

Portföy Yönetimi

Makro Bülten



ÜNLÜ Portföy



UNLU & Co

Temmuz enflasyonu: Enflasyonda tek hane görüldüyse de, detaylar rahatlama izin vermiyor

03/08/2017

Serkan Gönençler

serkan.gonencler@unluco.com

Tel: +90 212 367 3832

Temmuz ayında manşet TÜFE enflasyonu gıda ve sigara fiyatlarından kaynaklanan olumlu baz etkisiyle tek haneye geriledi. Ancak çekirdek enflasyonun hem temel mal grubu, hem de hizmet grubu enflasyonu kaynaklı olarak yükselmiş olması bu durumun önüne geçiyor. Temel mal grubu enflasyonundaki yükseliş, negatif kur geçişkenliğinin henüz geçmediğini, hizmet enflasyonundaki yükseliş de fiyatlama davranışlarındaki katılığın kırılmasının çok kolay (hızlı) olmayabileceğini gösteriyor. Özetle, manşet enflasyondaki gerilemeye karşın, Temmuz ayı enflasyonunun detaylarda, ileriye dönük negatif sinyaller içerdiğini düşünüyoruz.

Temmuz ayı TÜFE enflasyonu %0,08'lik piyasa beklentisi ve bizim tahminimiz olan %0,15'e paralel %0,15 seviyesinde gerçekleşti. Yıllık bazda TÜFE enflasyonu %10,9'dan %9,8'e geriledi. Yurtiçi ÜFE enflasyonu da %0,07 seviyesinde gerçekleşirken, yıllık bazda %14,9'dan %15,5'e yükseldi.

Temmuz ayı enflasyonunu etkileyen başlıca faktörler

- Manşet TÜFE enflasyon rakamı bizim tahminimizle paralel gerçekleştiyse de, **detaylarda beklentilerimizle uyuşmadığını (ve olumsuz mesajlar verdiği) belirtmemiz gerekiyor**. Temmuz'da gıda enflasyonu beklentilerimizin altında, çekirdek enflasyon da beklentimizin üzerinde gerçekleşti. Dolayısıyla, yıllık enflasyonda tek haneli bir rakam görüldüyse de, bugünkü enflasyon verisini pozitif yorumlayamıyoruz.
- **Gıda fiyatları %0,7 geriledi**; bu düşüşü sağlayan da meyve fiyatlarındaki %12,7'lik düşüş oldu. Öte yandan sebze fiyatlarında %2,2, et fiyatlarında %0,7, işlenmiş gıda fiyatlarında da %1,0'lik bir artış olduğu, yani gıda enflasyonundaki düşüşün genele yayılmadığı görülüyor.

Geçen yılın Temmuz ayında sebze-meyvedeki arz sıkıntıları nedeniyle gıda enflasyonu mevsimsel hareketinin çok dışında %3,1'lük bir artış göstermişti. Dolayısıyla, baz etkisinin yardımıyla (Haziran ayında olduğu gibi) yıllık gıda enflasyonu da %14,3'ten %10,1'e gerilemiş oldu. Manşet TÜFE enflasyonundaki %10,9'dan %9,8'e düşüşü de büyük ölçüde gıda enflasyonundaki bu gerileme açıklıyor.

Ürünlerimiz için İletişim:

Büşra AYDOĞDU

busra.aydogdu@unluco.com

Tel: +90 212 367 3834

- **Hem temel mal grubu, hem de hizmet grubu enflasyonu negatif sinyaller içeriyor.** Kurların sakin seyrine bağlı olarak, geçen ay enflasyonu olumlu etkileyen dayanıklı mal grubu (otomotiv, beyaz eşya, telefon, vb.) fiyatlarında bu ay yeniden artış eğilimi gözleniyor. Bu da enflasyonda negatif kur geçişkenliğinin henüz sona ermediğini gösteriyor. Bu artış, özellikle otomotiv fiyatlarının \$/TL kurundan daha çok €/TL kuruna endeksli olması ile açıklanabilir.

Hizmet enflasyonunun yıllık bazda (%9,4'ten %9,6'ya) yükselmeye devam etmesi de, fiyatlama davranışlarındaki katılığın kırılmasının çok kolay (hızlı) olmayabileceğini gösteriyor.

Özetle, çekirdek enflasyonun (C grubu enflasyonu) hem temel mal grubu, hem de hizmet grubundan kaynaklı olarak, %9,2'den %9,6'ya yükseldiği görülüyor. Giyim grubu fiyatlarındaki mevsimlik düşüşün geçen yıldaki düşüşün (ve geçmiş yıllar ortalamasının) altında kalması da çekirdek enflasyondaki yükselişe katkıda bulundu.

