

Okak Enflasyon...

Okak TÜFE enflasyonu, %0,85 tahminimizin üzerinde, piyasanın %1,36 beklentisinin ise altında %1,02 seviyesinde gerçekleşti.

Okak enflasyon tahminimizdeki sapma kur etkisinin beklediğimizden güçlü gerçekleşmesinden kaynaklanmıştır.

Enflasyonun Kasım ayındaki %13,0'den %10,35'e gerilemesiyle, olumlu baz etkisinin büyük bölümünün gerçekleştiğini düşünüyoruz.

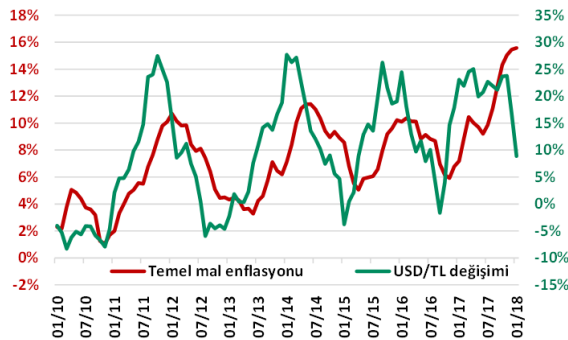
Okak ayı TÜFE enflasyonu, bizim %0,85'lik tahminimizin üzerinde, piyasanın ortalama beklentisi olan %1,36'lık seviyenin altında %1,02 seviyesinde gerçekleşti. Bu veri sonrasında yıllık enflasyon %11,92'den %10,35'e geriledi. Yıllık enflasyonu aylık %1,0 artarken (Okak 2017'de %4,0 idi), yıllık seviyede %15,5'den %12,1'e geriledi.

- ❖ **Gıda enflasyonu %1,7 ile beklentilerimize yakın gerçekleşti;** biz de gıda enflasyonunu %1,5 varsaymıştık. 2017'nin okak ayında gıda enflasyonu %6,4 idi, dolayısıyla gıda enflasyonunda yıllık bazda %13,8'den %8,8'e doğru keskin bir düşüş gerçekleşti (Kasım'da da %15,8 idi). Bu keskin düşüş temel olarak, geçen yıl Ocak'ta %34'e varan sebze meyve fiyatlarındaki artışın bu yıl normalleşmesinden kaynaklanıyor.
- ❖ **Enerji enflasyonu elektrik fiyatlarındaki artışa bağlı olarak ve beklentimize yakın bir şekilde %2,4 olarak gerçekleşti.**
- ❖ **Hizmet enflasyonu %1,26 seviyesinde gerçekleşirken (%1,3'lük beklentimize paralel), yıllık bazda %9,5'ten %9,2'ye geriledi.**
- ❖ Bu kalemlerde gerçekleşmelerin beklentilerimizle uyumlu olması, okak ayı enflasyonu, özellikle de temel mal grubu üzerindeki **kur etkisinin beklediğimizden güçlü gerçekleştiğine işaret ediyor.** Bu da enflasyon tahminimizdeki sapmayı açıklıyor.
- ❖ Otomobillerden alınan ÖTV'deki ayarlamaların, okak ayında kur geçişkenliğinin etkisini sınırlandıracağını düşünmekteydik. **Otomobil fiyatlarındaki %1,1'lik artışa** bakarak bu beklentimizin ancak kısmen gerçekleştiğini söyleyebiliriz (aralık ayındaki artış oranı %3,5 idi). Böylece otomobil fiyatlarında Haziran ayından beri kümülatif artış oranı da yaklaşık %16'ya ulaştı. Öte yandan, **mobilya kalemindeki %4,8'lik artışın beklentilerimizin çok ötesine geçtiğini söyleyebiliriz.**
- ❖ Kur hareketlerine en duyarlı alt grup olan **temel mal grubu enflasyonu yıllık bazda %15,5'den %15,6'ya hafif bir artış kaydetti.** Bu mal grubu üzerinde olumsuz kur etkisinin önümüzdeki aylarda da devam etmesini bekliyoruz, bu etkinin geçen yılın aynı dönemine göre hafif kalacağını düşünüyoruz. Dolayısıyla baz etkisi ile yıllık temel mal grubu enflasyonunda önümüzdeki aylarda bir gerileme görülebilir (Grafik 1'e bakınız).
- ❖ Sonuç olarak, **çekirdek enflasyonda %12,3'den %12,2'ye sadece %0,1 puanlık bir düşüş gerçekleşti,** bu da TCMB'nin mevcut para politikası duruşunu koruması gerektiğine işaret ediyor. Çekirdek enflasyonun önümüzdeki aydan itibaren daha hızlı bir düşüş trendi içine gireceğini düşünüyoruz. Ancak yakın vadede (en azından 2019'a kadar), tek hanelere gerilemesi de çok olası görünmüyor.

