

**I endeksi yıllık enflasyonu Mayıs'ta yükseldi...**

**Yılsonunda enflasyonun %7,3 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz...**

**Gıda fiyatlarının enflasyon üzerindeki olumlu etkisi kurdaki değer kaybı ile ortadan kalkabilir**  
Mayıs ayı enflasyonu %0,15 ile piyasa beklentisi (%0,44) ve tahminimizin oldukça altında açıklandı. Yıllık enflasyon böylece baz etkisi nedeniyle %6,1'den %6,5'e yükselmiş oldu. Aylık olarak %2,2 düşen gıda fiyatları enflasyonun 0,4 puan daha düşük gelmesini sağlarken, mevsimsel fiyat artışları nedeniyle %8,9 yükselen giyim fiyatları enflasyonu 0,5 puan artırdı. Diğer grupların enflasyona etkisi ise ihmal edilebilir düzeyde kaldı.

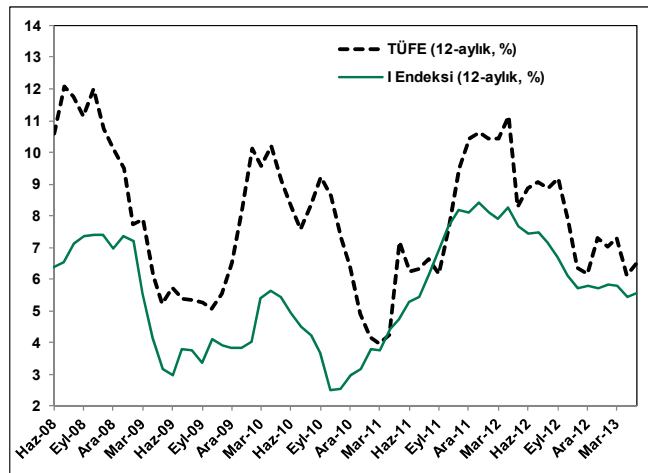
Tüm yıllık çekirdek enflasyon göstergeleri yükseliş kaydederken, Merkez Bankası'nın yakından takip ettiği, gıda, enerji, içecekler, tütün ürünleri ve altını dışarıda bırakan I endeksi yıllık enflasyonu %5,4'ten %5,6'ya yükseldi. Diğer yandan, H endeksi yıllık enflasyonu %6,0'dan %6,1'e çıktı.

Yıllık enflasyondaki düşüş olumlu olsa da son iki ayda gıda fiyatlarında meydana gelen düzeltmenin olumlu etkisinin kurdaki gelişmelerin olumsuz etkisi tarafından bertaraf edileceğini öngörüyoruz. TL'nin sepet bazında Mayıs ortasından bu yana değer kaybetmesinin enflasyona 1 puan katkı yapacağını ve bu katkının bu yılın ikinci yarısı ve önümüzdeki yıl arasında paylaşılacağını öngörüyoruz. Bu nedenle %7,3 seviyesindeki enflasyon tahminimizde değişikliğe gitmiyoruz. Merkez Bankası'nın yılsonu enflasyon tahmini %5,3 seviyesinde bulunuyor.

