

Görünüm 2017



İÇİNDEKİLER

KÜRESEL ÖZET: 'Normalleşme'den daha uzak	1
ABD: Zayıf büyümede artan riskler ve seçim sonrası yeni politika arayışları	4
Euro Bölgesi: Politik ve ekonomik zayıflıklar	8
İngiltere: Brexit sonrası artan aşağı yönlü riskler	11
Japonya: Para politikasında 'yeni hedef' yaklaşımı	13
Çin: Yeni büyüme modeline geçişte belirsizlikler	15
Gelişen Ülkeler: Ekonomik dengelerde devam eden riskler	17
TÜRKİYE ÖZET: Küresel ekonomide yeni denge arayışında, iç dengelenme daha öngörülebilir	19
Büyüme: 'Uzun süreli zayıf küresel büyüme' ortamında, iç büyüme de baskı altında	25
Enflasyon: Dezenflasyonda direnç gözlenebilir	28
Para Politikası: 'Düşük küresel uzun vadeli faizler'in desteği altında	31
Dış Denge: 'Yapısal cari açık' belirginleşiyor	34
Maliye Politikası: Büyümeyi destekleyici ancak mali disiplinin korunduğu bütçe dengeleri	37
Makroekonomik Tahminler	40
Makroekonomik Varsayımlar	41
Makroekonomik Riskler	42
BİST STRATEJİ: Yüksek volatilityle birlikte, GOÜ piyasalarına yönelik risk iştahının desteği	43
Hisse Önerilerimiz	46

HALK Yatırım - Araştırma

Banu KIVCI TOKALI, Araştırma Direktörü
BTokali@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 88

Serhan YENİGÜN, Yönetmen
SYenigun@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 29

Abdullah DEMİRER, Uzman
ADemirer@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 24

Cemil Can SÜRÜCÜ, Uzman Yd.
Cemil.surucu@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 26

İlknur HAYIR TURHAN, Yönetmen
ITurhan@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 85

Furkan OKUMUŞ, Uzman
FOkumus@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 86

Mehtap İLBİ, Uzman
MILbi@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 30

Cüneyt MEHMETOĞLU, Uzman
CMehmetoglu@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 31

ÖNSÖZ

Küresel ekonomide normalleşme sürecinin işlerliğiyle ilgili endişelerin derinleştiğini; yavaş büyüme ortamının sadece bir kaç yılın sorunu olmadığını, uzun süreli durgunluk riskinin ('secular stagnation') geçmişe kıyasla daha yüksek olasılık verilen senaryolar arasına girdiğini rahatlıkla söyleyebiliriz. Bu noktada da, küresel ekonominin 2017 yılına ilişkin olarak, aşağı yönlü risklerin arttığı ve normalleşme ümidi açısından daha az güven veren bir görünüm sunduğunu düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemin ana çerçevesini ise, "mevcut destekleyici politikaların etkinliğinin daha fazla sorgulandığı; küresel ekonomideki zayıflıklar karşısında alternatif politika yaklaşımlarının daha fazla tartışıldığı, belki de deneme çalışmalarının gündeme geldiği" bir süreç olarak belirlemeyi tercih ediyoruz.

Bu yıla göre daha zorlu böyle bir küresel konjonktürde ise, iç ekonomik dengelerin istikrarlı bir görünüm sunmasında, para ve maliye politikalarındaki temkinli, kararlı ve ihtiyati yaklaşımın korunması daha da kritik bir hale geliyor. Güven ortamını güçlendirecek böyle bir yaklaşım altında ise, 'düşük küresel uzun vadeli faiz ortamı'nın geçerliliğini koruyacağı anlaşılan dış konjonktürde, iç dengelerde özellikle yapısal kısıtların şimdiye kadar izin vermediği arzu edilen iyileşmelerin sağlanabileceğini düşünüyoruz.

Sözkonusu yaklaşım altında 2017 görünümünün ana çerçevesini çizmek istersek, potansiyelin altında ancak mevcut uzun süreli zayıf küresel büyüme ortamında ve gelişen ekonomiler arasında hala büyüme cazibesini devam ettirebilen; emtia ithalatçısı olmanın avantajını özellikle cari açığını ılımlı seviyede tutmada gösterebilen; yüksek tek haneli enflasyon ortamının devam ettiği ancak risklerin kontrol altında kalabildiği; düşük küresel uzun vadeli faizler ve kontrol altında izlenimi sunan enflasyon görünümü karşısında, para politikasında sadeleşme yaklaşımının korunduğu; güçlü bütçe dengelerini devam ettiren bir Türkiye ekonomisi öngörüyoruz.

Küresel Özet: 'Normalleşme'den daha uzak

2016 yılını geride bırakmaya hazırlanırken, yıl boyunca çokça konuştuğumuz ancak 2017 yılında daha fazla konuşmayı beklediğimiz konuların başında **'zayıf küresel büyüme'** geliyor. Küresel ekonomide zayıflıkların 2017 yılında daha fazla ön plana çıkacağını, devam eden zayıf aktivite koşullarında küresel emtia fiyatlarının da aşağı yönlü risklere maruz kalmaya devam edeceğini, bu nedenle küresel büyüme ve para politikalarında **yeni model arayışlarının** gündemdeki ağırlığını artıracığını düşünüyoruz.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının daha da belirginleştirdikleri parasal genişleme programları ve rekor düşük faiz ortamına rağmen küresel büyümedeki zayıflıkların devam etmesi, mevcut büyüme ve **para politikalarının etkinliği konusunda soru işaretlerini** artırırken; mevcut politikaların işlerliğinin daha fazla sorgulanacağını, küresel ekonominin yönlendiricisi olan ülkeler ve merkez bankalarının yeni politika arayışları içerisine gireceğini düşünüyoruz.

Bunun ilk sinyallerini almaya başlasak da, mevcut politikaların terkedilerek yeni politikaların uygulanması konusunda henüz net somut adımlar atılmadığını görüyoruz. Japonya'nın 'parasal taban hedefli' genişleme programından 'verim eğrisi hedefli' parasal genişleme programına geçme kararı, Avrupa Merkez Bankası'nın varlık alımlarını kademeli olarak azaltabileceğine dair görüşmeler ile, Çin'in 'dış talep kaynaklı' büyüme modelinden 'iç talep kaynaklı' büyüme modeline geçişi, mevcut büyüme ve para politikalarının etkisizliği ile yeni politikalar ihtiyacının gerekliliğinin farkedilmiş olması açısından önemli ve olumlu bir gelişme. Ancak mevcut politikaların terkedilmesi konusunda yaşanan gecikmelerle birlikte, yeni politikaların uygulanabilirliği ve işlevselliğine ilişkin soru işaretleri nedeniyle, **küresel ekonomiye**

ilişkin belirsizliklerin artarak devam edeceği bir yıl olacağını düşünüyoruz.

Para politikaları açısından 'normalleşmeye aday' bir yıl olma beklentisiyle girdiğimiz 2016 yılının, zayıf küresel aktivite ve enflasyon yaratma konusunda devam eden aşağı yönlü riskler nedeniyle, 'normalleşmenin sorgulandığı' bir dönem olduğunu görürken; 2017'nin ise **'normalleşmede kalma olasılığının azaldığı'** bir yıl olacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, **küresel düşük faiz ortamının uzun süre devam etmesini** beklerken; merkez bankalarının faiz oranlarının daha fazla düşürülmesi konusunda manevra alanlarının daraldığını, gerekmesi halinde ise teşviklerin artırılması konusunda ek genişleme adımlarını tercih edeceklerini düşünüyoruz. Ayrıca, parasal genişlemenin büyüme ve enflasyon yaratma konusunda beklenen katkıyı gösterememesinin de, ek genişleme adımları konusunda **merkez bankalarını 'temkinli' olmaya itebileceğini** düşünüyoruz.

Siyasi cephede ise, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden ayrılma kararı (Brexit) sonrası **AB bütünlüğünün** daha fazla sorgulanmasını beklerken; **ABD'de 8 Kasım'da gerçekleşecek Başkanlık seçimlerinin** nasıl bir tabloda sonuçlanacağı öne çıkan unsurlar arasında yer alıyor. Mevcut durumda anketler, Demokrat Parti'nin adayı Hilary Clinton'un önde olduğunu gösterse de, Cumhuriyetçi Parti'nin adayı Donald Trump'ın da güçlü bir seçmen kitlesinin olması, seçimleri daha da kritik hale getiriyor.

Clinton'un galibiyetiyle sonuçlanan seçimler, mevcut politikaların devam edeceği beklentisiyle piyasa algılaması açısından olumlu etkiye neden olabileceken; Trump'ın galibiyetiyle sonuçlanması halinde ise, mevcut politikalarda marjinal değişikliklerin

olabileceği beklentisiyle piyasa algılamasının olumsuz olabileceğini, ancak bunun mevcut politikaların etkinsizliği nedeniyle gereken bir durum olmasının da etkisiyle, orta vadede daha olumlu bir algılamaya dönüşebileceği olasılığının da göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyoruz.

ABD’de, 2016 yılında para politikasında normalleşmeye aday iki ülkeden birisi olarak öne çıkan FED’in hem büyüme hem de enflasyonda hedefe ulaşmadığını görürken; yatırımlardaki olumsuz tablonun devamının yanı sıra, görece dayanıklı kalabilen **iç tüketimin son dönemde zayıf sinyaller göndermesi** de, büyümeye yönelik aşağı yönlü riskleri artıran bir gelişme olarak beliriyor.

Ekonominin en güçlü yanı olarak öne çıkan **istihdam piyasasındaki iyileşmenin sağlıklı olup olmadığı** konusundaki soru işaretleri de risk yaratan diğer bir unsur. Bunun en önemli göstergesi de **ücret artışlarındaki zayıflık** olup; bu zayıflığın devam etmesi, iç tüketimi dolayısıyla büyümeyi olumsuz etkileyebilir.

Öte yandan zayıf ücret artışları, enflasyon hedefine ulaşma konusunda da risklere neden olarak, FED’in **yeni politika araçları** ortaya koymasını daha da gerekli kılabilir. Yeni politika modellerinin ise, mevcut politikaların fazla etkili olamadığı **düşük verimlilik** sorununu çözmeye odaklı bir çerçevede oluşturulabileceğini düşünüyoruz.

Euro bölgesinde, merkez ve çevre ülke ekonomileri arasındaki farklılaşmanın devam edip etmeyeceğinin yanı sıra, 2016 yılına başlarken var olan deflasyon endişeleri kısmen dengelense de, bölge ekonomisinin **deflasyon sarmalından kalıcı olarak çıkıp çıkmadığı** tartışacağımız konular arasında öne çıkıyor.

Son dönemde **varlık alımlarının kademeli olarak azaltılabileceği yönünde beliren sinyaller sonrası Avrupa Merkez Bankası’nın**, mevcut para politikasının etkinsizliğinin daha da belirginleştiği ve yeni politika gerekliliğinin arttığı bu ortamda, politika değişikliğine gidip gitmeyeceği bölge ekonomisine yönelik beklentiler adına önemli olacak.

Önümüzdeki dönemde Almanya, Fransa, İtalya, Hollanda başta olmak üzere bazı üye ülkelerin gerek seçimlere gerekse de bazı önemli konularda referanduma gidecek olması, Brexit sonrası dönemde AB bütünlüğünün daha fazla sorgulandığı bir süreci beraberinde getirebileceğinden, **siyasi gelişmelerin de bölge ekonomisine yön vereceği** bir yıl olacağını düşünüyoruz.

İngiltere’de, AB’den ayrılma kararının ekonomiye yansımalarının daha fazla belirginlik kazanacağını beklerken; asıl etkinin ayrılmanın gerçekleşmesine yaklaşıldıkça hissedileceği beklentimizden yola çıkarak, korkulan boyutta bir kötüleşmenin yaşanıp yaşanmayacağı önemli olacak.

Müzakere sürecinde **AB’nin ticari ilişkilerindeki tutumu**, İngiltere’nin ekonomik büyümesi kadar dış ticaret dengesi açısından da bir hayli önemli olup, ayrılma sürecinin ticari ilişkilerde kısıtlamayla sonuçlanması halinde, İngiltere’nin ihracatında kötüleşmenin devamını ve cari açığın GSYH’ye oranında yeni tarihi yüksek seviyelerin gerçekleştiğini görebiliriz.

Japonya’da, 2016 yılında olduğu gibi büyüme ve deflasyon endişeleri ile gündemde kalmaya devam edeceğini düşündüğümüz ekonomide, 21 Eylül’de sürpriz bir şekilde, ‘parasal taban odaklı’ genişleme politikasının ‘**verim eğrisi odaklı**’ destekleyici politikaya

dönüştürülmesi sonrasında, yeni politika anlayışının ne ölçüde uygulanacağı ve işlerliği takip edilecek konuların başında geliyor. Para politikasının ekonomik aktiviteyi destekleyici tarafta yer almaya devam edeceğini, ancak ekonomik aktiviteyi canlandırma ve deflasyon sarmalından çıkarma konusunda mevcut genişlemeci para politikalarının etkinsizliği nedeniyle, maliye politikasının büyümeye katkısının daha fazla gündeme gelebileceğini düşünüyoruz.

Çin’de, 2016 yılında büyüme hızındaki yavaşlamanın korkulan boyutlara ulaşmayarak ‘ılımlı’ kalabildiğini gördüğümüz ekonominin, **‘iç talep kaynaklı’** yeni büyüme modelinin uygulanması halinde yavaşlayan büyüme trendinden kurtulup kurtulmayacağı, küresel büyüme ve risk algılaması açısından takip edeceğimiz unsurların başında geliyor.

2016 yılında hükümetin beklentisiyle uyumlu olarak **‘ılımlı’ yavaşlamaya** sahne olan Çin ekonomisindeki büyümenin **%6-7 bandında kalıp kalmayacağı** önemli olup, %6’nın altına gerileyen bir büyüme senaryosunda, küresel resesyon endişeleri belirginleşerek piyasalarda dalgalanmaları artırabilir.

Gelişen ülkelerin ise, uzun süreli küresel düşük faiz öngörümüz altında, **sermaye akımı açısından ilgi çekmeye devam edebileceğini** düşünüyoruz. Ancak, küresel büyüme endişelerinin kontrol altında kaldığı, aynı zamanda normalleşme baskısının gerçek anlamda gözlenmediği, dolayısıyla ‘düşük faiz ve yüksek likidite’ ortamının yılın genelinde düşük volatilitéyle gelişen piyasalara destek verdiği 2016 yılından farklı olarak; 2017 yılında, **daha yüksek volatilité** içeren ve **küresel risk algılamasının gelişen ülkeler arasında daha seçici olduğu** bir dönem öngörüyoruz. Bunun ana nedenlerini de; i) daha fazla sorgulanacağını düşündüğümüz

normalleşme süreci, ii) uzun süreli küresel durgunluk, iii) mevcut politikaların yeterli etkinliğe sahip olamaması nedeniyle gelişmiş ülke merkez bankalarının kredibilite kaybı, iv) yeni büyüme ve para politikası arayışları ile, v) küresel siyasi takvimdeki kritik gündem maddeleri şeklinde özetleyebiliriz.

ABD: Zayıf büyümede artan riskler ve seçim sonrası yeni politika arayışları

ABD ekonomisi 2016 yılına, FED'in projeksiyonlarında dört faiz artırımına gideceği varsayımıyla girmiş olsa da; küresel ekonomide yaşanan durgunluk ve ABD ekonomisinin beklenen toparlanmadan uzak görüntüsü nedeniyle, **faizlerin öngörülenden daha uzun süre düşük kalacağı** tablosuyla tamamlamakta olduğunu söyleyebiliriz.

Küresel ekonomiye ilişkin zayıflıkların ön plana çıkmasıyla, ABD'de ekonomik aktivitedeki zayıflıklarla birlikte, enflasyon gelişiminde hedeften uzak seyir, normalleşme sürecinin devamında riskleri artırmış görünüyor. 2016 yılında zayıf gelişmiş ekonomilerde negatif faiz uygulamasının derinleştirilmesiyle normalleşme sürecinden uzaklaşılırken, önümüzdeki dönem için de **alternatif yaklaşımlara** yönelik çalışmaların gündeme geldiğini görüyoruz. Bu çalışmaların, 'helikopter para' gibi doğrudan ek parasal genişlemeci önlemlerden ziyade, yeni para politikası yaklaşımları kapsamında olmasını daha fazla ihtimal dahilinde görürken, **maliye politikalarının etkinliğinin artırılmasını** da içerebileceğini düşünüyoruz.

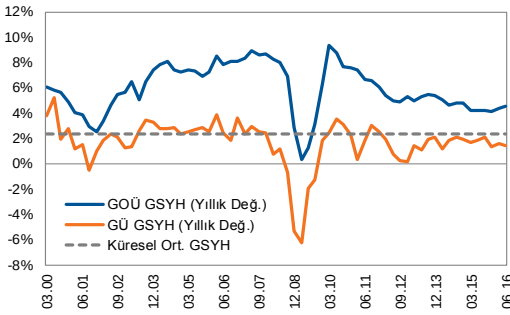
Para politikası önlemleriyle ilgili tartışmaların, **negatif nominal faizlerin derinleştirilmesi** ya da **enflasyon hedefinin yukarı çekilmesi** yoluyla **reel faizlerdeki negatif alanın genişletilmesi** şeklinde geliştiğini izliyoruz. Bu çerçevede, negatif reel faiz alanının

genişletilmesi durumunda, özellikle **bankacılık sektöründe yaratabileceği negatif etkiler** ön plana çıkarken; reel negatif faizlerin yatırımlar üzerinde yaratabileceği pozitif etki savunuluyor. Enflasyon hedefinin yükseltilmesi senaryosunda ise, mevcut %2'lik hedefe ulaşamaması nedeniyle, yeni hedefin gerçekçiliğinin tartışıldığını izliyoruz.

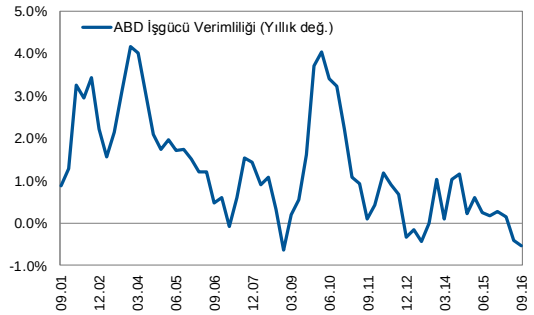
Ekonomik kırılganlıkların başında gelen bir unsur olarak, 1995-2005 döneminde %2,3 olan verimliliğin 2013-2016 döneminde %0,4 seviyesine kadar gerilediğini; **düşük verimliliğin büyümeyi aşağıya çektiğini, ücret piyasasına da olumsuz yansıdığını** görüyoruz. Ücretlerde beklenen artışının yaşanmaması nedeniyle FED hedeflediği enflasyon rakamından uzak kalırken, ABD ekonomisinin **düşük verimlilik- düşük ücret- düşük enflasyon sarmalında** kalma riskinin arttığını izliyoruz. Düşen verimlilikle birlikte ücretlerin GSYH'ya oranının %42 seviyesine kadar gerilemesi de hanehalkının alım gücünün giderek düştüğünü gösterirken, ekonomiyi ayakta tutan orta sınıfın gücünün azalması ekonomiye yönelik zayıf negatif bir sinyal olarak göze çarparıyor.

2017 yılında, ABD ekonomisinin en temel sorunlarından birinin, FED başkanlarının da ifade ettiği gibi, doğal seviyelerine oldukça yaklaşan işsizlik oranının değil, **verimlilikle ilgili uzun süreden beri ve belirgin bir**

Küresel ekonomide zayıflıklar



Düşük verimlilik problemi sürüyor



şekilde devam eden düşüş olacağı kanaatindeyiz.

ABD'nin **demografik yapısına** bağlı olarak, alınan göçlere rağmen çalışma çağındaki nüfusun azalıyor oluşu önümüzdeki dönemde verimlilik sorunun derinleşmesi riskini barındırıyor. Özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrası doğan ve **"baby boomers"** olarak ifade edilen neslin emeklilik dönemine girmesi de büyümeye yönelik aşağı yönlü riskleri artıran etmenlerden biri. Yaşlanan nüfusun, bir çok gelişmiş ülkede olduğu gibi, ABD'de de **Borç/GSYH** probleminin çözümünü zorlaştırabilecek olması bir diğer risk olarak karşımıza çıkıyor. **2000 yılında ABD bütçesinin %13,3'ünü oluşturan sağlık harcamalarının 2016 bütçesinde %18,2'ye yükselmesini** de bu konuda çarpıcı bir örnek olarak görüyoruz. Bununla aynı doğrultuda artan emeklilik maaşı giderlerinin bütçede yaratacağı negatif etki de, 2017 yılında Borç/GSYH için risk barındıran bir diğer unsur olarak dikkat çekiyor.

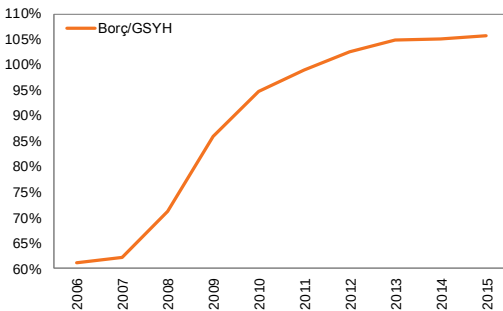
ABD ekonomisinde bu yıl iç tüketimde kayda değer bir artış gözlenmesine karşın, **yatırımlarda beklenen büyüme yakalanamazken**; son zayıflama sinyalleri, önümüzdeki dönemde yatırımlarla birlikte iç tüketimin katkısında da bir düşüş görülebileceğine işaret ediyor. Net iç yatırımlardaki büyümenin bu yılın başından

itibaren negatif tarafa geçmesi de, 2017 yılı büyümesi için yatırımcı güvenindeki düşüşü göstermesi bakımından oldukça önemli.

ABD'de mevcut durumda konut kredisi faizlerinin tarihi düşük seviyelerde seyretmesine karşın, **konut sahipliği oranının tarihin en düşük seviyesinde olması**, ABD hanehalkının alım gücü ve ekonomiye olan güveni hakkında oldukça net bir tablo çiziyor. Belli dönemlerde kültürel ve mevsimsel alışkanlıklarla yapılan satışların perakende sektöründe hafif olumlu bir hava yaratmasına karşın, hanehalkının konut gibi daha ciddi yatırımlar için yeterli güveni duymadığını görüyoruz.

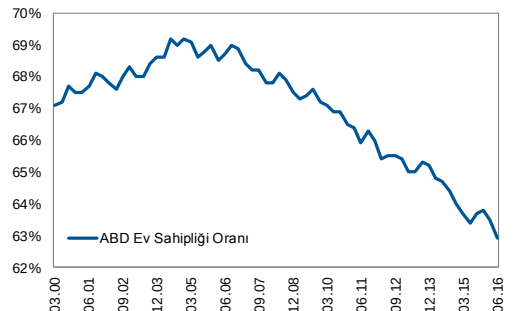
ABD'de büyüme oranlarının düşük faiz ortamına rağmen halen krizden önceki seviyelerden oldukça uzak olması, olası bir resesyon durumunda FED'in yapabileceği müdahalenin etkinliği konusunda da şüpheler uyandırıyor. Bugüne kadar FED'in projeksiyonlarında büyüme tahminini sürekli olarak gerçekleşenin üzerinde tahmin etmesi ve resesyon dönemlerine girilmeden önce resesyonla ilgili tahminlerde bulunmaması, zaman zaman FED tarafından gelen ekonomiye yönelik ılımlı mesajların da kredibilitesini düşürüyor. FED'in kullandığı **"dot plot"** uygulamasında projeksiyonlarındaki faiz artırımlarını gerçekleştirmemesine karşılık, piyasaların

Yüksek kamu borcu risk yaratıyor



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Konut sahipliğinde tarihi düşük seviyeler



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

kendi dot plot tahminlerinin çok daha gerçekçi sonuçlar vermesi, FED'in geleceğe yönelik verdiği olumlu mesajlara karşı kuşkuları artırıyor.

FED'in zayıf ekonomik veriler nedeniyle normalleşme sürecinde zorluklar yaşamasına karşın, **4 trilyon dolara ulaşan bilançosu** hareket kabiliyetini azaltıyor. Diğer taraftan, mevcut durumda tatminkar bir büyüme ortamı oluşturulamamışken, FED'in bilançosunu daraltma sürecini de pek ihtimal dahilinde görmüyoruz.

Para politikasının ekonomiye desteğinin artırılması konusunda alternatif önlemlerin neler olabileceği konusunda belirsizlikler devam ederken, **maliye politikasının desteğinin artırılması** hususunda görüşlerin güçlendiğini izliyoruz. Kriz sonrası uygulanan para politikası uygulamalarının yeterli katkıyı sağlamadığının görülmesi ve daha fazla genişleme alanının sınırlarına gelindiğine yönelik tartışmaların daha sert bir şekilde yapılıyor olması nedeniyle, maliye politikaları için daha geniş bir alan oluşabileceği görüşüne biz de katılıyoruz.

FED son yıllarda yapılan parasal genişlemelere rağmen bunlardan istediği sonuçları elde edemezken, beklentileri karşılayamayan enflasyon rakamlarının altında, **paranın dolanım hızındaki sert**

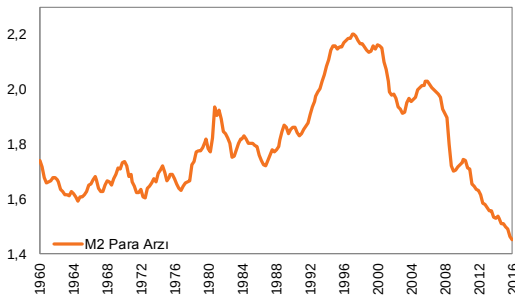
düşüşün de önemli bir etkisi olduğunu görüyoruz. Enflasyon oranları ile paranın dolanım hızı arasında yüksek bir korelasyon bulunurken, 2012 yılından itibaren **ABD ekonomisinde paranın dolanım hızının sürekli tarihi dipleri test ettiğini ve giderek düşmeye devam ettiğini** izliyoruz. Bu durum aynı zamanda önümüzdeki dönemde uygulamaya sokulabilecek yeni para politikası önlemlerinin başarısına yönelik soru işaretleri yaratırken, bugüne kadar yapılan genişlemelerin neden hedefine ulaşamadığını da başka bir pencereden gösteriyor.

