarım dışı istihdam verisinden sürpriz gelse de istihdam piyasası halen sağlam.** ABD'de tarım dışı istihdam değişimi son 8 ayın en düşük artışını kaydetti. 230 bin adet olan beklentilerin oldukça altında 142 bin adetlik ek istihdam yaratıldığına işaret eden Ağustos ayı verisi ile birlikte Haziran ve Temmuz ayı verileri de toplamda 28 bin adet daha az istihdam artışına işaret edecek şekilde revize edildi. Geçmiş revizyonlara bakıldığında tarım dışı istihdam verisinin yukarı yönlü revize edilme oranı % 90'ın üzerinde. İşsizlik oranı ise beklentiler dahilinde %6.2'den % 6.1'e geriledi ve gerilemenin tek nedeni iş gücüne katılım oranındaki gerilemeden kaynaklanıyor. 2.çeyrekte %62.8 olan iş gücüne katılım oranı Temmuz'da %62.9'a çıkmıştı, şimdi tekrar %62.8'de. İş gücündeki değişime bakıldığında, Ağustos'ta görülen gerileme oldukça düşük bir oranda. (Daha önce iş gücüne katılım oranının gerilediği dönemlerin sadece çeyreği kadar). Ek olarak geniş tanımlı işsizlik oranında da görülen gerileme de dikkat çekici. Mecburen part-time çalışmak zorunda kalanlar ve iş aramaktan vazgeçenlerin hesaplamaya katıldığı işsizlik oranı %12.2'den %12'ye geriledi. (Ekim 2009'dan bu yana en düşük seviyesi). İstihdam piyasasındaki durgunluğun göstergesi olan "ekonomik nedenlerle part-time (PT) çalışanların" oranı da giderek geriliyor. Sektördeki durgunluk nedeniyle ya da çalışma şartları nedeniyle PT çalışanların toplam PT çalışanlara oranı %27.1 ile 2008 Kasım'dan bu yana en düşük seviyesinde. O nedenle tek bir sürpriz veri sektördeki toparlanma trendinin değiştiğine işaret etmiyor.

ABD Tarım Dışı İstihdam (Çeyreklik Ortalama)



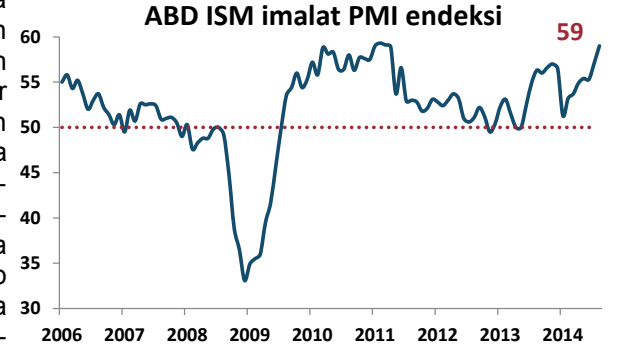
Ekonomik Nedenlerle Part Time (PT) Çalışanların toplam PT çalışanlara oranı (%)



