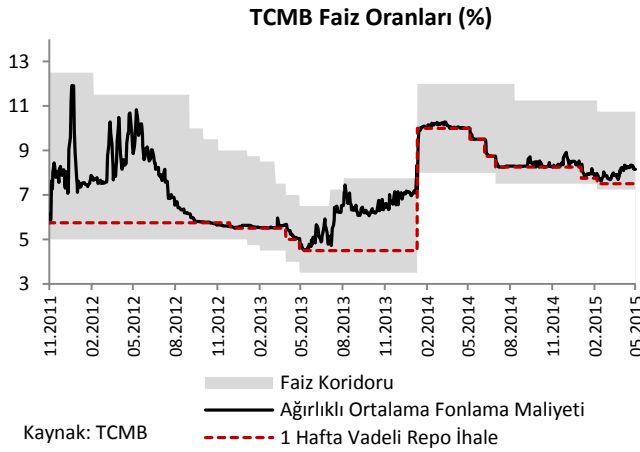


TCMB, faiz oranlarını sabit bıraktı.

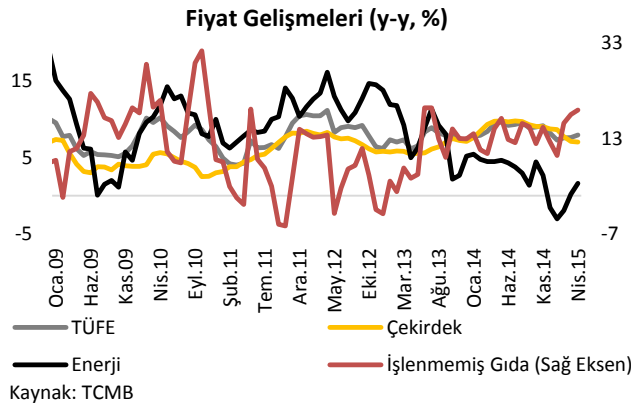
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Mayıs ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında beklendiği gibi faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmedi. TCMB bu ay da, para politikası kararlarının enflasyon görünümündeki iyileşmenin hızına bağlı olduğunu belirterek enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki temkinli duruşun sürdürüleceğini yineledi. Bu haftaki raporumuzda TCMB'nin son toplantı kararlarını ele alacağız.



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Mayıs ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında, beklentilere paralel olarak faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmedi. Böylelikle Kurul, politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %7.5'de, faiz koridorunun alt bandını %7.25'de ve faiz koridorunun üst bandı olan marjinal fonlama oranını %10.75 seviyesinde sabit bıraktı. Ayrıca TCMB, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranında da herhangi bir değişikliğe gitmedi ve bu oranı %10.25'de sabit

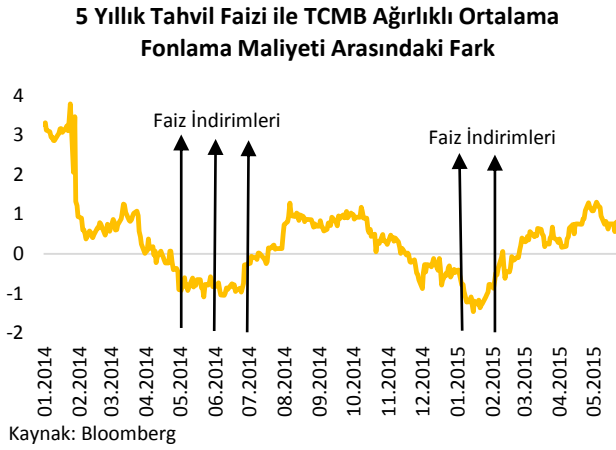
bıraktı. TCMB %0 seviyesindeki geç likidite penceresi uygulaması çerçevesinde Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16:00-17:00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranını sabit bırakırken, %12.25 seviyesinde olan borç verme faiz oranını da değiştirmede. Türkiye beş yıllık gösterge tahvil getirisi ile TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti arasındaki farkın pozitif seyrediyor oluşu ise faiz indirimine gidilmeyeceğine işaret ediyordu.

TCMB'nin toplantının ardından yayımladığı not, bir önceki toplantının ardından yayımladığı nottan bazı noktalarda farklılık gösteriyor. TCMB, bu ay da uygulanan temkinli para ve maliye politikaları ile alınan makroihtiyati önlemlerin özellikle çekirdek enflasyon göstergelerini olumlu yönde etkilemeye devam ettiğini tekrarladı. Ancak geçen ayki nottan farklı olarak döviz kurlarında yaşanan oynaklığa dikkat çeken TCMB, döviz kuru oynaklığının çekirdek enflasyondaki iyileşmeyi sınırlandırdığını belirtti. TCMB, geçen ayki notta küresel piyasalardaki belirsizlikler ve gıda fiyatlarındaki artışlar nedeniyle para politikasındaki temkinli yaklaşımın sürdürülmesi gerektiğini belirtmişti. Bu ay ise TCMB, gıda fiyatlarındaki artışlar yerine enerji ve gıda fiyatlarındaki oynaklıklar ifadesini kullandı. Son olarak TCMB, bu ay da para politikası kararlarının enflasyon görünümündeki iyileşmenin hızına bağlı olduğunu belirterek enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki temkinli duruşun sürdürüleceğini tekrarladı.



