

Ekim Enflasyon...

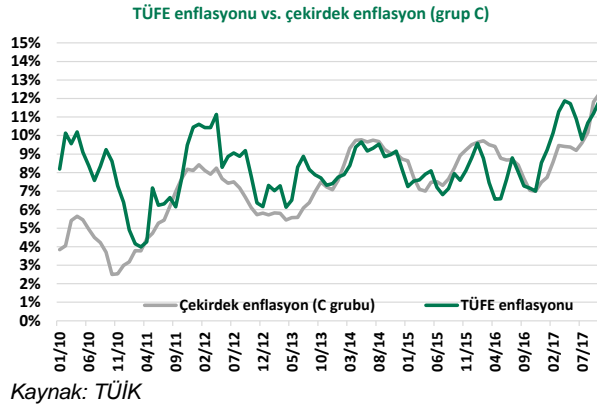
Ekim TÜFE enflasyonu, %1.7 olan piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşerek %2.08 olarak açıklanmıştır. Bu veri sonrasında yıllık enflasyon %11.2'den %11.9'a doğru tırmanmıştır. Yı-ÜFE enflasyonu da aylık %1.71 artarak yıllık seviyede %16.3'den %17.3'e yükselmiştir.

Çekirdek enflasyonundaki artışa bağlı olarak enflasyon görünümünde bozulma devam etmektedir...

Gıda enflasyonu, Mayıs ile Eylül ayları arasındaki negatif gerçekleştirmelerin ardından, Ekim ayında beklentilerin biraz yukarısında %2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yıllık gıda enflasyonu da %12.5'ten %12.7'ye yükseltmiştir. Öte yandan, TÜFE enflasyonunun beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinin temel nedeni %11,0'den %11,8'e yükseliş gösteren çekirdek enflasyon (C grubu enflasyonu) olmuştur. Bu yükselişte de (mobilya ve beyaz eşyada) vergi indirimlerinin sona ermesi, giyim grubu enflasyonunun hesaplamasına ilişkin metodolojik değişiklik ve Türk Lirası'ndaki değer kayıplarının etkili olduğu söylenebilir. Şöyle ki, yıllık bazda giyim enflasyonunun %5.7'den %11.4'e yükselmesi, büyük oranda metodolojik değişiklikten kaynaklanmaktadır. Dayanıklı tüketim malları bileşeni için aylık %3.4'lük enflasyonu ise büyük ölçüde vergi indirimlerinin sona erdirilmesinin ve TL'de görülen değer kaybının, kısmen de olumlu seyreden talep koşullarının bir yansımasıdır. Ek olarak; hizmetler sektörü enflasyonu %9.6 seviyesinde yatay seyrederak katılığını korumuştur.

2017 sonu TÜFE enflasyonunun %11,5 olarak tahmin ediyoruz...

Son aylarda beklentileri aşan enflasyon gerçekleştirmeleri ve TL'de devam eden değer kaybı süreci, sene sonu TÜFE enflasyonunun (daha önceki beklentimiz olan) tek hanede kalmasını neredeyse olanaksız kılmıştır. Yıllık enflasyonun Kasım ayında da yükselmeye devam ederek %13,0'e yaklaşmasını, Aralık ayında ise geçen seneden kalan olumlu baz etkisi nedeniyle (sigara zammı, yüksek gıda ve enerji enflasyonu kaynaklı) %11,5'e gerilemesini bekliyoruz. Bu rakam, TCMB'nin Kasım ayının başındaki revize %9,8'lik tahmininin oldukça üzerindedir.



Eylül ödemeler dengesi...

Eylül ayı cari açığı, piyasa beklentisi olan 4,1 milyar USD'nin üzerinde gelerek 4,5 milyar USD olarak açıklanmıştır. Önceki ayların turizm gelirlerinin yukarı revize edilmesiyle, cari açık toplamda 0,7 milyar USD gerilemiştir. 12-aylık cari açık, Ağustos ayındaki 36,3 milyar USD'den 39,2 milyar USD'ye artış göstermiştir. Bu yükseliş; ithalattaki ivmelenmeden (Eylül ayında yıllık %31'lik artış) kaynaklanırken, (net) turizm gelirleri yıllık %36'lık artışla cari dengeyi olumlu etkilemeye devam etmektedir.