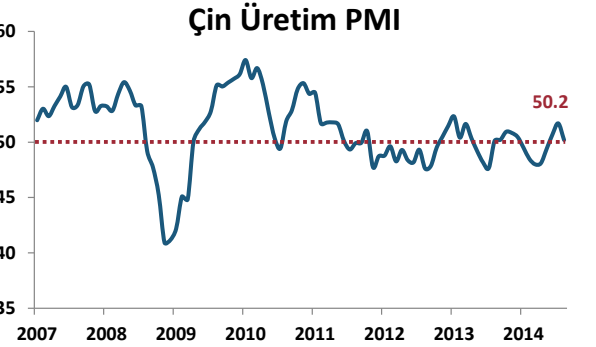
DenizBank Ekonomi Bülteni

Yurt Dışı Gelişmeler

- ABD'de pozitif ekonomik verilere yenileri eklenmeye devam ediyor.** ABD'de ISM imalat PMI endeksi Ağustos ayı için 57 olan beklentinin oldukça üzerinde Mart 2011'den bu yana en yüksek değer olan 59 olarak açıklandı. 50 seviyesinin üzerinin genişlemeyi işaret ettiği endeks imalat sektöründeki genişlemenin hız kazandığını gösteriyor. Ağustos ayında endekste bir miktar gerileme beklenmesine karşın yeni siparişler endeksinde 63.4'den 66.7'ye görülen yükseliş manşet endeksin beklentileri aşmasına destek verdi. Son 10 yılın en yüksek seviyesine ulaşan yeni siparişler endeksi önümüzdeki dönem adına da pozitif bir sinyal vermiş oldu. Ek olarak ABD'de inşaat harcamaları Temmuz ayında Mayıs 2012'den bu yana en sert aylık artışını (%1.8) gerçekleştirip son 5.5 yılın en yüksek değerine ulaştı. İnşaat harcamalarında 2.çeyreğe ait Mayıs ve Haziran verilerinin yukarı yönlü revize edilmesi, 2.çeyrek GSYH büyümesinin %4.2'den %4.4'e revize edilebileceği beklentilerini doğruldu. 3.çeyrekte ise ekonominin %3.5 civarında yıllıklandırılmış büyüme gösterebileceği beklenirken, pozitif verilerin gelmeye devam etmesi faiz artış beklentilerini önümüzdeki yılın ilk yarısına çekmeye devam edebilir.



- Çin'de hükümetin büyümeyi desteklemesi için baskılar yeniden artıyor.** Çin'de hafta başında açıklanan üretim PMI endeksleri Ağustos ayında geriledi. Resmi imalat PMI endeksi son 27 ayın zirvesinden 51.1'e gerilerken, özel bir bankanın yanınlandığı ve daha yakından takip edilen üretim PMI endeksi daralma ile genişlemeyi ayıran 50 seviyesine çok yakın 50.2 değerini aldı. İlk tahminde 50.3 olan verinin aşağı revize edilmesi ve 50 seviyesine daha da yaklaşması, imalat sektöründeki genişlemenin durma noktasına yaklaştığına işaret etti. Son haftalarda dünyanın en büyük ekonomisi Çin'den gelen zayıf perakende satışlar, konut sektörü verileri ve zayıf yatırım verileri son olarak PMI verisi ile birleşerek ekonominin bu yıl yeniden yavaşladığının sinyallerini verdi. Ülkede açıklanan mini teşvik paketleri sonrası 2.çeyrek büyüme oranı yıl sonu hedefi olan %7.5 seviyesine yükselmiş, bu yılın başında 50 seviyesinin altına gerileyen PMI endeksi Temmuz ayında yeniden tepe noktasına ulaşmıştı. Son gelen veriler sonrasında yeni teşvik paketlerinin açıklanması gerektiği yönündeki görüşler yeniden artmaya başladı.