Yılbaşında hem baz etkisi hem de petrol fiyatlarında yaşanan düşüş nedeniyle enflasyonun yıl ortasına kadar yıllık bazda düşüş göstermesi bekleniyordu. Hatta TCMB, yılın ilk enflasyon raporunda enflasyonun yıl ortasında %5 olan hedefe yaklaşmasının beklendiğini açıklamıştı. Ancak özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yükseliş ve TL'deki değer kaybı nedeniyle enflasyonda beklenen düşüş yaşanmadı ve enflasyon Nisan ayında yıllık bazda %7.91'e yükseldi. Çekirdek enflasyonda ise düşüş devam ediyormuş gibi görünse de özellikle Nisan

ayında çekirdek enflasyondaki düşüşün oldukça sınırlı gerçekleştiği hatta yataya döndüğü görülüyor. TCMB'nin dikkat çektiği gibi enerji ve gıda fiyatlarındaki oynaklık ise manşet enflasyonun yüksek gerçekleşmesinde etkili oluyor. Bununla birlikte TCMB'nin yılın ikinci enflasyon raporunda belirttiği üzere yılın ikinci yarısında özellikle işlenmemiş gıda fiyatları kaynaklı olmak üzere gıda fiyatlarında bir düzelme bekleniyor. Gıda ve alkolsüz içecekler grubunun enflasyon sepetinde %24.25 ağırlığa sahip olduğu göz önünde bulundurulduğunda, Nisan ayında yıllık bazda %18.8 artan işlenmemiş gıda fiyatlarının yaz aylarına girilmiş olmasının da katkısıyla TCMB'nin beklediği gibi %9'lardaki ortalama seviyelerine dönmesi durumunda şüphesiz ki enflasyonda da düzelme yaşanacaktır. Enflasyonda yaşanacak bir düzelme ise faiz indirim ihtimalini gündeme getirebilecektir.



Türkiye gösterge 5 yıllık tahvil getirisi ile ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti arasındaki farkın pozitif seyrediyor oluşu, yukarıda da belirttiğimiz gibi TCMB'nin bu toplantıda faiz indirimine gitmeyeceğine işaret ediyordu. Piyasa tarafından belirlenen 5 yıllık tahvil faizi ile TCMB tarafından belirlenen ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti arasındaki farkın pozitif seyretmesi, piyasa faizlerinin TCMB faizinden yüksek seyrettiğini ve bu nedenle TCMB'nin getiri eğrisini yatay tutmak istediği bir ortamda faiz indirimine gitmeyeceğini gösteriyor. Zaten bundan önceki çoğu faiz indiriminin, iki faiz oranı arasındaki farkın negatif

gerçekleştiği dönemlerde yapılmış olması da bunu destekliyor. Şu anda piyasada en büyük belirsizlik nedeni olan seçimlerin net bir şekilde sonuçlanması ve seçimlerden sonra belirsizliğin azalması halinde TL'de değer kazancı, piyasa faizlerinde ise düşüş yaşanabilecektir. Böyle bir durumda 5 yıllık tahvil faizi ağırlıklı ortalama fonlama faizinin altına inebilir ve önümüzdeki dönemde yeniden faiz indirimleri gündeme gelebilir.

Sonuç olarak TCMB, Mayıs ayı toplantısında beklediği gibi faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmedi. TCMB bu ayki notta döviz kurlarındaki oynaklığa dikkat çekerken, iki ay aranın ardından tekrar enerji fiyatlarındaki oynaklıktan söz etti. Enflasyonda yılbaşında beklenen düşüş gerçekleşmemiş olmasına karşın, çekirdek enflasyonda düşüşün yavaşlamasına rağmen devam ettiğini görüyoruz. Özellikle Nisan ayında çekirdek enflasyondaki düşüş belirgin şekilde zayıfladı. TCMB de çekirdek enflasyondaki iyileşmenin devam ettiğinin ancak döviz kurlarındaki oynaklığın bu iyileşmeyi sınırlandırdığının altını çizdi. Son yayımlanan TCMB Beklenti Anketi'ne göre Mayıs ayında da enflasyonun yıllık bazda yükselmeye devam etmesi bekleniyor. Ancak TCMB'nin son Enflasyon Raporu'nda da belirttiği gibi özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarında yaşanabilecek düşüşle birlikte enflasyonda Haziran ve Temmuz aylarında düşüş görebiliriz. Seçim sonrasında siyasi istikrarın devam edeceği beklentileriyle geçtiğimiz iki haftada kurda görülen düşüşün seçim sonrasında da devam etmesi ve piyasa faizlerinde de aşağı yönlü hareketler yaşanması halinde Fed'in faiz artırım beklentilerinin son gelişmelerle birlikte Eylül hatta Aralık ayına erteleneceği algısının kuvvetlenmesinin de etkisiyle TCMB'nin Haziran'dan sonra yeniden faiz indirimine gitmesi gündeme gelebilir. Bu süreçte enflasyon gelişmelerinin yanı sıra kur ve faizlerdeki hareket TCMB'nin faiz kararlarında belirleyici olacaktır. Bu noktada, son dönemde öteleneceği hatta 2016 yılında başlayacağı beklentileri artsa da Fed'in faiz artırımını gündemde olmaya devam ettiği sürece yurtiçinde gerçekleşebilecek faiz indirimlerinin sınırlı ve geçici olacağını da belirtmek gerekir. ABD'de açıklanan her veride Fed'in faiz artırımına ilişkin beklentilerin değişmesine karşın, Fed Başkanı Yellen'ın Cuma günü yaptığı konuşmada faiz artırım sürecinin bu yıl içinde başlamasının uygun olacağını düşündüğünü belirtmesi, faiz artırımlarının geç de olsa bu yıl içinde başlama ihtimalinin oldukça yüksek olduğunu gösteriyor. ABD'de faiz artırımlarının 2015 yılında başlayıp 2016 yılında da devam edeceği göz önünde bulundurulduğunda, dünyanın en büyük ekonomisi olan ABD Merkez Bankası'nın kararları TCMB'nin faiz kararlarında da etkin rol oynayacaktır.

