

**Kasım Enflasyon...**

Kasım TÜFE enflasyonu, %1,17'lik piyasa beklentisinin üzerinde %1,49 seviyesinde gerçekleşti. Bizim beklentimiz de %1,40 idi. Bu veri sonrasında yıllık enflasyon %11,9'dan %13,0'a doğru yükselmiştir. Yı-ÜFE enflasyonu aylık %2,02 artarken, yıllık seviyede %17,3'de sabit kalmıştır.

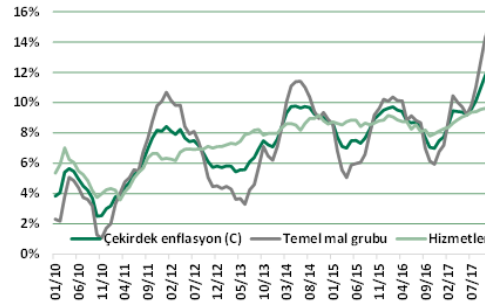
**Enflasyon Kasım'da 2003 serisinin yayınlandığından bu yana en yüksek seviyesine ulaştı**

- ❖ Gıda enflasyonu Ekim ayında olduğu gibi yüksek seyretti; %2,1'lik gıda enflasyonu, TÜFE enflasyonun beklentilerin üzerine çıkmasının da temel nedeni gibi duruyor. Yıllık gıda enflasyonu da %12,7'den %15,8'e yükseldi. Sene sonunda gıda enflasyonunun %5,6 olduğunu hatırlatalım.
- ❖ Çekirdek enflasyon (C grubu) %11,8'den %12,1'e doğru yükselişini sürdürdü. Bu artış, (TL'nin değer kaybına bağlı olarak) %14,3'ten %15,0'e yükselen temel mal grubu enflasyonundan kaynaklanıyor. Öte yandan, hizmet enflasyonunun hafif bir düzeltme ile %9,6'dan %9,4'e gerilediği görülüyor. Ancak bu seviyenin halen çok yüksek olduğunu ve fiyatlama davranışlarındaki katılığı yansıttığını not etmek gerek.
- ❖ Artan petrol fiyatları ve TL'deki değer kaybına bağlı olarak aratan enerji fiyatları da Kasım ayı enflasyonunu yükselten diğer bir faktör oldu. Enerji enflasyonu Kasım'da %2,5'e ulaşırken, aylık enflasyona kabaca %0,35'lik katkıda bulundu.

**Daha önce ilk çeyrekte %8,0-8,5'e düşeceği düşünülen enflasyon uzun bir süre daha çift hanede kalabilir**

Biz de, tüm piyasa gibi, TÜFE enflasyonunda önümüzdeki aylarda bir gerileme bekliyoruz. Ancak 2017 sonu TÜFE enflasyonu beklentimiz, TCMB'nin %9,8'lik tahmininin (Kasım başında %8,7'den revize edildi), üzerinde %11,5 seviyesinde. Öte yandan, TÜFE enflasyonunun son aylarda beklentileri aşması ve TL'de görülen yüksek oranlı değer kaybı nedeniyle, ilk çeyrekte enflasyonda beklenen düşüş süreci de, ilk beklentilere göre daha yavaş gerçekleşecek gibi duruyor. Daha önce ilk çeyrekte %8,0-8,5'lere kadar düşebileceği düşünülen TÜFE enflasyonunun %10 civarında çift haneli (ya da çift haneye yakın) seviyelerde kalmasını bekliyoruz.

**Çekirdek enflasyon ve bileşenleri**



Kaynak: TÜİK

**Ekim ödemeler dengesi...**

Ekim ayında cari açık 4,1 milyar \$'lık piyasa beklentisi ve bizim 4,2 milyar \$'lık tahminimizin altında 3,8 milyar \$ seviyesinde gerçekleşti. Bu sonuçla, 12 aylık birikimli cari açık da 39,6 milyar \$'dan 41,8 milyar \$'a yükseldi. Bu yükseliş ithalattaki ivmelenmeden (Eylül ayında yıllık %25'lik artış) kaynaklanırken, (net) turizm gelirleri yıllık %30'luk artışla cari dengeyi olumlu etkilemeye devam etmektedir.