ABD ekonomisinin iç dinamiklerine detaylı baktığımızda, resesyon riskinin arttığını daha kolay görebiliyoruz: **Perakende satışlarda** kriz sonrası dönemde Aralık 2010 tarihine kadar bir toparlanma görülse de, bu tarihten itibaren net bir düşüş trendi oluştuğunu ve yıllık bazda %8 seviyelerinden %2'lere kadar gerilediğini izliyoruz.

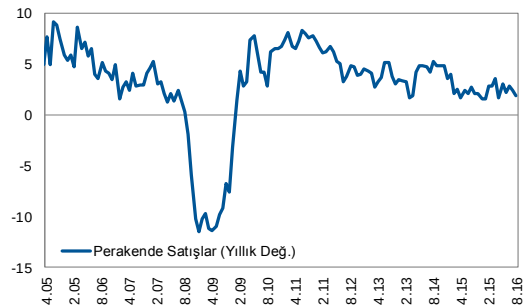
Ekonomik aktivitede önemli diğer bir gösterge olarak **otomobil satışlarında**, 2015 yılının Ocak ayında %10 seviyelerinde olan yıllık artış oranının bu yıl itibarıyla %1 seviyelerine kadar düşmesi de, perakende satışlardaki düşüşü doğrular nitelikte.

Hanehalkının net servetindeki artışın krizden sonra gördüğü tepe noktası olan %12 seviyesinden %3,5'lere kadar gerilemesi de,

Paranın dolanım hızında sert düşüş



İç tüketimde yavaşlama sinyalleri



hem perakende hem de otomobil satışlarındaki düşüşlerin nedenlerini açıklamakta yardımcı oluyor.

2016 yılı Kasım ayında gerçekleştirilecek **başkanlık seçimlerinin** 2017 yılı için ciddi riskler oluşturduğunu da eklemek gerekiyor. Mevcut ABD ekonomi yaklaşımı çizgisine göre özellikle ticaret ilişkilerinde fazla liberal olmayan bir görünüm sergileyen Donald Trump'ın seçilmesi durumunda, hem finansal piyasalar hem de reel ekonomi tarafında izlenecek politikalara yönelik daha temkinli bir yaklaşım gözlenebilir. Hillary Clinton'ın ise demokratların çizgisine uygun bir şekilde daha çok küçük ve orta ölçekli yatırımcıları destekleyen projelerinin ekonomideki mevcut verimlilik sorununu artırma riskinin olduğunu düşünüyoruz. Bunlara ek olarak, ilk defa iki önemli ABD başkan adayının da toplumun büyük kesimi tarafından tam bir güven ortamı yaratamıyor oluşu, **seçimler sona erdikten sonra da ABD'de iç siyasete yönelik baskı unsurlarının tam anlamıyla bitmiş olmayabileceğine dair risk yaratıyor.**

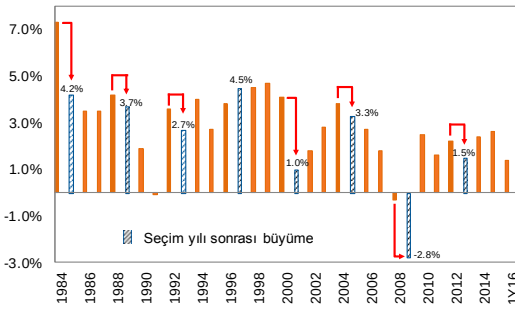
Başkanlık seçimlerinin yanında, **Ortadoğu'da** devam eden Suriye sorunu, tüm dünyanın gözlerini çevirdiği **Güney Çin Denizi** bölgesi sorunları ve **Kuzey Kutup'ta** buzulların erimesiyle birlikte ortaya çıkan petrol sahalarının paylaşılması konusunda ortaya çıkan sorunlarda Rusya-Çin merkezli blokla

yaşanan sert sürtüşmeler, ABD ekonomisi için 2017 yılında ciddi jeopolitik riskler arasında yer alıyor.

Sonuç olarak, zayıflayan ekonomik aktivite verileri, FED'in yeni politika üretmekte yaşadığı zorlukları ve küresel ekonomik zayıflıkların belirginleştiğini göz önüne aldığımızda, **2017 yılı için ABD ekonomisinde aşağı yönlü risklerin arttığını düşünüyoruz.** Bu doğrultuda, ABD ekonomisinin büyüme hızının %2 hedef seviyesinin de altına inme ihtimalini ciddi bir risk olarak görüyoruz. 2017 yılının, normalleşme sürecinin devamından ziyade, FED'in yaşanan durgunluğu gidermek için yeni politika arayışına yönelik tartışmaların ön plana çıktığı bir dönem olabileceği endişesi taşıyoruz.

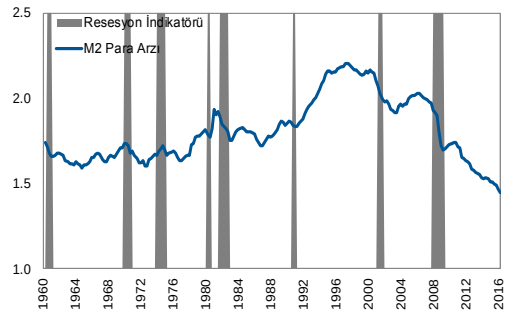
FED'in 2017 yılında uygulayacağı politikaların belirsizliği, ABD seçimlerinden sonra ortaya çıkabilecek politika belirsizliği ortamı ve buna bağlı olarak iç yatırımlardaki zayıflama trendinin devam etmesi durumunda, küresel ekonomide toparlanma sinyallerinin görülmemesine de bağlı olarak, **2017 yılında ABD ekonomisinin iyileşme ile resesyon arasında, resesyona daha yakın bir çizgide yer alabileceğini düşünüyoruz.**

Ekonomik dengelerde seçimlerin etkisi



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Ekonomik aktivitede resesyon riski



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Euro Bölgesi: Politik ve ekonomik zayıflıklar

Ekonomik krizin etkisinde dip yapan Euro bölgesi ekonomisi ağırlıklı olarak daralmayla geçen 2012-2013 dönemi sonrasında toparlanmaya sahne olan büyüme oranlarıyla karşımıza çıksa da, **Avrupa Merkez Bankası'nın genişlemeci adımlarına rağmen**, büyümedeki toparlanmanın zayıf seyrettiğini ve hali hazırda aşağı yönlü risklerin devam ettiğini görüyoruz. 2015 yılını %1,9'luk büyüme oranıyla tamamlayan bölge ekonomisi, 2016 yılının ilk yarısında yıllık bazda %1,7 büyüdü. Yılın ikinci yarısında da benzer bir gelişimle bölge ekonomisinin 'ılımlı' hızda büyümeye sahne olmasını beklerken, 2017 yılında büyüme ivmesini devam ettirme konusunda, küresel ekonomideki zayıflıklara bağlı olarak, aşağı yönlü riskleri barındırdığını düşünüyoruz.

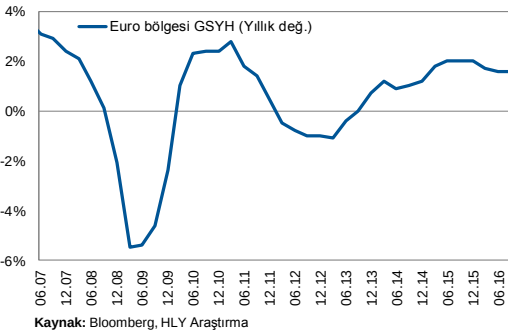
Euro bölgesi ekonomisine yönelik beliren risklerden biri, küresel gelişime benzer olarak, **imalat-hizmet aktivitelerindeki ayrışma** olup, son dönemde hizmet sektöründe yaşanan yavaşlamanın genel ekonomiye yönelik olumsuz sinyal gönderdiğini düşünüyoruz. 2015 yılını ortalama 52,2 seviyesinde tamamlayan imalat sektörü PMI endeksi, Ocak-Eylül 2016 dönemini 51,9 seviyesinde tamamlarken; hizmet sektörü PMI endeksi aynı dönemi ortalama 53 seviyesinde tamamladı, ancak aylar itibarıyla yavaşlayan bir trende sahne oldu (2015 yılını 54,2 seviyesinde tamamlayan hizmet sektörü PMI

endeksi Eylül 2016'da 52,1'e geriledi). Genişleme bölgesinde yer alıyor olsa da, hizmet sektörü aktivitesinde yaşanan yavaşlamanın ekonomik büyüme üzerinde baskı unsuru olarak belirdiğini ve devamı halinde daha da güçsüz büyüme oranlarının ön plana çıkabileceğini düşünüyoruz.

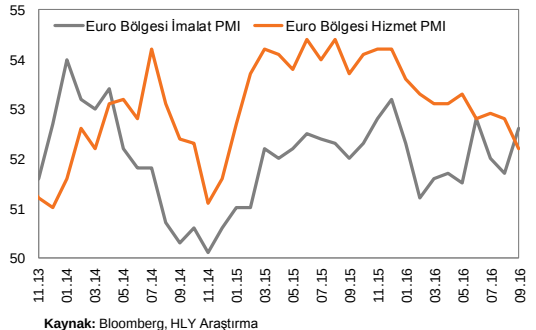
Euro bölgesinde ekonomik büyümeye yönelik riskler arasında, **merkez ve çevre ülkeler arasındaki farklılaşmanın** devam edip etmeyeceği de önemli bir unsur olarak karşımıza çıkıyor. 2017'nin çevre ülkelerdeki iyileşmenin farklılıklarla birlikte devam ettiği; diğer taraftan merkez ülke ekonomilerindeki zayıflığın daha fazla belirginleştiği bir yıl olma riski söz konusu olup, böyle bir tabloda bölge ekonomisinin daha da zayıf bir büyüme trendine sahne olduğunu görebiliriz.

Enflasyon cephesinde ise, 2016 yılına başlarken var olan **deflasyon endişelerinin kısmen dengelendiğini** söyleyebiliriz. Dengelenme sürecinin ana yönlendiricileri ise, euroda yaşanan düşüş ve emtia fiyatlarındaki toparlanma olurken; dengelenen deflasyon endişelerinin 2017 yılında devam edip etmeyeceği, gerek bölge ekonomisine bakış gerekse de Avrupa Merkez Bankası'nın para politikası duruşuna yönelik beklentiler açısından önemli bir gösterge niteliği taşıyor. Euro bölgesinde 2015 yılı sonunda %0,2'lik TÜFE enflasyonu kaydedilirken, 2016 yılının

Büyümede devam eden aşağı yönlü riskler



Hizmet sektöründe yavaşlama



en son açıklanan Ağustos verisinde de bu oran değişmedi. Ancak Ocak-Ağustos döneminde üç ayda deflasyon bölgesine geçildiğini de izledik. Bu nedenle, zayıf ekonomik aktivite koşullarının devam etmesi, deflasyonist baskıların yeniden ön plana çıkmasına yol açabilir. Bu doğrultuda, 2017 yılında **Euro bölgesinin deflasyon sarmalından kalıcı olarak çıkıp çıkmadığının** sorgulanmaya devam edebileceğini düşünüyoruz.

Zayıf küresel aktivite ve bu doğrultuda emtia fiyatlarında aşağı yönlü baskıların devamı ile, Euro bölgesi ekonomisinde yavaşlayan büyüme yeniden deflasyonist baskıların artmasına neden olabilir ve Avrupa Merkez Bankası'na yönelik ek genişleme beklentilerini artırabilir. Bu noktada, ekonomik aktiviteyi destekleme konusunda, **ECB'nin faiz oranlarını düşük tutmaya devam etmekle birlikte daha fazla indirme alanının sınırlı olduğunu**, gerekmesi halinde ise parasal genişleme tarafında olanakları genişleterek destekleyici adımlarını sürdürmeyi tercih edeceğini düşünüyoruz. Ancak **FED'in parasal genişleme adımlarının işlevsizliği** nedeniyle, ECB'nin parasal genişlemeye devam etme konusunda 'temkinli' kalma yanlısı bir tutum sergileyebileceğini de göz ardı etmiyoruz. Mevcut politikaların etkinliğinin azalması nedeniyle diğer gelişmiş ülke merkez bankalarıyla birlikte ECB'nin de yeni

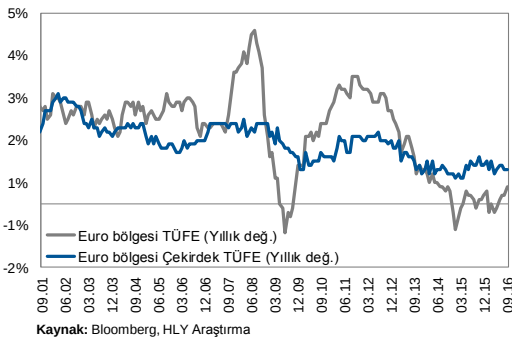
politika arayışı gerekliliğinin arttığını düşünerek; politika değişikliğine gitme yönünde beklentilerin de, Ekim ayı başında varlık alımlarında kademeli azaltıma gidebileceği yönünde beliren sinyallerle desteklendiğini görüyoruz.

Sonuç olarak **para politikası** açısından, küresel ekonomideki kırılganlıkların devam edebileceği yönündeki beklentimiz doğrultusunda, Euro bölgesi ekonomisine yönelik endişelerimizin sürmesi ve deflasyonist baskıdan kurtulma yönündeki sinyallerin sürdürülebilirliği konusundaki riskler nedeniyle, düşük faiz ortamının devam edeceğini ve ECB'nin genişlemeci tarafta kalmayı sürdüreceğini, ancak mevcut politikaların etkinsizliği nedeniyle yeni politika arayışlarının belirginleşeceğini düşünüyoruz.

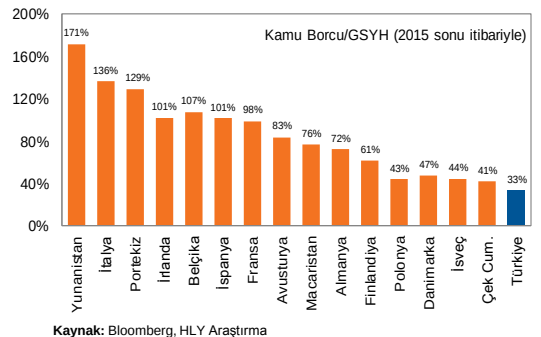
Maliye politikası tarafında ise, özellikle de kamu borcu ve bütçe açıklarıyla ilgili olarak, çevre ülkelerde alınan tedbirlerin ekonomiye destek olması konusunun daha fazla konuşulacağı bir yıl olacağını; ancak kriz sonrası dönemde borç dinamiklerini daha sürdürülebilir seviyelere indirmek için alınan önlemler doğrultusunda, maliye politikası alanını kullanmada daha dikkatli davranılabileceğini tahmin ediyoruz.

2016 yılı, Avrupa Birliği ve ABD arasındaki ticaret savaşlarının daha da belirginleştiği bir

Deflasyon endişeleri tekrar gündeme gelebilir



Kamu borç dinamikleri, maliye politikası alanını kısıtlayabilir



yıl oldu. Büyük ölçekteki şirketlere karşılıklı kesilen vergi cezaları ile kızıştığını gördüğümüz ticaret savaşlarının 2017 yılında da devam edip etmeyeceği, küresel ticaret ve ekonominin seyri açısından önemli olacak. Nihayetinde ülkelerin artan ticaret savaşları, ekonomilere yön veren şirketlerin operasyonları ve finansal koşulları üzerinde baskı oluşturarak ekonomilere de zarar veriyor.

2017 yılında **AB bütünlüğünün daha fazla sorgulanabileceğini** düşünüyoruz. Birleşik Krallık'ın 23 Haziran'da gerçekleştirdiği referandum ile AB'den çıkma yönünde karar alması ile AB'nin bütünlüğü daha fazla sorgulanmaya başlandı. AB'nin var oluşu sonrası ilk ayrılan ülke olan İngiltere'nin kararı aynı zamanda, AB karşıtı diğer üye ülkelerin birlikten ayrılma riskini de gündeme getiriyor. Önümüzdeki dönemde Almanya, Fransa, İtalya, Hollanda başta olmak üzere bazı üye ülkelerin gerek seçim gerekse de bazı önemli konularda referanduma gidecek olması, AB bütünlüğünün daha fazla sorgulandığı bir süreci beraberinde getirebilir. Brexit ile üye ülkeler arasında AB karşıtı seslerin daha da yükseldiğini görürken, ekonomik aktivitedeki zayıflığın devam etmesiyle AB'den ayrılmaya yönelik referandumların gündeme geldiği ve bunun küresel piyasaları daha da istikrarsız hale getirdiği bir tablonun gerçekleşme ihtimali çok da zayıf değil.

İngiltere: Brexit sonrası artan aşağı yönlü riskler

2016 yılının en çok konuşulan gelişmelerinden birisi hiç kuşkusuz Birleşik Krallık'ın Avrupa Birliği'nden ayrılma kararı alması (**Brexit**) oldu. 23 Haziran'da gerçekleşen referandumda AB'den ayrılma kararının çıkması ile, bir yandan birliğin bütünlüğü daha ciddi sorgulanmaya başlarken, diğer yandan İngiltere'nin geleceği ile ilgili belirsizlikler de arttı.

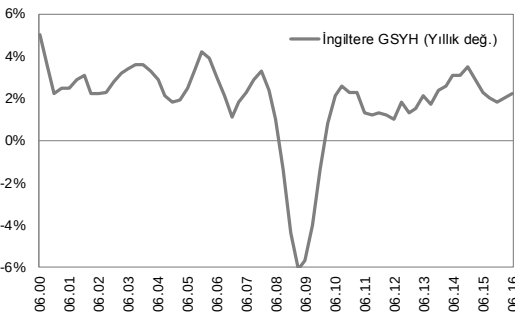
AB'den ayrılma kararı alan ilk ülke olan İngiltere açısından bundan sonraki süreçte, gerek makro ekonomik gerekse de sosyo-ekonomik açıdan gelişmelerin ne yönde ilerleyeceği önemli soru işaretlerini bünyesinde barındırıyor. **İki yıl sürmesi beklenen müzakere sürecinde**, İngiltere'nin AB üyesiyken sahip olduğu avantajları ne ölçüde kaybedeceği, sadece İngiltere değil AB ekonomisi açısından da önemli. İngiltere'de yaşayan AB vatandaşları ve AB'de yaşayan İngiliz vatandaşlarının akıbeti ile, İngiltere'de faaliyet gösteren uluslararası şirketlerin durumu her iki ekonominin geleceği açısından da kritik. Bu nedenle, iki yıl sürmesi beklenen müzakere sürecinde ayrılmanın hangi koşullarda gerçekleşeceği kritik unsur olarak karşımıza çıkıyor.

İngiltere'nin AB'den ayrılma sürecinin sancısız olması halinde, her iki ekonomi açısından olası olumsuz etkiler beklenen şiddette olmayabilir. Öte yandan, sürecin sancısız

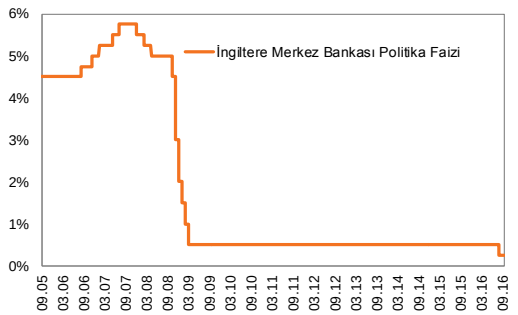
geçmesi, **diğer üye ülkelerin ayrılma yönünde eğilim göstermesini teşvik edebilir**. Özellikle de, üye ülkelerde AB karşıtlığı ile dikkat çeken siyasi partilerin ön plana çıkmasına neden olarak, **AB bütünlüğünün geleceğinin daha fazla sorgulanmasına** sebep olabilir. Brexit sonrası ağırlığını artıracığını düşündüğümüz konulardan biri de, Birleşik Krallık'ın kendi bütünlüğünü koruyup koruyamaması olup, referandumda AB'de kalma yönünde oyları ile ön planda olan İskoçya ve Kuzey İrlanda'nın Birleşik Krallık'tan ayrılarak AB üyeliğine geçme yönünde eğilim göstermesi söz konusu olabilir.

Brexit sonrası süreçte yaşanan sert dalgalanmaların, İngiltere Merkez Bankası'nın da aldığı tedbirlerle kolay atlatıldığını gördük. İngiltere Merkez Bankası 4 Ağustos'ta gerçekleştirdiği para politikası toplantısında gösterge faiz oranını %0,50'den %0,25'e indirirken, parasal genişleme miktarını 375 milyar sterlinden 435 milyar sterline yükseltti. Mart 2009'dan bu yana ilk kez faiz indiren MB'nin (en son Mart 2009'da gösterge faizi %1'den %0,50'ye indirmişti) hızlı bir şekilde aksiyon alması, Brexit'in ekonomik aktivite üzerinde yaratması muhtemel negatif etkilere karşı önemli bir direnç etkisi yaratsa da, **asıl etkinin ayrılma sürecine yaklaşıldıkça görülebileceğini** düşünüyoruz. Bu nedenle, İngiltere ekonomisinin aşağı yönlü risklere

Brexit sonrası büyümede aşağı yönlü riskler



Mart/2009'dan bu yana ilk faiz indirimi



maruz kaldığını ve 2017 yılında **Brexit'in ekonomi üzerindeki etkisinin** kademeli bir şekilde yavaşlama yönünde belirmeye başlayabileceğini düşünüyoruz. Müzakere sürecinde AB'nin ticari ilişkilerindeki tutumu, **İngiltere'nin dış ticaret dengesi** açısından bir hayli önemli. Bu yılın ilk çeyreği itibarıyla, İngiltere'de cari açığın GSYH'ye oranı %6,9'a ulaşmış durumda (tarihi yüksek seviyelerde). Ayrılma sürecinin ticari ilişkilerde kısıtlamayla sonuçlanması halinde de, İngiltere'nin ihracatında kötüleşmenin devamını ve cari açığın GSYH'ye oranında yeni tarihi yüksek seviyelerin gerçekleştiğini görebiliriz.

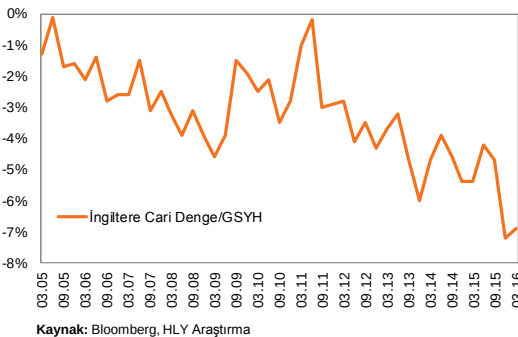
Enflasyon tarafında ise, 2015 yılını %0,2'lik yıllık TÜFE enflasyonu ile tamamlayan İngiltere'de enflasyonun %0,6'lara ulaştığını görüyoruz (Ağustos itibarıyla). Ortalama haftalık kazançların da, 2015 yılı sonunda kaydettiği yıllık %1,9'luk artışa karşılık, Ağustos 2016'da %2,3'lük yıllık artışla iyileşmeye sahne olduğunu görüyoruz. 2017 yılında ise, Brexit sonrası süreçte sterlin üzerinde devam eden aşağı yönlü riskler nedeniyle, **enflasyonun yukarı yönlü risklere** sahne olabileceğini düşünüyoruz. 2016 yılına başlamadan önce para politikasında normalleşmeye başlaması yönünde beklentilerin yoğunlaştığı bankalardan biri olan İngiltere Merkez Bankası'nın (diğeri FED idi), 2017 yılında **normalleşmeden ziyade destekleyici**

yaklaşımını devam ettirmek zorunda kalacağını düşünüyoruz. Ancak, 'zayıf sterlin' beklentimiz doğrultusunda, enflasyonda yukarı yönlü baskının oluşması ile İngiltere Merkez Bankası'nın faiz indirimi için sınırlı alanının olduğunu, onun yerine gerekmesi halinde ek parasal genişleme yönünde adım atmayı tercih edebileceğini düşünüyoruz.

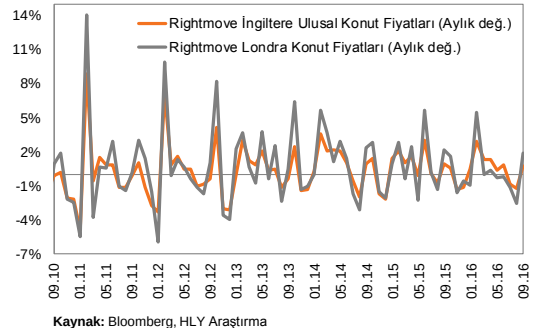
İngiltere ekonomisi için devam eden risklerden bir diğeri de, **yüksek konut fiyatları** olup; özellikle de Londra konut fiyatlarının yüksek seyretmeye devam etmesi, hükümetin konut arzına yönelik tedbirleri devreye sokmasını gerekli kılabilir. Rightmove tarafından açıklanan verilere göre, Londra'da aylık ortalama konut fiyatları, 2015 sonundaki seviyelerin yaklaşık %2,3 üzerinde. Konut fiyatlarındaki yükselişin sürmesi, düşük faiz politikası ve genişlemeci para politikası duruşunun varlık fiyatlarında balon oluşturduğu yönündeki risklerin artmasına neden olabilir ve ekonomik görünüm üzerinde risk oluşturmaya devam edebilir.

İngiltere ekonomisine yönelik karşımıza çıkan olumlu göstergelerin başında ise, **işsizlik oranındaki gerileme** geliyor. 2011-2012 döneminde %8'leri aşan işsizlik oranı %4,9'a kadar gerilerken, bu tablonun verimlilikle iyileşmeyle birlikte ekonomik aktiviteye destek olması için politika adımları gündeme gelebilir.

Cari açık/GSYH'de tarihi yüksek seviyeler



Yüksek konut fiyatları risk yaratıyor



Japonya: Para politikasında ‘yeni hedef’ yaklaşımı

2016 yılına girerken **büyüme ve deflasyon endişeleri** ile gündemin ilk sıralarında yer alan Japonya ekonomisi, 2017’ye girerken de aynı sorunlarla ‘zayıf küresel aktivitenin’ yönlendiricileri arasında yer alıyor. 2014 yılının ikinci çeyreğinden 2015 yılı ikinci çeyreğine kadarki dönemde dört çeyrek üst üste daralma bölgesinde yer alan Japonya ekonomisi, 2016 yılında büyüme tarafına geçmiş olsa da, Japonya Merkez Bankası tarafından negatif bölgeye çekilen politika faizi ve parasal genişleme programına rağmen oldukça düşük hızda büyüme oranlarına sahne oluyor.