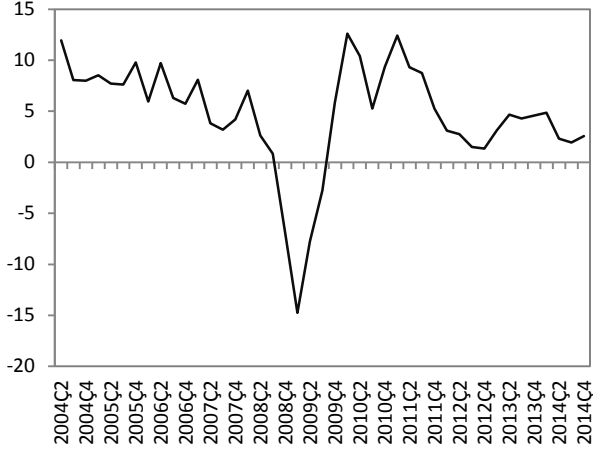
Haftalık Veri Takvimi (25-29 Mayıs 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
25.05.2015	Japonya	Dış Ticaret Dengesi (Nisan)	227.4 Milyar Yen	--
26.05.2015	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Nisan)	%4.7	-%0.5
		Case-Shiller Konut Fiyat Endeksi (Mart)	173.67	175
		Hizmet PMI (Mayıs, öncül)	57.4	56.5
		Yeni Konut Satışları (Nisan, a-a)	-%11.4	%5.0
		Tüketici Güven Endeksi (Mayıs)	95.2	95.0
		Richmond Fed İmalat Endeksi (Mayıs)	-3	0
		Dallas Fed İmalat Endeksi (Mayıs)	-16	-11.5
27.05.2015	Almanya	Tüketici Güven Endeksi (Haziran)	10.1	10.0
	Fransa	Tüketici Güven Endeksi (Mayıs)	94	95
28.05.2015	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	274 Bin Kişi	270 Bin Kişi
		Bekleyen Konut Satışları (Nisan, a-a)	%1.1	%0.8
	Euro Bölgesi	Tüketici Güven Endeksi (Mayıs)	-5.5	-5.5
	İtalya	Tüketici Güven Endeksi (Mayıs)	108.2	107.9
		İş Dünyası Güveni (Mayıs)	104.1	104.5
	Japonya	Perakende Satışlar (Nisan, a-a)	-%1.8	%1.1
29.05.2015	Türkiye	Dış Ticaret Dengesi (Nisan)	-6.15 Milyar Dolar	-4.8 Milyar Dolar
		Konut Fiyat Endeksi (Mart)	175.15	--
	ABD	GSYH (1.çeyrek, ç-ç)	%0.2	-%0.9
		Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi (1.çeyrek, ç-ç)	%0.9	%0.9
		Chicago PMI Endeksi (Mayıs)	52.3	53.0
		Michigan Üniv. Tük. Güven End. (Mayıs)	88.6	90.0
	Euro Bölgesi	M3 Para Arzı (Nisan, y-y)	%4.6	%4.9
	Fransa	ÜFE (Nisan, a-a)	%0.1	--
	İtalya	GSYH (1.çeyrek, y-y)	%0.0	%0.0
		TÜFE (Mayıs, a-a, öncül)	%0.4	%0.0
		ÜFE (Nisan, a-a)	-%0.1	--
	İngiltere	Tüketici Güven Endeksi (Mayıs)	4	4
	Japonya	İşsizlik Oranı (Nisan)	%3.4	%3.4
		TÜFE (Nisan, y-y)	%2.3	%0.6
		Sanayi Üretimi (Nisan, a-a, öncül)	-%0.8	%1.0

TÜRKİYE

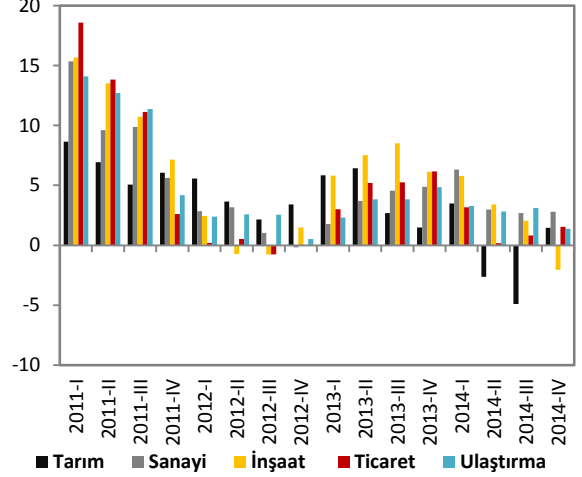
Türkiye Büyüme Oranı

Reel GSYH (y-y, %)



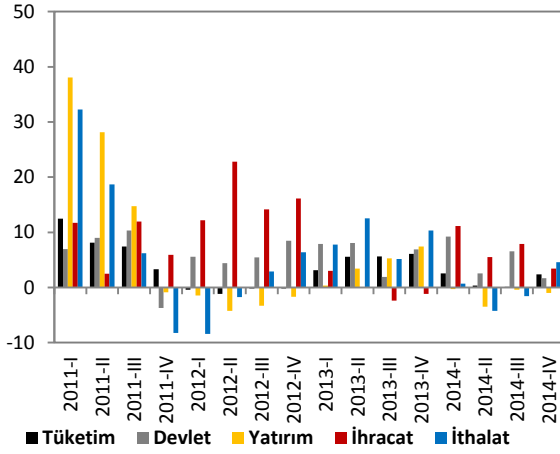
Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)

Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)



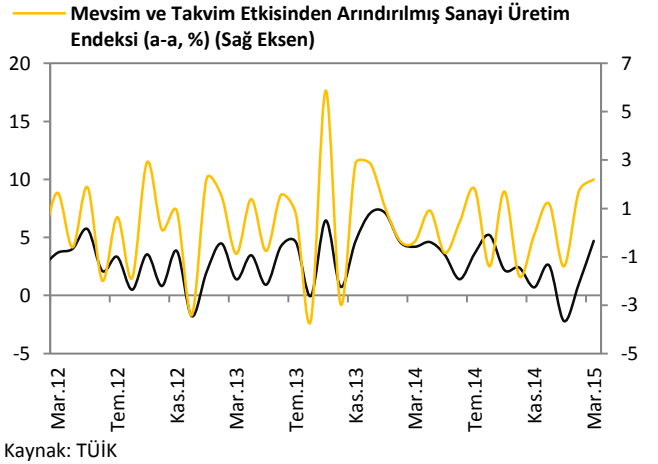
Harcama Bileşenlerinin Büyüme Hızları (y-y, %)

Harcama Bileşenleri Büyüme Hızları (%)



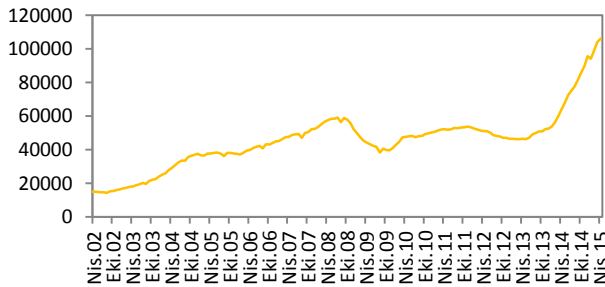
Sanayi Üretim Endeksi

Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %)



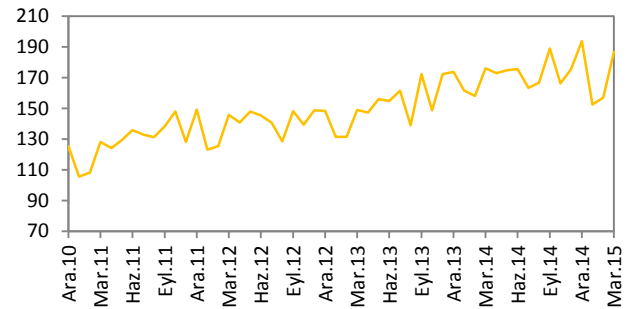
Toplam Otomobil Üretimi

Toplam Otomobil Üretimi (Adet) (12 aylık Har. Ort.)

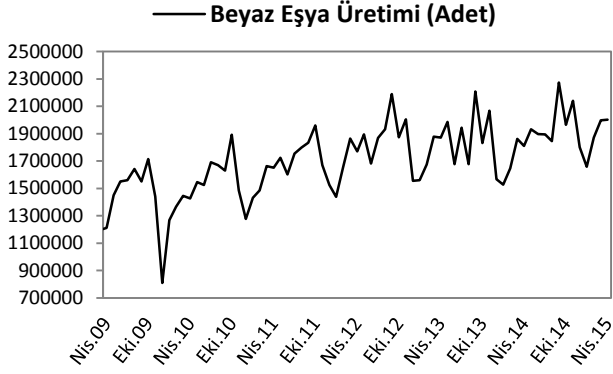


Sanayi Ciro Endeksi

Aylık Sanayi Ciro Endeksi (2010=100)

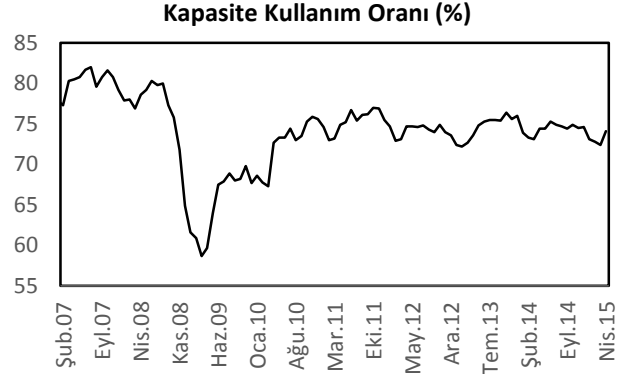


Beyaz Eşya Üretimi



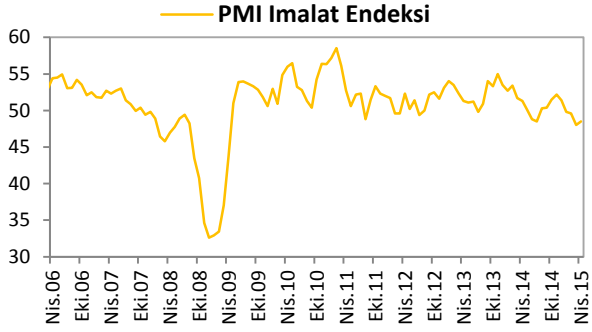
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Kapasite Kullanım Oranı