**Ekim'de özel sektör borçlanması önceki aylara göre yoğunlaştı**

Ekim'de özel sektörün artan borçlanmasının (Eurobond ihraçları ve yurtdışından alınan krediler) cari açığın finansmanına fazlasıyla yettiği görülüyor. Ekim'de özel sektörün (bankalar ve şirketlerin) uzun vadeli borçlarına karşılık yeniden borçlanma oranları %137 ve %161 gibi yüksek seviyelerde gerçekleşti. Ayrıca net kısa vadeli borçlanmalarında da yükselişler meydana geldi. Sonuç olarak; kısa vadeli borçlanmadaki artış (1,7 milyar \$) da dikkate alındığında, özel sektörün net kredi borcunun 4,0 milyar \$ kadar arttığı görülmektedir (şirketlerden 1,6 milyar \$, bankacılık sektöründen 2,4 milyar \$).

**Cari açık yılbaşından bu yana büyük ölçüde portföy girişleri ile finanse edildi**

Buna ek olarak, yurtdışında tahvil ihraçlarının da 1,7 milyar \$'a ulaşmasıyla, özel sektörün Ekim ayındaki toplam borçlanması 5,7 milyar \$'a ulaşarak 3,8 milyar \$'lık cari açığın finansmanına fazlasıyla yetti.

Bunun dışında, kayıt-dışı sermaye girişleri (net hata noksan) 3,8 milyar \$'a ulaşarak, resmi rezervlerdeki 5,0 milyar \$'lık artışa önemli oranda katkıda bulundu. Bununla beraber, TL bono ve hisse senedi sınıfının her birine 0,1 milyar \$, doğrudan yatırım olarak da 0,6 milyar \$ olmak üzere

cılız sermaye girişleri yaşandı.

Ocak - Ekim döneminde, 35,3 milyar \$'lık cari açığa karşılık, sermaye girişleri 37,1 milyar \$'a ulaştı. Bunun dışında, kayıt-dışı sermaye girişleri de (net hata noksan) 2,7 milyar \$'a ulaşarak, resmi rezervlerdeki 4,5 milyar \$'lık artışa önemli oranda katkıda bulundu.

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

Cari açık Ocak-Ekim döneminde büyük ölçüde, 24,4 milyar dolara ulaşan portföy yatırımları (Hazine'nin ve özel sektörün Eurobond ihraçları da dâhil olmak üzere) ile finanse edilmiştir. Detaylarına bakıldığında; Hazine'nin gerçekleştirdiği 5,3 milyar \$ değerindeki net Eurobond ihracının yanı sıra hisse senetleri ve DİBS'lere sırasıyla 3,1 milyar \$ ve 7,6 milyar \$'lık giriş kaydedilmiştir.

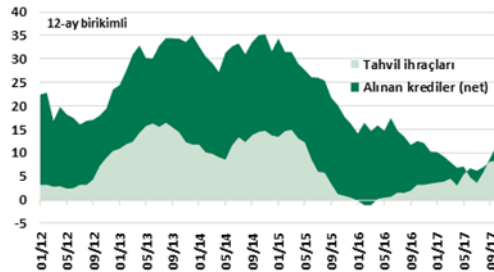
Özel sektör Eurobond ihraçları bu yıl hız kazanarak yılbaşından bu yana 8,9 milyar \$'a ulaşmıştır (geçen senenin aynı periyodunda 3,6 milyar \$). Diğer taraftan yurtdışından alınan krediler geçen yılın düşük rakamlarından (7,6 milyar \$) daha da gerileyerek 3,9 milyar \$ civarında gerçekleşmiştir. Sonuç olarak; özel sektör toplam borçlanması, Ocak - Ekim döneminde 12,4 milyar \$ olarak gerçekleşti (2016 yılının aynı döneminde 11,1 milyar \$).