Artan cari açık, büyük oranda portföy yatırımlarıyla finanse edilmeye devam ediyor...

Eylül ayında cari açık, hisse senetlerindeki 248 milyon USD'lik çıkışa rağmen, önceki aylarda olduğu gibi büyük oranda "portföy yatırımları" (3,4 milyar USD) ve "net hata ve noksan" (1,7 milyar USD) ile finanse edilmiş görünmektedir. Portföy yatırımlarından, Hazine'nin 1,75 milyar USD'lik Eurobond ihracıyla birlikte yurtdışı yerleşiklerin 0,8 milyar USD'lik DİBS alımı temel finansman kalemleri olmuşlardır. Banka ve şirketlerin tahvil ihraçları (her biri 0,5 milyar USD) da cari açığın finansmanına önemli katkı yapmıştır.

Özel sektörün yurtdışından borçlanması özellikle son iki yıldır gerilemektedir...

Ocak-Ağustos döneminde net 3,4 milyar USD'lik kredi geri ödemesi yapan bankacılık sektörü, Eylül ayında net 1,2 milyar USD'lik kredi kullanmıştır. İlik sekiz aylık dönemde net 2,6 milyar USD borçlanan şirketler kesimi ise, Eylül ayında 0,5 milyar USD düzeyinde net borç ödemiştir.

Özel sektörün yurtdışından yeniden borçlanma oranları özellikle son iki yıldır sürekli gerilemektedir. 2017 başından bu yana, uzun vadeli kredilerin yenilenme oranı bankalar için %90, şirketler için ise %103 olmuştur. Bu oranlar, örneğin 2015 yılında bankalar için %300, şirketler için %200 seviyelerindeydi. Yeniden borçlanma oranlarındaki bu gerilemeye bağlı olarak, 2013-2015 yılları arasında 20 milyar USD seviyelerinde seyreden 12-aylık birikimli borçlanma tutarı, hâlihazırda 0,7 milyar USD'ye kadar gerilemiştir.

Özel sektörün yurtdışı borçlanma kapasitesi, büyümenin sürdürülebilirliği açısından önem taşımaktadır...

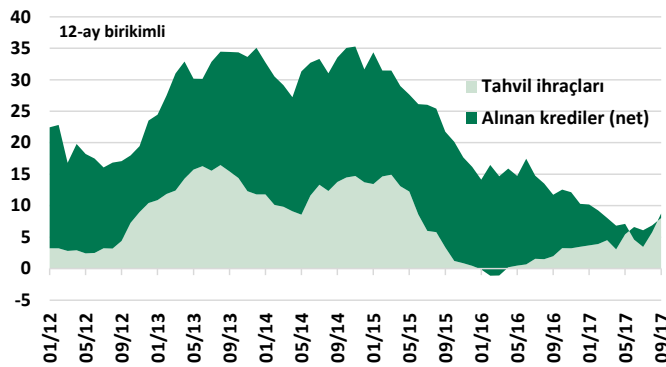
Banka ve şirketlerin yurtdışında tahvil ihraçları ise Ocak-Eylül döneminde 6,6 milyar \$'a, son 12 aylık dönemde de 8,0 milyar \$'a ulaşarak, iki yıllık durgunluğun ardından 2017'de yeniden hareketlenmeye başlamıştır. Bu hareketlenmeye karşın, 2014 yılındaki 14 milyar \$'lık tahvil ihraç tutarının henüz uzağında olduğumuzu da not edelim.

Özetle, özel sektörün toplam borçlanması (krediler ve tahvil ihraçları) 2013-2015 yılları arasında 30-35 milyar \$ civarında seyrederken, Eylül sonu itibariyle 8,8 milyar \$ seviyesine gerilemiştir.

Bankacılık sektöründe kredi/mevduat oranının %125 civarında seyrettiği ve Hazine'nin de borçlanma ihtiyacının arttığı bir dönemde, özel sektörün yurtdışı borçlanma kapasitesi, 2017'de kredi garanti fonunun desteklediği büyümenin sürdürülebilirliği açısından önem taşımaktadır.