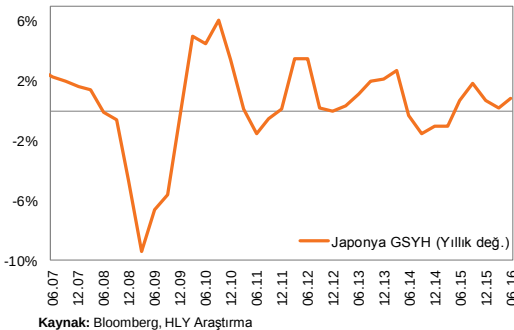
Japonya’nın ihracatında önemli paya sahip olması nedeniyle Çin kaynaklı talepte yaşanan yavaşlama, ekonomideki zayıflığın nedenlerinden biri olarak karşımıza çıkarken; **Çin ekonomisindeki kırılganlıkların** devam etmesi, Japonya’nın ihracatında ve bu doğrultuda da ekonomisinde zayıflığın devamına neden olabilir. 2016 yılının Ocak-Eylül döneminde sadece üç ayda genişleme bölgesinde yer alan imalat sektörü aktivitesi, büyüme üzerindeki aşağı yönlü risklerin en belirgin göstergesi olarak karşımıza çıkarken; hizmet sektörü aktivitesinin de zayıflıklara sahne olduğunu görüyoruz. Çin ekonomisinin 2016 yılında korkulan boyutta yavaşlamaya sahne olmasa da, hükümetin dış talep kaynaklı büyümeden iç talep kaynaklı büyüme modeline geçişiyle ilgili belirsizliklerin devam

etmesi nedeniyle, 2017 yılında da risk unsuru olarak kalacağını düşünüyoruz. Çin ekonomisindeki kırılganlıkların artması durumunda da, Japonya ekonomisi üzerinde ek bir baskı unsuru haline gelebileceği göz ardı edilmemeli.

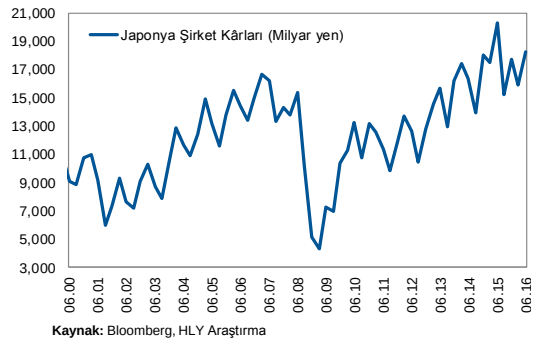
Büyümedeki zayıflığa karşın, Japon **şirketlerinin kârlılıklarında yaşanan yükseliş** trendini olumlu tarafta değerlendirirken; yen para biriminin güçlü seyrini sürdürmesi halinde ise, ihracatçı şirketlerin kârlılıklarında baskı gözlenebilir ve bu durum da yatırımlarda azalmayla birlikte ekonomik aktivitedeki zayıflığın daha da belirginleşmesine neden olabilir.

Japonya ekonomisi açısından 2017 yılında gündemdeki yerini koruyacak konulardan biri de hiç kuşkusuz ki **‘deflasyon sarmalı’** olacak. 2015 yılını %0,2’lik yıllık TÜFE enflasyonu ile tamamlayan Japonya, 2016 yılının ağırlıklı kısmında deflasyon bölgesinde yer aldı (en son açıklanan Temmuz verisine göre yıllık TÜFE enflasyonu %-0,4 seviyesinde). 2017 yılında ise, enerji fiyatlarının, aşağı yönlü riskler devam etmekle birlikte, 2016 yılındaki destekleyici etkisinin azalacağını, demografik yapıdan kaynaklı tüketim eğiliminde zayıflığın da etkisiyle, deflasyon sarmalının devam etme potansiyelinin yüksek olduğunu düşünüyoruz. Bu noktada, Japonya Merkez Bankası’nın

Genişlemeci politikalara rağmen zayıf büyüme



Düşük büyüme ortamına karşın, şirket kârlılıklarında artış



atacağı adımlar önemli olup; 21 Eylül'de sürpriz bir şekilde, 'parasal taban odaklı' genişleme politikasının '**verim eğrisi odaklı**' destekleyici politikaya dönüştürülmesinin, başarısı açısından soru işaretlerini gündeme getirdiğini görüyoruz.

Rekor düşük faiz oranları ve parasal genişleme programlarına rağmen, küresel aktivitedeki zayıflığın devam etmesi, para politikası kanalıyla sunulan teşviklerin etkinliğini sorgulatırken; para politikalarında yeni model arayışlarını da gündeme getiriyor. Bunun ilk sinyallerini de, Japonya Merkez Bankası'ndan aldığımızı söyleyebiliriz. Aslında net bir değişim olduğu konusunda soru işaretleri olsa da; merkez bankasının bundan sonra **verim eğrisini dikleştirmeye odaklı** destekleyici para politikası izleyecek olması, **eski politikanın işlevsizliğinin** teyit edildiğinin de bir göstergesi. Bu yeni yaklaşımın küresel 'carry trade' piyasasına destek sağlamada başarısı önemli olacak.

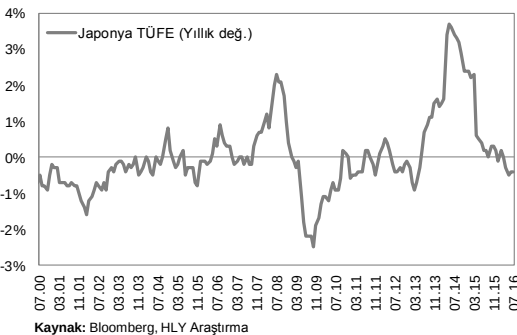
Ancak, yeni politika anlayışında kısa vadeli tahvil alımları ve enflasyon beklentilerindeki iyileşmeyle getiri eğrisinin dikleşmesinin sağlanması beklense de, eski politikanın deflasyon sarmalından çıkma konusundaki etkinsizliği ve ekonomideki zayıflık nedeniyle, yeni politikanın etkinliği de tartışma konusu. Yine de, merkez bankasının eski politikasının etkinsizliğini görerek yeni model arayışına

girmesini, belirsizlikleri içerse de, olumlu yönde değerlendiriyor; **para politikasının ekonomik aktiviteyi destekleyici** tarafta yer almaya devam edeceğini düşünüyoruz.

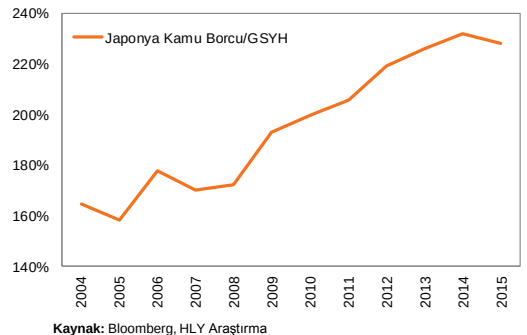
Ancak, ekonomik aktiviteyi canlandırma ve deflasyon sarmalından çıkarma konusunda mevcut genişlemeci para politikalarının etkinsizliği nedeniyle, **maliye politikasının büyümeye katkısının** daha fazla gündeme gelebileceğini düşünüyoruz. Başbakan Abe'nin ekonomi politikaları olarak nitelendirilen Abenomics'in para politikası tarafında beklenen etkisinin kaydedilememesi, 'mali teşvikler ve yapısal reformlar' olarak belirtilen diğer iki fonksiyonun ön plana çıkmasına neden oluyor. Bu noktada, hükümetin uygun maliye politikası araçlarıyla gerek yatırımları gerekse de tüketimi destekleyerek, büyüme ve enflasyonu destekleyici tarafta yer alması gerekliliğinin daha da arttığını düşünüyoruz. Öte yandan yüksek kamu borcu, mali teşvikler konusunda sıkıntı yaratan bir unsur olarak karşımıza çıkıyor. Japonya'da kamu borcunun GSYH'ye oranı %230'lara dayanmış durumda.

Özetle 2017 yılı, Japonya'nın zayıf büyüme ve deflasyon sarmalını, yüksek borçluluk oranı altında, yeni para politikası modeliyle aşip aşamayacağı sorusuna yanıt bulmaya çalışacağımız bir dönem olacak.

Devam eden deflasyon sarmalı



Yüksek kamu borcu risk yaratıyor



Çin: Yeni büyüme modeline geçişte belirsizlikler

Dünyanın en büyük ikinci oyuncusu olarak küresel ekonominin ana yönlendiricilerinden olan Çin ekonomisi, 2016 yılına girerken artan yavaşlama sinyalleriyle beliren endişelere karşın, hükümetin beklentisiyle uyumlu olarak **'ılımlı' yavaşlamaya** sahne oldu. Henüz yılı tamamlamamış olsak da, ekonominin %6,5'ler seviyesinde büyüyeceği tahmin edilirken; %6,5-7 bandında büyümenin küresel risk algılaması açısından endişeleri hafiflettiğini de söyleyebiliriz. Çin ekonomisinin 'ılımlı' yavaşlamaya sahne olması ve sermaye çıkışlarında yaşanan yavaşlama ile küresel piyasalardaki Çin kaynaklı dalgalanmaların görece azaldığını görüyoruz.

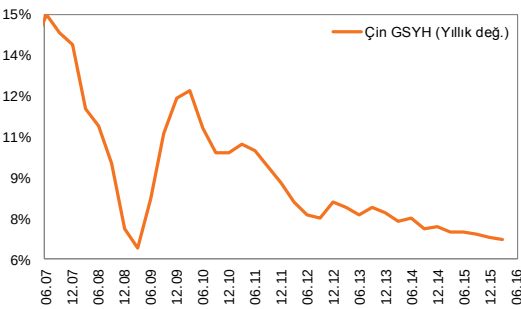
Ancak korkulan boyutlarda yavaşlama kaydetmese de, ekonomi **tarihsel ortalamaların altında** ve aşağı yönlü eğilim içerisinde olan bir büyüme döngüsünde seyrediyor. Bu nedenle 2017 yılında da, Çin kaynaklı gelişmeler, küresel ekonomi ve risk algılamasının ana yönlendiricilerinden biri olmaya devam edecek. Bu noktada, Çin ekonomisindeki **büyümenin %6-7 bandında kalıp kalmayacağı** önemli olup, %6'nın altına gerileyen bir büyüme senaryosunda, küresel resesyon endişelerinin belirginleşerek, piyasalarda dalgalanmaları artırabileceğini düşünüyoruz. Bu tabloda, hükümetin 2016 yılına başlarken ön plana çıkan **yeni büyüme modelini** ne ölçüde başarıyla devam ettireceği önemli. Yeni politika anlayışına göre

'dış talep kaynaklı' büyüme yerine **'iç talep kaynaklı' büyümeyi** hedefleyen hükümetin yeni büyüme modelini uygulamada henüz yeterli adımları atmadığını görüyoruz. Para ve kur politikası cephesinde, yuan para biriminde yıl boyunca düzenli olarak yapılan devalüasyon hamleleri, hükümetin dış talep kaynaklı büyüme modelinden henüz tam olarak vazgeçmediğini gösteriyor.

Son açıklanan Eylül ayı verilerine baktığımızda, imalat sektörü aktivitesini ölçen PMI endeksinin Ağustos ayıyla uyumlu olarak 50,4 ile genişleme bölgesinde yer aldığını görürken; hizmet sektörü aktivitesini ölçen PMI endeksinin 53,5'ten 53,7'ye yükseldiğini izliyoruz. Eylül ayında hizmet sektörü aktivitesinde yaşanan bu iyileşme, hükümetin 'iç talep kaynaklı büyüme modeli' ile de uyumlu bir tablo çiziyor. Ayrıca, ağırlıklı küçük işletmelerdeki gelişimi yansıtan göstergelere baktığımızda, genişleme bölgesinde yer alsa da imalat sektörü aktivitesine nazaran hizmet sektörü aktivitesinin daha iyimser bir tabloya işaret ettiğini görüyoruz.

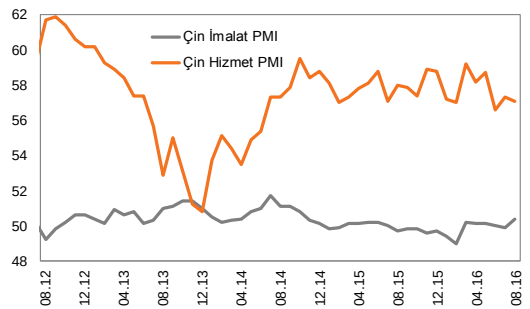
Daha geniş perspektifte de hizmetlerin payında, 2012 yılında indiği %44,6'dan bu yılın ilk yarısı itibarıyla %54,2'ye bir yükseliş dikkat çekiyor. Bu da, dış talep kaynaklı eski büyüme modelinin ağırlıklı olarak varlığını sürdürdüğü, ancak iç talep kaynaklı yeni büyüme modeline geçiş yönünde ufak da olsa

Ekonomide 'ılımlı' yavaşlama



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Yeni büyüme modelinde sınırlı adımlar



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

sinyallerin belirdiği bir tabloya işaret ediyor.

Bu nedenle 2017 yılı, Çin hükümetinin **iç talep kaynaklı yeni büyüme modelini uygulamada ne derece istekli ve kararlı** olduğunu sorgulayacağımız bir yıl olacak. Çünkü mevcut durumda rekor yüksek seviyedeki borçluluk nedeniyle (kamu borcunun GSYH'ye oranı %250'ye yaklaşmış durumda), kamu harcamalarıyla desteklenmeye çalışılan büyümenin sürdürülebilir ve sağlıklı bir büyüme trendi için uygun bir politika olmadığını düşünüyoruz. Kamu harcamalarıyla desteklenen büyüme politikası, özel sektör yatırımlarının zayıflayarak büyümenin sağlıklı bir döngüde ilerlemesini engellerken, daha fazla borçlanmaya yol açarak finansal riskleri de beraberinde getiriyor.

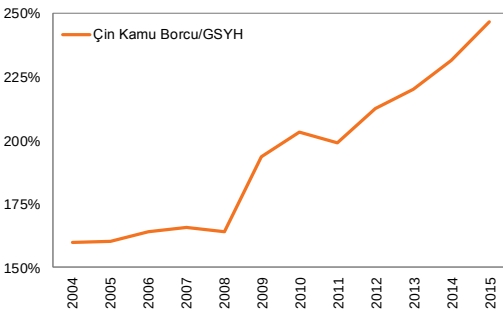
Çin ekonomisine yönelik risklerden bir diğeri de, **konut sektöründeki gelişmeler** olup, artan taleple birlikte konut fiyatlarındaki yükseliş, gerek sektör gerekse de ekonomik aktiviteye yönelik riskler arasında önemli bir yer tutuyor. Sektörel bazda yarattığı varlık balonu endişeleriyle birlikte yüksek seyreden konut fiyatlarının enflasyonda baskı oluşturması, hükümetin maliye politikası alanında manevra alanını daraltabilir.

Ekonomik görünüme ilişkin soru işaretleri

devam ederken, **sanayi şirketlerinin kârlılıklarında yaşanan artış** ise dikkat çekiyor. 2015 yılında genel emtia fiyatlarındaki zayıflamanın da etkisiyle kârlılıklarda düşüşler yaşanırken, 2016 yılında artan talep ve emtia fiyatlarında yaşanan toparlanmanın desteği ile, sanayi şirketlerinin kârlılıklarında yükselişlerin yaşandığını gördük (son açıklanan Ağustos ayı verilerinde, sanayi şirketlerinin kârlılığı yıllık bazda %19,5 artış gösterdi). Ancak küresel ekonomiye yönelik zayıflıkların devam etmesi ve önümüzdeki dönemde de resesyon endişelerinin süreceği beklentimiz doğrultusunda, emtia fiyatlarının zayıf seyrini sürdüreceğini düşünürken; bu tabloda sanayi şirketlerinin kârlılıklarının da baskı altında kalma riskinin olduğunu düşünüyoruz. Öte yandan, **aşırı kapasite sorunu**, kârlılıklar üzerinde bir diğer risk unsuru olmaya devam ederken; bu konuda hükümetin bazı sektörlerde uygulamaya başladığı tedbirlerin devam edip etmeyeceği de önemli olacak.

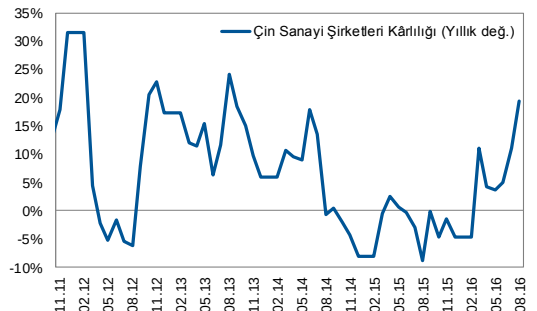
Sonuç olarak, 2016 yılında büyüme hızındaki yavaşlamanın korkulan boyutlara ulaşmayarak 'ılımlı' kalabildiğini gördüğümüz Çin ekonomisinin, **yeni büyüme modelinin uygulanması halinde**, yavaşlayan büyüme trendinden kurtulup kurtulmayacağı, küresel büyüme ve risk algılaması açısından takip edeceğimiz unsurların başında geliyor.

Kamu borcu/GSYH rekor yüksek seviyede



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Sanayi şirketlerinin kârlılıklarında artış



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

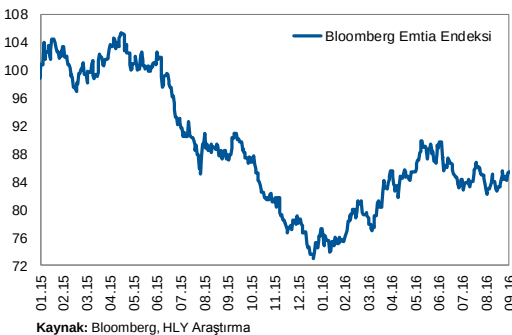
Gelişen Ülkeler: Ekonomik dengelerde devam eden riskler

FED'in para politikasında normalleşme sürecini hızlandıracağı ve bu doğrultuda gelişen ülke ekonomilerinde aşağı yönlü risklerin belirginleşeceği beklentisiyle girdiğimiz 2016 yılının, daha da kötüleşen küresel zayıf aktivite koşulları nedeniyle **'düşük faiz ve yüksek likidite' ortamının** devamına sahne olması, gelişen ülke ekonomilerinde beklenen ek kötüleşme senaryosunu gündeme getirmede; ancak ekonomideki **yavaşlamanın devam etmesini** de engellemedi.

2017 yılında da gelişen ülke ekonomilerindeki yavaşlamanın, küresel zayıf aktivite nedeniyle emtia fiyatlarındaki zayıflığın sürmesinin de etkisiyle, özellikle de **emtia ihracatçısı ülkeler** öncülüğünde devam etmesini beklerken; yapısal reformlar konusundaki gecikmeler nedeniyle zayıf emtia döngüsünden yeterince faydalanamayan **emtia ithalatçısı** ülke ekonomilerindeki risklerin de devam edeceğini düşünüyoruz.

Enflasyon tarafında, normalleşme baskısının azalması, ılımlı talep koşulları ve zayıf emtia fiyatları nedeniyle 2016 yılında olduğu gibi **enflasyondaki kontrollü seyrin** devamını beklerken; para politikalarında ise, kurlarda artacağını düşündüğümüz volatilitenin etkisiyle faiz indirimlerinin devamı konusundaki hareket alanının sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz.

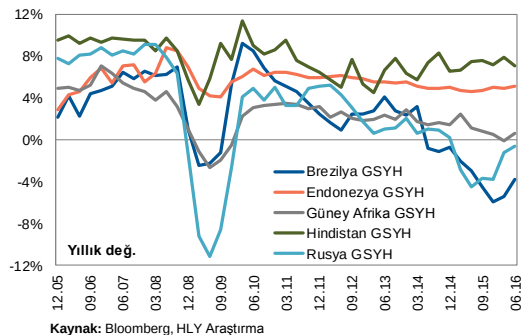
Emtia fiyatlarındaki toparlanmanın sürdürülebilirliğine ilişkin riskler



Brezilya'da, ekonomideki zayıflamanın daha da belirginleştiğini görüyoruz. Son 9 çeyrektir daralma bölgesinde yer alan Brezilya ekonomisi, siyasi belirsizliklerin de etkisiyle zor bir dönemden geçerken; emtia ihracatçısı olması nedeniyle 2017'de devam etmesini beklediğimiz zayıf emtia döngüsünden olumsuz etkilenmeye devam edebilir. Enflasyon cephesinde ise, 2016 yılı başında %10'lu seviyelerde bulunan TÜFE enflasyonunun %8,97'ye gerilemesi görece olumlu bir tablo çizse de, tarihsel ortalamaların üzerinde yer alarak ekonomik görünüm üzerinde risk oluşturmaya devam ediyor.

Güney Afrika'da, 2015'teki ekonomik yavaşlamanın 2016 ilk yarısında daha da belirginleştiğini görüyoruz. Bu yılın ilk çeyreğinde yıllık bazda %0,1'lik daralma yaşayan ekonomi, ikinci çeyrekte %0,6'lık yıllık büyüme kaydetse de, tarihsel ortalamaların altındaki performansın yanı sıra, 2016 yılının büyük bölümünde yukarı yönlü hareketlere sahne olsa da önemli bir ihracat kalemi olması nedeniyle altın fiyatlarına olan yüksek hassasiyenin de etkisiyle ekonomideki aşağı yönlü risklerin devam edeceğini düşünüyoruz. Enflasyonda ise, tarihsel ortalamalara yakın seyreden ancak büyüme performansıyla kıyasladığımızda %5,9'luk yıllık TÜFE enflasyonu ile fiyat baskısının sürdüğünü görüyoruz.

Gelişen ülke ekonomilerinde yavaşlama



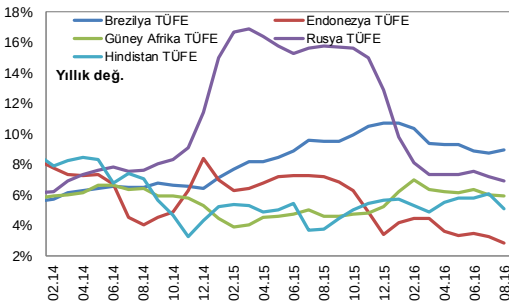
Hindistan'da, diğer gelişen ülkelere göre ekonomik dengeler konusunda görece olumlu ayrışmanın devam ettiğini görüyoruz. Ancak bu tablonun Merkez Bankası Başkanı Rajan'ın görevinden ayrılması sonrası yerine gelen yeni başkan ile devam ettirilip ettirilmeyeceği konusunda soru işaretleri bulunuyor.

Endonezya'da, tarihsel ortalamalara yakın ekonomik büyüme oranları kaydedilirken, 2015 yılına göre iyimser bir büyüme performansının etkili olduğunu; enflasyon tarafında da yaşanan düşüş eğilimiyle olumlu bir tablo çizildiğini görüyoruz.

Doğu Avrupa gelişen ülke ekonomilerinde öne çıkan **Rusya'da** ise, ekonominin 2015 yılı ilk çeyreğinden bu yana daralma bölgesinde yer aldığını görürken, daralmanın son dönemde petrol fiyatlarındaki toparlanmanın da desteği ile hız kestiğini izliyoruz. Batılı ülkelerin ekonomik yaptırımları ve küresel zayıf aktivite koşullarının devam etmesine rağmen, petrol fiyatlarındaki yeni dengelenme hareketinin kalıcı olması halinde ekonomideki iyileşmenin devam ettiğini ve 2017'de daha iyimser bir tablo çizildiğini görebiliriz.

Sonuç olarak **gelişen ülkelerin**, uzun süreli küresel düşük faiz öngörümüz altında, **sermaye akımı açısından ilgi çekmeye devam edebileceğini** düşünüyoruz.

Enflasyonda 'kontrollü' seyir

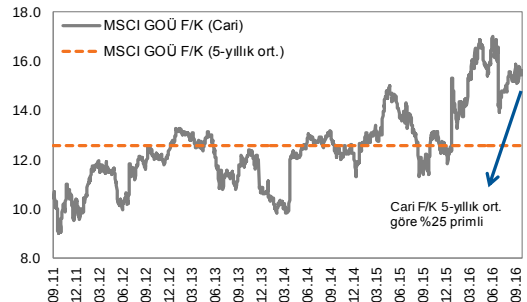


Ancak, küresel büyüme endişelerinin kontrol altında kaldığı, aynı zamanda normalleşme baskısının gerçek anlamda gözlenmediği, dolayısıyla 'düşük faiz ve yüksek likidite' ortamının yılın genelinde düşük volatilitéyle gelişen piyasalara destek verdiği 2016 yılından farklı olarak; 2017 yılında, **daha yüksek volatilité içeren ve küresel risk algılamasının gelişen ülkeler arasında daha seçici olduğu** bir dönem öngörüyoruz.

Bunun ana nedenlerini de; i) daha fazla sorgulanacağını düşündüğümüz normalleşme süreci, ii) uzun süreli küresel durgunluk, iii) mevcut politikaların azalan etkinliği nedeniyle gelişmiş ülke merkez bankalarının kredibilite kaybı, iv) yeni büyüme ve para politikası arayışları ile, v) küresel siyasi takvimdeki kritik gündem maddeleri olarak özetleyebiliriz.

Bu doğrultuda, 'düşük küresel uzun vadeli faiz' ortamının devamı nedeniyle, **gelişen piyasalara ilginin 2017 yılında da sürebileceğini** düşünmekle birlikte; küresel ekonomik zayıflık ve yeni politika arayışlarının, 2016 yılının büyük bölümünde gelişmiş ülkelere göre belirgin olarak pozitif ayrışan gelişen ülke borsaları üzerinde de baskı yaratabileceğini ve oynaklığın boyutu ile frekansını artırabileceğini düşünüyor; değerlemeler itibarıyla de yüksek seviyelerde olan **gelişen piyasalara yönelik 'temkinli' iyimser** bir duruş sergiliyor.

GOÜ endeksi değerlemeler itibarıyla yüksek seviyelerde



Türkiye Özet: Küresel ekonomide yeni denge arayışında, iç dengelenme daha öngörülebilir

Geçen yılın son çeyreğinde yayımladığımız ve bu yıla ait Görünüm Raporumuzun Türkiye ekonomisine ait kısmının ilk cümlelerini, "2016 yılı, ekonomik görünümde belirsizliklerin devam ettiği, farklılaşmaların keskinleştiği, dolayısıyla volatilenin yüksek kaldığı zor bir küresel konjonktür sunuyor. Küresel normalleşme süreci işlese de, bunun büyümede devam eden zayıflıklarla birlikte gerçekleşebileceği gerçeği göz önüne alındığında, iç dengelerin de baskı altında kalması kaçınılmaz" öngörülerini oluşturuyordu. Nitekim küresel ekonominin mevcut durumda ulaştığı noktaya baktığımızda, normalleşme sürecinin işlerliğiyle ilgili endişelerin derinleştiğini; yavaş büyüme ortamının sadece bir kaç yılın sorununun olmadığını, uzun süreli durgunluk riskinin ('secular stagnation') geçmişe kıyasla daha yüksek olasılık verilen senaryolar arasına girdiğini rahatlıkla söyleyebiliriz.