**Enflasyon: Mayıs 2013 (yüzde)**

|                                       | Aylık       |              | 12-aylık    |             |
|---------------------------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
|                                       | May 13      | May 12       | May 13      | Nis 13      |
| <b>TÜFE</b>                           | <b>0.15</b> | <b>-0.21</b> | <b>6.51</b> | <b>6.13</b> |
| Yiyecek ve Alkolsüz İçecek            | -2.18       | -2.40        | 7.07        | 6.83        |
| Tütün ve Alkollü İçecek               | 0.00        | 0.14         | 16.09       | 16.25       |
| Giyim ve Ayakkabı                     | 8.85        | 8.60         | 6.25        | 6.01        |
| Konut                                 | -0.04       | 0.04         | 6.58        | 6.66        |
| sak: Kira                             | 0.45        | 0.33         | 6.08        | 5.96        |
| Ev Eşyası                             | -0.22       | -0.48        | 4.38        | 4.11        |
| Sağlık                                | 0.14        | 0.10         | 1.86        | 1.83        |
| Ulaştırma                             | 0.13        | -1.36        | 4.66        | 3.09        |
| sak: Kişisel Ulaştırma Araç. İşletimi | -0.89       | -4.31        | 5.12        | 1.49        |
| İletişim                              | 0.40        | -0.20        | 7.49        | 6.85        |
| Eğlence ve Kültür                     | 0.46        | 0.33         | 1.38        | 1.26        |
| Eğitim                                | 1.73        | 1.10         | 5.87        | 5.21        |
| Lokanta ve Oteller                    | 0.75        | 0.92         | 8.78        | 8.97        |
| Çeşitli Mal ve Hizmetler              | -0.37       | 0.23         | 5.65        | 6.29        |
| <b>ÜFE</b>                            | <b>1.00</b> | <b>0.53</b>  | <b>2.17</b> | <b>1.70</b> |
| Tarım                                 | 5.80        | 3.65         | -5.30       | -7.22       |
| Sanayi                                | 0.09        | -0.12        | 3.78        | 3.56        |
| sak: Maden ve taşocakçılığı           | -0.13       | 0.25         | 6.33        | 6.73        |
| İmalat Sanayi                         | -0.07       | -0.26        | 1.97        | 1.77        |
| Elektrik, Gaz ve Su                   | 1.77        | 0.89         | 14.77       | 13.78       |

Kaynak: TÜİK



Kaynak: TÜİK

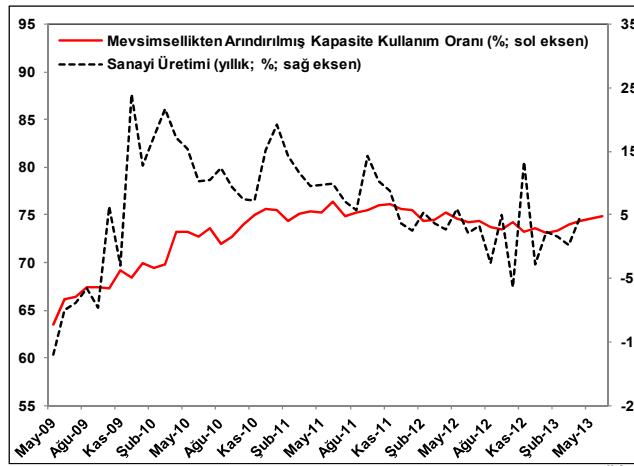
**Haziran ayı kapasite kullanım oranı ve reel kesim güven endeksi imalat sanayinde gelişmeye işaret etti**

Mevsimsel etkilerden arındırılmış kapasite kullanım oranı Haziran'da üst üste altıncı artışını gösterdi. Kapasite kullanım oranı Mayıs'a göre 0,3 puan artarak %74,8'e yükselirken bu seviye Mayıs 2012'den bu yana gözlenen en yüksek düzey.

Diğer yandan mevsimsellikten arındırılmış reel kesim güven endeksi de Haziran'da artmaya devam ederken, Mayıs ayındaki 105,4'ten 107,2'ye yükseldi. Alt endeksteki artışlar ise genele yayılan bir görünüm sergiledi.

Veriler ekonomik toparlanmanın devamı yönünde işaretler verirken bu yıl için büyüme tahminimizi %3,2 seviyesinde koruduğumuzu belirtmek istiyoruz. İlk çeyrekte büyüme beklentilerin üzerinde açıklansa da %3'lük büyümenin 2,2 puanının kamu yatırımlarından kaynaklanması, özel yatırımların çok zayıf olması ilk çeyrekte toparlanmanın ana rakamın gösterdiğinden zayıf olabileceğine işaret ediyor. Diğer yandan, protesto gösterilerinin tüketici güveni üzerindeki olası yan etkileri ve Merkez Bankası'nın TL'de zayıflık karşısında uyguladığı ilave parasal sıkılaştırma süreçlerinin ekonomik büyümenin daha yüksek olmasını engelleyebileceği görüşündeyiz.