Kaynak:TCMB

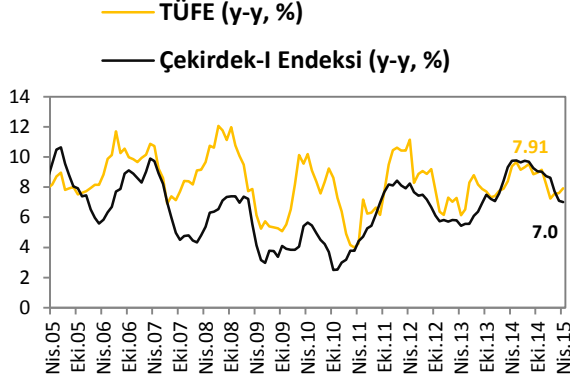
PMI Endeksi



Kaynak:Reuters

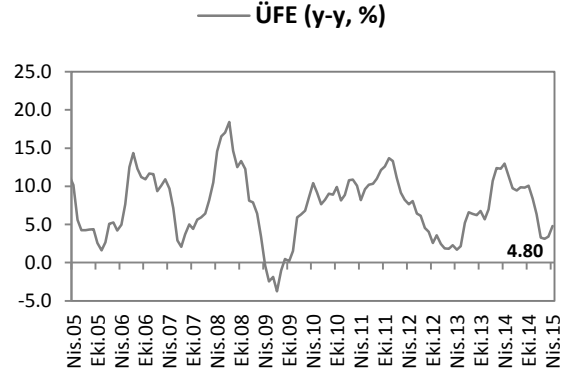
ENFLASYON GÖSTERGELERİ

TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



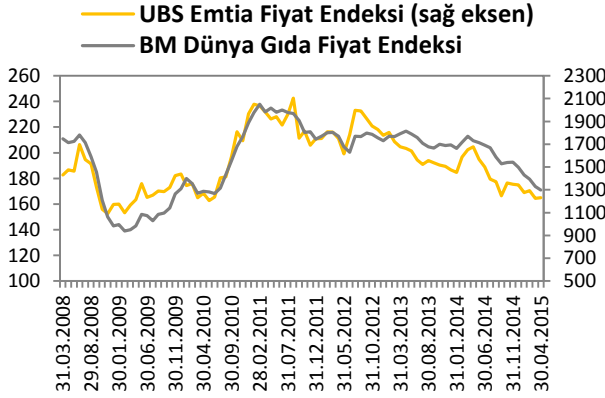
Kaynak: TCMB

ÜFE



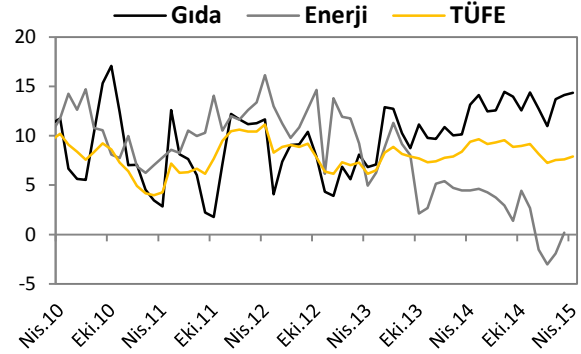
Kaynak: TCMB

Dünya Gıda ve Emtia Fiyat Endeksi



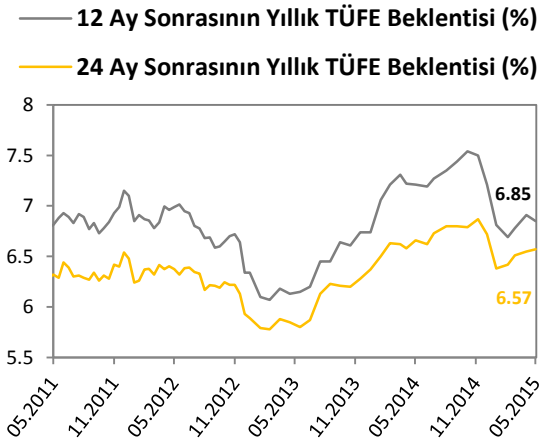
Kaynak: Bloomberg

Gıda ve Enerji Enflasyonu (y-y, %)