Bu noktada da, **küresel ekonominin 2017 yılına** ilişkin olarak, aşağı yönlü risklerin arttığı ve **normalleşme ümidi açısından daha az güven veren bir görünüm sunduğunu** düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemin ana çerçevesini ise, "mevcut destekleyici politikaların etkinliğinin daha fazla sorgulandığı; küresel ekonomideki zayıflıklar karşısında alternatif politika yaklaşımlarının daha fazla tartışıldığı, belki de deneme çalışmalarının gündeme geldiği" bir süreç olarak belirlemeyi tercih ediyoruz.

Bu yıla göre daha zorlu böyle bir küresel konjonktürde ise, iç ekonomik dengelerin istikrarlı bir görünüm sunmasında, para ve maliye politikalarındaki temkinli, kararlı ve ihtiyati yaklaşımın korunması daha da kritik bir hale geliyor. Güven ortamını güçlendirecek böyle bir yaklaşım altında ise, 'düşük küresel uzun vadeli faiz ortamı'nın geçerliliğini koruyacağı anlaşılan dış konjonktürde, iç

dengelerde özellikle yapısal kısıtların şimdiye kadar izin vermediği arzu edilen iyileşmelerin sağlanabileceğini düşünüyoruz.

Ana dinamiklere dair **2017 öngörülerimize** ilişkin olarak ise, **büyüme hızını**, yine iç talebin ön planda olacağı ve net dış talebin katkısının sınırlı kalacağı varsayımı altında, **%3,4** ile bu yıla yakın bir seviyede tahmin ediyoruz. 2012 yılından beri hakim olan potansiyelin altında büyüme öngörümüzde en etkili unsur, yine 'zayıf küresel ortam.' Nitekim, 2008 krizini takip eden yılda yaşanan küçülmenin ardından, merkez bankalarının sağlanan likidite desteğinin ilk etkisiyle 2010-2011 döneminde, gelişen ekonomilerin belirgin katkısıyla, %4-5 civarında güçlü bir büyüme kaydeden dünya ekonomisi, sonraki süreçte %3 civarında sınırlı kalan düşük büyüme döngüsüne sıkışmış görünüyor.

2012 yılından itibaren hakim olan ve son dönemde uzun süreli bir yapıya dönüşmüş olmasına dair endişelerin arttığı zayıf büyüme ortamında, gelişen ekonomilerin dünya ekonomisine katkıları azalırken; Türkiye ekonomisi de maalesef %2-4 bandında 'potansiyelin altında büyüme' baskısından kurtulamıyor. Tabii, içinde bulunduğumuz GOÜ grubunun bu dönemde büyüme oranının %1-3 bandında kaldığı dikkate alındığında, hala büyüme cazibesini devam ettiren ekonomi olma özelliğimizi koruduğumuzu da gözden kaçırmamak gerekiyor.

Ayrıca, dış talebin büyümeye katkısında belirleyici unsurlar olarak; Euro bölgesindeki zayıflığın genişlemeci para politikalarına ne yönde cevap vereceği, Rusya ile ilişkilerin normalleşme sürecinin ne hızla ilerleyeceği, kredi notundaki değişiklik sonrası gelişmeler her iki yönde de risk oluşturuyor. İç taleple ilgili olarak da, büyüme destekleyici bütçe anlayışı pozitif risk oluşturuyor.

Fiyat istikrarıyla ilgili olarak ise, enflasyon risklerinin kontrol altında kalmasını beklemekle birlikte, bir süre daha 'yüksek tek haneli enflasyon ortamı' ile yaşamaya devam edeceğimizi düşünüyoruz. Bu doğrultuda, 2017 sonu enflasyonunu **%8,0** seviyesinde tahmin ediyoruz. Gelecek yıl enflasyonunda, ağırlığı azalcak olsa da, gıda fiyatları yine ana belirleyici olacak. Bu yıl %12'ye kadar ulaşmış sonra neredeyse sıfır düzeyine kadar yaklaşarak oldukça dalgalı bir seyir izleyen yıllık gıda enflasyonu mevcut durumda %3,88 seviyesinde. Yıl sonu %8'lik hedef düzeyi ile şimdilik uyumlu bir görünüm veriyor. Ancak, gelecek yıl için de geçerli olan %8'lik hedefin ulaşılabilirliğinde, hem küresel hem de içsel risk unsurları mevcut.

Öncelikle, gıda enflasyonunun dalgalı yapısını oluşturan işlenmemiş gıda fiyatlarının gelecek dönem seyri her zamanki gibi belirsizlikler içeriyor. Bu yıl %15'lik artış ile %5'lik düşüş gibi oldukça geniş bir bantta dalgalanma gösteren işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yıllık değişim son verilerde %0,5'lik artış yönünde. Gıda Komitesinin çalışmaları doğrultusunda fiyat artışlarının kontrol altına alınmasına yönelik önlemlerinin etkinliğinin devamı bu noktada önemli olacak.

Gıda enflasyonunun daha istikrarlı kısmı olan işlenmiş gıda enflasyonu ise yıl boyunca %8,3-8,8 gibi daha dar bir aralıkta ılımlı seyrinin ardından son verilerde %7,3'e inmiş durumda. Gıda enflasyonunun bu kısmı 2017 enflasyonu açısından endişeleri azaltır yönde.

Gıda enflasyonunun gelişiminde, kur ve küresel gıda fiyatları diğer etkileyici unsurlar. Bu yıl kur volatilitésinin göreceli olarak sınırlı kalması, gıda enflasyonundaki yukarı yönlü baskıların kontrol altında kalmasında destekleyici bir unsur oldu. FED politikasının gelişen ülkeler üzerindeki baskısının korkulan

boyutta olmamasının yanı sıra, reel kurun yıla başlarken 'aşırı değersiz' bölgede olmasının da, nominal kurdaki dalgalanmaların sınırlandırılmasında yardımcı olduğunu söyleyebiliriz. Gelecek yıla ait kurun görünümünde ise, reel kurun dengeli seviyeye göreceli olarak daha yakın olması ve küresel para politikalarının öngörülebilirliğine dair daha zorlu bir dönemin sinyallerini alıyor olmamız, bu yıla göre daha temkinli yaklaşmamıza neden oluyor.

Küresel gıda fiyatları ise, 2011 yılından beri sergilediği genel düşüş eğilimine karşılık, bu yıl toparlanma eğiliminde görülüyor. Son verilerde, dünya gıda endeksi yıl başına göre %14,4 yukarıda. Her ne kadar küresel talep hala ciddi zayıflıklara işaret etse de, bu yıl gözlenen eğilimin devamı ve düşük baz etkisini göz önüne aldığımızda, küresel gıda fiyatlarının 2011-2015 döneminde gözlenen katkısını beklemek fazla iyimserlik olacaktır.

Enflasyon görünümüne ilişkin temkinli duruşumuzda diğer kritik unsur, yılın ikinci yarısında iyileşme gösterse de, hizmet sektörünün fiyat direncine ilişkin risklerin sürmesi. Özellikle, kira enflasyonunda son bir yılda yıllık bazda rakamlarda 1,3 puan gibi önemli bir artış sözkonusu.

Enerji enflasyonunun ise, petrol fiyatlarındaki düşüş hızının yavaşlamış olması ve fiyatların belli bir bantta istikrar kazanma eğilimi nedeniyle, enflasyonu indirme sürecine 2014-2016 dönemindeki gibi katkıda bulunmasını beklememek gerekiyor.

Bu yılı ortalama 44 dolar/varil seviyesinde tamamlayabileceğini düşündüğümüz Brent petrol fiyatları için 2017 yılına ait öngörümüz de ortalama 48 dolar/varil ile yine ılımlı bir seviyede. Tabii bu noktada kurun seyri, gıda fiyatlarında olduğu gibi, küresel olarak ılımlı

petrol fiyatlarının içeriye hangi boyutta yansıtacağına önemli olacak.

Enerji enflasyonu, katkısı azalacak olsa da, fiyat artışlarını sınırlamada destekleyici bir unsur olarak belirirken; diğer yardımcı bir faktör, ılımlı talep koşulları altında, çıktı açığının devam edecek olması.

Sonuç olarak, bu yıla benzer bir şekilde, gıda fiyatları, kurun seyri ve hizmet sektörü fiyat yapışkanlığı 2017 enflasyon görünümünde de risk yaratan en önemli unsurlar olarak ön plana çıkarken; petrol fiyatları ve iç talebin ılımlı seyrine ek olarak, Gıda Komitesinin çalışmaları doğrultusunda gıda fiyatlarına yönelik düzenlemelerin kısmen dengeleyici bir rol üstlenebileceğini de göz ardı etmiyoruz.

Para politikası tarafında ise, 2016 yılının, küresel olarak para politikalarında normalleşme ihtiyacının güven verici bir şekilde karşılanamadığı bir dönem olduğunu görüyoruz. 2008 krizi sonrasında alışıla geldiğin dışında genişlemeci önlemlerle ekonomilere ve finansal piyasalara destek olma hedefinin gözetildiği yaklaşık sekiz yıllık dönemin ardından, geleneksel yöntemlerin istikrarlı bir şekilde uygulanabileceği küresel konjonktürün hala oluşmadığını görüyoruz.

Tüm çabalara karşın, bir taraftan küresel büyüme, merkez bankalarının likidite destekleyici 'ultra güvercin' tutumlarına rağmen, 'uzun süreli durgunluk' korkusunu artırır bir şekilde zayıf kalıp kırılancıklarını sürdürürken; diğer taraftan merkez bankalarının mevcut politika duruşlarında limitlerine yaklaştığı ve yeni politika anlayışlarına ihtiyaç duyulduğu görüşlerinin ağırlık kazanmaya başladığını izliyoruz.

Nitekim, normalleşme sürecine aday iki merkez bankasından FED, geçen yılın

sonunda biraz da zorlama olarak yaptığı ilk faiz artırımının hemen ardından bu yılın ilk çeyreği sonunda tüm yıl için öngördüğü dört faiz artırımını radikal bir şekilde yarıya indirirken, ikinci faiz artırımı için koşulların oluştuğuna dair hala güven ortamının oluşmadığını görüyoruz. Brexit öncesi normalleşme sürecine aday diğer merkez bankası olan BoE de faiz indirim ve likidite sağlama programına geri dönmüş görünüyor.

Tüm bu finansal ve ekonomik gelişmeler ile merkez bankalarının destekleyici politika reaksiyonları sonucunda da, küresel düşük faiz ortamının daha da belirginleştiği bir konjonktür içinde bulunuyoruz. Büyümede aşağı yönlü risklerin arttığı gelişmiş ülke ekonomilerinde negatif faizin yaygınlaştığı, ancak bir taraftan da olumsuz etkileri nedeniyle sürdürülmesine ilişkin tartışmaların arttığı bir konjonktür.

Gelişmiş ülke faiz oranlarında tarihsel düşük seviyeler, bir taraftan küresel oynaklık endeksini düşürerek gelişen ülkelere yönelik sermaye girişinin yüksek kalmasında da etkili bir unsur oldu. Küresel koşulların gelişen ülkeler açısından destekleyici yönde geliştiği bu konjonktürde, ekonomik dengelerin genel olarak istikrarlı seviyelerde korunduğu ekonomik görünüm karşısında merkez bankamız da, likidite yönetiminde sıkı para politikası yaklaşımını devam ettirmekle birlikte, temkinli makroihtiyati politika çerçevesi ve 2015 yılı Ağustos ayında yayımlanan yol haritasında belirtilen politika araçlarının etkili bir şekilde kullanılması ile, sadeleşme adımlarını ölçülü ve temkinli bir şekilde gerçekleştirmiştir.

Küresel kriz sonrası para politikalarının, sadece kısa vadeli politika faizinin değil, genel parasal ve finansal dengeler çerçevesinde, küresel uzun vadeli faiz oranları gibi farklı

göstergeleri de içine alacak şekilde, çok boyutlu bir nitelik kazandığını gözlemliyoruz. Dolayısıyla, gelişen ülke para politikası duruşlarında, gelişmiş ülke merkez bankalarının kısa vadede faiz artırıp artırmayacağı kadar, küresel uzun vadeli faizlerin düşük düzeylerde kalıp kalmayacağı da oldukça kritik bir unsur.

Büyüme hedefini de gözetken uzun vadeli faizlerin düşürülmesi sürecinde ise, merkez bankamızın fiyat istikrarını sağlama ve koruma ana hedefine bağlı kalacağı ve bu hedefin sağlandığı ortamda da finansal aktarım mekanizmasının daha etkin çalıştığını göreceğimiz inancındayız.

2017 öngörümüze ilişkin olarak ise, bu yıl başlatılan ve nihai hedef olarak 'daha dar ve simetrik bir faiz koridoruna ulaşılması' ile 'fonlamanın tek bir faizden yapılması'na dayandırılan sadeleşme sürecinin devam etmesini bekliyoruz. Fonlamanın nihai olarak bir haftalık repo ihale faiz oranı olmak üzere tek bir faiz oranından gerçekleştirilmesi hedefi çerçevesinde de, **politika faiz oranının %7,5 seviyesinde kalabileceğini** tahmin ediyoruz.

Bu öngörümüzde yukarı yönlü baskı yaratabilecek risk unsurlarını ise; küresel uzun vadeli faizlerin yükseliş yönünde eğilim göstermesi ve gelişen ülke faizlerinde normalleşme baskısının ortaya çıkması, mevcut küresel para politikalarının etkinliğine yönelik sorgulama sürecinin artması ve yeni politika arayışlarının yoğunlaşmasının doğal bir sonucu olarak kur oynaklığının istikrar ortamını bozacak seviyelere yükselmesi, içeride enflasyon görünümünde yapısal unsurların yarattığı risklerin kontrol altına alınması sürecinde arzu edilen iyileşmenin sağlanamaması şeklinde belirtebiliriz.

Son yıllarda kırılganlık noktası olmaktan

uzaklaşan bir gelişime işaret eden **cari denge** için, hem petrol fiyatlarının düşük seyrini devam ettirmesi hem de büyüme ivmesinin ılımlı kalması sayesinde, bu yıla benzer bir görünüm çiziyoruz.

Ancak, sözkonusu destekleyici unsurlara karşın, yapısal cari açık sorununda ciddi bir iyileşmenin henüz elde edilemediğini ve cari açığın %4,5 seviyesinin altına inmekte zorlandığını görüyoruz. Gelecek yıla ait olan ve **GSYH'nin %4,6'sına** denk gelen **35 milyar dolarlık cari açık öngörümüz** de, yapısal sorunlara karşı reformların devreye girmesi gerekliliğini bir kere daha hatırlatıyor. Reform programının canlandırılması, küresel ekonomideki zayıflıklar nedeniyle kalıcı olmasını beklediğimiz ılımlı petrol fiyatlarının dış dengede olumlu etkisinin daha etkin bir şekilde gözlenmesini mümkün kılacaktır.

Cari açık sorununu çözmeyi hedefleyen yapısal reform programı da özet olarak, yurt içi tasarrufları artırmak, mevcut kaynakların daha verimli alanlara yönlendirilmesini sağlamak, ekonominin üretim ve teknoloji kapasitesini iyileştirmek, verimlilik ve ihracatın büyümeye katkısını yükseltmek gibi ana hedeflere odaklanmaktadır. Özellikle, son yıllarda indiği %13-14 bandında ve %18'ler düzeyindeki yatırım oranının altında kalarak, ekonominin dış finansman ihtiyacı ve potansiyel altı büyümesine neden olan unsurların başında gelen düşük yurt içi tasarruf oranını artırmanın gelecek yılın ana hedeflerinden biri olabileceğini düşünüyoruz. Varlık Fonu'na ilişkin çalışmalar da bu konudaki kararlılığı gösteriyor.

Dış dengede kalıcı ve daha belirgin bir iyileşme için gerekli olan bu orta vadeli bakış, özellikle kısa sürede ortadan kalkmayacağı anlaşılan zayıf küresel ortamda aşağı yönlü risklerin arttığı ihracatın görünümü göz önüne

alındığında daha da önemli bir hale geliyor. Ana ihracat pazarımıza yönelik aşağı riskler, ihracatın gelecek yıl performansı konusunda da temkinli olmamıza yol açarken; Rusya ile düzelme gösteren ilişkilerin ihracat ve turizm gelirlerinde kısmen telafi edici bir rol üstlenmesi beklenebilir. Ayrıca, ihracatta bölgesel çeşitlendirmede esnekliğin artırıldığını da dikkate almak gerekiyor.

Diğer taraftan, zayıf ihracatla birlikte, hem iç talep hem de enerji maliyetinin ılımlı düzeye inmesine bağlı olarak ithalatta da yavaşlamanın devam etmesiyle, dış ticaret hacmimizin, 2013 yılında ulaştığı 403,5 milyar dolarlık rekor seviyeden, bu yıl 340 milyar doların altına düşme sinyali verdiğini izliyoruz. 2011-2014 döneminde 55-60 milyar dolar gibi yüksek bir düzeyde seyrettikten sonra, geçen yıl 37,8 milyar dolara sert bir iniş gösteren toplam enerji ithalatının da bu yıl 27 milyar dolara gerilemesini sürdürmesini bekliyoruz. Gelecek yıla ait tahminimiz de 29 milyar dolar ile yine makul bir düzeyde.

İhracattaki zayıflıklarla birlikte, ithalattaki yavaşlamaya bağlı olarak, ihracatın ithalatı karşılama rasyosunda son üç yıldır düzelme yaşanırken; söz konusu oranın 2013 yılındaki %60,3'ten, bu yılın sekiz aylık dönemi itibariyle %71,3'e yükseldiği izleniyor.

Dış ticaret dengesindeki düzelmeye karşın, cari dengedeki iyileşmeyi sınırlayan unsurların başında, turizm gelirlerindeki sert düşüş ve doğrudan yatırımlara ait kar transferlerinin artması geliyor. Turizm gelirlerinin geçen yıl ulaştığı 26,6 milyar dolardan (2015 yılında 29,5 milyar dolarda zirve yapmıştı), bu yıl 20 milyar doların altına inmesini beklerken; Rusya ile normalleşme döneminin kalıcı olması halinde gelecek yıl 22 milyar dolar civarına toparlanma gösterebileceğini düşünüyoruz.

Cari dengede ana hatlarıyla geçen yıla benzer bir tablo oluşurken, sermaye dengesinde özellikle yılın ilk yarısında daha olumlu bir gelişim sözkonusu. Nitekim, resmi rezervlerin 11,8 milyar dolarlık azalış gösterdiği geçen yılın ardından, bu yılın sekiz aylık döneminde 10,5 milyar dolarlık rezerv artışı gözleniyor. Yılın ikinci yarısında bu olumlu görünümün güç kaybettiği gözlenirse de, geçen yıla göre daha güçlü bir finansman tablosunun korunacağı söylenebilir. Ek olarak, 'Körfez sermayesi için güvenli liman yaratma' senaryosunun olumlu risk oluşturduğu da düşünülebilir.

Cari açık finansmanında iyileşme, sadece sermaye girişinde değil, aynı zamanda uzun vadeli ağırlıklı yapının korunmasında da geçerli. Özellikle, reel sektörün uzun vadeli borçlanmasındaki artış dikkat çekiyor.

Küresel belirsizliklerin arttığını düşündüğümüz 2017 yılı için de, portföy girişlerinde dalgalanmaların daha fazla olmasını beklerken; uzun vadeli ağırlıklı finansman tablosunun korunacağını tahmin ediyoruz. FED normalleşmesinin devamına ilişkin risk unsurlarının artmış olması, gelişen piyasalar üzerinde faiz artırımı baskısını azaltmakla birlikte; mevcut politikaların etkinliği ve yeni politikaların oluşturulması ihtiyacına yönelik sorgulama sürecinin küresel risk algılamasında daha derin hasarlara neden olabileceği endişesini taşıyoruz.

2017 finansman ihtiyacını da, bu yıla yakın olarak, **190 milyar dolar** hesaplıyoruz. Bu yılın rakamını da, Görünüm Raporundaki öngörümüze yakın olarak, 188 milyar doların hafif altında tahmin ediyoruz.

Son ancak Türkiye ekonomisinin en istikrarlı ekonomik dengelerinden biri olarak dış şoklara karşı kırılganlıkların azalmasında

önemli rolü olan **güçlü kamu maliyesinde** kararlılığın 2017 yılında da korunmasını bekliyoruz. 2005 yılından itibaren gözle görülür bir iyileşmenin olduğu bütçe disiplinin sonucu olarak; açık oranının, 2009-2010 dönemi dışında, %1-2 bandında kaldığını görüyoruz. Bu yılın da **%1,4'lük** hedefle uyumlu olarak tamamlanabileceğini tahmin ediyoruz.

İyileşen bütçe dengesinde, faiz dışı dengenin fazla vermeye devam etmesi politikasının yanı sıra, faiz ödemelerinin azalan yükü de önemli bir unsur. Nitekim, 2001 kriz yılında GSYH'nin %17,1'ine ulaşan, 2005-2006 döneminde %6-7 bandına inen de hala yüksek seviyede bulunan faiz ödemeleri, 2014 yılından itibaren %3 seviyesinin altına inmiş görünüyor. Bu yıl için de %2,3'e gerileme sinyali veriyor.

Dolayısıyla **faiz dışı denge**, genel bütçe dengesine göre daha ılımlı bir iyileşmeye işaret ederek, 2013 yılında ulaştığı GSYH'nin %2'sine denk gelen fazla seviyesinden, 2014-2015 döneminde %1,5'e, bu yıl da **%0,9'a** gerilemeye işaret etse de, yine de mali disiplin duruşunun korunduğunu gösteriyor.

Güçlü bütçe görünümünün korunmasını beklediğimiz 2017 yılında, faiz dışı harcamaların büyümeye destek amaçlı harcamalarda yoğunlaşmasını; vergi dışı gelirlerin desteğini sürdürmesini; dolaylı vergilerin toplam vergi gelirlerinde ağırlıklı yerini korumakla birlikte, ılımlı büyüme ortamının da etkisiyle, azalan trendini sürdürebileceğini tahmin ediyoruz. **Bütçe açığı** ve **faiz dışı fazla oranlarına** ilişkin tahminlerimiz sırasıyla **%1,8** ve **%0,5**.

Güçlü bütçenin devamına dair risk oluşturan unsurlar arasında ise, küresel büyümede zayıflıkların belirginleşmesi ve içerde de

büyümede olumsuz yansımalarla neden olması; küresel olarak para politikalarının ekonomilere azalan desteği karşısında büyümede aşağı riskleri dizginlemek amacıyla maliye politikalarının daha destekçi olarak kullanıma seçeneğinin belirmesi sayılabilir.

Bu risk unsurlarına karşın, küresel risklerin yüksek kalmaya devam edeceği anlaşılan önümüzdeki dönemde de, iç ekonomik istikrarın en önemli destekleyicilerinden biri olan güçlü maliye politikasından, büyümeyi destekleyici yaklaşımın belirginleştirilmesine karşın, önemli bir taviz verilmeyeceğini düşünüyoruz. Nitekim, bütçe disiplini gelinen nokta, gelişen ülkelere göre kıyaslandığında da önemli düzeyde ve kalıcılık adına güven verici bir görünüm sunuyor.

Özetle, 2017 görünümünün ana çerçevesini çizmek istersek, potansiyelin altında ancak mevcut uzun süreli zayıf küresel büyüme ortamında ve gelişen ekonomiler arasında hala büyüme cazibesini devam ettirebilen; emtia ithalatçısı olmanın avantajını özellikle cari açığını ılımlı seviyede tutmada gösterebilen; yüksek tek haneli enflasyon ortamının devam ettiği ancak risklerin kontrol altında kalabildiği; düşük küresel uzun vadeli faizler ve kontrol altında izlenimi sunan enflasyon görünümü karşısında, para politikasında sadeleşme yaklaşımının korunduğu; güçlü bütçe dengelerini devam ettiren bir Türkiye ekonomisi öngörüyoruz.

Büyüme: ‘Uzun süreli zayıf küresel büyüme’ ortamında, iç büyüme de baskı altında

2008 krizini takip eden yılda yaşanan küçülmenin ardından, merkez bankalarınca sağlanan likidite desteğinin ilk etkisiyle 2010-2011 döneminde, gelişen ekonomilerin belirgin katkısıyla, %4-5 civarında güçlü bir büyüme kaydeden dünya ekonomisi, sonraki süreçte **%3 civarında sınırlı kalan düşük büyüme döngüsüne** sıkışmış görünüyor. 2012 yılından itibaren hakim olan ve son dönemde **uzun süreli bir yapıya dönüşmüş olmasına dair endişelerin ciddi oranda arttığı zayıf büyüme ortamında** (“secular stagnation”), gelişen ekonomilerin dünya ekonomisine katkıları çarpıcı bir şekilde azalırken; Türkiye ekonomisi de maalesef %2-4 bandında yani ‘potansiyelin altında büyüme’ baskısından kurtulamıyor. Tabii, içinde bulunduğumuz GOÜ grubunun söz konusu dönemde büyüme oranının %1-3 bandında kaldığı dikkate alındığında, hala **büyüme cazibesini devam ettiren ekonomi olma özelliğimizi koruduğumuzu** da gözden kaçırmamak gerekiyor.

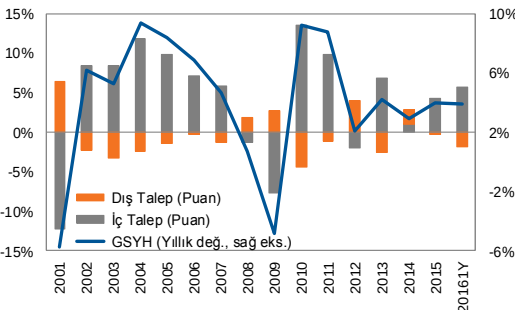
Büyüme oranımız 2012 yılında, önceki yılın güçlü baz etkisinin de etkisiyle, %2,1 seviyesine sert bir düşüş gösterdikten sonra, **%3-4 bandında yeni denge** oluşturmuş görünüyor. Geçen yıl %4 seviyesinde gerçekleşen büyüme oranı, bu yılın ilk yarısı itibarıyla yıllık bazda %3,9 ile benzer bir resim sunuyor. Büyümenin genel görünümüne baktığımızda da, **iç talebin yarattığı, dış**

talebin net etkisinin ise geçen yıla benzer bir şekilde negatif bölgede kaldığı bir tablo mevcut. Küresel ekonomide devam eden aşağı yönlü riskler karşısında, söz konusu tablonun yılın kalanı hatta 2017 yılı için de geçerli olacağını söylemek fazla iddialı bir öngörü olmayacaktır.