**Bu yıl için büyüme tahminimizi %3,2'de koruyoruz...**



Kaynak: TCMB, TÜİK

**Nisan ayında kuvvetli portföy girişleri devam etti**

Nisan ayı cari açığı 8,2 milyar \$ ile piyasa beklentisi (7,9 milyar \$) ve tahminimizin (7,5 milyar \$) üzerinde açıklandı. 12-aylık birikimli cari açık böylece 3,6 milyar \$ artarak 51,3 milyar \$'a yükselirken, birikimli enerji-dışı denge de Mart'taki 3,7 milyar \$ fazladan 0,2 milyar \$ açığa geldi. Nisan'daki 2,1 milyar \$'lık net altın ithalatı cari açığıdaki genişlemeye katkıda bulunurken, altın ticareti etkisinden de arındırıldığında da birikimli cari açığa yükseliş görülüyor.

Türkiye'ye Nisan'da Merkez Bankası'nın 7,3 milyar \$ tutarında rezerv birikimi de dahil edildiğinde 16,9 milyar \$'lık devasa bir sermaye akımı olurken, kısa vadeli fonların söz konusu ayda da hakimiyetini koruduğu gözleniyor. Doğrudan yabancı yatırımlar 0,5 milyar \$ ile zayıf kalırken, banka ve diğer sektörler toplamda sadece 0,9 milyar \$ tutarında net uzun vadeli borçlanma gerçekleşti.

**Nisan ayı cari açığı piyasa beklentisinin üzerinde...**

**Kısa vadeli finansal girişler Nisan'da da finansman resminde ağırlıktaydı...**

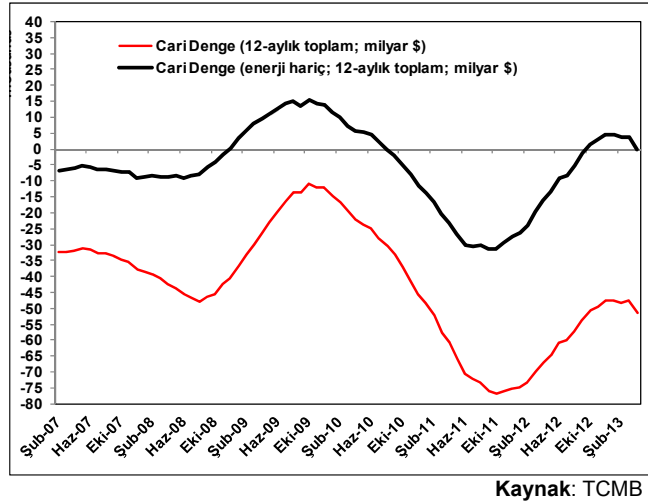
**Cari Denge (milyon \$)**

|                     | Nis     |         | 12-Aylık Toplam |          |
|---------------------|---------|---------|-----------------|----------|
|                     | 2013    | 2012    | Nis             | Mar      |
| Cari açık           | -8,170  | -4,547  | -51,301         | -47,678  |
| Enerji Dışı 1/      | -4,101  | -238    | -162            | 3,701    |
| Dış Ticaret Dengesi | -8,424  | -5,231  | -69,001         | -65,808  |
| İhracat             | 13,455  | 13,474  | 165,491         | 165,510  |
| %                   | 0       | 9       | 140             | 149      |
| İthalat             | -21,879 | -18,705 | -234,492        | -231,318 |
| %                   | 17      | -8      | 20              | -4       |
| Hizmetler (net)     | 941     | 1,325   | 23,233          | 23,617   |
| Turizm (net)        | 1,291   | 1,147   | 22,488          | 22,344   |
| %                   | 13      | 14      | 210             | 212      |
| Gelir (net)         | -718    | -779    | -6,678          | -6,739   |
| Faiz Harcamaları    | -486    | -519    | -5,652          | -5,685   |
| Cari Transfer       | 31      | 138     | 1,145           | 1,252    |
| Memo 2/             |         |         |                 |          |
| Dış Ticaret Dengesi | -10,304 | -6,643  | -88,835         | -85,174  |
| Enerji 3/           | -4,069  | -4,309  | -51,139         | -51,379  |
| Enerji Dışı         | -6,235  | -2,334  | -37,696         | -33,794  |