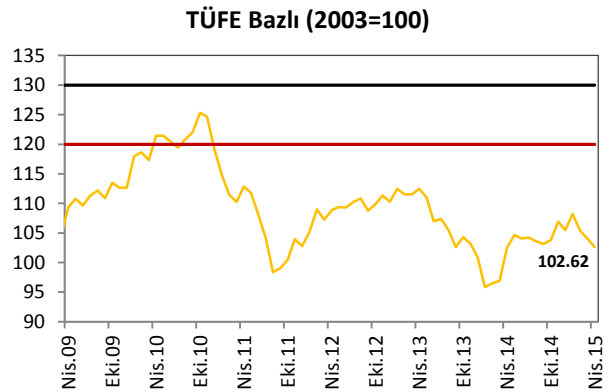
Kaynak: TCMB

Enflasyon Beklentileri



Kaynak: TCMB

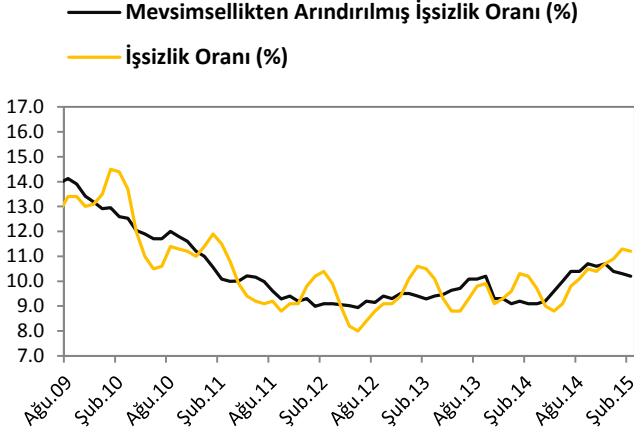
Reel Ektif Döviz Kuru



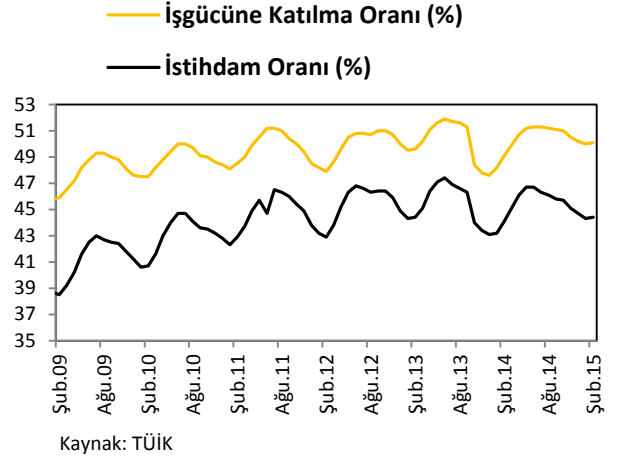
Kaynak: TCMB

İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

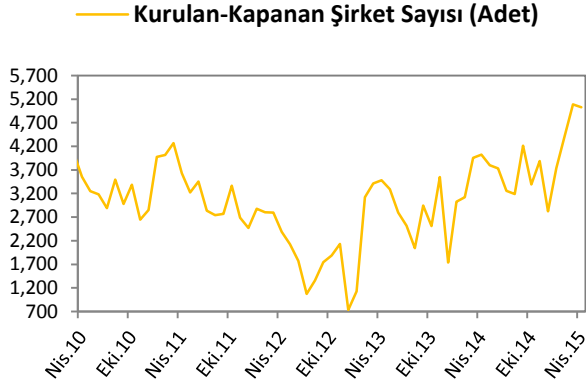
İşsizlik Oranı



İşgücüne Katılım Oranı

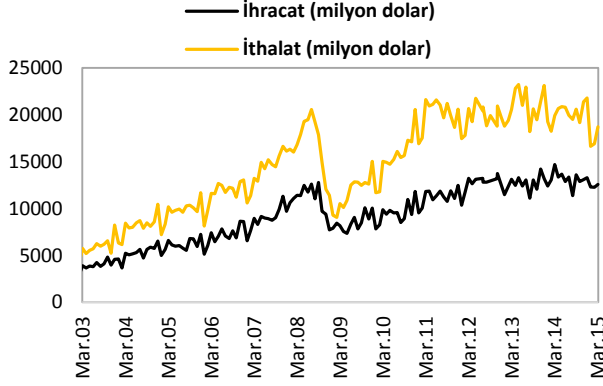


Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı

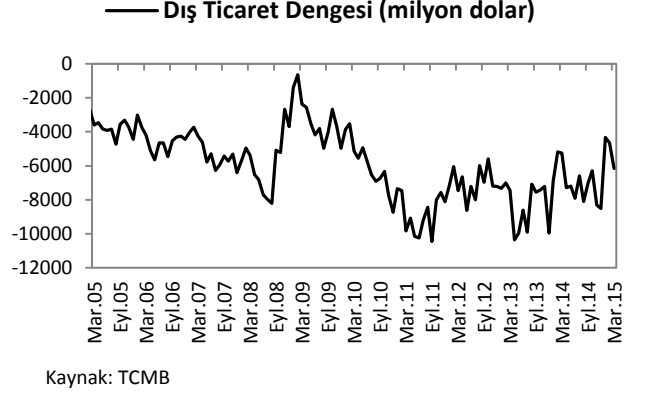


DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

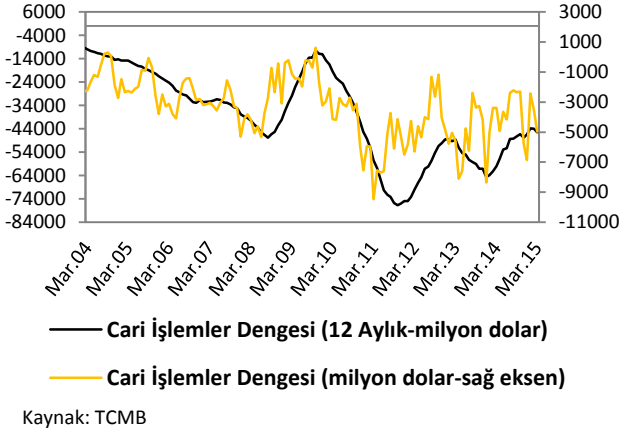
İthalat-İhracat



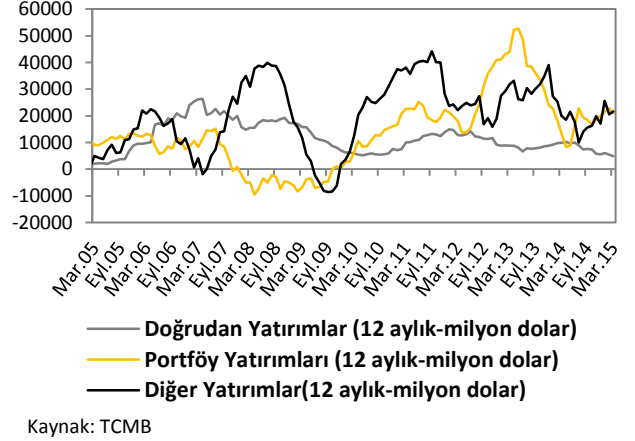
Dış Ticaret Dengesi



Cari İşlemler Dengesi