Ekim ayında özel sektör borçlanmasındaki ivmelenmeye rağmen, toplam borçlanma son iki yılda hızlı bir şekilde daralmıştır. 12 aylık birikimli toplam borçlanma Ekim ayında 8,9 milyar \$'dan 11,6 milyar \$'a yükselmiştir. Bu artışa karşın, bu değer 2013 - 2015 arasında ulaşılan 30 - 35 milyar \$'lık borçlanma seviyelerinin oldukça altında kaldığı söylenebilir.

Sürdürülebilir büyüme için yurtdışından borçlanma kapasitesi kritik önem taşımaktadır. 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.

Gümrük Bakanlığı tarafından açıklanan geçici dış Ticaret verilerini baz aldığımızda Kasım ayı cari açığını 3,8 - 3,9 milyar \$, 12 aylık birikimli cari açığı da kabaca 43,5 milyar \$ olarak tahmin etmekteyiz (Eylül: 41,8 milyar \$). 2017 yılsonu cari açığının da 44 - 45 milyar \$'a ulaşabileceğini düşünüyoruz (GSYH'nin yaklaşık %5,3'ü).

Özel sektörün yurtdışından borçlanması



Kaynak: TCMB, Şeker Yatırım

#### Para politikası değerlendirilmesi...

**TCMB 14 Aralık'ta merakla beklenen PPK toplantısında, sadece geç likidite penceresi (GLP) faiz oranını, beklentinin altında 50 baz puan arttırdı.** Buna göre, GLP faizi %12,25'den %12,75'e yükselirken, gecelik borç verme faizi ve haftalık repo faizi %9,25 ve %8,0'de sabit kaldı.

**TCMB'nin kararı piyasadaki ağırlıklı beklenti olan 100 baz puanlık GLP faiz artışının altında kaldı**

TCMB'nin kararı piyasadaki ağırlıklı beklenti olan 100 baz puanlık GLP faiz artışının altında kalırken, faiz anketindeki en ılımlı beklenti olan 75 baz puanlık artış beklentisini dahi karşılayamadı. Bizim beklentimiz ise hem GLP, hem de gecelik borç verme faizinde 75-100 baz puan artış yapılması idi.

**İlk negatif tepkinin ardından, kur ve faizlerde küresel risk iştahı ve ABD vize**

Karar sonrası, kur ve faizler, beklendiği üzere, TCMB'nin kararına olumsuz tepki verdiyse de (\$/TL 3,82'den 3,88'e, 10 yıllık tahvil faizi ise %12,12'den %12,36'ya yükseldi). Küresel risk iştahının ılımlı seyrine bağlı olarak, ilk negatif tepkinin ardından, kur ve faizlerde karar öncesi seviyelere geri dönebileceğini düşündüğümüzü belirtmiştik. 2 Ocak 2018 itibarıyla, \$/TL'nin 3,76'ya, 10 yıllık tahvil faizinin de %11,64'e kadar gerilemesiyle bu beklentimizin doğru çıktığı görülüyor. Bu iyileşmede küresel risk iştahının yüksek seyretmeye devam etmesinin yanında, son olarak ABD'ye vize yasağının kaldırılmasının da etkisinin olduğu not edilmeli.

TCMB'nin hiç para politikası esnekliğinin kalmaması ileride faiz artışlarını zorunlu kılabilir. Öte yandan, GLP faizinin sadece 50 baz puan arttırılmış olması nedeniyle, TCMB'nin risk iştahındaki

**yasağının kalkmasına bağlı olarak iyileşme gözlemlendi**

olası bozulma durumunda, (ortalama fonlama faizini GLP faizine yaklaştırmak yoluyla) para politikasını sıkılaştırma esnekliği hiç bulunmuyor. Bu nedenle, TCMB'nin önümüzdeki PPK toplantılarında faiz artışlarına gitmek zorunda kalması ihtimalinin de bulunduğu göz ardı edilmemeli.