Yılın ilk yarısına ait ve iç talebe dayalı büyümenin ana kaynağı özel tüketim harcamaları olurken; kamu tüketim ve yatırım harcamaları ise destekleyici unsurlar olarak belirleniyor. Özel sektör yatırım harcamaları ise, inşaat sektöründe geçen yılın son çeyreğinden itibaren büyüme trendi göstermesine karşın, makine-teçhizat tarafında zayıf görünümünü sürdürüyor. Yılın üçüncü çeyreğinde konut kredilerine yönelik alınan destekleyici kararların da, inşaat sektörünün büyümeye katkısının devam etmesine yardımcı olması beklenebilir.

Diğer taraftan, **yılın üçüncü çeyreğine ait öncü sinyaller, büyüme oranında belirgin bir yavaşlama olabileceğine** işaret ediyor. 15 Temmuz’da gerçekleşen başarısız darbe girişimi sonrası normalleşme döneminde iç talepteki ivme kaybı; PMI, güven endeksleri, üretim/kapasite kullanımı gibi farklı göstergelerde gözleniyor. PMI 50 genişleme bölgesinin altında seyrederken; sanayi üretimi yıllık bazda düşüş rakamları göstererek, ilk yarıda kaydettiği %4,2’lik artışa kıyasla

İç talep kaynaklı büyüme



Özel tüketim harcamalarının katkısı yüksek

Harcamalar Yöntemiyle Hesaplanan GSYH'ye Katkılar					
(Yüzde puan)	1Ç16	2Ç16	1Y16	1Y15	2015
GSYH Büyüme Oranı (%)	4.7	3.1	3.9	3.1	4.0
Toplam tüketim	6.1	5.1	5.6	3.7	3.7
Özel	4.9	3.4	4.1	3.2	3.0
Kamu	1.2	1.7	1.5	0.5	0.7
Sabit sermaye yatırımı	0.1	-0.1	0.0	1.4	0.9
Özel	-0.1	-0.3	-0.2	1.1	0.6
Kamu	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Stok değişmesi	0.0	0.2	0.1	-0.7	-0.3
Net dış talep	-1.5	-2.1	-1.8	-1.3	-0.3
İhracat	0.6	0.1	0.3	-0.6	-0.2
İthalat	2.1	2.2	2.1	0.7	0.1

Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

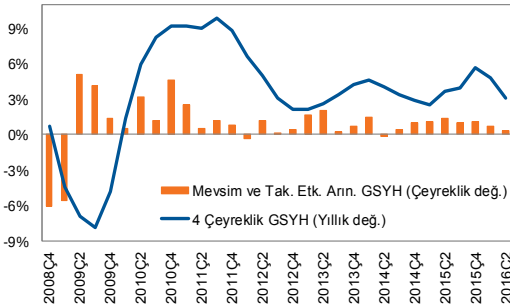
oldukça zayıf bir görünüm çiziyor. Otomotiv, beyaz eşya, turizm gibi sektörel veriler de ekonomideki zayıflamayı teyid ediyor.

Jeopolitik risklere ek olarak, 'yatırım yapılabilir' kredi notumuzda yapılan indirimin de güven ortamındaki iyileşmeyi yavaşlatıcı etkisini unutmamak gerekiyor. Bu noktada, kredi kuruluşlarının öne sürdüğü ve dış yükümlülükleri karşılama ile ilgili endişelerde, brüt döviz borcu ile net rezerv varlığını karşılaştırmadan doğru bir mukayese bakışı olmadığını da belirtmek gerekiyor.

Bu doğrultuda, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak **sekiz çeyrek aralıksız büyüyen** ekonominin üçüncü çeyrekte küçülmesi beklenebilir. Normalleşmenin uzamaması ve ekonominin %3-4 bandına dönebilmesi için ise, bu risk unsurlarının olumlu yönde gelişmesi gerektiği açık. Bu varsayım altında, **bu yıl büyüme oranının %3,3 olarak gerçekleşebileceğini tahmin ediyoruz.** Bu yıla ait Görünüm Raporumuzda da ilk öngörümüz %3,2 seviyesinde idi.

2017 yılına ait büyüme öngörümüz de, yine iç talebin ön planda olacağı ve net dış talebin katkısının sınırlı kalacağı varsayımı altında, **%3,4** ile yakın seviyede. Ancak, **büyüme destekleyici bütçe anlayışının** pozitif risk oluşturduğunu da kaçırmamak lazım. Büyüme öngörümüzde etkili olan kritik unsurlar ise;

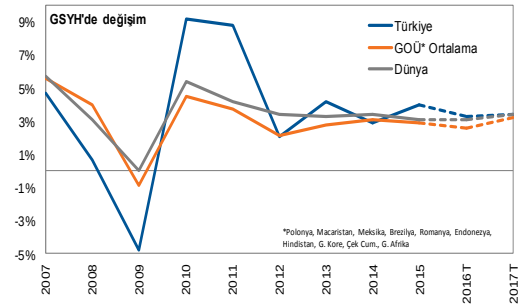
Üçüncü çeyrekte ivme kaybı



i. Küresel büyüme: Küresel ekonominin gelişmiş ülkeler içinde en güçlüsü olarak görülen ABD ekonomisinde bile büyümenin istikrarlı bir görünüm sunamaması ve aşağı yönlü risklerin artması, **öngörülenden daha uzun sürecek yavaş büyüme döngüsüne** ilişkin endişeleri artırıyor. Bunda da, küresel arz-talep dengesinin fiyatlar üzerinde aşağı yönlü baskıların ön planda kalmasına neden olacak şekilde gelişmeye devam etmesi, dolayısıyla 'deflasyon' endişelerinin gündemden düşmemesi; düşük verimlilik sorununun daha da büyümesi; kriz sonrası dönemde uygulanan para politikalarının ekonomileri desteklemede yetersiz bir görünüm sunmaları; geçmiş dönemde küresel büyümenin ana destekleyicisi olan gelişen ekonomilerin - özellikle emtia ihracatçısı olanların - cazibelerinin azalmış olması gibi unsurların etkili olduğunu söyleyebiliriz.

Nitekim, küresel büyüme projeksiyonlarının yıl boyunca aşağı yönlü revizyona uğradığını izliyoruz. IMF'nin projeksiyonlarında bu yılın büyümesi, küresel olarak %3,6'dan %3,1'e, ABD ekonomisi için de %2,8'den %1,6'ya çekilmiş durumda. 2017 büyüme öngörülerinin sırasıyla %3,4 ve %2,2 seviyelerinde bulunmasına karşın, gelecek yıl benzer bir sürecin yaşanabileceğine dair risk unsurları da mevcut görünüyor. Destekleyici olmaktan uzak böyle bir küresel konjonktürün içeriye olumsuz yansımaları da olabilecektir.

Küresel büyümede zayıflık içeriye de olumsuz yansıyor



ii. Gelişen ülkelerde ekonomik görünüm: 2016 yılı, küresel görünümüne benzer olarak, gelişen ülkelerde de büyüme tahminlerinin aşağı çekildiği bir yıl oldu. Üstelik bu gelişim, FED politikasında normalleşme baskısının beklenen ölçüde gerçekleşmediği ve gelişen piyasalara yönelik sermaye akımının tahmin edilenden daha olumlu bir görünüm izlediği bir konjonktürde gerçekleşti.

Yıl başında %4,5 olarak öngörülen gelişen ülke grubuna ait büyüme oranı tahmini de %4,2'e çekilmiş durumda. Gelecek yıl için öngörülen %4,6'lık büyüme oranını destekleyici koşulların oluşması, bizim büyüme görünümümüzü de olumlu yönde etkileyecektir. Ancak, içinde bulunduğumuz gelişen Avrupa ülke grubu büyümesinin bu yıl için tahmin edilen %3,3'ten gelecek yıl %3,1'e gerileyebileceğine dair öngörüü de göz ardı etmiyoruz. Dolayısıyla, **küresel büyüme endişelerinin tehlikeli boyuta ulaşmadığı, aynı zamanda normalleşme sürecinin yavaş bir şekilde ilerleyebildiği bir dış konjonktürü**, son yıllarda %3-4 bandında istikrar kazanma eğilimi gösteren büyüme ortamının sağlanması için gerekli koşullardan biri olarak görüyoruz.

iii. İhracat pazarlarında ekonomik görünüm: Euro bölgesinde zayıflığın hala devam ettiğini görüyoruz. Nitekim, bu yıl bölgeye yapılan euro bazlı ihracatta ivme

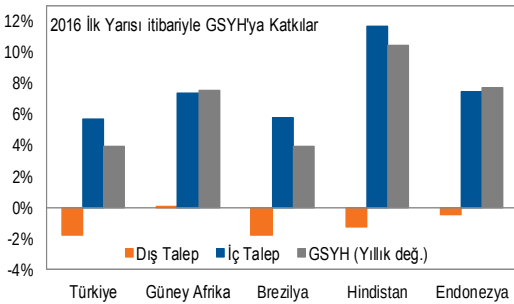
kaybı görülürken; yılın ilk yarısında net ihracatın büyümeye katkı sağlayamadığı büyüme tablosunda da etkili olduğunu söyleyebiliriz. ECB'nin bölge ekonomisindeki zayıflıklara karşı yürüttüğü destekleyici para politikası yaklaşımının arzu edilen sonuçları vermesi durumunda gelecek yıl büyümesiyle ilgili daha iyimser olabiliriz.

Dış talepte diğer destekleyici bir unsur, Rusya ile ilişkilerin normalleşme dönemine girmesi nedeniyle, 2017 yılının, hem ihracat hem de turizm gelirleri açısından, yaptırımların olumsuz etkisinin telafi edilmesine aday bir dönem olmasıdır. Bu telafinin boyutu da, büyüme oranında etkili bir unsur olacaktır.

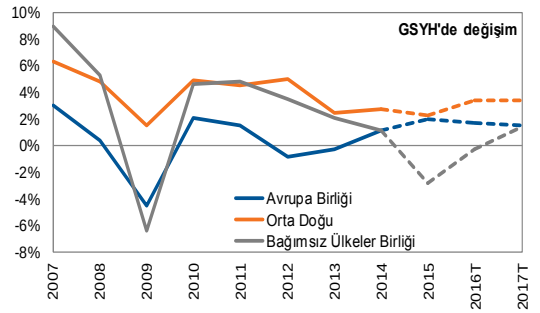
iv. Kredi notu görünümü: 15 Temmuz'daki başarısız darbe girişimi sonrasında, subjektif ve adil olmayan kriterlere dayandığı konusunda piyasanın hemfikir olduğu 'yatırım yapılabilir' kredi notumuzda yapılan indirimin olumsuz etkisinin kısa vadede sınırlı kaldığını görürken; ekonomi yönetiminin büyümeyi destekleyici önlemleri ve reform programının başarısı, dış kaynağın büyümeye katkısıyla ilgili daha olumlu bir görünüm sağlayabilir. Aksi durumda ise, zor küresel konjonktürü de gözönüne aldığımızda, büyümede aşağı yönlü riskler artabilecektir.

Özetle, büyümede ön plana çıkan bu unsurlar her iki yönde de farklılığa neden olabilir.

GOÜ büyümesinde dış talebin katkısı azalıyor



İhracat pazarları daha destekleyici olabilecek mi?



Enflasyon: Dezenflasyonda direnç gözlemlenebilir

2016 Görünüm Raporumuzda, enflasyon görünümüne temkinli yaklaşarak, ana temamızı "Yüksek tek haneli enflasyon ortamına devam" olarak belirlemiş ve yıl sonu enflasyon tahminimizi de %8,5 seviyesinde oluşturmuştuk. Nitekim, özellikle yılın ilk ayında, hem kamu zamlarının hem de işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle, %9,58'e ulaşarak Mayıs 2014'ten sonra yeni bir zirve yapan yıllık TÜFE enflasyonu, 'çift haneli enflasyon' korkusunu tekrar canlandırdı.

Ancak bu yüksek rakamın ardından, gerek güçlü baz etkisinin desteği gerekse de Gıda Komitesinin gıda fiyatlarındaki artışın kontrol altına alınmasına yönelik önlemlerin etkinliğine dair beklentilerimiz nedeniyle, '**çift haneli enflasyon**' ortamına geçiş konusunda fazla endişeli olmadığımızı belirtmiş ve yıllık enflasyonun tekrar düşüş eğilimine girebileceği tahmininde bulunmuştuk. Nitekim yıllık enflasyon, sözkonusu faktörlerin desteğiyle, Şubat ayında hızlı bir düşüş trendine girerek, Nisan sonunda %6,57'ye kadar geriledi.

Fakat hem baz ve düşük enerji fiyatlarının desteğinin azalması, hem de gerek işlenmemiş gıda fiyatlarında yaşanan dalgalanma gerekse de asgari ücretteki artışın yansımaları nedeniyle, yıllık enflasyonun tekrar yükseliş göstererek Temmuz sonunda

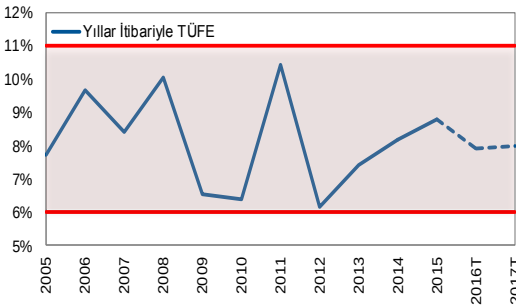
%8,79'a kadar çıktıktan sonra, Eylül sonu itibarıyla tekrar %7,28 seviyesine gerilediğini izliyoruz. Azalan baz desteği ve artan kur volatilitesi doğrultusunda da, **yıl sonu oranını %7,9 düzeyinde tahmin ediyoruz.**

Çekirdek enflasyondaki düşüşün gecikmeli ve daha sınırlı gerçekleşmesi, enflasyon görünümüne ilişkin temkinli yaklaşımımızı korumamızın ana etkenlerinden biri. Şubat ayında %9,72'ye yükselen 'I' göstergesindeki yıllık artış oranı ancak Mayıs'ta %8,77'ye hızlı gerileme kaydettikten sonra hızını kaybetmiş; son verilerde indiği %7,69 seviyesi de daha aşağısının zorlu olacağı sinyali veriyor.

2017 enflasyonuna ilişkin de temkinli iyimserliğimizi sürdürüyoruz ve **yıl sonu oranını %8,0** olarak tahmin ediyoruz. Gelecek yıl enflasyonunda, ağırlığı azalacak olsa da, **gıda enflasyonunun** seyri yine ana belirleyici olacaktır. Bu yıl %12'ye kadar ulaşmış ve sonra neredeyse sıfır düzeyine kadar yaklaşarak oldukça dalgalı bir seyir izleyen yıllık gıda enflasyonu mevcut durumda %3,88 seviyesinde. Yıl sonu %8'lik hedef düzeyi ile şimdilik uyumlu bir görünüm veriyor. Ancak, gelecek yıl için de geçerli olan %8'lik hedefin ulaşılabilirliğinde, hem küresel hem de içsel risk unsurları mevcut.

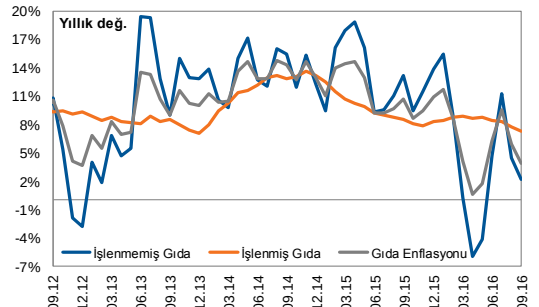
Öncelikle, gıda enflasyonunun dalgalı yapısını oluşturan işlenmemiş gıda fiyatlarının gelecek

Enflasyonda yüksek tek hane döngüsü



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

İşlenmemiş gıda fiyatları baskı unsuru



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

dönem seyri her zamanki gibi belirsizlikler içeriyor. Bu yıl %15'lik artış ile %5'lik düşüş gibi oldukça geniş bir bantta dalgalanma gösteren işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yıllık değişim son verilerde %0,5'lik artış yönünde. Gıda Komitesinin çalışmaları doğrultusunda fiyat artışlarının kontrol altına alınmasına yönelik önlemlerinin etkinliğinin devamı bu noktada önemli olacak.

Gıda enflasyonunun daha istikrarlı kısmı olan **işlenmiş gıda enflasyonu** ise yıl boyunca %8,3-8,8 gibi daha dar bir aralıkta ılımlı seyrinin ardından son verilerde %7,3'e inmiş durumda. Gıda enflasyonunun bu kısmı 2017 enflasyonu açısından endişeleri azaltır yönde.

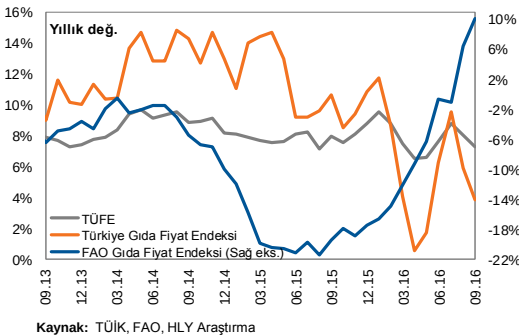
Gıda enflasyonunun gelişiminde, **kur** ve **küresel gıda fiyatları** diğer etkileyici unsurlar. Bu yıl kur volatilitésinin göreceli olarak sınırlı kalması, gıda enflasyonundaki yukarı yönlü baskıların kontrol altında kalmasında destekleyici bir unsur oldu. FED politikasının gelişen ülkeler üzerindeki baskısının korkulan boyutta olmamasının yanı sıra, reel kurun yıla başlarken 'aşırı değersiz' bölgede olmasının da, nominal kurdaki dalgalanmaların sınırlandırılmasında yardımcı olduğunu söyleyebiliriz. Gelecek yıla ait kurun görünümde ise, reel kurun dengeli seviyeye göreceli olarak daha yakın olması ve küresel para politikalarının öngörülebilirliğine dair daha zorlu bir dönemin sinyallerini alıyor

olmamız, bu yıla göre daha temkinli yaklaşmamıza neden oluyor. Dolayısıyla, **kurda yaşanacak dalgalanmaların boyutu ve frekansının, gıda enflasyonunda ek baskı unsuru riski taşıdığını** düşünüyoruz.

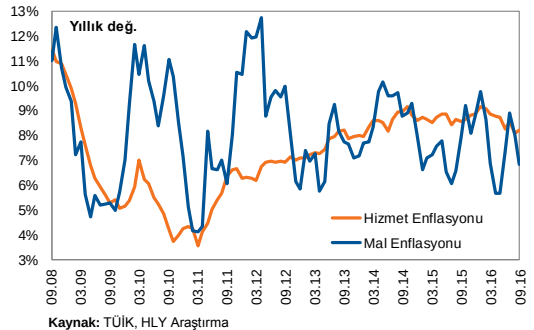
Küresel gıda fiyatları ise, 2011 yılından bu yılın başına kadar sergilediği genel düşüş eğilimine karşılık, bu yıl toparlanma eğiliminde görülüyor. Son verilerde, dünya gıda endeksi yıl başına göre %14,4 yukarıda bulunuyor. Her ne kadar küresel talep hala ciddi zayıflıklara işaret etse de, bu yıl gözlenen eğilimin devamı ve düşük baz etkisini göz önüne aldığımızda, **küresel gıda fiyatlarının 2011-2015 döneminde gözlenen katkısını beklemek fazla iyimserlik olacaktır**. Nitekim, 2015 yılı içinde %20'nin üzerinde düşüşlere işaret eden küresel gıda fiyatlarındaki yıllık değişim, son verilerde %10'luk artış yansıtıyor.

Enflasyon görünümüne ilişkin temkinli duruşumuzda diğer kritik unsur, yılın ikinci yarısında iyileşme gösterse de, **hizmet sektörünün fiyat direncine** ilişkin risklerin sürmesi. Özellikle, kira enflasyonunda son bir yılda yıllık bazda rakamlarda 1,3 puan gibi önemli bir artış söz konusu. Sağlık, ulaştırma, haberleşme, sosyal ve mali hizmetlerde imlenme dikkat çekiyor. Öte yandan, yemek-otel, eğlence-kültür gibi alt kalemlerde fiyat artışlarında yavaşlama gözleniyor.

Küresel gıda fiyatları daha az yardımcı



Hizmet enflasyonu direncinde belirsizlikler



Enerji enflasyonunun ise, petrol fiyatlarındaki düşüş hızının yavaşlamış olması ve fiyatların belli bir bandta istikrar kazanma eğilimi nedeniyle, enflasyonu indirme sürecine **2014-2016 dönemindeki gibi katkıda bulunmasını beklememek gerekiyor**. Nitekim, geçen yıl sonunda yıllık bazda %2,96 seviyesinde bulunan enerji enflasyonu, bu yılın Eylül sonu itibariyle %4,45 ile daha yüksek seviyede bulunuyor.

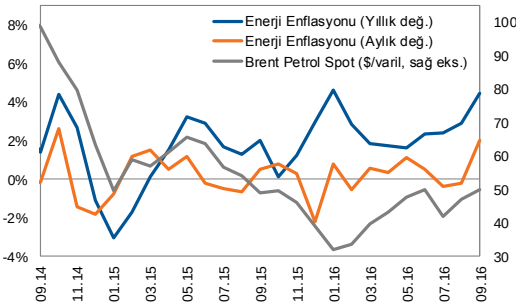
Bu yılı ortalama 44 dolar/varil seviyesinde tamamlayabileceğini düşündüğümüz **Brent petrol fiyatları** için 2017 yılına ait öngörümüz de ortalama 48 dolar/varil ile yine ılımlı bir seviyede. Tabii bu noktada, kurun seyri, gıda fiyatlarında olduğu gibi, **küresel olarak ılımlı petrol fiyatlarının içeriye hangi boyutta yansıtacağı**nda önemli olacak.

Enerji enflasyonu, katkısı azalacak olsa da, fiyat artışlarını sınırlamada destekleyici bir unsur olarak belirirken; diğer yardımcı bir faktör, ılımlı talep koşulları altında, **çıktı açığının devam edecek olması**. TCMB'nin son tahminlerinde %0,2 düzeyinde bulunan çıktı açığının yeni tahminlerde daha da aşağı çekildiğini görebiliriz.

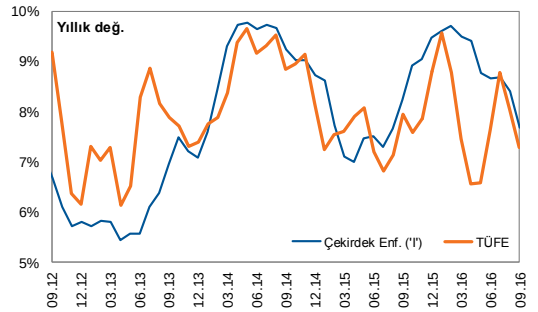
Sonuç olarak, bu yıla benzer bir şekilde, **gıda fiyatları, kurun seyri ve hizmet sektörü fiyat yapışkanlığı**, 2017 enflasyon görünümünde de risk yaratan en önemli

unsurlar olarak ön plana çıkarken; **petrol fiyatları ve iç talebin ılımlı seyrine** ek olarak, Gıda Komitesinin çalışmaları doğrultusunda **gıda fiyatlarına yönelik düzenlemelerin** kısmen dengeleyici bir rol üstlenebileceğini de göz ardı etmiyoruz.

Enerji enflasyonunun desteği azalıyor



'Çekirdek' enflasyonda iyileşme



Para Politikası: 'Düşük küresel uzun vadeli faizler'in desteği altında

2016 yılının, küresel olarak para politikalarında **normalleşme ihtiyacının güven verici bir şekilde karşılanamadığı** bir dönem olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz. 2008 krizi sonrasında alışıla geldiğin dışında genişlemeci önlemlerle ekonomilere ve finansal piyasalara destek olma hedefinin gözetildiği yaklaşık sekiz yıllık dönemin ardından, **geleneksel yöntemlerin istikrarlı bir şekilde uygulanabileceği küresel konjonktürün hala oluşmadığını** görüyoruz. Nitekim, sadece bu yıl içinde düzenlerce yeni faiz indirimine gidildiğini; ECB'nin likidite programını QE3 adı altında ucu açık şekilde genişlettiğini; BoJ'nin ETF'lerin %60'ına sahip olma taahhüdü ile destekleyici duruşunu daha da güçlendirme sinyali verdiğini; PBoC'nin kuru desteklemeye yönelik yıl boyunca müdahalelerini sürdürdüğünü; BoE'nin, faiz artırımına gideceği zaman konuşulurken, beklenmeyen Brexit şoku sonrasında uzun bir aradan sonra tekrar faiz indirim ve ek likidite destek programına gittiğini; İsveç başta olmak üzere bazı merkez bankalarının da ABD hisselerine ait portföylerini artırma çalışmalarını yürüttüğünü takip ettik.

Ancak tüm bu çabalara karşın, bir taraftan küresel büyüme, merkez bankalarının likidite destekleyici 'ultra güvercin' tutumlarına rağmen, **'uzun süreli durgunluk'** korkusunu artırır bir şekilde zayıf kalıp kırılganlıklarını sürdürürken; diğer taraftan **merkez**

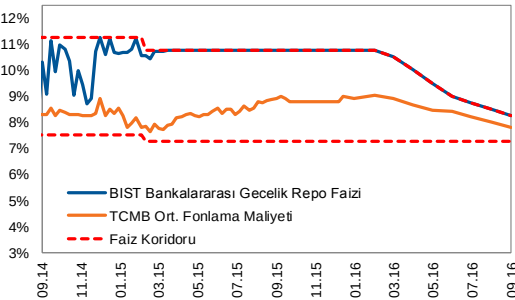
bankalarının mevcut politika duruşlarında limitlerine yaklaştığı ve yeni politika anlayışlarına ihtiyaç duyulduğu görüşlerinin ağırlık kazanmaya başladığını izliyoruz.