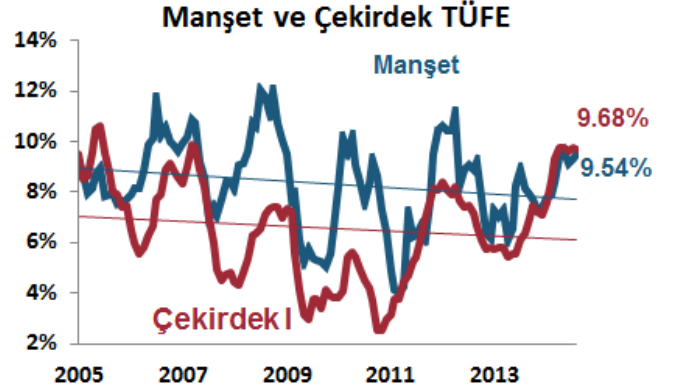


DenizBank Ekonomi Bülteni

Yurt İçi Gelişmeler

Enflasyon, Ağustos 2014

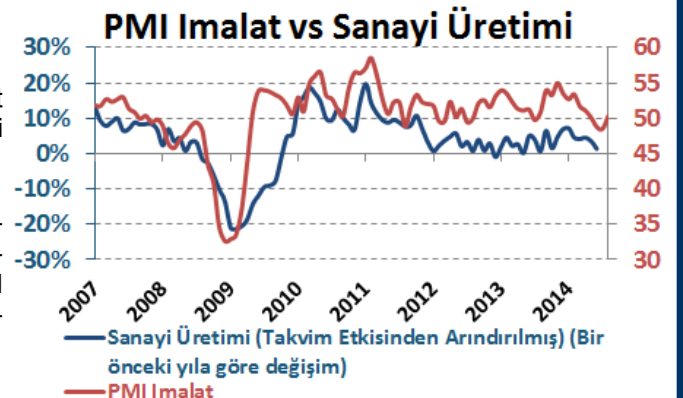
- Ağustos ayında TÜFE piyasanın -%0.10 olan beklentisine yakın %0.09 arttı. Enflasyondaki artışta gıda ve alkolsüz içecekler ile lokanta ve oteller grubundaki artışlar etkili oldu.
- Gıda ve alkolsüz içecekler grubunda aylık bazda görülen %0.9'luk artış manşet enflasyona 0.22 puan etkide bulunurken, lokanta ve oteller grubundaki %1.64'lük artışın etkisi 0.11 puan oldu. Bu iki gruptan kaynaklanan yükseliş giyim ve ayakkabı grubunda mevsimsel olarak görülen düşüşle (bir önceki aya göre -%4.9) dengelendi. Giyim ve ayakkabı grubundaki gerilemenin enflasyona etkisi -0.4 puan oldu.



- Ramazandan sonraki aylarda genel olarak gıda fiyatlarında düşüş görülmesine karşın, kuraklığın da etkisiyle Ağustos ayında da gıda fiyatlarında gerileme görülmedi. Yıllık gıda enflasyonu Ağustos ayında %14.8 ile Ekim 2010'dan bu yana en yüksek seviyesine ulaştı. Yıllık yemek hizmetleri grubu enflasyonu Ekim 2008'den beri en yüksek seviyesi olan %15.4'e yükselirken, konaklama hizmetleri yıllık enflasyonu ise %9.5 seviyesine çıktı. Yıllık kira fiyatlarındaki artış ise Ağustos ayında da devam etti ve yıllık kira enflasyonu Eylül 2009'dan bu yana ilk defa %7 seviyesinin üzerine çıktı. Son dönemde yapılan zamların Ağustos ayı enflasyonuna yansımamış olmasına paralel ulaştırma grubu fiyatlarında aylık bazda artış görülmedi ve ulaştırma grubu yıllık enflasyonu %9.5 seviyesine geriledi.
- Çekirdek enflasyon göstergelerinde Ağustos ayında bozulma görülmedi. H tanımlı özel kapsamlı TÜFE (Gıda, Enerji, Alkollü içecekler, Tütün ürünleri, ve Altın hariç TÜFE) bir önceki aya göre %0.1 artarken, I tanımlı çekirdek enflasyon göstergesi (Gıda, Enerji, Alkollü ve Alkolsüz içecekler, Tütün ürünleri, ve Altın hariç TÜFE) %0.1 geriledi. Yıllık H tanımlı çekirdek enflasyon göstergesi %10.4'te sabit kalırken, I tanımlı çekirdek enflasyon ise %9.8'den %9.7'ye geriledi.
- Mart ayından itibaren aylık bazda yatay veya aşağı yönlü hareket eden üretici fiyatlarında Temmuz ayında başlayan artış trendi Ağustos ayında da devam etti. Üretici fiyatları aylık bazda %0.4 yükselirken, yıllık ÜFE tekrar %9.9'a yükseldi. ÜFE'deki yükselişe gıda ürünleri imalatı fiyatlarındaki %1.6'lık artış 0.35 puan etki yaparken, ana metaller grubu fiyatlarındaki %1.1'lik artış da 0.08 puan katkıda bulundu. Gıda grubu üretici fiyatlarındaki artışın devam etmesinin önümüzdeki dönemde tüketici fiyatlarına yansımalarını görebiliriz.
- Ağustos ayında enflasyonun beklentilerin hafif üzerinde gerçekleştiğini görüyoruz. Ancak yıllık enflasyonun artış trendini sürdürmesi ve yıllık gıda enflasyonunun %14.8'le Merkez Bankası'nın yılsonu enflasyonu için baz aldığı %9 tahmininin oldukça üzerinde kalmaya devam ediyor. Gıda fiyatlarındaki yüksek seyri dikkate alarak Ekim ayı enflasyon Raporunda Merkez Bankası'nın yılsonu için %7.6 olan enflasyon tahmininde yukarı revizyona gidebilir. En son yayınlanan Merkez Bankası beklenti anketinde yılsonu enflasyon beklentisi %8.7, 24 ay sonrası enflasyon beklentileri ise %6.8'de bulunuyordu. Ağustos ayında da yıllık enflasyondaki yükselişin sürmesi ve enflasyon beklentilerinin yüksek kalmasına bağlı olarak Merkez Bankası faiz indirimlerine daha temkinli yaklaşacaktır.

