

Ekim ayında manşet enflasyon beklentilerin üzerinde, çekirdek göstergelerde yükselişte

**Baz yılı etkisiyle yıllık enflasyon %7.7'ye geriledi...**

TÜFE enflasyonu Ekim ayında beklentilerin üzerinde %1.8 artış gösterdi. Piyasa beklentisi %1.34, Şeker Yatırım beklentisi ise %1.3 aylık artış yönündeydi. Baz etkisinin yardımıyla yıllık enflasyon %7.9'dan %7.7'ye gerilemiştir. ÜFE ise piyasa beklentisi ile uyumlu şekilde aylık %0.69 artış göstermiştir. Ekim ayı ile beraber, yıllık ÜFE enflasyonu %6.2'den %6.8'e yükselmiştir.

Ayrıntılara bakıldığında, beklentilerimizle gerçekleşme arasındaki temel farklılaşmaya sebep olan "gıda" ve "giyim" alt kalemlerinin beklentilerin üzerinde sırasıyla %3.91 (aylık enflasyona katkısı 0.9 baz puan) ve %9.6 (aylık enflasyona katkısı 0.63 baz puan) aylık artış gösterdiği görülmektedir.

TL'nin döviz sepeti karşısında hafif değer kazanması ile birlikte ulaştırma kaleminin manşet enflasyon üzerindeki baskısında hafif bir azalma olmuştur. Hatırlanacağı üzere, son üç aydır ulaştırma kalemi TL'deki değer kaybını yansıtır şekilde manşet enflasyon üzerine en fazla baskı yaratan kalem olarak öne çıkmaktaydı.

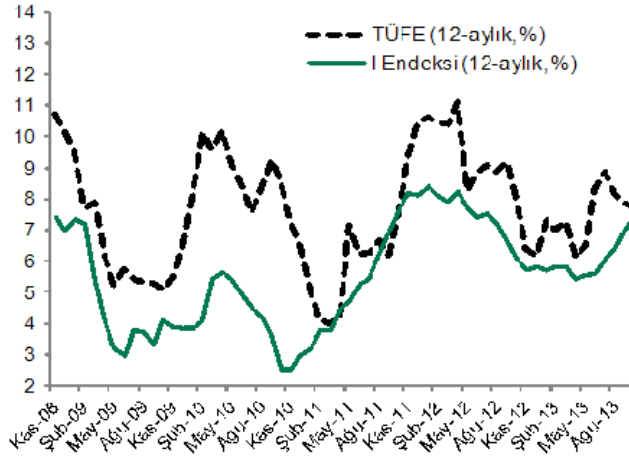
	Aylık		TÜFE enflasyonuna		12-aylık	
	Eki 13	Eki 12	Eki 13	Eki 12	Eki 13	Eki 12
	<b>TÜFE</b>	<b>1.80</b>	<b>1.96</b>	<b>1.80</b>	<b>1.96</b>	<b>7.71</b>
Yiyecek ve Alkolsüz İçecek	3.91	1.66	0.91	0.43	11.13	7.87
Tütün ve Alkollü İçecek	-0.73	0.48	-0.04	0.02	14.30	4.68
Giyim ve Ayakkabı	9.56	6.81	0.63	0.46	9.12	6.75
Konut	0.36	3.31	0.06	0.54	4.29	11.75
sak: Kira	0.58	0.67	...	...	6.20	5.20
Ev Eşyası	1.58	0.50	0.11	0.04	5.64	6.97
Sağlık	0.20	0.04	0.00	0.00	3.24	1.83
Ulaştırma	0.34	2.06	0.06	0.34	7.32	6.46
sak: Kişisel Ulaştırma Araç. İşletimi	-1.24	4.86	...	...	3.95	11.41
İletişim	0.00	1.30	0.00	0.06	3.11	5.82
Eğlence ve Kültür	0.62	-0.20	0.02	-0.01	3.79	3.31
Eğitim	0.28	0.28	0.01	0.01	10.14	4.70
Lokanta ve Oteller	0.94	0.67	0.06	0.04	9.42	9.39
Çeşitli Mal ve Hizmetler	-0.41	0.78	-0.02	0.03	2.18	10.70
<b>ÜFE</b>	<b>0.69</b>	<b>0.17</b>	...	...	<b>6.77</b>	<b>2.57</b>
Tarım	4.43	0.02	...	...	0.59	7.81
Sanayi	0.00	0.21	...	...	8.03	1.59
sak: Maden ve taşocakçılığı	1.15	-0.12	...	...	12.53	5.56
İmalat Sanayi	-0.08	0.37	...	...	6.18	1.68
Elektrik, Gaz ve Su	0.24	-1.01	...	...	17.81	-0.32

Kaynak: TÜİK

Çekirdek göstergeler tarafında ise, Merkez Bankası'nın yakından takip ettiği H ve I endekslerinde artış trendinin devam ettiğini görmekteyiz. Bu anlamda, H endeksi ve I endeksi sırasıyla %1.6 ve %1.8 aylık artış göstermiş ve yıllık enflasyon ise %7.6 ve %7.5'e ulaşmıştır.