### 3. çeyrek GSYH

TÜİK, GSYH'nin üçüncü çeyrekte beklentilerin üzerinde yıllık %11,1 büyüdüğünü açıkladı. Bizim %10,5'lik büyüme tahminimiz gerçekleşmeye yakın olsa da, piyasanın ortalama büyüme beklentisi %8,7 seviyesindeydi. Takvim etkisinden arındırılmış GSYH büyümesi %9,6 olarak açıklandı. Takvim ve mevsim etkilerinden arındırılmış GSYH serisinde ise çeyreklik bazda %1,2'lik büyüme olduğu görülüyor. Çeyreklik büyüme rakamları ilk iki çeyrekte %1,6 ve %2,2 idi. TÜİK ilk iki çeyreğe ait yıllık GSYH büyüme rakamlarını da sırasıyla %5,1 ve %5,2'den, %5,3 ve %5,4'e revize etti. Böylece yılbaşından bu yana kümülatif yıllık büyüme %7,4'e ulaşmış oldu.

**Güçlü büyüme tamamen (özel sektör) iç talep kaynaklı**

Güçlü büyümenin tamamen iç talep kaynaklı olduğu gözlemlendi. Üçüncü çeyrekte özel sektörün sürüklediği iç talebin büyümeye katkısı %10,9'a ulaşırken, dış talep katkısı sadece %0,2'de kaldı.

Dayanıklı mal harcamalarındaki yıllık %31,1'lik çok yüksek oranlı artış, kredi garanti fonu (KGF) ve beyaz eşya ve mobilyadaki geçici vergi indirimlerinin büyüme üzerindeki olumlu etkisini net bir şekilde yansıtıyor. Toplam özel sektör tüketiminde büyüme %10,7'ye ulaşırken, bunun büyümeye etkisi %7,0 oldu. Öte yandan, kamunun tüketim harcamaları reel %2,8 artarken, büyümeye sadece %0,3'lük katkıda bulundu.

Yatırımlarda da %12,4'lük büyüme ile bir canlanma olduğu ve bunun büyümeye %3,6'lık bir katkı yaptığı görülüyor. Bu yatırım artışının da, önceki çeyreklerin aksine, sadece inşaat yatırımlarından kaynaklanmadığını, makine ve teçhizat yatırımlarının da %15,3'lük büyüme kaydettiğini belirtmek gerek.

Üretim tarafında büyümenin genele yayıldığı görülüyor. Sanayi, inşaat ve hizmetler (ticaret, ulaştırma ve turizm) sektörlerinde büyüme oranları %14,8, %18,7 ve %20,7'ye ulaşarak büyümenin çift haneye ulaşmasında başrolleri paylaştılar. Öte yandan, tarım ve diğer hizmetler (toplu halde) sektörlerinde büyüme oranları %2,8 ve %5,4'e ulaştı.

**2017 yılı büyümesi %7,0'ye yaklaşabilir**

Üçüncü çeyrek GSYH verisi açıklanmadan önce, son çeyrekte çeyreklik büyüme temposundaki yavaşlama beklentimize rağmen (%0,0-0,5 aralığına), 2017 yılı GSYH büyüme tahminimizi %6,7 olarak (piyasa: %5,5-6,0) açıklamıştık. Üçüncü çeyrek GSYH büyümesinin bizim tahminimizin az da olsa üzerinde gerçekleşmesi ve ilk iki çeyrekteki yukarı yönlü revizyonlar nedeniyle, bu tahminimizde yukarı yönlü risklerin bulunduğunu ve 2017 yılı büyümesinin %7,0'ye yakın bir seviyede gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.