PMI İmalat Endeksi, Ağustos 2014

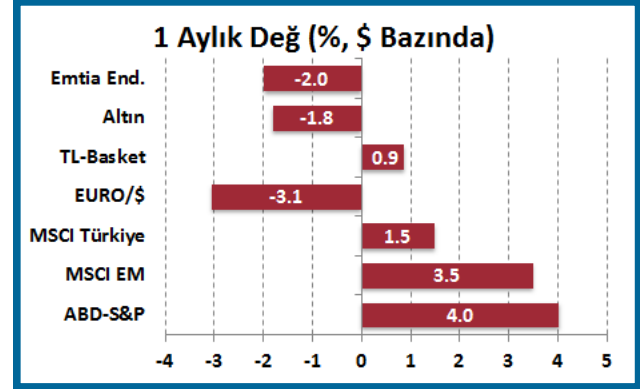
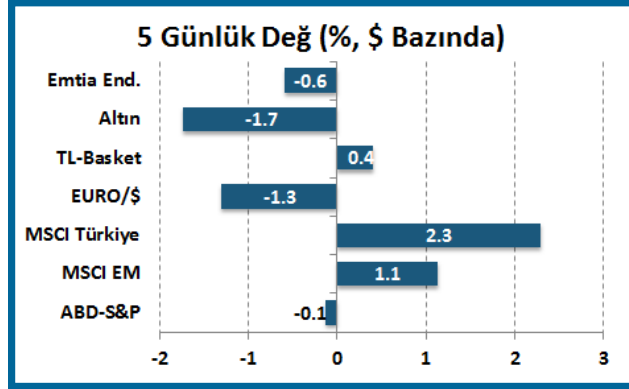
- Son iki aydır 50 seviyesinin altında kalarak gerilemeye işaret eden PMI imalat endeksi Ağustos ayında Nisan ayından beri en yüksek seviyesinin olan 50.3'e çıktı.
- Yeni siparişlerdeki artış PMI endeksindeki yükselişte etkili oldu. PMI endeksinin tekrar 50 seviyesinin üzerine çıkarak genişlemeye işaret etmesi olumlu olsa da henüz bunu bir trend değişikliği olarak düşünmek için erken. Endeks hala uzun dönem ortalaması olan 51.0'in altında bulunuyor.



DenizBank Ekonomi Bülteni

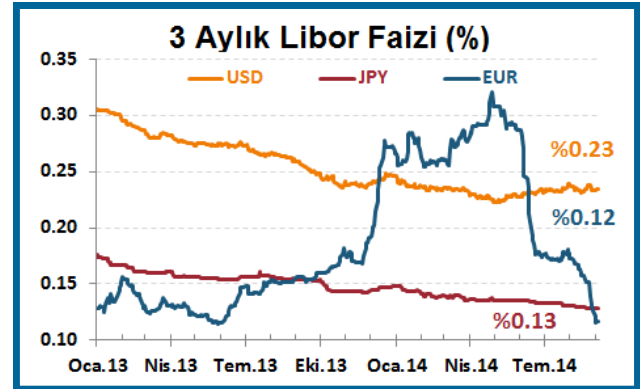
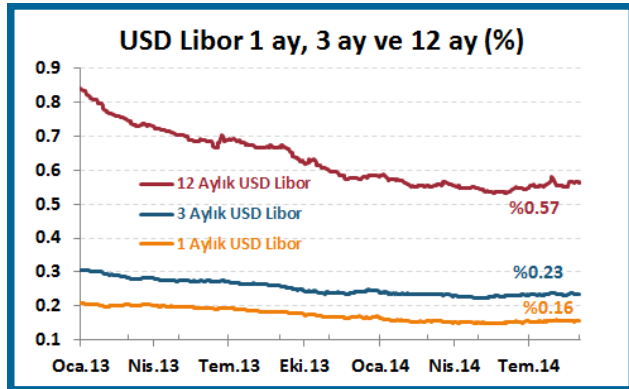
Finansal Göstergeler