TÜFE enflasyonu, alt kalemler							
	Aylık		Yılbaşından beri		Yıllık		
	Ağırık Temmuz 17	Temmuz 16	Temmuz 17	Temmuz 16	Temmuz 17	Haziran 17	
TÜFE	100.0%	0.15%	1.16%	6.05%	4.84%	9.79%	10.90%
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	21.8%	-0.71%	3.15%	8.14%	3.80%	10.07%	14.34%
Alkollü İçecekler ve Tütün	5.9%	0.39%	7.05%	2.80%	18.52%	14.14%	21.70%
Giyim ve Ayakkabı	7.3%	-3.51%	-4.14%	1.03%	1.10%	3.92%	3.24%
Konut, Su, Elektrik, Gaz ve Diğer Yakıtlar	14.9%	0.44%	0.34%	4.90%	3.84%	7.50%	7.39%
Mobilya, Ev Aletleri ve Ev Bakım Hizmetleri	7.7%	0.63%	0.17%	4.99%	4.01%	7.24%	6.76%
Sağlık	2.6%	0.33%	1.02%	10.24%	8.11%	11.89%	12.66%
Ulaştırma	16.3%	1.13%	0.11%	7.16%	4.49%	15.24%	14.07%
Haberleşme	4.1%	0.13%	1.38%	0.99%	2.36%	1.80%	3.07%
Eğlence ve Kültür	3.6%	1.36%	1.08%	9.51%	4.30%	11.22%	10.91%
Eğitim	2.7%	1.05%	0.57%	4.78%	4.17%	10.11%	9.59%
Lokanta ve Oteller	8.1%	1.75%	1.22%	7.45%	5.30%	10.84%	10.26%
Çeşitli Mal ve Hizmetler	5.0%	0.20%	1.31%	7.44%	7.91%	10.61%	11.84%

Kaynak: TÜİK

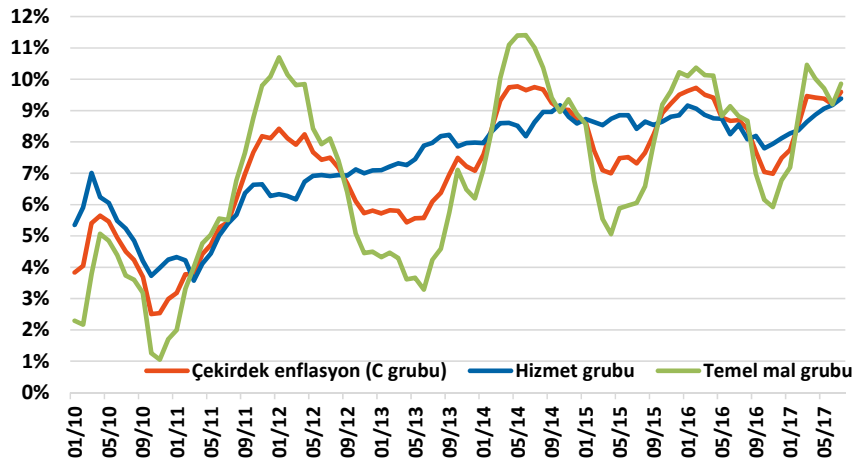
Çekirdek enflasyon göstergeleri								
	Aylık		Yılbaşından beri		Yıllık			
	Temmuz 17	Temmuz 16	Temmuz 17	Temmuz 16	Temmuz 17	Haziran 17		
A	Mevsimsel ürünler hariç	88.9%	0.74%	1.00%	6.31%	5.18%	10.63%	10.92%
B	İşlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içkiler ve tütün ile altın hariç	69.5%	0.58%	0.22%	6.52%	4.40%	9.46%	9.07%
C	Enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç	57.8%	0.49%	0.13%	6.48%	4.42%	9.60%	9.20%
D	İşlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ürünleri hariç	82.8%	0.48%	0.19%	5.83%	4.28%	9.30%	8.98%
Mal Grubu		69.8%	-0.33%	1.21%	5.83%	4.63%	9.97%	11.67%
	Enerji	13.3%	0.11%	-0.40%	1.87%	2.39%	8.12%	7.56%
	İşlenmemiş gıda	10.1%	-2.53%	6.06%	9.71%	2.95%	11.39%	21.21%
	İşlenmiş gıda	11.7%	1.03%	0.71%	6.73%	4.57%	8.87%	8.53%
	Enerji ve gıda dışı mallar	34.8%	-0.26%	0.50%	5.89%	6.14%	10.72%	11.56%
	Dayanıklı mallar (Altın hariç)	12.8%	0.88%	0.09%	7.11%	4.39%	10.75%	9.89%
Hizmet Grubu		30.2%	1.26%	1.08%	6.55%	5.32%	9.38%	9.18%
	Kira	5.1%	0.88%	0.73%	4.76%	5.08%	8.97%	8.81%
	Lokanta ve oteller	8.0%	1.75%	1.22%	7.45%	5.30%	10.84%	10.26%
	Ulaştırma hizmetleri	4.0%	1.81%	1.44%	9.41%	4.58%	11.55%	11.14%
	Haberleşme hizmetleri	3.4%	0.04%	1.51%	1.24%	3.41%	2.10%	3.60%
	Diğer hizmetler	9.7%	1.23%	0.85%	7.40%	6.45%	10.12%	9.70%