Ekim ayı dış ticaret rakamları, 12 aylık birikimli cari açığın 39 milyar \$'dan 42 milyar \$ civarına yükselbileceğine işaret etmektedir. Cari açığın sene sonunda da 44 milyar \$ (GSYH'nin %5,3'ü) yükselmesini bekliyoruz.

Özel sektörün yurtdışından borçlanması



Kaynak: TCMB, Şeker Yatırım

Para politikası değerlendirmesi...

Kasım ayında bir PPK toplantısı olmasa da, para politikası açısından oldukça yoğun bir ay geçirdiğimizi söyleyebiliriz. TL'nin USD karşısında 11 Eylül'de 3,40 seviyesini gördükten sonra hızlı bir değer kaybı sürecine girerek Ekim sonunda 3,77, Kasım başlarında da 3,85 seviyelerini görmesi üzerine, TCMB bir dizi önlem açıkladı.

TCMB TL'deki değer kaybı sürecini önlemek amacıyla bir dizi önlem açıkladı...

Aşağıda, TCMB'nin kendi ifadesiyle "ekonomik temellerle uyumlu olmayan sağlıksız fiyat oluşumları" olarak tanımladığı TL'nin değer kaybı sürecine karşı ay içinde aldığı önlemlerin listesini bulabilirsiniz:

- ❖ **Rezerv opsiyon mekanizmasında (ROM) değişiklik:** 6 Kasım'da ROM kapsamında döviz imkân oranı üst sınırını %60'tan %55'e düşürürken, tüm dilim aralıkları da 5'er puan aşağı çekti. TCMB bu işlemle piyasadan yaklaşık 5,3 milyar Türk lirası likiditesi çekilirken, yaklaşık 1,4 milyar USD tutarında döviz bankaların kullanımına geçeceğini belirtti.
- ❖ **İhracat reeskont kredilerine ilişkin düzenleme:** 6 Kasım'da ayrıca, 1 Şubat 2018 (dahil) tarihine kadar vadesi dolacak olan ihracat reeskont kredilerinin, kredinin vadesinde ödenmesi halinde, ABD doları için 3,7000, Euro için 4,3000, İngiliz Sterlini için 4,8000 kuru kullanılarak Türk lirası olarak yapılabilmesine olanak tanıdı.
- ❖ **Türk lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım sözleşmeleri:** 13 Kasım'da, TCMB Başkan Yardımcısı Erkan Kilimci, kurdaki volatilitiyi sınırlamak ve şirketlerin kur riski yönetimine yardımcı olmak amacıyla TL ödemeli vadeli döviz satım ihaleleri açmayı planladıklarını açıkladı. 1 ay, 3 ay ve 6 ay vadeli ihalelere 18 Kasım'da, başlandı. TCMB, 2017 yıl sonuna kadar vadeli döviz pozisyon tutarının en fazla 3 milyar USD olmasını planlıyor.

TCMB'nin attığı bu adımların kura major bir etkisinin olmasını beklemiyoruz...

TL Uzlaşmalı Vadeli Döviz Alım-Satım işlemleri, vade sonunda tarafların anaparaları el değiştirmedeği ve TL cinsinden nakdi uzlaşma esasına dayanan bir türev ürün olma özelliği taşıyor. Buna göre, vade gününde spot kurun, bankalar ve TCMB arasında ihalede anlaşılan kur seviyesini aşması halinde aradaki farkı TCMB bankalara TL olarak ödemeyi taahhüt ediyor. Ters durumda da, aradaki farkı bankalar TCMB'ye TL olarak ödüyor. Dolayısıyla, TCMB'nin döviz rezervleri etkilenmemiş oluyor.

TCMB yeni mekanizmanın reel kesimin kur riskinden korunma amaçlı işlemlerinin yarattığı volatilitiyi sınırlandırmak amacıyla tasarlandığını belirtiyor.

Piyasa GLP faizinde en az 100 baz puanlık bir artışı fiyatlamış durumda...