Haftalık ve Aylık Getiri



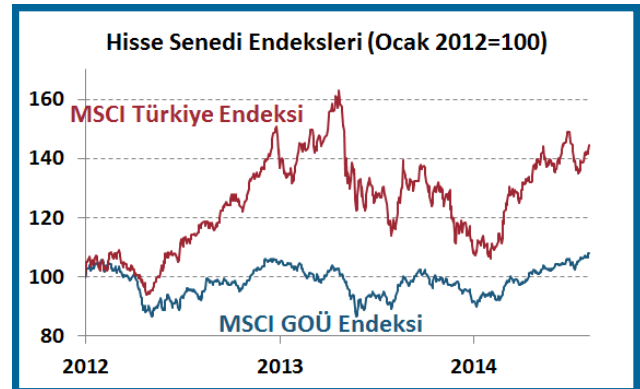
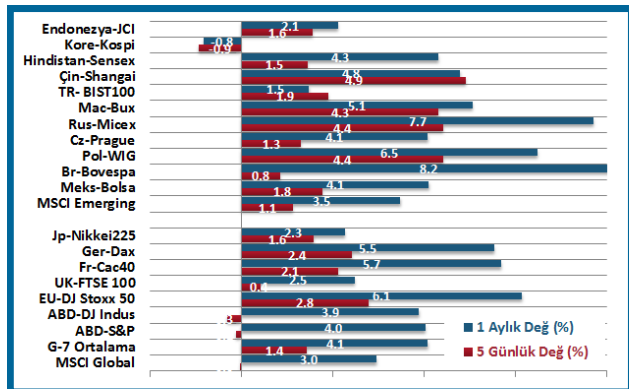
Riskli varlıklara olan ilgi haftalık bazda devam etti

Para Piyasaları



Euro Libor faizlerindeki gerileme ECB toplantısı sonrasında da devam etti

H. Senedi Piyasaları

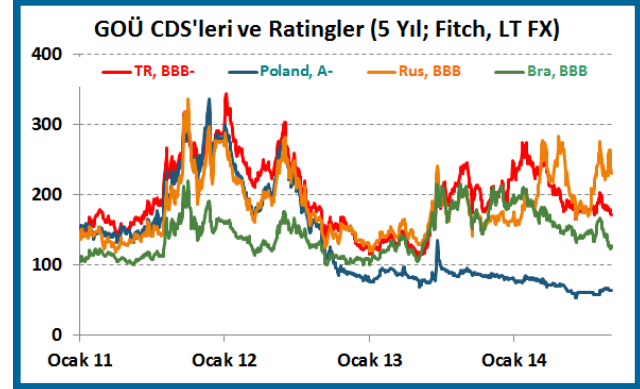
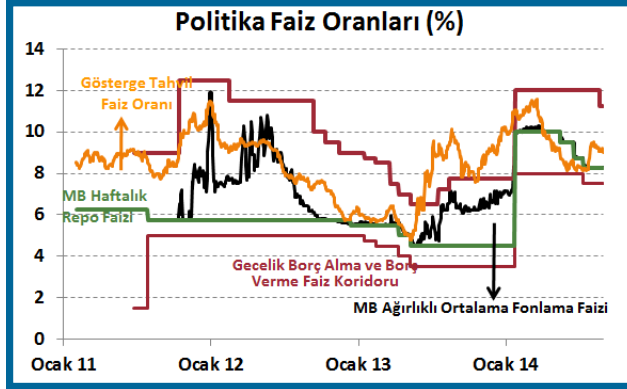


Riskli varlıklara olan ilgiye paralel hisse senedi endekslerinde önemli kazanımlar görüldü