### Neden 2018'de büyümenin %3,0-3,5 aralığına yavaşlamasını bekliyoruz?

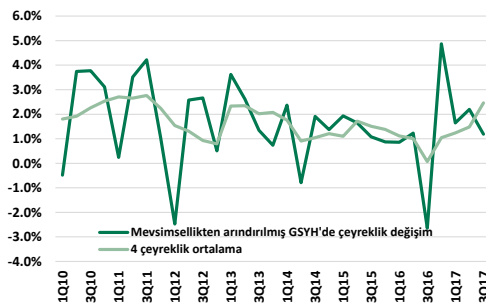
**2018'de büyümenin %3,0-3,5 aralığına yavaşlamasını bekliyoruz**

Takvim ve mevsim etkisinden arındırılmış GSYH serisindeki çeyreklik büyüme temposundan hareketle 2018 yılı GSYH tahminimize ulaşmayı amaçlıyoruz. 2017 yılında ortalama çeyreklik GSYH büyümesi %1,5 oldu. Uzun vadeli ortalamalara bakarsak da, ortalama çeyreklik GSYH büyümesinin, 2010 başından beri %1,6, 2013 yılı başından beri de %1,5 seviyesinde gerçekleştiğini görüyoruz. Ancak, çeyreklik büyüme temposunun 2018 yılında %1,0'in biraz altına gerileyebileceğini düşünüyoruz. Bu da 2018 yılı büyüme tahminimizin %3,0-3,5 arasında şekillenmesine yol açıyor.

Ortalama büyüme temposundaki yavaşlama beklentimizin arkasındaki nedenleri de şöyle sıralayabiliriz:

Kredi Garanti Fonu'nun büyümeye verdiği desteğin 2017 yılına göre oldukça azalacağını düşünüyoruz. Kredi/mevduat oranının %125'in üzerinde seyretmesi ve yurtdışından borçlanmanın da önceki yıllara göre çok sınırlanmış olması da güçlü bir büyüme eğiliminin finansmanını zorlaştırıyor. Son olarak, Hazine'nin artan borçlanma ihtiyacı da bir nevi "özel sektörü dışlama etkisi" yaratıyor.

Çeyreklik GSYH büyümesi (mevsimsellikten arındırılmış)



Kaynak: TÜİK

Ekim sanayi üretimi...

Takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi (SÜ) %5,3'lük piyasa beklentisine karşılık yıllık %7,3 artış gösterdi. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmamış (ham) veri ise %5,4'lük piyasa beklentisine karşılık %8,9 artış gösterdi. Mevsimsellikten arındırılmış serideki aylık artış ise %0,7 oldu.

Sanayi üretimindeki güçlü seyrin genele yayıldığı, hatta 24 alt kalemden yarısının çift haneli büyüme kaydettiği görülüyor. Bunlardan, giyim imalatındaki %17,0, makine-ekipman imalatındaki %19,4, fabrikasyon metal ürünleri imalatındaki %17,9 ve motorlu araçlar imalatındaki %12,0'lik artışlar özellikle öne çıkarlar.

Kasım merkezi bütçe...

Merkezi bütçe Kasım ayında 8,5 milyar TL fazla verirken (Kasım 2016: 10 milyar TL fazla), faiz dışı fazla da 13,6 milyar TL'ye (Kasım 2016 13,9 milyar TL) ulaştı. Bütçe görünümünde geçen seneye göre bozulma Ocak-Kasım dönemi rakamlarında net bir şekilde görülüyor. Bu sene bütçe açığı 26,5 milyar TL, faiz dışı fazla 28,8 milyar TL'ye ulaşırken, geçen sene aynı dönemde 2,1 milyar TL bütçe açığı, 46,3 milyar TL faiz dışı fazla vardı.

Kasım'da yeniden yapılandırma planları kapsamında ek 2,2 milyar TL gelir elde edilmesiyle, toplam yeniden yapılandırma gelirleri yılbaşından bu yana 13,9, planların başlangıcından (Ekim 2016) bu yana ise 27,7 milyar TL'ye ulaştı. Sosyal güvenlik sistemine transferlerin de, ilk 10 aydaki %27,6'lık artışın ardından, Kasım'da %17,3 gerilediği görülüyor. Bu sonucun, hükümetin geçtiğimiz yıl büyümeyi teşvik adımlarından biri olarak, Aralık 2016- Şubat 2017 arasındaki SGK primlerinin bu sene son çeyrekte ödenmesine olanak tanıyan kararına bağlı olarak ortaya çıktığı söylenebilir.