Geçmiş raporlarımızda da belirttiğimiz gibi, TÜFE enflasyonunun (tüm piyasaya paralel bir şekilde) baz etkisinin yardımıyla ilk çeyrekte düşüş trendinde olacağını öngörüyoruz. Ancak enflasyonun Kasım ayındaki %13,0 seviyesinden %10,35'e gerilemesiyle, olumlu baz etkisinin büyük bölümünün gerçekleştiğini düşünüyoruz. Yukarıda da belirttiğimiz gibi, baz etkisi temel mal grubu enflasyonunda bir miktar düşüş sağlasa da, enerji enflasyonu diğer yandan bu etkinin bir kısmını törpüleyebilir.

Özetle, enflasyonun önümüzdeki birkaç ay çok hafif gerileyebileceğini, yaz aylarında ise tekrar yükselişe geçebileceğini, yani son çeyreğe kadar bugünküne yakın seviyelerde dalgalanabileceğini düşünüyoruz. **Bu süreçte TL'de yeniden ciddi bir değer kaybı süreci yaşanmazsa (2016 sonu/2017 başındakine benzer oranda), TÜFE enflasyonu son çeyrekte %9,0'a doğru yakınsayabilir.**

Grafik 1: Kurdan Geçişkenlik: \$/TL değişimi – Temel Mal Enflasyonu



Kaynak: TÜİK

TL'de yeniden ciddi bir değer kaybı süreci yaşanmazsa TÜFE enflasyonu son çeyrekte %9,0'a doğru yakınsayabilir.

TCMB son PPK toplantısının ardından, enflasyonda baz etkisi ve geçici faktörlerden bağımsız olarak, belirgin bir iyileşme sağlanana kadar sıkı duruşu sürdüreceğini belirtmiş ve para politikasında gevşeme beklentilerinin önüne geçmişti.

TÜFE enflasyonunun son çeyreğe kadar çift hanelerde kalması muhtemel görüldüğünden, para politikasında bir gevşeme ihtimalinin pek mümkün olmadığını düşünüyoruz. Küresel risk iştahında bir bozulma olması durumunda, TCMB bir miktar daha sıkılaştırmaya gitmek zorunda da kalabilir. Bu beklentiye destekleyen bir diğer unsur da, TÜFE enflasyonunun TCMB'nin %9,8'lik sene sonu tahmini dikkate alındığında, TCMB'nin beklentilerinin çok üzerinde bir patikaya yerleşmiş olması.

Öte yandan, önümüzdeki aylarda büyümedeki potansiyel yavaşlama beklentilerin ötesine geçerse ve/veya enflasyon son çeyrekte beklendiği gibi düşüş trendine girerse, TCMB üzerindeki parasal genişleme baskılarının artabileceğini de söyleyebiliriz.

Özetle, TCMB'nin 2018 sonu /2019'un başı gibi parasal genişlemeye başlayabilmesi için, para politikasının kontrolü dışındaki alanlarda, örneğin gıda enflasyonu ve/veya petrol fiyatlarının seyri konusunda, biraz da şansının yanında olması gerekiyor.

Ocak Bütçe:

Merkezi bütçe ocak ayında 1,7 milyar TL fazla verirken (Ocak 2017: 11,4 milyar TL fazla), faiz dışı fazla da 7,7 milyar TL'ye (Aralık 2016: 18,0 milyar TL) ulaştı.

Genel olarak, vergi gelirlerinde %2,7'lik gerilemeye karşılık, faiz-dışı giderlerde 12,3'lük artış olduğu görülüyor (reel bazda).