DenizBank Ekonomi Bülteni

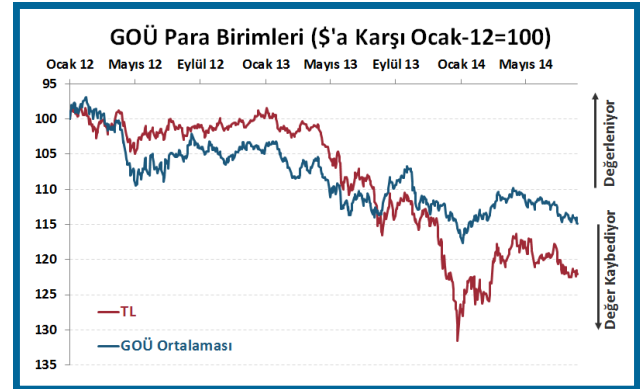
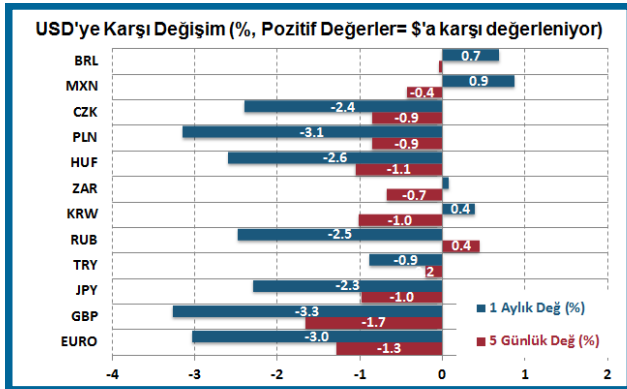
Finansal Göstergeler

Tahvil Piyasaları



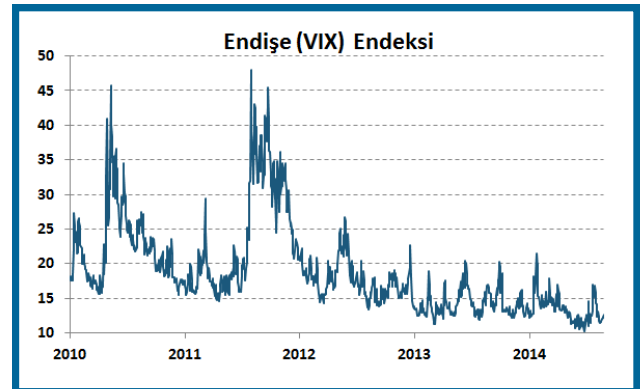
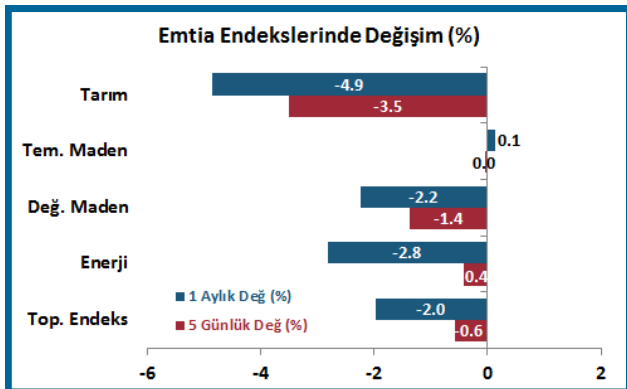
Gösterge tahvil getirisi %9 civarında yatay seyretmeye başladı

Döviz Piyasaları



USD ABD verilerinden aldığı destekle güçlenmeye devam ediyor

Emtia Piyasaları



Tahıl üretimine yönelik tahminlerin beklentilerin üzerinde gelmesi tarım endeksini aşağı çekti