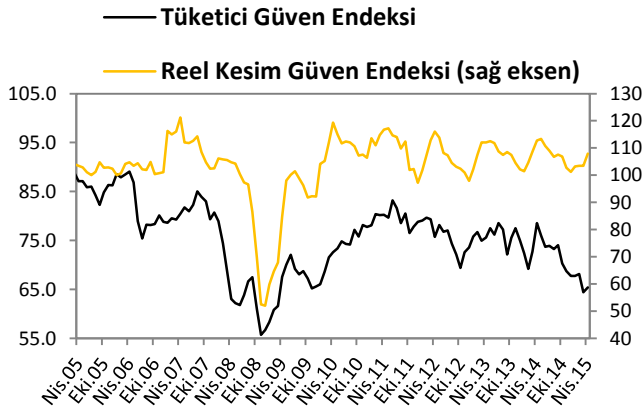


Sermaye ve Finans Hesabı



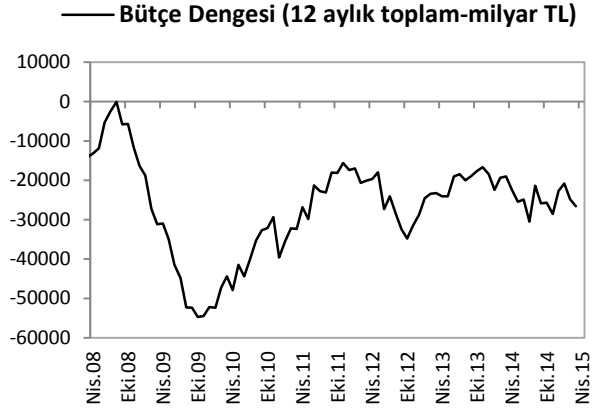
TÜKETİM GÖSTERGELERİ

Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni



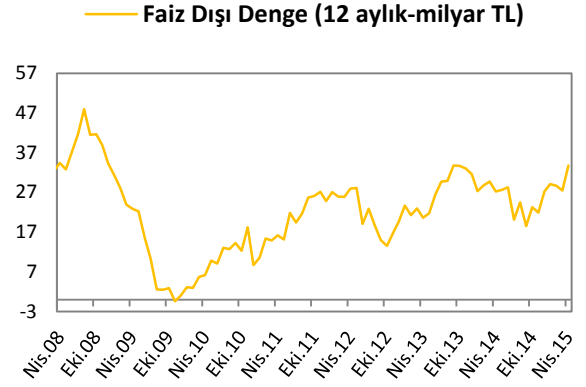
KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

Bütçe Dengesi



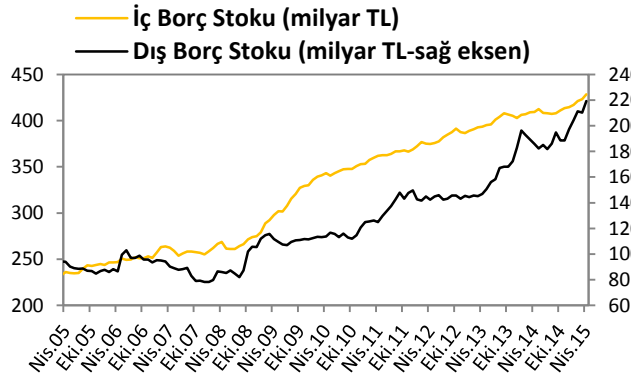
Kaynak: TCMB

Faiz Dışı Denge



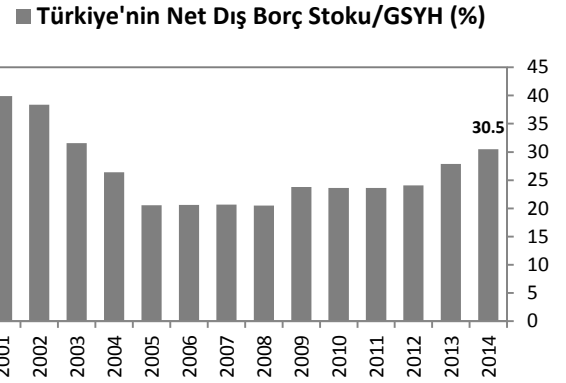
Kaynak:TCMB

İç ve Dış Borç Stoku



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

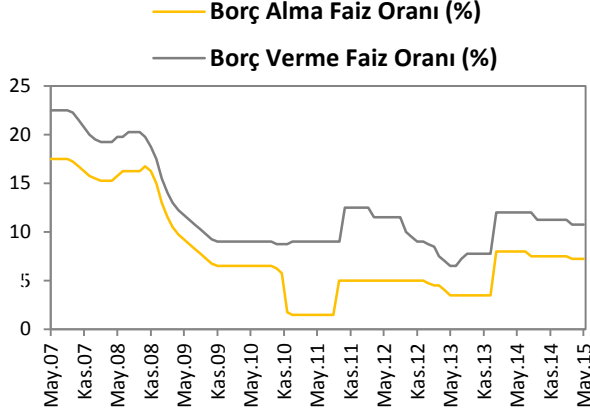
Türkiye'nin Net Dış Borç Stoku



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

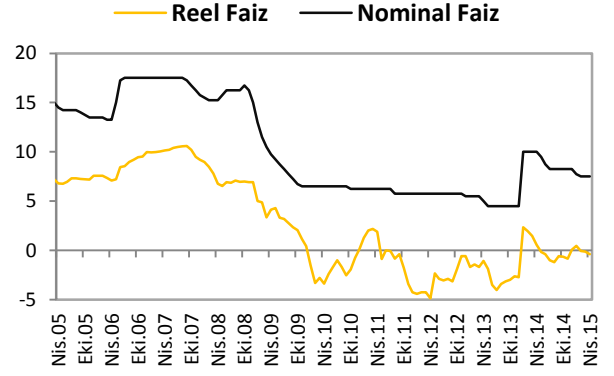
LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