❖ **Ve son olarak, 25 bazpuanlık örtülü faiz artırım:** 21 Kasım'da TCMB bankaların gecelik vadede borç alabilme limitlerini, ertesi günden geçerli olmak üzere sıfıra indirdi. Bu karar, TCMB'nin piyasaya tüm fonlamasını geç likidite penceresinden (GLP) %12,25 faizle yapacağı anlamına geliyordu. TCMB'nin fonlamasının zaten %90'a yakınına GLP üzerinden gerçekleştiğinden, bu durum, fonlama fazinde %11,99'dan %12,25'e sınırlı bir yükselişe neden oldu.

Zarrab davası başta olmak üzere politik belirsizliler altında TCMB'nin bu adımlarının kurlar üzerinde önemli bir etkisinin olmasını beklemiyoruz. TL'nin daha önceki değer kaybı süreçlerine benzer bir seyirle tedbirlerin geldiğini görüyoruz. Buna göre, 14 Aralık'ta PPK toplantısında faiz artırım ihtimalinin güçlendiğini düşünüyoruz. Piyasa da GLP faizinde en az 100 baz puanlık bir artışı fiyatlamış durumda.

3. çeyrek GSYH değerlendirmesi

KGF'nin gecikmeli desteği ile birlikte tüm öncü göstergeler 3. Çeyrekte çok güçlü GSYH büyümesinin habercisi...

Takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi (SÜ) Eylül'de yıllık %10,5 artarken, bu rakam 3. çeyrekteki ortalama artış oranını %10,1'e getirdi. Düzeltilmemiş SÜ serisi de, Eylül'de %13,4, 3.çeyrek genelinde ise %14,3 artış gösterdi.

Sanayi üretimi dışında, güçlü PMI (3Ç: 54.5 – 2Ç: 53.4) ve kapasite kullanımı (3Ç: %78,8 – 2Ç: %78,7), dış ticaretteki (özellikle de ithalattaki) ve vergi gelirlerindeki canlanma, Kredi Garanti Fonu'nun (KGF) gecikmeli etkileri ve son olarak olumlu baz etkisi, 11 Aralık'ta açıklanacak 3. çeyrekte GSYH büyümesinin çok yüksek çıkabileceğine işaret ediyor.

Ancak, geçtiğimiz Aralık ayında açıklanan yeni GSYH serisi ile birlikte, büyümenin öncü göstergeleri ile GSYH büyümesi arasındaki ilişki zayıfladığından, GSYH tahmini yapmak giderek zorlaşmış durumda.

Açık olarak ifade etmek gerekirse, 2017 ilk yarısında sanayi üretim endeksi %1,9 artış gösterirken, aynı dönemde GSYH altında sanayi sektörü büyümesi %6,5 oldu. Benzer şekilde, SÜ endeksinin alt kalemlerinden olan ve inşaat sektörü aktivitesi ile yakın ilişkili diğer metalik olmayan mineral ürünler (çimento, cam, seramik, vb.) üretimi aynı dönemde %0,5 daralırken, GSYH serisi inşaat sektörünün %6,5 büyüdüğüne işaret etmekteydi. Bunlar dışında, sermaye malı ithalat endeksinde yılın ilk yarısındaki %23'lük daralmanın %5,1'lik GSYH büyümesi (ya da %6,5'lik yatırım büyümesi) ile çok tutarlı olmadığı da söylenebilir.

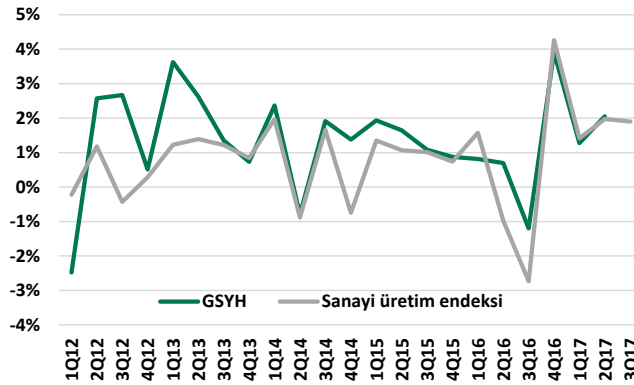
Öncü göstergelerdeki yıllık değişimler ile GSYH'deki yıllık değişimler arasındaki bu zayıf ilişki nedeniyle, takvim ve mevsim etkisinden arındırılmış serilerdeki çeyreklik değişimlerin dikkate alınmasının GSYH tahminine yardımcı olabileceğini düşünüyoruz. Hatırlatmak gerekirse, GSYH çeyreklik bazda ilk çeyrekte %1,3, ikinci çeyrekte ise %2,3 büyümüşü. Çeyreklik büyüme, üçüncü çeyrekte sabit bile kalsa, üçüncü çeyrekte yıllık GSYH büyümesinin (düzeltilmemiş seriye göre) %9,0'a ulaşabileceğini hesaplıyoruz.