DenizBank Ekonomi Bülteni

Makro Ekonomi & Strateji

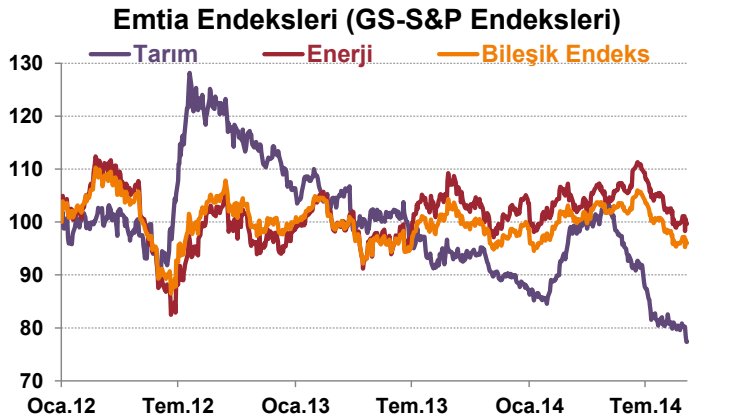
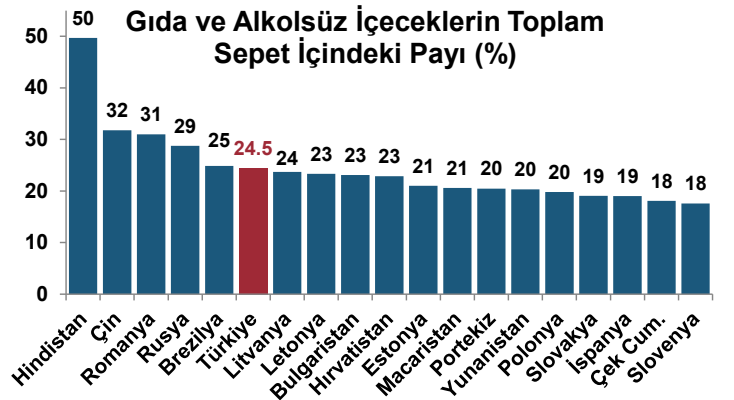
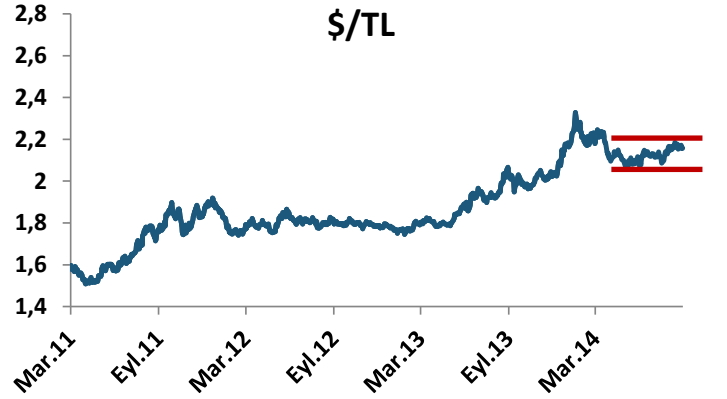
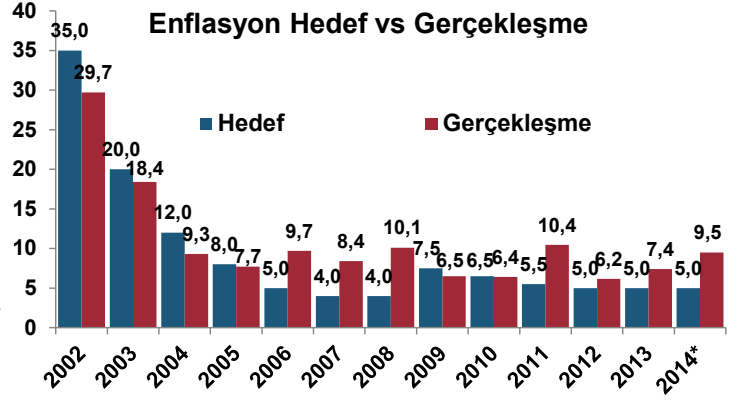
Enflasyon ne zaman gerilemeye başlayacak?

Merkez bankası (MB) ilk 4 yılı örtülü olmak üzere 2002 yılından itibaren enflasyon hedeflemesine başladı. 2006 sonrasındaki 8 yıllık sürecin sadece 2 tanesinde enflasyonun hedefin altında kaldığı; diğer 7 yılda hedefin üzerinde bir enflasyon oranı olduğu görülüyor (**yandaki grafik**). Ağustos ayında %9.5'le hedefin neresinde iki katına ulaşmış enflasyon verisi bu sene de hedefin çok üzerinde kalacağını işaret ediyor. Fakat önümüzdeki yıldan itibaren hedefle uyumlu bir enflasyon patikası görülme olasılığı oldukça yüksek.