Genel olarak, vergi gelirlerindeki (reel) %2,7'lik gerilemeye karşılık, faiz-dışı giderlerdeki (reel) 12,3'lük artış, bütçe performansında geçen yıla göre kötüleşmeyi açıklıyor olsa da, manşet rakamlarda yıllık bazda yaklaşık 10 milyar TL'lik kötüleşme için özellikle iki faktöre dikkat çekebiliriz:

- ❖ Önceki yıllarda, hükümet yatırım ödeneklerini genellikle yılın ilerleyen aylarında kullanmaya başlarken, bu sene Ocak ayında 5,6 milyar TL'lik yatırım ödeneğinin kullanıldığı görülüyor. Geçen yılın ocak ayında yatırım harcaması 0,4 milyar TL idi.
- ❖ Vergi dışı gelirlerin de 10,2 milyar TL'den 6,2 milyar TL'ye (%40) gerilediği görülüyor. Bunun nedeni de geçen yıl 4,0 milyar TL'lik özelleştirme gelirin bu sene olmaması.

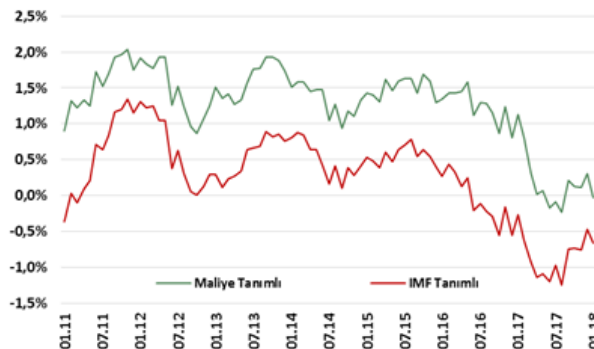
Özetle, bütçe fazlası ve faiz-dışı fazla rakamlarındaki yaklaşık 10 milyar TL'lik azalışların büyük bir kısmını tek başına bu iki faktör açıklıyor.

Tek bir ayın verisi ile bir yargıya varmak zor olsa da, rakamların geneline bakıldığında yıla iyi bir mali performans ile başlanmadığını söylemek gerek.

Öte yandan, tek bir ayın verisi ile bir yargıya varmak zor olsa da, rakamların geneline bakıldığında yıla iyi bir mali performans ile başlanmadığını da söylemek gerek. Yatırım harcamaları dışında da, cari transferler (özellikle de hane halkına ve fonlara transferler) ve mal-hizmet alımlarında da ciddi artışlar göze çarparken, KDV ve ÖTV tahsilatlarında da %11 ve %19'luk reel azalışlar olduğu görülüyor. Bu arada, Ocak ayındaki 21,5 milyar \$'lık rekor derecede yüksek ithalata karşılık, 6,7 milyar TL'lik vergi tahsilatının da düşük görüldüğünü söyleyebiliriz. Örneğin, benzer bir ithalatın gerçekleştiği Ekim ayında ithalat vergi tahsilatı 9,8 milyar TL'ye ulaşmıştı.

Kamu alacaklarının yeniden yapılandırma programlarından ise 2,0 milyar TL gelir elde edildiği görülüyor. Geçen yılın aynı ayında bu yolla elde edilen gelirler 1,4 milyar TL idi. Bu gelirler hariç tutulduğunda, vergi gelirlerindeki reel artışı %3,6 olarak hesaplıyoruz.

Grafik 2: Faiz Dışı Denge (GSYH'ye Oranı)



Kaynak: Maliye Bakanlığı

Kasım İstihdam:

Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı Kasım'da %10,3'den %10,1'e, tarım dışı işsizlik oranı ise %12,2'den %12,1'e geriledi.

Arındırılmamış seriler ise, geçen yılın aynı dönemindeki göre ise işsizlik oranının %12,1'den %10,3'e, tarım-dışı işsizlik oranının da %14,3'ten %12,2'ye gerilediğine işaret ediyor.

İşgücünde geçen yıla göre 1,01 milyonluk (%3,3) artışa karşılık 1,45 milyonluk (%5,3) istihdam artışı yaratılırken, işsiz sayısı da 440.000 azaldı. İşsiz sayısındaki bu düşüş 2011 yılından beri gördüğümüz en iyi performansa işaret ediyor.

Önümüzdeki aylarda, istihdam rakamlarındaki iyileşme hızının yavaşlamasını ve işsizlik oranının bir süreliğine %10,0'un az altında stabilize olmasını bekliyoruz.

Aralık Ödemeler Dengesi:

Sermaye girişlerindeki durgunluk Aralık'ta da devam edince rezervler 8,6 milyar \$ geriledi.