Kaynak: TÜİK

Çekirdek enflasyonun son çeyrek içinde %11,0 civarına yükselmesini bekliyoruz

Geçtiğimiz aylarda, mevsimlik ürünlerin (giyim enflasyonunun) hesaplanmasına ilişkin yöntem değişikliği nedeniyle çekirdek enflasyonda geçici bir düşüş olduğundan bahsetmiştik. Biz bu geçici etkiyi yaklaşık %0,7 olarak hesaplıyoruz. Yöntem değişikliğinin, Eylül ve Ekim aylarında çekirdek enflasyonda buna yakın bir yükselişe yol açmasını bekliyoruz. Öte yandan, mobilya ve beyaz eşyadaki geçici vergi indirimlerinin Ekim ayında sonlanacak olması da çekirdek enflasyona katkıda bulunabilir. Dolayısıyla, çekirdek enflasyonun Ekim-Kasım ayı itibariyle %11,0 civarına yükselmesi çok muhtemel görünüyor.

Çekirdek enflasyon göstergeleri



Gıda enflasyonu da baz etkisinin terse dönmesiyle yükselişe geçebilir

Yukarıda da belirttiğimiz gibi, gıda enflasyonu baz etkisinin olumlu yönde çalışmasıyla, son iki ayda %16,9'dan %10,1'e geriledi. Ancak gıda fiyatlarındaki olumlu baz etkisinin Ağustos ayında terse dönmesini bekliyoruz.

Özellikle sebze fiyatlarında Temmuz ayının sonlarından itibaren (kısmen havalarda kötü gitmesinin etkisiyle) yüksek oranlı artışlar gözlemledik. Bu artışların geri çekilmemesi halinde Ağustos ayında gıda enflasyonunun pozitif gerçekleşebileceğini (%1,0 veya üzerinde) düşünüyoruz. Geçen yılın Ağustos ayında gıda enflasyonunun -%1,9 olduğu dikkate alınırsa, yıllık gıda enflasyonunda yeniden ciddi bir yükseliş görülebileceğini söyleyebiliriz.

Gıda fiyatlarında baz etkisi Ağustos sonrasında olumlu yönde çalışsa bile, TCMB'nin yıl sonu beklentisi olan %10,0'a kadar bir düşüşün çok muhtemel görünmediğini (geçmiş yıllar gıda enflasyonu ortalamalarını referans alarak) düşünüyoruz. Gıda enflasyonunun sene sonunda %12,0-12,5 civarında gerçekleşmesi bize daha muhtemel görünüyor.

Sene sonu için %9,5-10,0 TÜFE enflasyonu beklentimizi koruyoruz

Gıda enflasyonu ve çekirdek enflasyondaki bu beklentilerimizi birleştirecek, manşet TÜFE enflasyonunun Ağustos ayında (gıda fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak) yeniden çift haneyi görmesini (%10,5 civarına yükselmesini), Eylül ve Ekim aylarında da (çekirdek enflasyondaki yükselişe bağlı olarak) %11,0 civarını test etmesini bekliyoruz. Aralık ayında ise sigara ve gıda fiyatlarından kaynaklanan olumlu baz etkisi nedeniyle TÜFE enflasyonunun %9,5-10,0 aralığında gerçekleşebileceği beklentimizi koruyoruz. Hatırlanacağı gibi, TCMB son enflasyon raporunda 2017 sonu enflasyon beklentisini %8,7 olarak açıklamıştı.