Kur geçirgenliğinin gecikmeli etkilerinin önümüzdeki dönemde de çekirdek göstergeleri domine etmeye devam edeceğini düşünmekteyiz.

TÜFE Enflasyonu ve Çekirdek Enflasyon (12-aylık, %)



Kaynak: İUIK

### Yorum

Ekim ayında baz yılının yardımıyla TÜFE enflasyonu %7.9'dan %7.7'ye gerilemiştir. Bununla beraber, Ekim ayında gıda ve ulaştırma tarafında beklentilerin üzerindeki artışlar manşet enflasyonun beklentilerin üzerinde gerçekleşmesine sebep olmuştur. Çekirdek göstergelerde Temmuz ayı itibarıyla başlayan yükseliş trendi sürmektedir. Hatırlanacağı üzere TL sepet karşısında yılbaşından bu yana %15 değer kaybı yaşamıştır.

Görülmektedir ki; son çeyrek için enflasyon dinamiklerine yardımcı olacağı düşünülen baz yılının etkisi kur geçirgenliği ile elimine edilmiştir. Hatırlanacağı üzere 31 Ekim enflasyon raporunda Merkez Bankası 2013 yılsonu enflasyonu %6.2'den %6.8'e revize etmiştir. Her ne kadar son çeyrekte beklenen enerji düzenlemeleri olmayacak olsa da, TL'nin üzerindeki değer kaybetme baskısı, yaşanmış değer kaybının gecikmeli etkileri ve ÜFE'nin artış trendine girmiş olması TÜFE üzerinde baskı unsurları olarak öne çıkmaktadır. Bu çerçevede Şeker Yatırım olarak 2013 YS enflasyon tahminimiz %8 seviyesindedir.

Her ne kadar enflasyon Merkez Bankası'nın hem hedefi hem de tahmin değerlerinin bir hayli üzerinde bulunuyor olsa da önümüzdeki dönem de bu durumun para politikası duruşunu etkilemeyeceğini düşünmekteyiz. Para Politikası Kurulu gerekli olduğu zamanlarda TL ve FX likiditesini öncelikli para politikası araçları olarak kullanmaya devam edecektir.

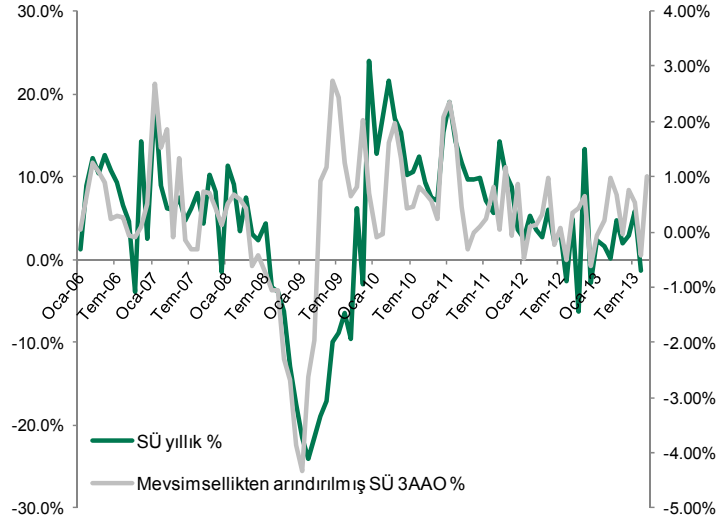
### Eylül ayı desteğine rağmen Oca-Eyl13 sanayi büyümesi %2.7 ile Oca-Eyl12 seviyesi olan %3.1'in altındadır...

**Sanayi üretimi %6.4 yıllık artışla sürpriz yaptı...**

TÜİK Eylül ayı sanayi üretim istatistiklerini açıkladı. Buna göre endeks yıllık bazda %6.4 artış kaydetti. Bu yılbaşından beri gözlemlenen en yüksek yıllık artıştır. Piyasa beklentisi %4 yıllık artış, Şeker Yatırım beklentisi ise %3 yıllık artış yönündeydi. Bu arada, mevsimsellikten arındırılmış endeks de aylık bazda %5.8 artış gösterdi. Verinin ayrıntılarına bakıldığında bilgisayar üretiminin manşet büyümeye 1.5 baz puan ile en önemli katkı sağlayıcı olduğu görülmektedir. Takiben otomotiv (1.3 baz puan) ve gıda üretimi (0.7 baz puan) gelmektedir. Tekstil ve hazır giyim de Ağustos ayına göre daha iyi bir performans göstermiştir. Ana metal sanayi de Ağustos ayındaki daralma sonrasında artıya dönmüştür.