Nitekim, normalleşme sürecine aday iki merkez bankasından FED, geçen yılın sonunda biraz da zorlama olarak yaptığı ilk faiz artırımının hemen ardından bu yılın ilk çeyreği sonunda tüm yıl için öngördüğü dört faiz artırımını radikal bir şekilde yarıya indirirken, ikinci faiz artırımı için koşulların oluştuğuna dair hala güven ortamının oluşmadığını görüyoruz. Brexit öncesi normalleşme sürecine aday diğer merkez bankası olan BoE de faiz indirim ve likidite sağlama programına geri dönmüş görünüyor.

Tüm bu finansal ve ekonomik gelişmeler ile merkez bankalarının destekleyici politika reaksiyonları sonucunda da, **küresel düşük faiz ortamının daha da belirginleştiği** bir konjonktür içinde bulunuyoruz. Büyümede aşağı yönlü risklerin arttığı gelişmiş ülke ekonomilerinde negatif faizin yaygınlaştığı, ancak bir taraftan da olumsuz etkileri nedeniyle sürdürülmesine ilişkin tartışmaların arttığı bir konjonktür. Üstelik, 'uzun süreli durgunluk' riskinin artması karşısında, kısa sürede pek de değişmesi muhtemel olmayan bir süreç.

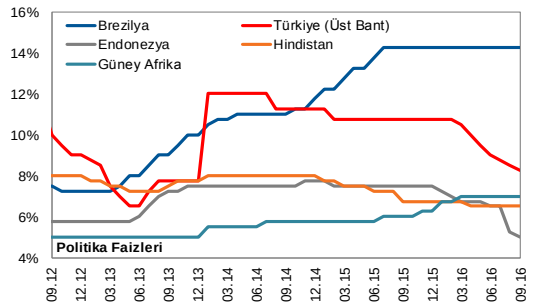
Gelişmiş ülke faiz oranlarında tarihsel düşük

Daha dar ve simetrik faiz koridoru hedefli sadeleşme süreci



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

GOÜ politika faizlerinde normalleşme baskısı ılımlı kaldı



Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

seviyeler, bir taraftan küresel oynaklık endeksini düşürerek gelişen ülkelere yönelik sermaye girişinin yüksek kalmasında da etkili bir unsur oldu. Küresel koşulların gelişen ülkeler açısından destekleyici yönde geliştiği bu konjonktürde, ekonomik dengelerin genel olarak istikrarlı seviyelerde korunduğu ekonomik görünüm karşısında merkez bankamız da, likidite yönetiminde sıkı para politikası yaklaşımını devam ettirmekle birlikte, temkinli makroihtiyati politika çerçevesi ve 2015 yılı Ağustos ayında yayımlanan yol haritasında belirtilen politika araçlarının etkili bir şekilde kullanılması ile, **sadeleşme adımlarını ölçülü ve temkinli bir şekilde gerçekleştirmiştir.**

Mart ayından itibaren **faiz koridorunun üst bandında toplam 250 baz puanlık indirim** gerçekleşirken, politika faizi olarak öne çıkan bir haftalık repo ihale faiz oranı ve faiz koridorunun alt bandında herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. Faiz koridorunun üst bandındaki indirimin piyasa faiz oranlarına yansımaları ile ilgili olarak da, mevduat faiz oranlarında 122 baz puanlık, ticari kredi faiz oranlarında da 198 baz puanlık düşüşlerin gerçekleştiğini izliyoruz. TCMB'nin ortalama fonlama maliyetindeki düşüş ise 122 baz puana işaret ediyor.

Küresel kriz sonrası para politikalarının, sadece kısa vadeli politika faizinin değil, genel

parasal ve finansal dengeler çerçevesinde, **küresel uzun vadeli faiz oranları** gibi farklı göstergeleri de içine alacak şekilde, çok boyutlu bir nitelik kazandığını gözlemliyoruz. Nitekim, yakın dönemde yapılan çalışmalarda, gelişmekte olan ülkelerin uzun vadeli faizlerinin en önemli belirleyicisinin küresel uzun vadeli faizler olduğu öne sürülmekte. Dolayısıyla, gelişen ülke para politikası duruşlarında, gelişmiş ülke merkez bankalarının kısa vadede faiz artırıp artırmayacağı kadar, **küresel uzun vadeli faizlerin düşük düzeylerde kalıp kalmayacağı** da oldukça kritik bir unsur. Finansal piyasalara dair kredi büyüme hızı, kredi dağılımı gibi farklı göstergelerin finansal sıkılığa işaret ettiği mevcut para politikası çerçevesinde, finansal aktarım mekanizmasının işleyişinde bu unsurların da dikkate alınmasında fayda olacaktır.

Büyüme hedefini de gözetken uzun vadeli faizlerin düşürülmesi sürecinde ise, merkez bankamızın fiyat istikrarını sağlama ve koruma ana hedefine bağlı kalacağı ve bu hedefin sağlandığı ortamda da finansal aktarım mekanizmasının daha etkin çalıştığını göreceğimiz inancındayız.

2017 öngörümüne ilişkin olarak ise, bu yıl başlatılan ve nihai hedef olarak 'daha dar ve simetrik bir faiz koridoruna ulaşılması' ile 'fonlamanın tek bir faizden yapılması'na

GOÜ politika faizlerinde reel seviyeler düşük kaldı

		2016(1)	2015(1)	Mevcut Politika Faizi	Mevcut Enf. Oranı	2017 Enf. Tahmini	Politika Reel Faizi(2)	Politika Reel Faizi (3)
Son Dönem Artırımlar	Meksika	150	25	4,75%	2,7%	3,3%	2,0%	1,4%
	Güney Afrika	25	100	7,00%	5,9%	6,0%	1,0%	0,9%
Son Dönem Azaltanlar	Türkiye*	-250	-50	8,25%	7,3%	7,9%	0,9%	0,3%
	Endonezya	-225	-50	5,00%	3,1%	4,2%	1,9%	0,8%
	Hindistan	-50	-100	6,25%	5,1%	5,2%	1,1%	1,0%
	Macaristan	-45	-75	0,90%	-0,1%	1,9%	1,0%	-1,0%
	Güney Kore	-25	-50	1,25%	1,2%	1,9%	0,0%	-0,6%
	Brezilya	0	200	14,25%	9,0%	5,4%	4,8%	8,4%
Son Dönem Aynı Birakanlar	Romanya	0	-100	1,75%	-0,2%	1,7%	2,0%	0,0%
	Polonya	0	-50	1,50%	-0,5%	1,1%	2,0%	0,4%
	Çek Cumhuriyeti	0	0	0,05%	0,6%	1,9%	-0,5%	-1,8%

(1) Toplam faiz değişikliği, (2) Mevcut enflasyon ile reel hale getirilmiş, (3) 2017 enflasyon tahmini ile reel hale getirilmiş, * Üst Bant Faiz Oranı

Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

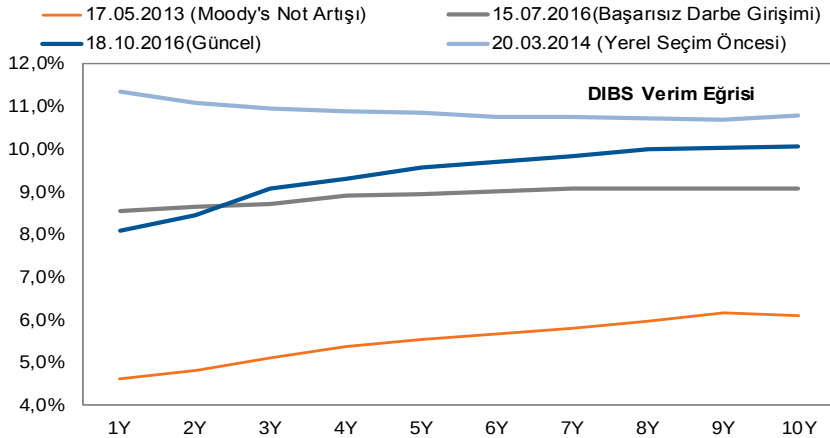
dayandırılan **sadeleşme sürecinin devam etmesini** bekliyoruz. Fonlamanın nihai olarak bir haftalık repo ihale faiz oranı olmak üzere tek bir faiz oranından gerçekleştirilmesi hedefi çerçevesinde de, **politika faiz oranının %7,5 seviyesinde kalabileceğini tahmin ediyoruz.**

döviz bozdurması gibi unsurlar destekleyici oldu.

Bu öngörümüzde **yukarı yönlü baskı yaratabilecek risk unsurlarını** ise; küresel uzun vadeli faizlerin yükseliş yönünde eğilim göstermesi ve gelişen ülke faizlerinde normalleşme baskısının ortaya çıkması, mevcut küresel para politikalarının etkinliğine yönelik sorgulama sürecinin artması ve yeni politika arayışlarının yoğunlaşmasının doğal bir sonucu olarak kur oynaklığının istikrar ortamını bozacak seviyelere yükselmesi, içerde enflasyon görünümünde yapısal unsurların yarattığı risklerin kontrol altına alınması sürecinde arzu edilen iyileşmenin sağlanamaması şeklinde belirtebiliriz.

Bu arada son ancak önemli bir nokta olarak, verim eğrisinin hareketlerinde de gözlemlendiği üzere, **iç piyasaların olgunlaşmasına** dair olumlu bir gelişim de dikkat çekiyor. Nitekim verim eğrisinin 15 Temmuz'daki başarısız darbe girişimi sonrasında hala 2014 yerel seçimleri öncesi konumunun oldukça altında kaldığını izledik. TCMB, SPK, BDDK gibi kurumların likidite fonksiyonunda her türlü olanağı sağlamalarının yanı sıra, yerleşiklerin

Verim eğrisi normal eğimli



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Dış Denge: ‘Yapısal cari açık’ belirginleşiyor

Cari dengede hemen hemen geçen yıla benzer bir gelişimin gözlemlendiğini söyleyebiliriz. Hem **petrol fiyatlarının düşük seyrini devam ettirmesi** hem de **büyüme ivmesinin ılımlı kalması**, cari dengenin kırılganlık noktası olmaktan uzaklaşan görünümünü korumasını sağladı. **Altın ihracatı** da destekleyici unsur olma rolünü sürdürdü.

Ancak, geçen yıla ait Görünüm Raporumuzda da kritik nokta olarak dikkat çektiğimiz üzere, **cari açık oranının yapısal sorunlar nedeniyle belli bir seviyenin altına inememesi**, bu yılın da tablosuna eşlik eden bir unsur oldu. Nitekim, ortalama petrol fiyatları geçen yıla ait 53,60 dolar/varil seviyesinden bu yılın 10 aylık döneminde 44 dolar/varil seviyesine (tüm yıl için ortalama tahminimiz de 44 dolar/varil) düşüşünü sürdürse ve büyüme oranı da geçen yıla ait %4’ten bu yıl %3’ler düzeyine gerileme sinyali verse de, cari açık seviyesi ve oranının, sırasıyla **33,5 milyar dolar** ve **%4,6** düzeyinde kaldığını görüyoruz. Böylece, 2013 yılında 64,7 milyar dolar ile GSYH’nin %7,9’una çıkan, ancak 2014 yılında 43,6 milyar dolar ile GSYH’nin %5,4’üne çarpıcı bir düşüş gösteren cari açık, takip eden dönemde yapısal cari açık sorunu nedeniyle iyileşmenin devamında ciddi sıkıntı yaşandığını açık bir şekilde gösteriyor.

Gelecek yıla ait olan ve **GSYH’nin %4,6’sına**

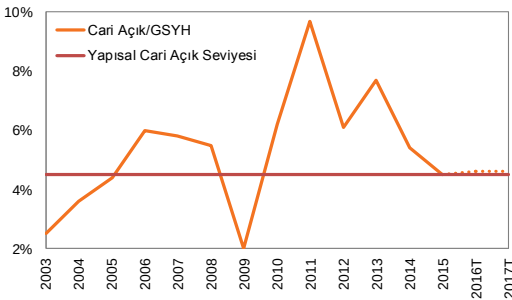
denk gelen **35 milyar dolarlık cari açık öngörümüz** de, yapısal sorunlara karşı reformların devreye girmesi gerekliliğini bir kere daha hatırlatıyor. Reform programının canlandırılması, küresel ekonomide devam eden zayıflıklar nedeniyle **kalıcı olmasını beklediğimiz ılımlı petrol fiyatlarının** dış dengede olumlu etkisinin daha etkin bir şekilde gözlenmesini mümkün kılacaktır.

Cari açık sorununa karşı, yapısal reform programı da özet olarak, **yurt içi tasarrufları artırmak**, mevcut kaynakların daha verimli alanlara yönlendirilmesini sağlamak, ekonominin üretim ve teknoloji kapasitesini iyileştirmek, verimlilik ve ihracatın büyümeye katkısını yükseltmek gibi ana hedeflere odaklanmaktadır.

Özellikle, son yıllarda indiği %13-14 bandında ve %18’ler düzeyindeki yatırım oranının altında kalarak, ekonominin dış finansman ihtiyacı ve potansiyel altı büyümesine neden olan unsurların başında gelen düşük yurt içi tasarruf oranını artırmanın gelecek yılın ana hedeflerinden biri olabileceğini düşünüyoruz. Varlık Fonu’na ilişkin çalışmaların hızlı bir şekilde ilerliyor olması da, ekonomi yönetiminin bu konudaki kararlılığını gösteriyor.

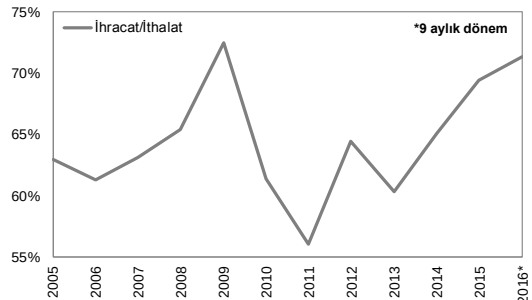
Tasarruf açığının kapanması ve potansiyel büyüme düzeyine ulaşılmasında önemli

Yapısal cari açık sorunu devam ediyor



Kaynak: TCMB, TÜİK, HLY Araştırma

İhracat / ithalat rasyosu iyileşiyor



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

engellerden biri olan **düşük verimlilik** sorununa karşı, özellikle imalat sanayinin %90'ından daha fazlası ile ağırlıklı kısmını oluşturan ve düşük verimlilikle çalışan KOBİ'ler için rekabeti artırıcı, en iyi deneyimleri paylaşımcı, teknolojik kapasitelerini yükseltici, büyümenin önündeki bürokratik engelleri azaltıcı dönüşüm programlarının desteklenmesi hedefleniyor. Böylece, mevcut durumda büyük ve küçük ölçekli firmalar arasındaki ciddi verimlilik farkının azalmaya başlaması sağlanabilir.

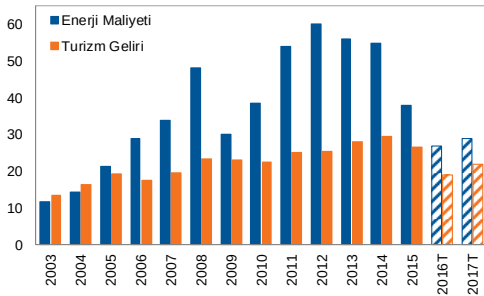
Cari açığı azaltacak üretim modelinin dönüşüm programında, ithal ürünlere bağımlılığı azaltacak politikaların uygulamaya konulması ana strateji olarak belirirken; **yüksek katma değerli yerli girdi kullanımının teşvik edilmesi** ile AR-GE ve inovasyon faaliyetlerinin **yüksek teknoloji ürünlerinde** yoğunlaştırılması kilit alanlar olmaktadır. Ayrıca, ulaşım, işgücü ve altyapı maliyetlerini azaltacak çalışmalar da diğer öne çıkan faaliyet alanı olarak görülebilir.

Dış dengede kalıcı ve daha belirgin bir iyileşme için gerekli olan bu orta vadeli bakıştan mevcut dış denge tablosuna geri dönecek olursak, yılın sekiz aylık dönemi itibarıyla, küresel kırılganlıklar karşısında **ihracatın zayıf seyrini** devam ettirdiğini söyleyebiliriz. Üstelik altın ihracatının katkısını da göz önüne almak gerekiyor. Ayrıca, geçen

yıl olduğu gibi, paritenin ciddi olumsuz bir katkısı da bulunmuyor. Nitekim, Euro bölgesine yapılan euro cinsi ihracatta da son dönemde yıllık bazda yavaşlayan bir eğilim mevcut. **Ana ihracat pazarımıza yönelik aşağı yönlü riskler**, ihracatın gelecek yıl performansı konusunda da temkinli olmamıza yol açarken; Rusya ile düzelme gösteren ilişkilerin ihracat ve turizm gelirlerinde kısmen telafi edici bir rol üstlenmesi beklenebilir. Ayrıca, ihracatta bölgesel çeşitlendirmede esnekliğin artırıldığını da unutmamak lazım.

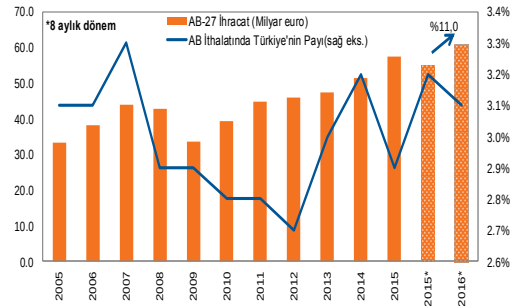
Ihracata benzer bir şekilde, ithalat da yavaşlama devam ediyor. Nitekim, 2013 yılında 403,5 milyar dolara çıkan **dış ticaret hacmi**, geçen yıl 351,1 milyar dolara indikten sonra, bu yıl da 340 milyar doların altına düşme sinyali veriyor. Büyüme hızında yavaşlama, para politikasında makro ihtiyati yaklaşım ve ılımlı petrol fiyatları, ithalatın dış dengede azalan yükünde etkili unsurlar. Nitekim, geçen yılın sekiz aylık döneminde toplam ithalatın %18,8'ini oluşturan **enerji faturası**, bu yılın aynı döneminde %13,3'e işaret ediyor. 2011-2014 döneminde 55-60 milyar dolar gibi yüksek bir düzeyde seyrettikten sonra, geçen yıl 37,8 milyar dolara sert bir iniş gösteren toplam enerji ithalatının bu yıl **27 milyar dolara gerilemesini sürdürmesini** bekliyoruz. Gelecek yıla ait tahminimiz de **29 milyar dolar** ile yine makul bir düzeyde.

Düşen enerji maliyetine karşın, turizm gelirlerinde belirgin zayıflama



Kaynak: TCMB, Bloomberg, HLY Araştırma

AB bölgesi ihracatındaki iyileşme ivme kaybediyor



Kaynak: TÜİK, Reuters, HLY Araştırma

İhracattaki zayıflıklarla birlikte, ithalattaki yavaşlamaya bağlı olarak, **İhracatın İthalatı Karşılama Rasyosunda** son üç yıldır düzelme yaşanırken; sözkonusu oranın 2013 yılındaki %60,3'ten, bu yılın sekiz aylık dönemi itibariyle %71,3'e yükseldiği izleniyor.

Dış ticaret dengesindeki düzelmeye karşın, cari dengedeki iyileşmeyi sınırlandıranların başında, **turizm gelirlerindeki sert düşüş** ve **doğrudan yatırımlara ait kar transferleri** geliyor. Küresel talepteki zayıflığa ek olarak, terör ve Rusya ile ilişkilerin bozulması turizm gelirlerinde ciddi zayıflamaya neden olurken (net turizm gelirlerinde sekiz aylık dönemde yıllık bazda %41'lik düşüş); içeride güven ortamında yaşanan dalgalanmalar karşısında, yabancı yatırımcıların yurt içinde gerçekleştirdiği doğrudan yatırımlarına ait kar transferlerini hızlandırdıkları (aynı dönemde %26'lık artış) izlendi. Turizm gelirlerinin geçen yıl ulaştığı 26,6 milyar dolardan bu yıl 20 milyar doların altına gerilemesini beklerken; Rusya ile normalleşme sürecinin kalıcı olması halinde gelecek yıl 22 milyar dolar civarına toparlanma gösterebileceğini düşünüyoruz.

Cari dengede ana hatlarıyla geçen yıla benzer bir tablo oluşurken, **sermaye dengesinde** özellikle ilk yarıda daha olumlu bir gelişim mevcut. Nitekim, resmi rezervlerin 11,8 milyar dolarlık azalış gösterdiği geçen yılın ardından, bu yılın sekiz aylık döneminde

10,5 milyar dolarlık artış gözleniyor. Yılın ikinci yarısında bu olumlu görünümün güç kaybettiği gözlenirse de, geçen yıla göre daha güçlü bir finansman tablosunun korunacağı söylenebilir. Ek olarak, 'Körfez sermayesi için güvenli liman yaratma' senaryosunun olumlu risk oluşturduğu da düşünülebilir.

Cari açık finansmanında iyileşme, sadece sermaye girişinde değil, aynı zamanda **uzun vadeli ağırlıklı yapının korunmasında** da geçerli. Özellikle, reel sektörün uzun vadeli borçlanmasındaki artış dikkat çekiyor.

Özellikle küresel belirsizliklerin arttığını düşündüğümüz 2017 yılı için de, **portföy girişlerinde dalgalanmaların daha fazla olmasını** beklerken; uzun vadeli ağırlıklı finansman tablosunun korunacağını tahmin ediyoruz. FED normalleşmesinin devamına ilişkin risk unsurlarının artmış olması, gelişen piyasalar üzerinde faiz artırım baskısını azaltmakla birlikte; mevcut politikaların etkinliği ve yeni politikaların oluşturulması ihtiyacına yönelik sorgulama sürecinin küresel risk algılamasında daha derin hasarlara neden olabileceği endişesini taşıyor.

2017 finansman ihtiyacını da, bu yıla yakın olarak, **190 milyar dolar** hesaplıyoruz. Bu yılın rakamını da, Görünüm Raporundaki öngörümüze yakın olarak, 188 milyar doların hafif altında tahmin ediyoruz.

2017 finansman ihtiyacını 190 milyar dolar olarak hesaplıyoruz

Dış Finansman İhtiyacı ve Finansman Kaynakları* (Milyar \$)				
(Milyar \$)	2015 Ock-Ağs'16	2016T	2017T	
TOPLAM FİNANSMAN İHTİYACI	173.7	130.4	187.8	190.0
Cari Açık	32.2	23.5	33.5	35.0
Kısa vadeli ticari kredilerin geri ödemesi	108.3	73.2	109.5	110.0
Finans dışı kesimin uzun vadeli borç geri ödemesi	18.9	12.4	17.0	18.0
Bankaların uzun vadeli kredilerinin geri ödemeleri	11.6	20.4	25.0	23.0
Euro tahvil geri ödemesi	2.8	0.8	2.8	4.0
FİNANSMAN KAYNAKLARI	173.7	130.4	187.8	190.0
Kısa vadeli ticari kredilere ait borçlanma	110.2	74.8	111.0	112.0
Finans dışı kesimin uzun vadeli borçlanması	29.6	20.3	27.6	29.3
Bankaların uzun vadeli borçlanması	37.8	23.6	36.5	34.0
Bankaların kısa vadeli net borçlanması	-21.3	-4.5	-8.0	-4.5
Doğrudan yatırımlar (net)	11.9	3.9	5.0	5.0
Euro tahvil borçlanma	3.0	4.0	4.0	4.0
Net hata ve noksan	9.2	5.4	5.0	0.0
Portföy yatırımları - Euro tahvil hariç (net)	-15.7	7.0	7.7	10.2
Uzun vadeli ticari kredilere ait borçlanma (net)	0.1	0.02	0.0	0.0
Genel hükümet uzun vadeli borçlanma (net)	-1.2	-0.8	-1.0	-1.0
Finans dışı kesimin kısa vadeli borçlanması (net)	-0.015	1.4	1.4	1.0
Diğer yatırımlara ait varlıklar (net)	0.3	-0.03	0.0	0.0
Döviz mevduatları	-2.1	5.1	4.0	0.0
Diğer yükümlülükler (net)	0.2	0.7	0.6	0.0
REZERVLER **	11.8	-10.5	-6.0	0.0

* Genelde dengeye yakın seyreden borç kalemleri hesaba katılmamıştır.

** "eksi" ("artı") rakamı rezervlerde artışa (azalışa) işaret etmektedir.

Kaynak: HLY Araştırma

Maliye Politikası: Büyümeyi destekleyici ancak mali disiplinin korunduğu bütçe dengeleri

Güçlü kamu maliyesi, Türkiye ekonomisinin en istikrarlı makroekonomik dengelerinden biri olmaya devam ediyor. 2005 yılından itibaren gözle görülür bir iyileşmenin olduğu bütçe disiplinin sonucu olarak; açık oranının, 2009-2010 dönemi dışında, **%1-2 bandında kaldığını** görüyoruz. Yılın sekiz aylık döneminde kaydedilen başarılı performans sonrasında, yıl sonunda bütçe açığı oranının, **%1,4'lük hedefle uyumlu olarak** tamamlanabileceğini tahmin ediyoruz. 2013-2015 döneminde %1,2-1,3 bandında; geçen yıl da %1,2 seviyesinde idi.

İyileşen bütçe dengesinde, faiz dışı dengenin fazla vermeye devam etmesi politikasının yanı sıra, **faiz ödemelerinin azalan yükü** de önemli bir unsur. Nitekim, 2001 kriz yılında GSYH'nin %17,1'ine ulaşan, 2005-2006 döneminde %6-7 bandına inen de hala yüksek seviyede bulunan faiz ödemeleri, 2014 yılından itibaren %3 seviyesinin altına inmiş görünüyor. Bu yıl için de %2,3'e gerileme sinyali veriyor.

Dolayısıyla **faiz dışı denge**, genel bütçe dengesine göre daha ılımlı bir iyileşmeye işaret ederek, 2013 yılında ulaştığı GSYH'nin %2'sine denk gelen fazla seviyesinden 2014-2015 döneminde %1,5'e, bu yıl da %0,9'a gerilemeye işaret etse de (OVP'de hedef %1,2 idi), yine de mali disiplin duruşunun korunduğunu gösteriyor. İç ve dış şoklara

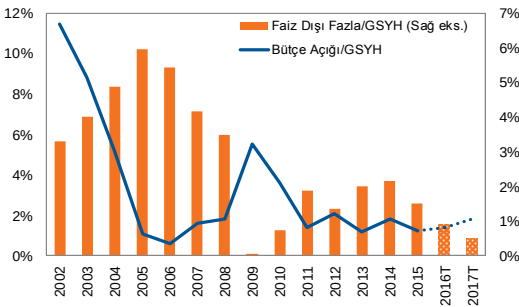
karşı azalan kırılganlığın önemli destekleyici unsuru olarak kamu dengesindeki bu genel yaklaşımın, **büyümeyi destekleyici eğilimin daha da belirginleşecek olmasına** karşın, önümüzdeki dönemde de genel olarak korunacağını düşünüyoruz.