TCMB Faiz Oranı



Kaynak:TCMB

Reel ve Nominal Faiz



Kaynak:TCMB, VakıfBank

Dünya Piyasalarında Son Açıklanan Ekonomik Göstergeler

	Reel Büyüme (y-y,%)	Enflasyon (y-y,%)	Cari Denge/GSYH (%)	Merkez Bankası Faiz Oranı (%)	Tüketici Güven Endeksi
ABD	3	-0.2	-2.36	0.25	95.2
Euro Bölgesi	1	0	2.34	0.05	-5.50
Almanya	1	0.30	6.73*	0.05	103
Fransa	0.70	0.10	-1.05	0.05	-16.00
İtalya	-0.60	-0.10	0.96*	0.05	108.20
Macaristan	3.40	-0.30	4.14*	1.80	-25.00
Portekiz	1.40	0.50	0.60	0.05	-21.30
İspanya	2.60	-0.60	1.44*	0.05	3.60
Yunanistan	0.30	-1.80	0.92	0.05	-40.50
İngiltere	2.40	-0.10	-4.47	0.50	4.00
Japonya	-1.40	2.30	0.53	0.10	41.50
Çin	7.00	1.50	1.93*	5.10	107.10
Rusya	-1.90	16.40	1.64*	12.50	--
Hindistan	5.30	6.28	-1.44	6.50	--
Brezilya	-0.25	8.17	-3.88	13.25	99.00
G.Afrika	1.30	4.50	-5.8*	5.75	-3.50
Türkiye	2.58	7.91	-7.9*	7.50	64.30

Kaynak: Bloomberg. *: Cari denge verileri IMF'den alınmaktadır ve 2013 verileridir.

Türkiye Makro Ekonomik Görünüm

	2013	2014	En Son Yayımlanan	2015 Yılı Sonu Beklentimiz
Reel Ekonomi				
GSYH (Cari Fiyatlarla, Milyon TL)	1 567 289	1 749 782	446 365	(2014 4Ç) --
GSYH Büyüme Oranı (Sabit Fiyatlarla, y-y%)	4.2	2.9	2.6	(2014 4Ç) 3.7
Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %)(takvim etk.arnd)	7.0	2.6	4.7	(Mart 2015) --
Kapasite Kullanım Oranı (%)	76.0	74.6	74.1	(Nisan 2015) --
İşsizlik Oranı (%)	9.2	9.9	11.2	(Şubat 2014) 10.1
Fiyat Gelişmeleri				
TÜFE (y-y, %)	7.40	8.17	7.91	(Nisan 2015) 6.80
ÜFE (y-y, %)	6.97	6.36	4.80	(Nisan 2015) --
Parasal Göstergeler (Milyon TL)				
M1	225,331	251,991	280,480	(15.05.2015) --
M2	910,052	1,018,546	1,111,843	(15.05.2015) --
M3	950,979	1,063,151	1,158,130	(15.05.2015) --
Emisyon	67,756	77,420	86,199	(15.05.2015) --
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	112,002	106,314	102,505	(15.05.2015) --
Faiz Oranları				
TCMB O/N (Borç Alma)	3.50	7.50	7.25	(22.05.2015) --
TRLIBOR O/N	8.05	11.27	11.13	(22.05.2015) --
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)				
Cari İşlemler Açığı	64,658	45,846	4,961	(Mart 2015) 37,800
İthalat	251,661	242,182	18,723	(Mart 2015) --
İhracat	151,802	157,627	12,569	(Mart 2015) --
Dış Ticaret Açığı	99,858	84,508	6,153	(Mart 2015) 65,000
Borç Stoku Göstergeleri (Milyar TL)				
Merkezi Yön. İç Borç Stoku	403.0	414.6	428.5	(Nisan 2015) --
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku	182.8	197.3	219.2	(Nisan 2015) --
Kamu Net Borç Stoku	197.6	187.4	187.4	(2014) --
Kamu Ekonomisi (Milyon TL)				
	2013 Nisan	2014 Nisan		
Bütçe Gelirleri	30,488	34,069	42,971	(Nisan 2015) --
Bütçe Giderleri	29,893	36,789	41,597	(Nisan 2015) --
Bütçe Dengesi	595	-2,720	1,375	(Nisan 2015) --
Faiz Dışı Denge	3,671	1,118	7,461	(Nisan 2015) --

Cem Erođlu	Müdü	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0212-398 18 98
Buket Alkan	Uzman	buket.alkan@vakifbank.com.tr	0212-398 19 03
Fatma Özlem Kanbur	Uzman	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0212-398 18 91
Bilge Pekçağlayan	Uzman	bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr	0212-398 19 02
Sinem Ulusoy	Uzman Yardımcısı	sinem.ulusoy@vakifbank.com.tr	0212-398 19 05
Elif Engin	Uzman Yardımcısı	elif.engin@vakifbank.com.tr	0212-398 18 92

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğuna herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değışiklik yapma hakkına sahiptir.