Birincisi, enflasyonun bu seviyelere çıkmasında TL'deki değer kaybının önemli bir etkisi oldu. Daha önceki yıllarda %20 seviyesinde olan kurdan enflasyona geçirgenlik, bugün %15'li seviyelere kadar gerilemiş olsa da TL'nin seyrinden etkilenmeye devam ediyor. 2013 Mayıs'ta 1.78'de olan \$/TL kurunun bugün 2.15'li seviyelere gelmesi, yani %17 devalüe olmasının manşet enflasyona 2.5 puan civarı bir etkisi oldu ki bugün %9.5 seviyesinde olan manşet enflasyonun TL'deki bu değer kaybı yaşanmamış olsaydı %7 civarında; yani %5 (\pm %2) hedefi ile uyumlu olacağını gösteriyor. MB bunun etkisini azaltmak için daha önce denemediği ve oldukça başarılı sonuç aldığı faiz bandı uygulamasını bu sene başından itibaren yeniden etkin şekilde kullanmaya başladı. Bu sayede TL volatilitesi belirgin bir şekilde azaldı ve \$/TL bu yılın ilk çeyreği sonrasında birçok yerel ve global önemli gelişmeye karşın 2.07-2.18 arasında dar sayılabilecek bir bantta hareket etmeye başladı (**yandaki grafik**).

İkincisi, kuraklığa bağlı olarak artan gıda fiyatlarının etkisinin geçici olması. Tüfe sepetinin dörtte birini oluşturan gıda fiyatlarındaki (**yandaki grafik**) her iki yönde hareketlerin enflasyon üzerinde belirleyici etkisi oluyor. Bugün itibarıyla %14.4'e çıkmış olan gıda fiyat enflasyonu 2010 yılından bugüne kaydedilen en yüksek değerinde. MB'sının son toplantılarında sıkça vurguladığı üzere 2014 yılında 2001 yılı sonrasındaki en kurak yıl yaşanıyor. 1970'lerden itibaren tutulan kuraklık analizlerine bakıldığında kuraklık yaşanan yılları yağışın bol olduğu dönemler izliyor. Bu anlamda tarihsel mevsim hareketlerinin devam edeceği varsayımı doğrultusunda gıda fiyatlarına bağlı yüksek enflasyon seyrinin devam etmesi çok olası gözüküyor.

Üçüncüsü, global enerji ve emtia fiyatlarının makul seyri (**yandaki grafik**). Özellikle petrol ve doğalgaz arzını sağlayan bölgelerde devam eden jeopolitik gerginliklere karşın enerji fiyatlarının özellikle geçen yılın ikinci yarısından itibaren aşağı yönlü bir seyir izliyor olması yurtiçi enflasyon görünümünü açısından pozitif bir gelişme.



DenizBank Ekonomi Bülteni

Makro Ekonomi & Strateji

Dördüncüsü, beklentilerin hedefle uyumlu olmaya devam etmesi. Her ne kadar 1 yıl sonrasında ilişkin enflasyon beklentileri 2013 sonundaki %6.74'lük değerinden Ağustos'ta %7.35'li seviyelere çıkmış olsa da halen hedef bandın çok az üzerinde. Benzer şekilde 2 yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri de %6.8'de.

Beşincisi, çekirdek enflasyon son aylarda aşağı yönlü bir seyir göstermeye başladı. MB'sının da son toplantılarında sıklıkla vurguladığı ve yakından takip ettiği çekirdek enflasyon aylık değişiminin (mevsimsellikten arındırılmış) 3 aylık ortalamasının yıllıklandırılmış grafiği (**yandaki grafik**) enflasyon dinamiklerinde aşağı yönlü bir seyir olduğunu gösteriyor.

Yukarıdaki faktörler ışığında enflasyonun bu sene sonunda % 8.8'e gevşemesi; önümüzdeki yıl da aşağı yönlü trendin devam ederek hedef bandın içinde yılı tamamlaması olası gözüküyor. Bu süreçte MB açısından en önemli iki faktörden birincisi beklentilerin mevcut seviyelerin üzerine çıkmamasına dikkat etmek. Bu doğrultuda gıda ithalatı üzerinde çok bahsedilen düzenlemeler yapılabilirse beklentilerde gevşeme sağlanabilir.

İkincisi de kur yönetiminde MB'sına etkili bir araç olan geniş faiz koridorunu (üst banttın) çok fazla daraltmamak.