2018 yılı ilk çeyreğinde TCMB üzerinde faiz indirimi baskıları artabilir

TÜFE enflasyonunun önümüzdeki aylarda çift haneli seviyelerde seyretmesini muhtemel gördüğümüzden, TCMB'nin para politikasını kısa vadede gevşetme (ortalama fonlama maliyetini aşağı çekme) fırsatı bulabileceğini düşünmüyoruz. Ancak TÜFE enflasyonunda Aralık ayında başlayan düşüş 2018'in ilk çeyreğinde de (baz etkisiyle) devam edebilir. MB üzerinde faiz indirimi baskılarının (küresel gelişmeler de izin verirse) bu süreçte artabileceğini düşünüyoruz. Cumhurbaşkanı Başdanışmanı Bülent Gedikli de enflasyon verisinin açıklanmasının ardından, TCMB'nin ilk çeyrekte faiz indirebileceği (indirmesi gerektiği) yönünde açıklamalarda bulundu.

Enflasyonda faiz indirimine yol açacak kadar hızlı bir düşüş öngörmüyoruz

Ancak TCMB'nin 2018'in ilk çeyreğinden itibaren faiz indirimlerini başlatmasını gerektirecek kadar hızlı bir enflasyon düşüşünü çok mümkün görmüyoruz. Öncelikle enflasyonda hızlı bir düşüş için kur yardımı gerekiyor. \$/TL kuru sene başlarında test ettiği 3,90'lı seviyelerden 3,50'li seviyelere gerilediyse de, bu gerileme daha çok parite hareketlerinden kaynaklandı. Sepet kur bugünlerde Ocak ayı ortalaması olan 3,85'e yakın seyrediyor, €/TL kuru ise 4,0 seviyesindeki ocak ayı ortalamasının (aralık ayı ortalaması da 3,70 idi) üzerinde 4,20 seviyelerine gelmiş durumda. Özetle enflasyonda kurlardan çok güçlü bir yardım henüz ortada görünmüyor. Aksine temmuz ayı enflasyonunda negatif kur geçişkenliğinin etkili olmaya devam ettiğini yukarıda belirtmiştik.

Ek olarak, 2018 yılında enflasyon üzerinde bütçeden kaynaklı baskılar görülebileceğini düşünüyoruz. Maliye Bakanlığı 2017 yılında enflasyonu olumsuz etkilememek için çeşitli vergi artışlarından kaçındı. Ancak bütçe açığındaki bozulma eğilimi nedeniyle, 2018 yılında aynı esnekliğinin olmayabileceğini ve sigara ve akaryakıt başta olmak üzere bazı ürünlerde vergi artışlarının gündeme gelebileceğini düşünüyoruz. Özetle, 2018 yılında enflasyonun %5,0'lik hedefe ya da %6,4'lük TCMB tahminine doğru hızlı bir düşüş trendine girmesi ihtimalini biz çok görmüyoruz. Dolayısıyla, TCMB 2018'in ilk çeyreğinde (ya da önümüzdeki aylarda) para politikasını gevşetme fırsatını yakalasa bile, bunun kalıcı olmasının zor görüldüğünü düşünüyoruz.

Uyarı Notu:

ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”) tarafından yetkilendirilmiş ve regüle edilmiş bir kurumdur. Bu rapor bilgi amaçlı olarak hazırlanmış olup içeriğindeki bilgiler kesinlikle gizli olarak kabul edilmelidir. Hiçbir şekilde kısmen ya da tamamen çoğaltılamaz, kopyalanamaz, amacı dışında kullanılamaz ve içeriğinde yer alan hiçbir bilgi üçüncü kişiler ile ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş.’nin ön izni olmadan hiçbir şekilde paylaşılamaz. Bu raporda yer alan bilgiler eksiksiz olduğu iddiasında değildir ve değişikliğe uğrayabilir. Bu rapor, şahsi tavsiye niteliği taşımamakta ve herhangi bir finansal ürünün, hizmetin, yatırım aracının veya menkul kıymetin alım-satım teklifi ya da daveti anlamına gelmemektedir. Burada yer alan yatırımlar ve stratejiler tüm yatırımcılar için uygun olmayabilir. Yatırımcılar, bu raporda yer alan tüm hususlara ilişkin olarak gerekli araştırmaları bizzat kendileri gerçekleştirmeli ve görüşlerini kendi araştırmalarına dayandırmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK Mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır ve herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize de uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi, beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özeni göstermelisiniz. Burada yer alan görüşlere güvenerek işlem yapmanız durumunda uğranılacak zararlardan ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş. sorumlu değildir.