Aralık ayında cari açık bizim ve piyasanın 7,4 milyar \$'lık beklentisinin üzerinde 7,7 milyar \$ seviyesinde gerçekleşti. 12 aylık birikimli cari açık da 43,7 milyar \$'dan 47,1 milyar \$'a yükseldi. Tahminlerin üzerindeki açığın temel olarak, faiz ödemeleri ve doğrudan yatırımlardan kar transferleri gibi unsurları içeren gelir dengesindeki 1,2 milyar \$'lık açıktan kaynaklandığını görüyoruz.

Resmi rezervlerde Kasım'daki 4,1 milyar \$'ın ardından Aralık'ta da 8,6 milyar \$ azalış gerçekleşmesiyle, son iki aydaki rezerv kaybı 12,7 milyar \$'a ulaştı. Ocak-Ekim arasında ise 4,5 milyar \$ rezerv artışı vardı. Böylece resmi rezervler 2017 yılı genelinde 8,2 milyar \$ azalmış oldu.

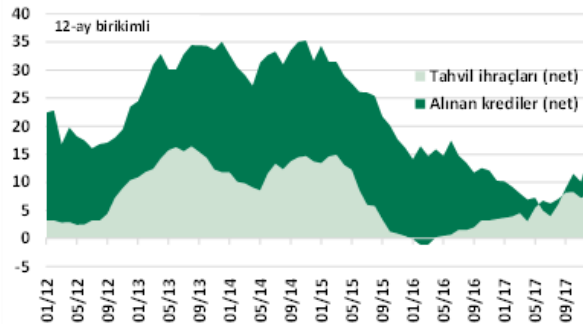
Bankacılık ve şirketler kesiminin yurtdışı pazarlardan yeniden borçlanma oranları Aralık ayında %189 ve %140'a ulaşırken, kısa vadeli borçlardaki azalış da dikkate alındığında, toplamda net borçlar 2,2 milyar TL arttı. Ticari krediler yoluyla 1,1 milyar \$, portföy yatırımları yoluyla 0,3 milyar \$ ve net hata noksan kalemi aracılığıyla 0,2 milyar \$ sermaye girişi yaşanırken, diğer yandan bankacılık sektöründeki yurtdışı yerleşiklerin mevduatı 0,6 milyar \$ geriledi ve bankalardan yurtdışı şubelerine 3,8 milyar \$'lık nakit transferi gerçekleşti.

Özetle, 7,7 milyar \$'lık cari açıkla birlikte toplamda 1,0 milyar \$'lık sermaye çıkışı gerçekleşmesiyle resmi rezervlerdeki azalma 8,6 milyar \$'a ulaştı.

2017'de cari açığın önemli bir bölümünün 24,1 milyar \$'a ulaşan portföy yatırımları yoluna finanse edildiği görülüyor.

2017'nin geneline bakıldığında, cari açığın önemli bir bölümünün 24,1 milyar \$'a ulaşan portföy yatırımları yoluna finanse edildiği görülüyor. Bunun içinde Hazine'nin 5,8 milyar \$'lık özel sektörün de 7,8 milyar \$'lık net tahvil ihraçları bulunuyor. Net doğrudan yatırımların 8,1 milyar \$'a, net borçlanmanın da 4,9 milyar \$'a ulaştığı görülüyor.

Grafik 3: Özel sektörün yurtdışından borçlanması (milyar \$)



Kaynak: TCMB

Ocak ayındaki gerçekleşme, mevsimsel trendlerin aksine, tarihin en yüksek dış ticaret açıklarından birine işaret ediyor.

Ocak dış ticaret dengesi:

TÜİK tarafından açıklanan Ocak ayı dış ticaret açığı 9,1 milyar \$'a ulaşarak dış dengedeki bozulmanın büyük bir hızla devam ettiğine işaret etmektedir.

Aralık ayında ihracat, yıllık bazda %11 artışla 12.46 milyar dolar, ithalat da %38 artışla 21.52 milyar dolara çıktı ve dış ticaret açığı 9.1 milyar dolara yükseldi (Ocak 2017'de 4.3 milyar dolar). Sonuç olarak, 12 aylık birikimli dış ticaret açığı sene sonundaki 76,8 milyar dolar seviyesinden 81.5 milyar

dolara yükseldi.