3.çeyrekte çeyreklik %1,5-2,0'lik büyüme ile yıllık GSYH büyümesinin %10,5'e ulaşmasını bekliyoruz...

Aşağıdaki grafik, sanayi üretim endeksindeki çeyreklik değişimler ile GSYH'deki çeyreklik değişimler arasında özellikle de son birkaç çeyrekte görece güçlü bir ilişkinin olduğuna işaret ediyor. Bunun dışında, PMI, dış ticaret rakamları ve vergi gelirlerinin de GSYH'deki çeyreklik büyümenin biraz azalarak da olsa devam ettiğine işaret ettiğini düşünüyoruz. Üçüncü çeyrekte çeyreklik bazda büyümenin %1,5-2,0 civarında gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Bu da yıllık GSYH büyümesinin %10,5 civarında gerçekleşebileceğine işaret ediyor. Buna göre, takvim etkisinden arındırılmış GSYH büyümesi de %9,0'u aşabilir.

Son çeyrekte, KGF etkisinin de zayıflamasıyla çeyreklik büyümenin %0,0-0,5 aralığına gerileyebileceğini düşünüyoruz. Ancak çeyreklik büyümenin son çeyrekte sıfır olması durumunda dahi, 2017 yılı büyümesi %6,5'in üzerinde kalabilir.

GSYH ve sanayi üretim endeksinde çeyreklik büyüme



Kaynak: TÜİK

Ekim merkezi bütçesi...

Merkezi hükümet bütçesi Ekim'de 3,3 milyar TL açık ve 0,2 milyar TL faiz dışı fazla verdi. Geçen yılın Ekim ayında ise 0,1 milyar TL bütçe açığı ve 2,8 milyar TL faiz dışı fazla vardı. Ocak-Ekim döneminde ise bütçe açığının geçen seneye göre 12,1 milyar TL'den 35,0 milyar TL'ye yükseldiği, faiz dışı fazlanın da 32,4 milyar TL'den 15,2 milyar TL'ye gerilediği görülüyor. IMF tanımlı faiz dışı denge ise Ocak-Ekim döneminde 10 milyar TL, son 12 aylık dönemde 22 milyar TL açığa işaret ediyor.

Bütçe görünümünde bozulma Ekim'de de devam etti...

Vergi yeniden yapılandırma planlarından elde edilen toplam gelirlerin 25,5 milyar TL'ye ulaştığı görülüyor. Bu gelirlerin 11,8 milyar TL'si bu sene, geri kalanı ise 2016'nın son çeyreğinde elde edildi. TL'nin değer kaybı ve son dönemde ithalattaki ivmelenme de ithalattan alınan KDV tahsilatını destekliyor. Vergi gelirlerinin, özellikle bu iki faktörün yardımıyla hedeflerle uyumlu seyrettiğini söyleyebiliriz. Buna göre, bütçe dengelerindeki bozulma faiz-dışı harcamalardaki yüksek oranlı artışlardan kaynaklanmakta. Bu yüksek oranlı artışların Ekim'de de devam ettiğini görüyoruz. Ekim ayı özelinde, sosyal güvenlik kurumlarına transferlerdeki yıllık %47, hane halkına transferlerdeki %35 ve yatırım harcamalarındaki %44'lük artışlar özellikle dikkat çekici.

Ağustos istihdam rakamları...