1/ Enerji açığı (TÜRKSTAT tanımlı) hariç cari açık

2/ TÜİK tanımı

3/ STIC tanımlı, ham petrol, petrol ürünleri ve doğalgaz içerir.



Kısa vadeli karaktere sahip portföy girişleri ise 9,1 milyar \$ olarak gerçekleşirken, bunun 4,5 milyar \$'ı devlet iç borçlanma senetlerine giriş olarak gerçekleşti.

**2013 cari açık tahminimizi 60 milyar \$'da tutuyoruz...**

Türkiye ekonomisinin cari açığın finansmanında son dönemde portföy girişlerine fazla bağımlı olması, yurtiçinde ve yurtdışındaki gelişmelerin sermaye akımlarının azalmasına neden olması durumunda ekonominin olumsuz etkilenebileceğine işaret ediyor. Bu yıl için cari açığın 60 milyar \$'a (GSYİH'nin %7,1'i) yükseleceği yönündeki tahminimizi koruyoruz. Cari açık geçtiğimiz yıl 47,7 milyar \$ (GSYİH'nin %6,1'i) olarak gerçekleşmişti.

**Sermaye Hesabı**  
(milyon \$)

|   | Nis    |        | 12-Aylık Toplam |         |
|---|--------|--------|-----------------|---------|
|   | 2013   | 2012   | Nis             | Mar     |
| Cari Açık                                 | -8,170 | -4,547 | -51,301         | -47,678 |
| Sermaye Hesabı (rezerv birikiminden önce) | 16,862 | 5,950  | 94,245          | 83,333  |
| Doğrudan Yabancı Yatırım                  | 469    | 225    | 8,199           | 7,955   |
| Portföy Yatırımı                          | 9,340  | 1,038  | 52,657          | 44,355  |
| Hisse Senedi                              | 133    | -145   | 6,025           | 5,747   |
| Borç Senetleri 1/                         | 8,927  | 1,579  | 42,610          | 35,262  |
| Yurtiçi                                   | 4,528  | 514    | 24,535          | 20,521  |
| Diğer Yatırımlar                          | 7,053  | 4,687  | 33,389          | 31,023  |
| Varlıklar                                 | 144    | 12     | 2,555           | 2,423   |
| Yükümlülükler                             | 6,909  | 4,675  | 30,834          | 28,600  |
| Kısa Vadeli                               | 3,467  | 2,349  | 19,728          | 18,610  |
| Uzun Vadeli                               | 627    | -429   | 1,374           | 318     |
| Banka Dışı Özel Sektör                    | 787    | -85    | 4,063           | 3,191   |
| IMF Kredileri                             | 0      | 0      | -1,859          | -1,859  |
| Diğer                                     | 2,815  | 2,755  | 11,591          | 11,531  |
| Net Hata Noksan                           | -1,419 | -1,089 | -8,799          | -8,469  |
| Rezerv Varlıklar 2/                       | -7,273 | -314   | -34,107         | -27,148 |

1/ Yerleşik olmayanlara yapılan yurtiçi ihraçlar dahil.

2/ (-) işaret rezerv birikimini gösterir.