### Yorum

Hatırlanacağı üzere, Ağustos ayı sanayi üretimi %1.4'lük daralma ile yılın en kötü performansını sergilemişti. Temmuz ayında beklentilerin bir hayli üzerinde %5.8'lik sanayi üretimi büyümesini takiben Ağustos ayı sanayi üretimindeki zayıflık küresel ve yerel ekonomik koşullardaki belirsizliğin yansıması olarak beklentimiz paralelindeydi. Fakat Eylül ayı %6.4 yıllık artış ile hem bizim beklentimizin hem de piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşti.



Fakat sürpriz olarak gördüğümüz bu verinin dışında kapasite kullanım oranındaki zayıf görünüm ve diğer makro ekonomik göstergelerin performansı son çeyrek için büyüme dinamiklerinde bir toparlanmadan bahsetmeden biraz daha beklemeye sevk etmektedir.

Eylül ayı sürprizi sonrasında dahi ilk dokuz ay sanayi üretimi ortalaması %2.7 ile geçen yılın aynı dönem ortalaması olan %3.1'in halen altında seyretmektedir. Hatırlanacağı üzere, geçen yıl GSYH büyümesi %2.2 seviyesinde gerçekleşmişti.

#### Para Politikası Kurulu Faiz Toplantısı: Sıkılaştırma yolunda ilk küçük adım...

Haftalık REPO Faiz Oranı: %4.5 (sabit)

Gecelik Borç Alma Faiz Oranı: %3.5 (sabit)

Gecelik Borç Verme Faiz Oranı: %7.75 (sabit)

PD'lere borçlanma faiz oranı: 6.75% (sabit)

**Merkez Bankası yeni döneme girerken sıkılaştırma yönünde ilk adımını attı...**

Şeker Yatırım ve piyasa beklentisi haftalık repo faiz oranında ve koridor alt/üst bandında herhangi bir değişiklik yapılmaması yönündeydi. Makro ihtiyati tedbirler bağlamında da PPK'nun herhangi bir değişikliğe gitmesi beklenmiyordu. Ekim ayı toplantısında olduğu gibi Kasım ayı toplantısında da PPK beklentilere paralel hareket etti. Tek değişiklik Kurul'un 1 aylık repo ihalelerine son vermesi ve bu hareketle şu an 7-7.5% aralığında bir band içinde hareket eden bankalararası gecelik faiz oranını %7.75'e çekmeyi hedeflediğini ilan etmesi oldu.

Genel olarak Kurul'un ekonomik görünüme ilişkin görüşlerinin Ekim ayı toplantısındaki görüşlerle birebir aynı olduğunu görüldü.

Ekim ayı notundan farklı olarak Kasım ayı notunda "enflasyonun önümüzdeki dönemde düşmeye devam etmesi beklenmektedir" cümlesi çıkarılmıştır. Bu anlamda, Kasım ayında enflasyon tarafında daha temkinli bir duruş olduğunu görmekteyiz. Bu arada, temkinli duruşu desteklemek ve lirada gözlemlenen volatilitenin fiyatlamaya davranışları üzerindeki negatif etkisini sınırlamak amaçlı 1 aylık repo ihalelerine son verilmiştir. Böylece şu an %7-%7.5 bandında seyreden bankalararası para piyasası faizlerinin %7.75'e yaklaşması amaçlanmaktadır. Hatırlanacağı üzere Kasım ayı Beklenti anketinde yılsonu enflasyon hedefinin %5 olduğu noktada 2013 ve 2014 enflasyon beklentileri %8 ve %7'ye yakınsamıştır.

**Yorum**

Fed'in varlık alımlarında azaltmaya gitmesinin 2014 ilkbaharına ertelenme ihtimalinin artması ile küresel piyasalarda genel olarak bir rahatlama görmekteyiz. Hatırlanacağı üzere, Haziran başından Eylül ortalarına kadar özellikle gelişmekte olan piyasalar başta olmak üzere genel olarak piyasalardaki stresin kaynağı Fed'in para politikasında bir değişikliğe gitme ihtimali idi. Şu an itibariyle bu ihtimalin 2014 ilkbaharına ertelenmiş olması ve ucuz para politikasının bir süre daha devam edecek olması Merkez Bankasının elini rahatlatmaktadır. Fakat unutmamak gerekir ki; her ne kadar şu an itibariyle ertelenmiş görünse de tüm finansal varlıkların yeniden fiyatlandırıldığı bir döneme doğru giden bir yoldayız. Bu anlamda, görüşümüzü tekrarlayarak Kurul'un, finansal varlıklar üzerinde baskının daha fazla olacağı önümüzdeki dönemleri düşünerek elindeki araçları kullanmak konusunda temkinli hareket etmeyi tercih ettiğini ve tercih etmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Bugün yapılan hareketi sıkılaştırmaya gidilen yolda ilk küçük adım olarak değerlendirmekteyiz.

Bu bağlamda, önümüzdeki döneme ilişkin olarak; görüşümüzü tekrarlayarak Kurul'un mümkün olduğunca faiz tarafında bir ayarlamaya gitmeden makro ihtiyatı önlemler kapsamında TL ve FX likiditesi ayarlamaları ile belirsizliği yönetmeyi tercih edeceğine inanıyoruz.