Mayıs-Temmuz arası duraklayan İstihdamdaki iyileşme, Ağustos'ta devam etti...

Mevsim etkisinden arındırılmış işsizlik oranı Temmuz'daki %11,1 değerinden Ağustos'ta %10,8'e geriledi. Tarım-dışı işsizlik oranı da aynı dönemde %13,3'ten %12,8'e geriledi. Aralık ayında %11,9'da zirve yapan işsizlik oranı sonrasında düşüşe geçmiş, ancak Mayıs ve Temmuz arasında yatay seyretmişti. Ağustos verisi, istihdam rakamlarının Ağustos döneminde yeniden iyileşmeye başladığını gösteriyor.

İşgücünde bir sene öncesine göre 1,26 milyon kişilik artışa karşın, 1,35 milyonluk istihdam yaratıldığı ve işsiz sayısında yaklaşık 89.000 kişilik azalma olduğu görülüyor. Bu Mart 2016'dan beri işsiz sayısında görülen ilk düşüş (bir sene öncesine göre) anlamına geliyor. Ağustos 2012'den beri ise sadece üçüncü kez bir iyileşme olduğu görülüyor.

İstihdam artışının son birkaç aydır hizmet sektörleri dışında sanayi ve inşaat sektörlerini de kapsadığını görüyoruz. Buna göre, istihdam datasının büyüme görünümünde son dönemde bir iyileşmeye işaret ettiğini söyleyebiliriz. Ancak, işsizlik oranının halen çok yüksek olduğunu ve GSYH verileri ile bir uyumsuzluk gösterdiğini de belirtmek gerek.

Ekim dış ticaret dengesi

Dış ticaret açığındaki hızlı artış Ekim'de de devam etti...

Ekim'de ihracat %8,6'lık artışla 13,9 milyar \$, ithalat %25,1 artışla 21,3 milyar \$ seviyesinde gerçekleşirken, dış ticaret açığı 7,3 milyar USD (Ekim 2016: 4,2 milyar USD) oldu. 12 ay birikimli açık 67,8 milyar USD'den 70,9 milyar USD'ye yükseldi (2016 sonunda 55,8 milyar USD idi).

Sene sonuna göre dış ticaret açığındaki yüksek artış temel olarak altın ve enerji (petrol) kalemlerinden kaynaklanıyor. Dış ticaret açığında, altın tek başına 11 milyar USD'lik, enerji kalemi ise 7 milyar USD'lik artışa neden oldu. Altın ve enerji dışarıda bırakılırsa, aslında dış ticaret açığının sene sonundaki 32,7 milyar USD seviyesinden 30,3 milyar USD'ye düştüğü görülüyor.

Ekim'de ithalattaki yüksek oranlı artış da petrol fiyatlarındaki artıştan ve firmaların hammadde stoklarını yenileme işlemlerinden kaynaklanıyor. Şöyle ki, altın ve petrol hariç ara malı ithalatının yıllık %34 arttığını görüyoruz. Öte yandan, yatırım malı ve tüketim malı ithalatının sadece %2,8 ve %8,4 arttığını ve zayıf seyretmeye devam ettiğini söyleyebiliriz. Ancak bu kalemlerde yılın ilk

Türk imalat sanayiinin ithalat bağımlılığının iyileştirilmesi için yapısal reformlara ihtiyaç var...

yarısında %21,2 ve %5,7'lik daralmanın olduğunu ve bu seviyelerden bir toparlanma olduğunu belirtmek gerek.

Türk imalat sanayiinin ve ihracatının ithal ara mallarına olan bağımlılığı, cari açık probleminin kronik sebeplerinden biri olarak karşımızda duruyor. Ekim ayı dış ticaret verisi de, bu alandaki yapısal reform ihtiyacını bir kez daha teyit ediyor.

Dış ticaret açığı rakamları, Ekim ayında 4,2-4,3 milyar USD civarında bir cari açığa işaret etmektedir. Buna göre, 12 aylık cari açık da 39 milyar USD'den 42 milyar USD'ye yükselebilir.

ÇEKİNCE: Bu raporda yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanarak hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı operasyonlarda kullanılmasından doğabilecek zararlardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.