Mevsimsel trendler, yılın en düşük dış ticaret açığının Ocak ayında elde edildiğini gösterirken, bu sene Ocak ayındaki gerçekleşme tarihin en yüksek dış ticaret açıklarından birine işaret ediyor. Dolayısıyla, mevsimsellikten arındırıldığında, dış ticaret açığı daha da fazla kaygı vericidir. Mevsimsellikten arındırıldığında, geçen aya göre ihracat %1, ithalat ise %6 artış kaydetmiştir.

Ocak'ta altın ithalatı 2,3 milyar \$'a ulaşırken, altın ihracatı sıfıra yakındır.

Net altın ithalatı, 2017 yılında olduğu gibi, 2018'in ocak ayında da dış ticaret açığına önemli oranda katkıda bulunmuştur; altın ithalatı 2,3 milyar \$'a ulaşırken, altın ihracatı sıfıra yakındır. Altın dış ticaret dengesinin Ağustos 2016'dan itibaren kademeli olarak bozulduğu görülmektedir; bu tarihte (12 aylık birikimli) 3,8 milyar \$ fazla verilirken, 2017 Aralık sonunda 10 milyar \$ açığa ve son olarak ocak ayında da 12,3 milyar \$'lık açığa ulaşılmıştır. Altın ithalatındaki açığın önemli bir kısmı TCMB'nin rezervlerinin bir kısmını altına dönüştürme tercihiinden kaynaklanmaktadır. Bu tercih önümüzdeki aylarda devam etse bile aynı hızda sürmesini çok olası görmüyoruz. Bu nedenle altın ticaretinden kaynaklanan açığın önümüzdeki aylarda gerilemeye başlamasını bekliyoruz.

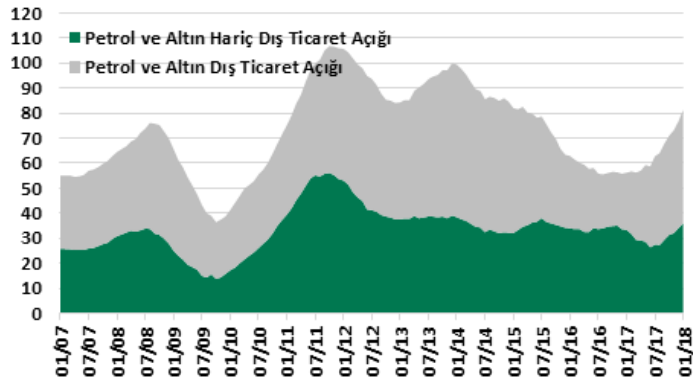
Altın ve petrol dışı açığın da 2017'nin ikinci yarısından itibaren hızla artmaya başladığı görülmektedir.

(12 aylık birikimli) dış ticaret açığında son bir yıldaki artışın 20 milyar \$'dan fazlası petrol ve altın ithalatından kaynaklanmış olsa da, altın ve petrol dışı açığın da 2017'nin ikinci yarısından itibaren hızla artmaya başladığı görülmektedir. Altın-petrol dışı dış ticaret açığı son olarak 33 milyar \$'dan 35 milyar \$'a yükselmiştir (Haziran sonunda 25 milyar \$). Bu artış trendi dış dengeler açısından endişe verici olsa da, büyüme görünümünün olumlu devam ettiğine işaret etmektedir.

Cari açığın önümüzdeki aylarda 56-67 milyar \$ (ve hatta daha üzerine) çıkabileceği anlaşıyor.

Bu sonuçlarla 2017 sonu itibarıyla 47,8 milyar \$ seviyesindeki cari açığın ocak ayında 51,5 milyar \$ civarına çıkacağı anlaşıyor. Cari açığın önümüzdeki aylarda 56-67 milyar \$ (ve hatta daha üzerine) çıkmasını beklemekle beraber, büyümedeki muhtemel yavaşlama ve baz etkisine bağlı olarak, açığın yılın ikinci yarısında gerilemesini bekliyoruz. Ancak mevcut trendler, cari açığın sene sonunda büyük olasılıkla 48,5 milyar \$'lık ilk tahminimizin üzerinde gerçekleşeceğine işaret etmektedir (sermaye girişlerinde ani duruş olmayacağı varsayımıyla).

Grafik 4: Dış ticaret açığının kırılımı (milyar \$)



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.