**PPK kararları beklentilere paralel**

**Para Politikası Kurulu TL'nin zayıf görünümünü nedeniyle Haziran'da beklemede kaldı...**

Para Politikası Kurulu Haziran toplantısında kısa vadeli faizleri değiştirmede. Banka diğer yandan, rezerv opsiyon katsayıları ve zorunlu karşılık oranlarında da değişikliğe gitmezken, küresel ekonomideki belirsizlikler nedeniyle sermaye akımlarındaki yavaşlamaya dikkat çekti. Kurul ayrıca küresel ekonomiye dair belirsizliklerin ve sermaye akımlarındaki oynaklığın sürmesi nedeniyle para politikasında her iki yönde de esnekliğin korunmasının uygun olacağı yinelerken, TL likidite kompozisyonunda gereken ayarlamaların yapılacağını belirtti. Diğer yandan, PPK, iç talep ve kredilerdeki artışlar ile döviz kuru hareketlerinin fiyatlama davranışları üzerindeki etkilerini yakından izlediğini ifade etti. Bankanın TL'de volatilitenin devam etmesi durumunda ilave parasal sıkılaştırma ve döviz satım ihaleleri ile yola devam etmesi beklenmeli.

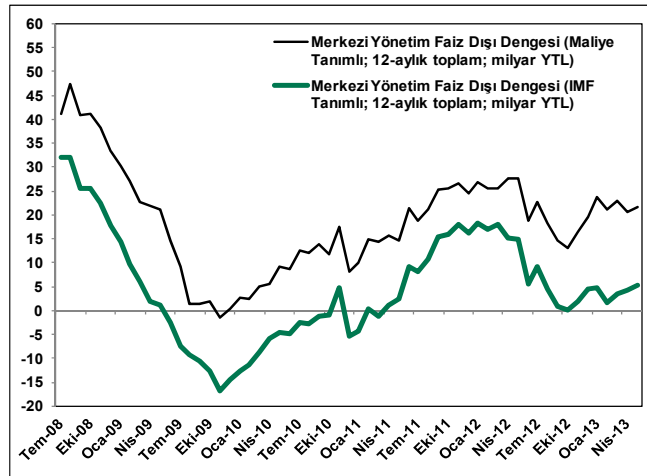
**Ekonomik aktivitedeki toparlanma bütçe dengelerini destekliyor**

Mayıs ayında merkezi yönetim bütçesi geçen yıl Mayıs ayındakine benzer şekilde 4,6 milyar TL fazla verirken, faiz-dışı fazla rakamı 8,1 milyar TL ile Mayıs 2012'deki rakamın üzerinde gerçekleşti. Bu yıl Mayıs ayında 1,1 milyar TL daha fazla faiz ödenmesi bu yıl faiz-dışı fazlanın daha fazla gerçekleşmesi sonucunu doğurdu. Diğer yandan, yılın ilk beş ayında bütçe 4,3 milyar TL fazla verirken, geçen yılın aynı döneminde 0,4 milyar TL açık vermişti.

Mayıs ayında faiz-dışı harcamalar %12 artışla Nisan ayı ile kıyaslandığında hız keserken, sermaye transferleri ve sermaye harcamalarında sırasıyla gerçekleşen %77 ve %21 artış dikkat çekici. Vergi gelirleri ise Mayıs'ta yıllık bazda %14 artarken, son üç ayda faiz-dışı harcamaların üzerinde bir hızla artış göstermiş oldu. KDV ve özel tüketim vergilerindeki %25 ve %24'lük artışlar ise özel tüketimdeki toparlanmanın bütçedeki olumlu yansımalarını gösteriyor.

Bütçede yılın ilk beş ayında gözlenen olumlu performans ve elektrik özelleştirmelerinden sağlanacak gelirler bu yıl bütçe hedeflerinin tutturulması açısından zorluk yaşanmayacağına işaret ediyor. Bu da tahvil arzında bu yıl için planların üzerinde bir artış olmayacağını ima ediyor. Diğer yandan, protesto gösterilerinin sürmesinin ekonomik aktivitede dolayısıyla vergi gelirleri üzerinde yaratabileceği olası bir yavaşlama ise bütçe dengeleri üzerinde bir risk oluşturuyor.

**Ocak-Mayıs bütçe gerçekleştirmeleri yılın kalanında tahvil faizleri üzerinde bu cepheden yukarı yönlü baskı oluşma ihtimalinin zayıf olduğuna işaret ediyor**



Kaynak: TCMB