Merkezi hükümet bütçesinin bu yıllık gelişiminde, sekiz aylık dönem itibarıyla, faiz dışı harcamalardaki artış, yine bütçe programında yer alan deflatör ve reel büyüme oranları hedeflerinin işaret ettiği nominal artış oranının üzerinde görünse de, gelirler tarafı özellikle **vergi dışı gelirlerdeki artış**, güçlü bütçe performansında etkili unsur.

Faiz dışı harcamaların hedeflenenin üzerinde artış göstermesinde; asgari ücrette ve SGK'ya prim ödemelerinde artışlar, KİT'ler ve kamu bankalarının artan görev zararları, sosyal güvenlik kuruluşları ve hane halkına yapılan transferler etkili olurken; yatırım harcamalarının geçen yıldan farklı olarak katkısının azaldığını fark ediyoruz.

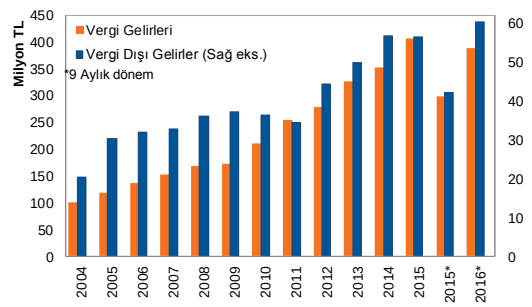
Gelirler tarafında ise, **vergi dışı gelirlerin artan katkısında**; Nisan ayında TCMB'nin 9,5 milyar TL'lik karının Hazine'ye aktarımı (geçen yılın aynı döneminde 5,9 milyar TL olarak gerçekleşmişti) başta olmak üzere teşebbüs ve mülkiyet gelirlerindeki artış, faiz gelirleri ve para cezaları ile özelleştirme gelirlerindeki yükseliş etkili.

Bütçe dengeleri güçlü kalıyor



Kaynak: Muhasebat, HLY Araştırma

Vergi dışı gelirlerinin katkısında artış



Kaynak: Muhasebat, HLY Araştırma

Vergi gelirlerindeki artış ise; ithalattaki azalışa bağlı olarak alınan KDV'nin sınırlı kalması, petrol ürünleri ve motorlu taşıtlar başta olmak üzere ÖTV gelirlerinin artış hızında yavaşlama, motorlu taşıtlar vergisi kaynaklı olarak mülkiyet üzerinden alınan vergiler ile harçların katkılarında azalma nedeniyle **hedefin altında** bir görünüm sergiliyor. Kurumlar vergisi ise oldukça güçlü bir performansa işaret ederken; iç ticaretten alınan KDV ve gelir vergisi bütçeye destek olan diğer kalemler olarak beliriyor.

Vergi gelirlerinin dağılımında, **dolaylı vergilerin** toplam vergi gelirinin ağırlıklı kısmını oluşturmaya devam etmesine karşın; 2013 yılındaki %69,2'lik tepe noktasından, takip eden dönemde %67-68 bandına hafif bir gerileme kaydederek, daha sağlıklı bir bütçe tablosu adına düzelme gösterdiğini söyleyebiliriz. Bu yılın dokuz aylık döneminde de sözkonusu oran %66,7. **Dolaysız vergilerin toplam vergi tahsilatındaki katkısının artırılması** hedefinde ise, vergi reformu çerçevesinde vergi tabanının genişletilmesinin de desteğiyle, hala önemli bir aşamanın kaydedilmesi gerektiği açık.

Güçlü bütçe görünümünün korunmasını beklediğimiz 2017 yılında, faiz dışı harcamaların büyümeye destek amaçlı harcamalarda yoğunlaşmasını; vergi dışı gelirlerin desteğini sürdürmesini; dolaylı

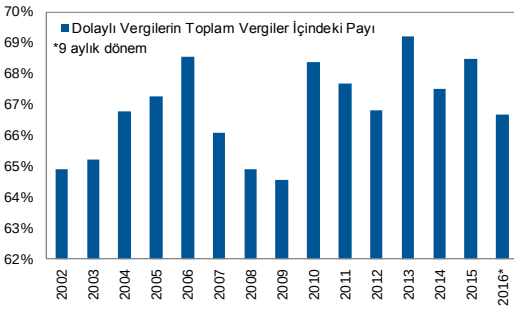
vergilerin toplam vergi gelirlerinde ağırlıklı yerini korumakla birlikte, ılımlı büyüme ortamının da etkisiyle, azalan trendini sürdürebileceğini tahmin ediyoruz. **Bütçe açığı ve faiz dışı fazla oranlarına ilişkin tahminlerimiz sırasıyla %1,8 ve %0,5.**

Güçlü bütçe görünümünün devamına dair **risk oluşturan unsurlar** arasında ise, küresel büyümede zayıflıkların belirginleşmesi ve içeride de büyüme üzerinde olumsuz yansımaları neden olması; küresel olarak para politikalarının ekonomilere azalan desteği karşısında büyümede aşağı riskleri dizginlemek amacıyla maliye politikalarının daha destekçi olarak kullanılma seçeneğinin belirmesi sayılabilir.

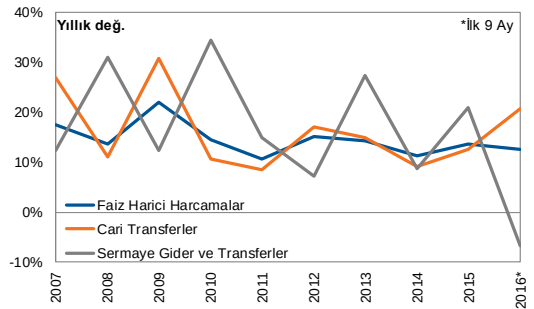
Bu risk unsurlarına karşın, küresel risklerin yüksek kalmaya devam edeceği anlaşılan önümüzdeki dönemde de, iç ekonomik istikrarın en önemli destekleyicilerinden biri olan güçlü maliye politikasından, büyümeyi destekleyici yaklaşımın belirginleştirilmesine karşın, önemli bir taviz verilmeyeceğini düşünüyoruz. Nitekim, bütçe disiplini gelinen nokta, **gelişen ülkelere göre kıyaslandığında da önemli düzeyde** ve kalıcılık adına güven verici bir görünüm sunuyor.

IMF'nin yılda iki kez yayımladığı **Maliye Politikası İzleme Raporu'nun** ("Fiscal

Dolaylı vergilerin oranında gerileme



Faiz dışı harcamalardaki artış hedefin üzerinde



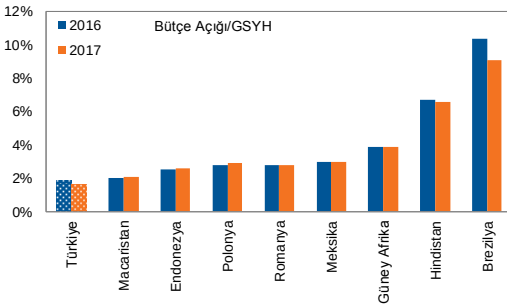
Monitor”) son sayısında da, Türkiye’nin bütçe açığının GSYH’ye oranı 2016 ve 2017 yılları için sırasıyla %1,9 ve %1,6 seviyelerinde tahmin edilerek, seçilmiş GOÜ ve orta gelir grubuna ait sırasıyla %4,7 ve %4,4’lük tahminlere göre oldukça güçlü bütçe öngörüsü dikkat çekiyor.

Bütçe açığına benzer olumlu tablo, faiz dışı denge, brüt kamu borcu ve toplam finansman ihtiyacı gibi göstergelere ilişkin karşılaştırmalarda da mevcut.

Daha orta vadeli perspektifte de, bütçe açığının GSYH’ye oranı, 2017-2021 döneminde %1,6’dan %1,9’a ılımlı bir yükseliş yansıtırken; faiz dışı fazla oranı ise %0,7’den %0,8’e bir miktar yükselişe işaret ediyor. Net kamu borcunun GSYH’ye oranı da, söz konusu dönemde %21,7’den %20,8’e ılımlı bir düşüş sergiliyor.

Maliye politikasıyla ilgili olumlu gelişim, Türkiye ekonomisine ait **azalan mali kırılganlık** tablosunda da kendini gösteriyor. Türkiye, son yedi yıldır kırılganlığı orta düzeyde değerlendirilen GOÜ ekonomileri arasında.

Gelişen ülkeler arasında güçlü bütçe tablosu



Kaynak: IMF Mali Politika İzleme Raporu, HLY Araştırma

Makroekonomik Tahminler

Makro Ekonomik Göstergelere İlişkin Tahminler							
	2015	Orta Vadeli Program			HLY Araştırma		
		2016T	2017P	2018P	2016	2017T	2018T
TÜFE Enflasyon (dönem sonu)	8.8%	7.5%	6.5%	5.0%	7.9%	8.0%	7.5%
Çekirdek Enflasyon (dönem sonu)	9.5%				7.7%	8.0%	7.8%
GSYH (Milyar TL)	1,953	2,148	2,404	2,686	2,162	2,410	2,695
GSYH (Milyar \$)	717	732	762	815	728	753	804
GSYH Büyüme	4.0%	3.2%	4.4%	5.0%	3.3%	3.4%	4.0%
GSYH Deflatör	7.4%	6.6%	7.2%	6.4%	7.2%	7.8%	7.5%
Cari Açık (Milyar \$)	32.2	31.3	32.0	31.7	33.5	35.0	38.5
İhracat (Milyar \$)	143.8	143.1	153.3	170.0	141.0	150.0	160.0
İthalat (Milyar \$)	207.2	198.0	214.0	236.9	198.0	212.0	230.0
Cari Açık / GSYH	4.5%	4.3%	4.2%	3.9%	4.6%	4.6%	4.8%
Politika Faizi (dönem sonu)	7.5%				7.5%	7.5%	8.0%
Gösterge 10Y Tahvil Faizi (dönem sonu)	10.7%				9.9%	9.5%	9.0%
Gösterge 10Y Tahvil Faizi (ort)	9.3%				10.0%	9.7%	9.3%
USD/TRY (dönem sonu)	2.92				3.13	3.28	3.40
USD/TRY (ortalama)	2.72	2.94	3.16	3.30	2.97	3.20	3.35
Bütçe açığı / GSYH	1.2%	1.6%	1.9%	1.6%	1.4%	1.8%	1.6%
Faiz dışı fazla / GSYH	1.5%	0.8%	0.4%	0.7%	0.9%	0.5%	0.7%

Kaynak: OVP, HLY Araştırma

Makro Ekonomik Göstergelere İlişkin Tahminler II, Üç Aylık Dönemler İtibarıyla									
	2016.IV	2017.I	2017.II	2017.III	2017.IV	2018.I	2018.II	2018.III	2018.IV
TÜFE Yıllık Enflasyon (dönem sonu)	7.9%	8.6%	9.0%	9.0%	8.0%	8.1%	7.9%	7.6%	7.5%
GSYH Büyüme (4Ç, yıllık değ.)	3.3%	2.8%	2.9%	4.1%	3.4%	3.8%	3.8%	3.8%	4.0%
GSYH Deflatör	7.2%	7.2%	7.9%	7.8%	7.8%	7.9%	7.7%	7.5%	7.5%
Cari Açık (12 Aylık, Milyar \$)	33.5	36.5	35.7	35.3	35.0	34.5	35.0	36.0	38.5
İhracat (12 Aylık, Milyar \$)	141.0	143.3	143.2	147.7	150.0	152.0	154.0	158.0	160.0
İthalat (12 Aylık, Milyar \$)	198.0	204.3	204.8	211.1	212.0	216.0	220.0	226.0	230.0
Cari Açık / GSYH	4.6%	5.0%	4.9%	4.8%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.8%
Politika Faizi (dönem sonu)	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.75%	8.00%
Gösterge Tahvil Faizi 10Y (dönem sonu)	9.9%	9.8%	9.7%	9.6%	9.5%	9.5%	9.3%	9.2%	9.0%
Gösterge Tahvil Faizi 10Y (çeyreklik ort.)	9.9%	9.8%	9.7%	9.6%	9.5%	9.5%	9.3%	9.2%	9.0%
USD/TRY (dönem sonu)	3.13	3.16	3.22	3.22	3.28	3.32	3.34	3.36	3.40
USD/TRY (çeyreklik ortalama)	3.10	3.15	3.21	3.21	3.25	3.31	3.34	3.36	3.38

Kaynak: OVP, HLY Araştırma

Makroekonomik Varsayımlar

❑ Küresel normalleşme sürecinde görülen aksaklıklar yeni politika ihtiyaçlarını gündeme getirmesine karşın, mevcut politikaların iflası şeklinde bir algılamaya dönüşmeden finansal riskler kontrol altında tutulabilecek;

❑ Küresel olarak para politikalarının azalan etkinliği karşısında, maliye politikaları destek sağlama konusunda, özellikle kamu dengeleri ve borç dinamiklerine zarar vermeden başarılı bir şekilde uygulanabilecek;

❑ Öte yandan, küresel zayıflıkların azalması ve iyileşme sürecine girilmesi durumunda ise, para politikalarındaki normalleşme süreci ılımlı adımlarla yürütülecek;

❑ Bu doğrultuda, güçlü gelişmiş ülke merkez bankalarının normalleşme süreci, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları üzerinde hızlı bir sıkılaştırma baskısı yaratmayacak;

❑ 2016 yılına girerken varsayılan ancak gerçek anlamda gerçekleşmeyen, gelişmiş ülkelerin ekonomik görünüm ve para politikalarında keskin farklılaşma (Euro ve Japonya gibi büyümede aşağı yönlü risklerin arttığı ekonomilerde devam eden hatta güçlendirilen genişlemeci para politikası önlemlerine karşılık, ABD ve İngiltere gibi daha güçlü büyüyen ekonomilerde para politikasında normalleşmenin yürütüleceği beklentisi), 2017 yılında da gözlenmeyecek;

❑ Küresel ekonominin diğer yönlendirici gücü olan Çin'de 'yumuşak iniş' senaryosu

korunacak ('daha düşük ancak sürdürülebilir, iç talebin ön plana çıktığı yeni büyüme modeli' daha belirgin gözlenebilecek);

❑ Türkiye'nin ana ihracat ortağı AB bölgesindeki zayıf görünüm devam etmekle birlikte, para politikası önlemlerinin etkisinin gözlenmesiyle, bölge ekonomisinde aşağı yönlü riskler kontrol altında kalacak;

❑ Para politikalarında azalan normalleşme baskısı karşısında, TCMB de, makro ihtiyati tedbirler ve fiyat istikrarı ana hedefi ile birlikte, para politikasında temkinli destekleyici duruşunu koruyacak;

❑ Gelişmiş ülke merkez bankaları politikaları arasında beklenen keskin farklılaşmanın gerçekleşmemesi nedeniyle, bu yıl dar bir bandta hareket eden Euro-dolar paritesi gelecek yıl da benzer bir eğilim sergileyecek;

❑ Küresel talepte zayıflık karşısında, emtia fiyatlarında aşağı yönlü baskılar ön planda olacak. Ancak, 'güçlü dolar' temasının ılımlı gelişmesi, bu baskının küresel finansal istikrarda korkutucu boyutlara ulaşmasına engel olacak;

❑ İçeride, büyümeye destek amaçlı kamu harcamaları, mali disiplin politikasından taviz verilmeden uygulanacak;

❑ İç politik istikrar ortamında kalıcı bozulma olmayacak; jeopolitik riskler kontrol altında kalacak.

Makroekonomik Riskler

❑ Küresel ekonomideki zayıflıkların derinleşmesi ve “uzun süreli büyümeme” senaryosunun ağırlık kazanmaya başlaması; buna karşılık, mevcut politika önlemlerinin çözüm yaratmada etkinliğinin daha fazla sorgulanması;

❑ Mevcut politikaların işlerliğindeki azalma karşısında yeni politika önlemlerinin gündeme gelmesi durumunda, gerekli olan güven ortamının yaratılmasında başarılı olunamaması;

❑ Küresel büyümede aşağı yönlü risklerin arttığı senaryoda, enflasyon hedeflerine ulaşmanın daha fazla sorgulanır hale gelmesi; bunun da deflasyonist endişeleri artırması;

❑ Diğer taraftan, küresel ekonomide iyileşme sinyallerinin tekrar belirmesi ve güçlenmesi durumunda, para politikalarında normalleşme sürecine geri dönülmesi; ancak bunun da gelişen piyasalar üzerindeki baskısının öngörülerin üzerinde olması ve bu ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki dalgalanmaların boyutunu ekonomik dengelerinde kalıcı hasara neden olacak şekilde artırması;

❑ Çin ekonomisinde yavaşlamanın, istihdamı ve gelişen ülke ekonomilerinin istikrarı

açısından riskleri artıracak seviyelere ulaşması ve yeni büyüme modelinin başarılı olamaması;

❑ Ana ihracat ortağımız AB bölgesindeki büyüme, borç ve bankacılık sistemi ile ilgili risklerin artması; para politikası önlemlerinin arzu edilen etkinliği gösterememesi;

❑ İçeride enflasyon görünümünde baskı yaratan unsurların kontrol altında tutulamaması, bunun da fiyat istikrarı hedefinin güvenilirliğinin sorgulanmasına neden olması;

❑ Küresel büyümede zayıflıkların artmasına ek olarak, içeride büyümeyi destekleyici önlemlerin arzu edilen sonuçları vermemesi ve büyüme endişelerinin artması karşısında, mali disiplin politikasından taviz verilmesi; bu önemli ‘çapa’nın kaybedilme riskiyle karşı karşıya kalınması;

❑ Reform programının canlandırılması konusunda gerekli ilerlemenin sağlanamaması;

❑ İç politik istikrara ilişkin risklerin oluşması; jeopolitik risklerin kalıcı olması durumunda, ekonomik ve finansal istikrar üzerinde bozucu etkilerinin gözlenmesi.

BIST Strateji: Yüksek volatilitéyle birlikte, GOÜ piyasalarına yönelik risk iştahının desteği

Küresel büyümeye dair zayıflıkların belirginleştiği bir konjunktürde artan belirsizliklere rağmen, 'düşük faiz ve bol likidite' ortamının devam etmesi, 2016 yılında gelişen ülke borsalarındaki pozitif fiyatlamasının en temel destekleyicisi oldu. 2016 yılında olduğu gibi 2017 yılının da ana teması olmaya devam edeceğini düşündüğümüz '**zayıf küresel büyüme**' nedeniyle gelişmiş ülke merkez bankalarının **genişlemeci para politikası** duruşlarını korumalarını beklerken; bu doğrultuda **gelişen ülke varlıklarına yönelik pozitif algılamının genel anlamda devam edeceğini** düşünüyoruz.

Ancak söz konusu genişlemeci politikaların küresel ekonomik aktiviteye beklenen ölçüde katkıda bulunmayışı nedeniyle, gelişmiş ülke merkez bankalarının **ek genişleme konusunda alanlarının daraldığını**; bu nedenle 2016 yılından farklı olarak, 2017'de **yüksek volatilitéyle birlikte gelişen ülkeler arasında daha seçici olunacağını** düşünüyoruz.

Daha az olasılık verdiğimiz diğer tarafta yer alan senaryoda ise, bu yıl ağırlıklı olarak küresel ekonomideki zayıflıkların sürmesi ve enflasyon hedefinden uzak kalınmaya devam edilmesi nedeniyle normalleşme sürecini tereddütlü yürüten FED'in, ABD ekonomisinin iyileşme yönünde gelişim göstermesi ile yeniden normalleşme sürecini gündeme

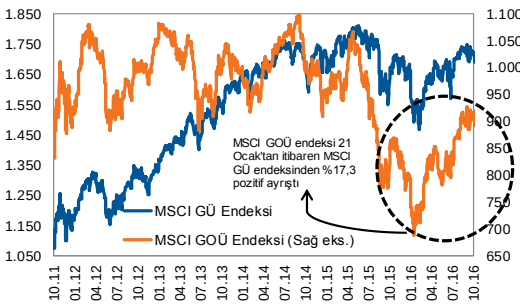
olarak faiz artırımlarına devam etmesi halinde ise, gelişen ülke varlıklarına yönelik risk algılamasında sert düşüşler yaşanabilir.

Küresel zayıf büyüme temasının sürmesi ayrıca genel emtia fiyatları üzerinde de aşağı yönlü risk olarak belirmeye devam edeceğinden, başta Rusya, Brezilya, Güney Afrika olmak üzere **emtia ihracatçısı ülke ekonomilerine yönelik risklerin gündemde kalmasına** neden olarak, gelişen ülke borsalarında dalgalanmalara sebep olabilir.

Bunun yanı sıra **MSCI GOÜ endeksinin piyasa çarpanları itibarıyla de primli işlem gördüğünü izliyoruz**. Endeks 15,26x cari F/K ile son 5-yıllık ortalamasına göre %20,5 primle işlem görürken, 1,55x cari PD/DD ile son 5-yıllık ortalamasına göre %3,4 primle F/K çarpanı kadar belirgin oranda olmasa da ortalamanın üzerinde seyreliyor. Bu durum, MSCI GOÜ endeksinin yükseliş eğilimini aralıksız sürdürmesinin önünde beliren diğer aşağı yönlü risk unsuru olarak beliriyor.

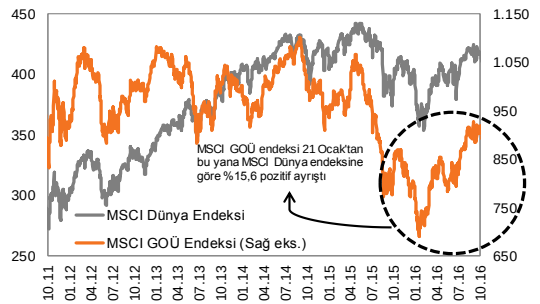
GOÜ endeksinin değerlemeler itibarıyla yüksek seviyelerde olmasının da etkisiyle kısa vadede yükselişini devam ettirme potansiyeli üzerinde artan riskler, BIST'te yaşanacak yükselişlerin önünde beliren en önemli baskı unsuru olarak karşımıza çıkıyor. Ancak küresel bazda risk iştahının olumlu seyrettiği durumlarda, mevcut seviyeler itibarıyla

'Düşük faiz ve bol likidite' GOÜ'leri destekliyor



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

GOÜ'lerde pozitif ayrışma



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

BIST'in MSCI GOÜ'ye göre iskontolu işlem görmesi pozitif ayrışmasını sağlayabilir.

MSCI GOÜ endeksi 1 Mayıs 2009'dan bu yana gördüğü en düşük kapanış seviyesinden (21 Ocak 2016'da görüldü) BIST100 endeksine göre %16,1 oranında pozitif ayrışırken, Brexit referandumu sonrası gördüğü en düşük kapanış seviyesinden (27 Haziran 2016'da) itibaren ise %8,8 pozitif ayrıştı.

Elbette ki bu dönem içerisinde, ülkemizde yaşanan başarısız darbe girişiminin BIST'in performansını negatif etkilediğini göz önünde bulundurmak gerekiyor. BIST100 endeksi, 15 Temmuz'da yaşanan başarısız darbe girişimi sonrasında yaşanan satış baskısıyla dört günde %13,6 değer kaybetti. Ancak BIST100 endeksinin başarısız darbe girişimi sonrası, 21 Temmuz'da gördüğü en düşük kapanış seviyesinden bu yana kaydettiği %9 oranındaki yükselişle söz konusu kaybın önemli bir kısmını geri aldığını görüyoruz.

Yine de yılbaşından bu yana baktığımızda, MSCI GOÜ endeksinin BIST100 endeksine göre %3,9 oranında pozitif ayrıştığını izliyoruz. Bunun yanı sıra, piyasa çarpanları itibarıyla de **BIST100 endeksi hem kendi ortalamasına hem de MSCI GOÜ'ye göre iskontolu işlem görüyor.** BIST100 endeksi 9,68x cari F/K ile 5-yıllık ortalamasının %10,8

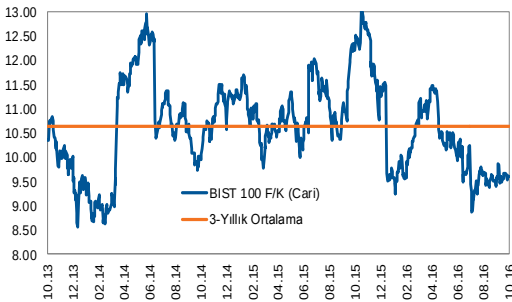
altında işlem görüyor. Mevcut durumda BIST100-MSCI GOÜ F/K iskontosu ise, son 5-yıllık ortalamasının 23,5 yüzde puan altındayken, 2017 tahmini F/K iskontosu da 5-yıllık ortalamasının 21,5 yüzde puan altında bulunuyor.

Sektör kırılımlarına baktığımızda ise, **banka ve sanayi endekslerinin farklılaştığını görüyoruz.** BIST Banka-MSCI GOÜ Banka cari F/K iskontosunun son 5-yıllık ortalamasının 14,5 yüzde puan altında, 2017 tahmini F/K iskontosunun ise 5-yıllık ortalamasının 25,5 yüzde puan altında kaldığını; BIST Sanayi-MSCI GOÜ Sanayi cari FD/FAVÖK iskontosunun ise son 5-yıllık ortalamasının 3,3 yüzde puan üzerinde, 2017 tahmini FD/FAVÖK iskontosunun da 5-yıllık ortalamasının 11 yüzde puan üzerinde olduğunu izliyoruz.

Bu farklılaşmanın BIST içerisinde de yaşandığını görüyoruz. Mevcut durumda XBANK/XUSIN rasyosu 1,63 ile son 5-yıllık ortalamasının %19,2 altında seyrediyor. MSCI GOÜ endeksleriyle de kıyasladığımızda, risk algılamasının pozitif seyrettiği dönemlerde **BIST bankacılık endeksinin sanayi endeksine göre pozitif ayrışma potansiyelinin olduğunu** görüyoruz.