Hükümet yaz aylarında 2017 bütçe açığı projeksiyonunu 46,9 milyar TL'den 61,7 milyar TL'ye revize etmişti. Ocak-Kasım dönemi bütçe rakamlarına baktığımızda vergi gelirleri projeksiyonunun 10 milyar TL civarında aşılabileceğini görüyoruz. Bu aşımın muhtemel nedenlerini şöyle sıralayabiliriz: yeniden yapılandırma gelirlerinin beklentinin üzerine çıkması, ithalatta son aylardaki ivmelenme, ithalattan alınan KDV gelirlerinin TL karşılığının TL'deki değer kaybı nedeniyle artması ve genel olarak vergi gelirlerinin yüksek enflasyon nedeniyle suni olarak şişmesi.

Vergi gelirlerinin projeksiyonu 10 milyar TL kadar aşma ihtimali nedeniyle bütçe açığı da 62 milyar TL yerine 52 milyar TL civarında gerçekleşebilir. Ancak geçtiğimiz yıllarda, ek vergi gelirlerinin tasarruf edilmek yerine genelde ek harcamalara yönlendirildiğini, dolayısıyla da bütçe açığının çok da fazla etkilenmediğini gördük. Bu durum bu sene de geçerli olabilir. Gene de 2017 bütçe açığı, 62 milyar TL'lik projeksiyonun bir miktar altında kalabilir.

Kasım dış ticaret dengesi

Kasım ayında ihracat, yıllık bazda %11.3 artarak 14.2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşirken, ithalat % 23.1 artışla 20.5 milyar dolara çıktı ve dış ticaret açığı 6.3 milyar dolara yükseldi (Ekim 16'da 4.1 milyar dolar). Sonuç olarak, 12 aylık birikimli dış ticaret açığı Ekim ayında 71.0 milyar dolardan 73.1 milyar dolara yükseldi (2016 yılı Aralık ayında 55.8 milyar dolar).

Dış ticaret açığının yılbaşından bu yana artışı çoğunlukla altın ve petrol ithalatından kaynaklanmaktadır. Özellikle, bozulmanın 11.3 milyar dolarlık kısmı altın ticareti dengesinden

2017 sonunda bütçe açığı, projeksiyonun altında kalabilir

Dış ticaret açığındaki hızlı artış, ara mali ithalatına bağlı olarak sürüyor

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

kaynaklanırken, 8 milyar dolarlık kısmı petrol tarafından kaynaklanmıştır. Petrol ve altın hariç dış ticaret açığı, 2016 yılsonu seviyesi olan 32.7 milyar dolardan 30.8 milyar dolara düşmüştür.

Net petrol ve altın hesabı dışında petrol ve altın dışı (çekirdek) ara malları, dış ticaret açığındaki artışa son birkaç aydır önemli katkı sağlamış ve Kasım ayında da yıllık bazda % 22'lik bir yükseliş kaydetmiştir. Çekirdek ara malları ithalatı, Temmuz ve Kasım ayları arasında yıllık bazda ortalama % 37 artarken, sermaye ve tüketim malları ithalatı nispeten daha zayıf kalmış ve sadece % 6 artmıştır. Çekirdek ara malları ithalatındaki canlanmayı, şirketlerin stok yenileme çabalarına yoruyoruz ve bu nedenle önümüzdeki aylarda bu kalem üzerinde biraz daha ılımlılık görebileceğimizi düşünüyoruz. Öte yandan, ara malı ithalatındaki canlanmanın; ekonominin uzun süredir devam eden yapısal problemi olan Türk imalat sektörünün ve ihracatın ithalata olan bağımlılığını yansıttığını da belirtmek gerekir.

Eldeki dış ticaret verileri ile birlikte Ekim cari açığının 3.9 - 4.0 milyar dolar civarında gerçekleşmesi, 12 aylık birikimli cari açığını Eylül ayındaki 42 milyar dolarlık seviyesinden 43.5 milyar dolar seviyesine getirecektir.

**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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

---