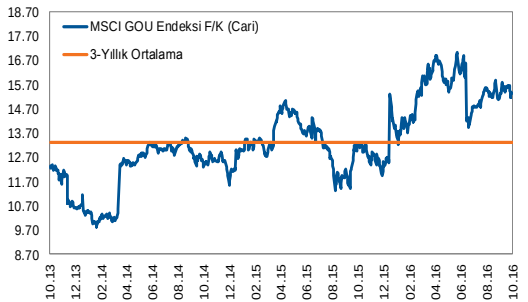
Bu potansiyel, kredi faizlerinde yaşanan aşağı yönlü eğilime karşın mevduat tarafının daha

BIST100 F/K ortalamasına göre iskontolu



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

MSCI GOÜ F/K ortalamasına göre primli



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

sınırlı kalması nedeniyle bankacılık sektörünün kârlılıklarında yaşanacak olası bir bozulmada aşağı yönlü risk taşırken, bu riskin **TCMB'nin uyguladığı bankacılık sektörünün maliyetlerini azaltıcı para politikası önlemleriyle** (zorunlu karşılık oranları ve ROK'lar yoluyla) minimize edilmeye çalışıldığını görüyoruz.

Bu doğrultuda genel olarak, özsermaye kârlılıklarında, kredi-mevduat makasında, aktif kalitesindeki olumlu görünümün korunması durumunda, küresel ve içsel dinamiklerin risk algılamasını pozitif yönde etkilediği dönemlerde, BIST sanayi endeksine nazaran bankacılık endeksinin ön planda olabileceğini düşünüyoruz.

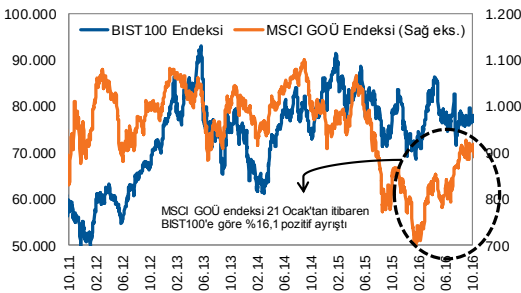
BIST100 endeksi için 12-aylık tahminimizi 86.500 seviyesinde belirlerken, bankacılık sektöründe iyileşen özsermaye kârlılığı ve aktif kalitesi ile **Garanti Bankası** ve **Akbank'a**; finansal olmayan tarafta ise dalgalanmalara karşı dayanıklı olası yükselişlerde ise cazip olduğunu düşündüğümüz hisselerle yer veriyoruz.

Bu doğrultuda; konut sektörüne yönelik teşviklerin de desteği ile olumlu talep koşullarından faydalanacağını düşündüğümüz **EKGYO**, talep ve maliyet yapısındaki iyileşmeyle olumlu ayrışmasını beklediğimiz **TRKCM**, başta Altay Tank Projesi olmak

üzere savunma sanayiine yönelik olası projelerle potansiyelinin artacağını düşündüğümüz **OTKAR**, 2. çeyrek zayıflığına karşın, olumlu orta vadeli beklentiler ve sağlam bilanço yapısı ile **BIMAS**, KDV ve İran'a yaptırımların kalkması ile potansiyelinin arttığını düşündüğümüz **GUBRF**, marjlarda güçlü seyrin sürmesini beklediğimiz **TATGD**, bölgesel avantajıyla altyapı projelerinden fayda sağladığını düşündüğümüz **BOLUC**, döviz bazlı gelir yapısıyla kur dalgalanmalarına karşı defansif kaldığını düşündüğümüz **SODA** 2017 yılına yönelik oluşturduğumuz hisse portföyünde yer alan hisseler.

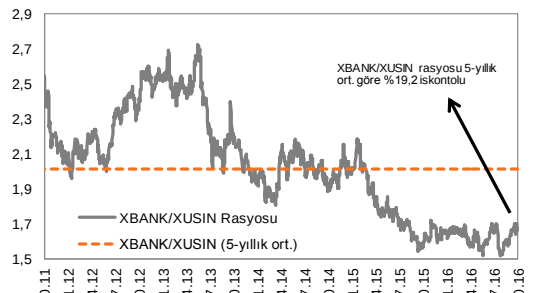
Hisse portföyünde bankacılık sektörüne %30 ağırlık verirken (%15-GARAN, %15-AKBNK), finansal olmayan hisselerle de eşit ağırlık vermeyi tercih ediyoruz.

BIST100 GOÜ endeksine göre negatif ayrıştı



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Yükselişlerde bankacılık endeksi öne çıkabilir



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Hisse Önerilerimiz

Garanti Bankası: 'Aktif kalitesinde iyileşme'

GARAN			
Fiyat (TL)			7.95
12 aylık hedef fiyat (TL)			9.50
Yukarı potansiyel			19.5%
Piyasa değeri (Mn TL)			33,390
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	-4.33	5.30	11.66
BIST100 Relatif Getiri (%)	-4.03	8.18	3.70
Beta			1.26

*17.10.2016 kapanış itibariyle

Garanti Bankası'nın güçlü müşteri tabanından faydalanmayı sürdüreceğini düşünüyoruz

2016 yılının ilk altı ayında yıllık bazda net kârı %33 artan Garanti Bankası'nın, yıl sonunda net kârının yıllık %30 artmasını; sektörde en yüksek pazar payına sahip olduğu net ücret ve komisyon gelirlerinin katkısıyla, 2017 yılında da net kâr büyüme ivmesini devam ettirerek, %31 artışla 5,2 milyar TL'ye yükselteceğini düşünüyoruz.

2016 yılının ilk altı ayında TL kredileri, 2015 yıl sonuna göre %8,7 artarak 108,2 milyar TL'ye ulaşırken; sektör üzerinde büyüme gösterdi ve tüketici kredileri, konut kredileri ve otomotiv kredileri alanında lider olmayı sürdürdü. Söz konusu dönemde yabancı para kredileri %2 artarak 20,6 milyar dolara, toplam krediler ise %5,7 artarak 167,3 milyar TL'ye ulaştı. Bankanın 2016 yıl sonunda TL kredilerinde %15, yabancı para kredilerinde %3, toplam kredilerde ise %12 oranında artış yaşanmasını bekliyoruz.

Mevduat yapısı, vadesiz ağırlıklı destekleniyor

Garanti Bankası, vadesiz mevduatları toplam mevduat içerisinde %22 oranı ile, %19 olan sektör ortalamasının üzerinde sıfır maliyetli vadesiz mevduat tabanına sahip olarak, mevduat yapısını daha verimli yönetebilmektedir.

2016 yılının ilk altı ayında 51 baz puan artan kredi getirilerine karşın 14 baz puan ile sınırlı oranda artış gösteren mevduat maliyetleri bankanın net faiz marjını %4,6'dan %5'e çıkarmıştır. Son çeyrekte TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerin aşağı yönlü fiyatlanacağını ve net faiz marjının bu durumdan olumsuz etkilenebileceğini tahmin ediyoruz.

Garanti Bankası'nın ilk altı ayda, ağırlıklı olarak denizcilik sektörü kredilerinden kaynaklı artan sorunlu kredilere bağlı olarak takipteki kredi oranı %2,8'e yükselse de, sektör ortalaması %3,1'in altında yer alıyor. Bankanın marjlarındaki iyileşmenin yılın geri kalanında da devam etmesini beklerken; bütçe planında açıklanan denizcilik kredileri hariç tutulduğunda aktif kalitesindeki olumlu görünümün sürmesini bekliyoruz.

Akbank: 'Güçlü ve defansif bilanço yapısı'

AKBNK			
Fiyat (TL)			8.05
12 aylık hedef fiyat (TL)			9.20
Yukarı potansiyel			14.3%
Piyasa değeri (Mn TL)			32,200
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	-2.78	7.76	20.15
BIST100 Relatif Getiri (%)	-2.48	10.64	12.19
Beta			1.23

*17.10.2016 kapanış itibariyle

Şirket ikinci çeyrekte etkin aktif&pasif yönetiminin etkisiyle net faiz gelirlerini yıllık bazda %13,2 artırarak 2,0 milyar TL'ye, net karını ise geçen yılın aynı dönemine göre %95 artırarak 1,33 milyar TL'ye yükseltti. 162 milyon TL düzeyindeki Visa payları satışı ile elde edilen vergi sonrası gelir ve 131 milyon TL düzeyinde ikinci çeyrekte yazılan menkul kıymet alım satım gelirlerini hariç tuttuğumuzda net kar önceki döneme göre %8 arttı.

Sermaye yeterlilik rasyosunun %14,8 ile sektör ortalaması olan %12'nin oldukça üzerinde olması ve %14'lük yüksek tier-1 rasyosuna sahip bankalardan biri olarak ön plana çıkıyor. Büyüme performansını devam ettirirken aktif kalitesini de koruyarak, takipteki krediler oranını %2,3 ile (2015: %2) %3,3 olan sektör ortalamasının altında tutmasını beğeniyoruz.

Banka, %106 ile sektör ortalamasının altında en düşük kredi-mevduat rasyosuna sahip bulunuyor. Kredi büyümesindeki canlanma, kredi mevduat spredlerindeki iyileşme ve başarılı maliyet yönetimi ve aktif kalitesinin devamı ikinci çeyrekte öne çıkan gelişmeler olarak sıralanabilir.

2015 yılındaki %22'lik mevduat büyümesinin ardından, bu yıl da sektör ortalamasının üzerinde %16'lık mevduat büyümesi bekliyoruz.

Kredi büyümesi tarafında, şirket 2015 yılında %13 büyürken, bu yıl %15'lik büyüme bekliyoruz. Bankanın kredi portföy dağılımında kurumsal ve ticari kredilerin oranının %70'li seviyelerde olmasını sağlıklı buluyoruz.

Şirket'in dijital bankacılıkta aldığı aktif rolle müşteri portföyünü %26 büyümeye 2,9 milyona çıkararak elde ettiği ücret geliri artışını ve düşük operasyonel giderler/toplam aktifler rasyosuna sahip olmasıyla (2015: %1,7) verimlilik artışı sağlamasını olumlu değerlendiriyoruz.

Emsallerinin üzerinde karşılık ayırma oranı ve düşük kredi/mevduat oranı paralelinde Akbank'ın güçlü ve defansif bir bilanço'ya sahip olduğunu ve özellikle risk iştahının azaldığı ortamda emsalleri üzerinde hisse performansı gösterebileceğini düşünüyoruz.

Emlak Konut GYO: 'Satışlar ivme kazanacak'

EKGYO			
Fiyat (TL)			2.96
12 aylık hedef fiyat (TL)			4.00
Yukarı potansiyel			35.1%
Piyasa değeri (Mn TL)			11,248.00
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	0.34	4.23	13.85
BIST100 Relatif Getiri (%)	0.64	7.11	5.89
Beta			1.31

*17.10.2016 kapanış itibariyle

Şirket Eylül ayında geçen yılın aynı ayına göre %50 düşüşle 534 adet bağımsız bölümün satışını gerçekleştirerek 443 milyon TL satış hasılatı elde etti. Yılbaşından bu yana ise %28 daralma kaydederek, 5.833 adet bağımsız bölüm satışı ve 4,17 milyar TL satış hasılatı elde etti. Böylece şirket Eylül ayı itibarıyla yıllık hedeflerinin yarısını gerçekleştirmiş oldu. Şirketin 2016 yılı için 11 bin bağımsız bölüm satışı ve 7,6 milyar TL satış hasılat hedefi bulunuyor. Konut alımına yönelik uygulanan teşvikler ve yılın kalanında yapılması planlanan yeni proje lansmanları ile Emlak Konut GYO'nun satış performansını artırmasını bekliyoruz.

Konut sektörünü canlandırmaya yönelik atılan adımlar hisse üzerinde destekleyici

Kredi faiz oranlarında yapılan indirimlerin yanı sıra, konut kredilerinde %75'lik banka kredisi oranının %80'e çıkarılması, 150m2 üstü ya da m2 fiyatı 1.000 TL'nin üzerinde olan ve 2017 Mart ayının sonuna kadar teslim edilecek konutların KDV'sinin %18'den %8'e indirilmesi şirket satış performansını desteklemesi adına olumlu katkı sağlayacaktır.

Tamamlanmış projelerdeki ihale çarpanı 2,09x olarak karşımıza çıkıyor

2016 yılının ilk yarısında, ihale değerinin veya proje gelirinin arsa maliyetine oranı olarak bilinen "çarpan" değeri tamamlanmış projelerde 2,09x olarak kalmaya devam ederken, ihale edilmiş projelerde söz konusu çarpan 2,19x. 2015 yılında yapılan ihalelerde ortalama çarpan 2,4x idi. Şirket 2016 yılında yapılması planlanan ihalelerde ortalama çarpanı 2,0x - 2,1x arasında tahmin etmektedir.

Yılın yedi ayında zayıf seyreden konut satışlarının ardından Ağustos ve Eylül ayında açıklanan satış rakamlarında görülen toparlanmanın yanı sıra, faiz ve vadede kolaylık sağlayan kampanyanın yıl sonuna kadar uzatılmasının da etkisiyle, satışlardaki iyileşmenin devam edeceğini öngörüyoruz. Hisse geri alım programının devam ediyor olması, borçsuz yapısı, Net Aktif Değerine göre tarihi ortalamasının altında işlem görmesi ve hükümetin konut alımına yönelik uyguladığı teşviklerin hisseye olan ilgiyi canlı tutacağını düşünüyoruz.

Trakya Cam: 'Maliyet yapısında iyileşme'

TRKCM			
Fiyat (TL)			2.51
12 aylık hedef fiyat (TL)			2.94
Yukarı potansiyel			17.1%
Piyasa değeri (Mn TL)			2,334.30
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	1.21	29.12	44.10
BIST100 Relatif Getiri (%)	1.51	32.00	36.14
Beta			0.99

*17.10.2016 kapanış itibariyle

Son yıllarda gerçekleştirdiği kapasite artış yatırımları ve satın alma politikalarıyla organik ve inorganik büyüme stratejisini ortaya koyan Trakya Cam, düzcam sektöründe küresel bir oyuncu olmak adına önemli adımlar attı. İnşaat sektöründe ertelenmiş talep ve otomotiv üretimindeki artışın ciroyu desteklemesini bekliyoruz. Bulgaristan konumu gereği Avrupa'ya yapılacak ihracat için önemli potansiyel oluşturan bir ülke. Ek olarak, ihracat için potansiyel taşıyan ve İtalya'da bulunan Sangalli Vetro Porto Nogaro tesisinin satın alınması da ihracata katkı sağlayacaktır. Bulgaristan'ın konsolidasyonu ile gelen pozitif etkinin önümüzdeki dönemde de baz etkisiyle devam etmesini öngörüyoruz.

Doğalgaz fiyatlarında yapılan %10'luk indirim marjlarda iyileşmeyi destekleyecek

Trakya Cam'ın toplam üretim maliyetlerinin %26'sını enerji maliyetleri (doğalgaz+elektrik) oluşturmaktadır. Enerji maliyetleri toplam maliyetler içerisinde önemli bir paya sahip olduğu için, doğalgaz fiyatlarına yapılan %10'luk indirim maliyet yapısına önemli ölçüde katkı sağlayacak olup, şirketin operasyonel kâr marjlarında iyileşmeyi destekleyecektir.

Koruma önlemlerinin ithal cam baskısını hafifletmesi beklenebilir

Ekonomi Bakanlığı, İran menşeli düzcam ithalatında koruma önlemi alınmasına ilişkin esaslar belirledi. Buna göre, düzcamın ithalatında koruma önleminin yürürlüğe girdiği tarihten itibaren ilk yılı için brüt ton başına 60 dolar, ikinci yıl için 55 dolar ve üçüncü yıl için 50 dolar ek mali yükümlülük uygulanması kararı alındı. İran, Türkiye'nin toplam düzcam ithalatının %12'sini oluşturuyor. Bunun yanı sıra, Çin ve İsrail'den ithal edilen temperlenmiş ve lamine edilmiş emniyet otocamları ve cam elyaf ithalatında 6 ay süreyle teminat uygulanması kararı alındı. Dolayısıyla, alınan bu önlemlerin yurt içi pazardaki ucuz ithal cam baskısını azaltması beklenebilir. Rusya ve Avrupa'dan düzcam ithalatına alınabilecek koruma önlemleri, tahminlerin üzerinde kar marjları ve hedeflenen satın almaların tamamlanması gibi unsurlar hisse için önem taşıyor. Yurt içi pazar iyileşmesinin gecikmesi, ithal camların rekabetçi baskısının artarak devam etmesi risk oluşturan unsurlar arasında yer almaktadır.

Otokar: 'Olumlu orta vadeli beklentiler'

OTOKAR			
Fiyat (TL)			101.40
12 aylık hedef fiyat (TL)			112.00
Yukarı potansiyel			10.5%
Piyasa değeri (Mn TL)			2,433.60
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	-3.43	26.28	12.92
BIST100 Relatif Getiri (%)	-3.13	29.16	4.96
Beta			0.58

*17.10.2016 kapanış itibariyle

2016 yılının ilk yarısını geçen yılın aynı dönemine göre %28'lik güçlü ciro büyümesiyle tamamlayan şirket, kâr marjı yüksek ürün grubu olan zırhlı araç teslimatlarının da desteğiyle iyileşen brüt kâr marjı ve ciroya kıyasla görece düşük kalan faaliyet gider artışının da etkisiyle operasyonel kârlılıkta ve marjlarda güçlü iyileşme kaydetti. İlk yarıda FAVÖK'ü geçen yılın aynı dönemine göre %112 artarken; FAVÖK marjı 3,8 puan iyileşerek %9,6 oldu. Operasyonel kârlılıktaki güçlü büyüme, net kârda da büyümeyi beraberinde getirdi ve geçen yılın ilk yarısında çok sınırlı miktarda net kâr yaratan şirket bu yılın ilk yarısında 15,7 milyon TL net kâr açıkladı.

Altay Tank projesinde seri üretim sürecinin bu yıl netleşmesini bekliyoruz

Otokar için orta vadeli beklentilerimiz olumlu olup, bunun en önemli nedenleri arasında Altay Tank projesi ve hükümetin savunma sanayiine yönelik yatırımlarının artacağına dair beklentimiz yer alıyor. Altay ana muharebe tankı projesinin geliştirme sürecinin ana yüklenicisi olan Otokar, bu aşamada son safha olan sistem kalifikasyon testlerine (Nisan 2015'te başladı) devam ediyor.

Bundan sonraki süreçte projenin seri üretim aşamasının ana yüklenicisinin Otokar olup olmayacağı tahminlerimiz açısından en önemli risk unsuru. Şirket 250 adet tank üretimi ve bunların entegre lojistik destek faaliyetlerine ilişkin 18.01.2016 tarihinde teklif dosyasını Savunma Sanayi Müsteşarlığı'na iletirken, 29.08.2016 tarihinde de en iyi ve en son teklif dosyasını sundu.

Kâr marjı bakımından en yüksek ürün grubu olması sebebiyle savunma sanayii segmentini, Otokar'ın operasyonel kârlılık açısından sürdürülebilir bir büyüme trendi yakalamasının en önemli destekleyicisi olarak görüyoruz. Bu nedenle, savunma sanayii alanında gerek yurt içi gerekse de ihracata yönelik yaşanacak olası düşük satış performansı, tahminlerimiz açısından aşağı yönlü risk unsuru olarak karşımıza çıkıyor.

Bim: 'Devam eden büyüme ve defansif mali yapı'

BIMAS			
Fiyat (TL)			49.84
12 aylık hedef fiyat (TL)			64.22
Yukarı potansiyel			28.9%
Piyasa değeri (Mn TL)			15,131.42
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	-1.99	-16.09	-2.94
BIST100 Relatif Getiri (%)	-1.69	-13.21	-10.90
Beta			0.59

*17.10.2016 kapanış itibariyle

Defansif bilanço yapısının yanı sıra mevcut ve yeni mağazaların katkısıyla büyüme trendini önümüzdeki dönemde de sürdüreceğini düşündüğümüz BIMAS için; 2016 yılının ikinci çeyreğindeki zayıf operasyonel performans sonrası yaşanan geri çekilmelerle oluşan mevcut seviyelerin yeni girişler için cazip olduğunu düşünüyoruz.

Mevcut ve yeni mağazaların katkısıyla çift haneli ciro büyümesi devam edecek

2015 yılını %20,5'lik ciro büyümesiyle tamamlayan şirketin, düşük gıda enflasyonu ve rekabet nedeniyle artan fiyat baskısına rağmen mevcut ve yeni mağazaların katkısıyla 2016 yılını yıllık bazda %17,5'lik ciro büyümesiyle (2017T %18,7) tamamlamasını bekliyoruz. Yılbaşında devreye giren asgari ücret artışının operasyonel giderlerde yarattığı baskıya rağmen 2016 yılının tamamında %12,8'lik büyümeye 976 milyon TL seviyesinde FAVÖK yaratacağını tahmin ediyoruz.

12 aylık ileriye dönük tahminlerimize göre iskontolu

BIMAS, tahminlerimize dayalı 12-aylık ileriye dönük 14,2x FD/FAVÖK çarpanı ile 3 yıllık tarihsel ortalamasına göre %19; 12-aylık ileriye dönük 22,7x F/K çarpanı ile 3 yıllık tarihsel ortalamasına göre de %18,2 iskontolu işlem görürken; gerek iskontolu işlem görüşünü gerekse de yılbaşından bu yana BIST100 endeksine göre relatifte %10'luk değer kaybını göz önünde bulundurduğumuzda, mevcut fiyat seviyelerinin kademeli giriş için cazip olduğunu düşünüyoruz.

2Ç16 sonu itibariyle 2,2 milyon TL karşılığı net döviz varlık pozisyonu bulunmakta olup, bu durum TL'de yaşanacak olası değer kayıplarında finansal açıdan şirketin kur riskine maruz kalmasını engellerken; yine 2Ç16 sonu itibariyle 350 milyon TL karşılığı net nakit pozisyonuna sahip olması da defansif bir bilanço yapısı ortaya koymakla birlikte olası satın almalara karşı uygun likidite imkanı sunuyor.

Gübre Fabrikaları: 'KDV'nin ve yaptırımların kalkması potansiyeli artırıyor'

GUBRF			
Fiyat (TL)			5.14
12 aylık hedef fiyat (TL)			6.63
Yukarı potansiyel			29.0%
Piyasa değeri (Mn TL)			1,716.76
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	1.18	-22.47	-9.51
BIST100 Relatif Getiri (%)	1.48	-19.59	-17.47
Beta			0.92

*17.10.2016 kapanış itibariyle

Gübre satışları tonaj bazında 2016 yılının ilk yarısında yıllık %5,9 oranında artış gösteren şirketin, 2016 yılının tamamında, gübrede KDV'nin sıfırlanması ve çiftçilerin alım gücünün artmasına bağlı olarak tonaj bazında olumlu satış performansı sergilemesini bekliyoruz. Yılın tamamında tonaj bazında gübre satışlarının yıllık bazda %9 artışla 1,8 milyon ton seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2017 yılına ait gübre fiyatlarının yaklaşık olarak %10, net satış gelirlerinin de %15 artış göstereceği beklentimiz hisse ile ilgili olumlu bir görünüm sunuyor.

İran'a yönelik yaptırımların kaldırılması operasyonel performansı iyileştirecek

İran'a yönelik uluslararası yaptırımların 2016 yılının başında tarafların yükümlülüklerini yerine getirmesi şartıyla kaldırılması kararı ile, şirketin bağlı ortaklığı Razi'nin satış yapabileceği pazarların kademeli olarak genişleyeceğini, yaptırımlar döneminde uyguladığı iskonto fiyatlarının normale döneceğini ve satış hacminin artacağını, böylece satış gelirlerinin 2017 yılında TL bazında %19 büyüyeceğini tahmin ediyoruz.

İran'da, Razi'nin ana hammaddelerinden biri olan gaz fiyatlarının hesaplanmasında kullanılan başta petrol olmak üzere enerji maliyetlerinin düşmesi sonucu ekşi gaz fiyatının 77 USD'den 55 USD seviyesine indirilmesi öngörülmektedir. Gerçekleşmesi halinde, geriye dönük Mart ayından itibaren geçerli olacak olan indirim yıllık 20 milyon dolar maliyet avantajı sağlayacaktır.

Gübre fiyatlarındaki zayıf seyrin bu yıl da devam etmesini beklerken, 2016 yılı konsolide net satış gelirlerinin %13 artarak 3,3 milyar TL, 2017 yılı konsolide satış gelirlerinin de %17 artarak 3,9 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Gübre fiyatlarında, beklentimizin üzerinde yaşanacak bir kötüleşme, tahminlerimiz açısından aşağı yönlü risk unsuru olarak karşımıza çıkarken; fiyatlarda yaşanacak yukarı yönlü hareketler ise tahminlerimiz açısından yukarı yönlü risk oluşturuyor.

Tat Gıda: 'Marjlar güçlü seyrini sürdürecekt'

TATGD			
Fiyat (TL)			6.05
12 aylık hedef fiyat (TL)			6.90
Yukarı potansiyel			14.0%
Piyasa değeri (Mn TL)			822.80
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	5.22	-6.78	9.21
BIST100 Relatif Getiri (%)	5.52	-3.90	1.25
Beta			0.95

*17.10.2016 kapanış itibariyle

Yılın ilk yarısında olduğu gibi ağırlıklı olarak salça ve konserve grubunun konsolide bazda kar marjlarını domine etmeye devam edeceğini ve şirketin 2016 yılında FAVÖK marjının %7,9'a yükseleceğini (2015: %7,5), FAVÖK'ün de yıllık bazda %18,5 artarak 81 milyon TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Yakın zamanda SEK'in peynir tarafını güçlendirmek için yapılan yatırımların da katkısıyla, süt ve süt ürünleri grubu satışlarının 2016 yılında tonaj bazında yıllık %9, TL bazında ise %10 artış kaydetmesini bekliyoruz. Süt yemi fiyatlarında KDV'nin kademeli olarak sıfıra indirilmesinin de etkisiyle geçen yıla kıyasla çiğ süt fiyatlarının aynı seviyede kalmaya devam etmesi nedeniyle, süt grubunun nakit brüt kar marjının %20'ye yükseleceğini düşünüyoruz (2015: %18). Kâr marjı yüksek ürün olan peynir satışlarının da katkısıyla 2017 yılında toplam satış gelirlerinin 1,2 milyar TL'ye yükseleceğini; 2017 yılında personel giderlerinin ve reklam giderlerinin azalmasına bağlı olarak FAVÖK marjının %8,4'e yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Artan kârlılık ve azalan borçluluğun etkisiyle, temettü dağıtımına devam etmesini bekliyoruz

Bu yıl temettü dağıtımına yeniden başlayan şirketin, süt ve süt ürünleri segmentinin katkısıyla, kârlılığını artarak devam etmesini ve önümüzdeki dönemde temettü dağıtım oranının kademeli olarak artarak 2023'te %40'a doğru yükselmesini bekliyoruz (2015 yılı kârından %25 temettü dağıttı). Ayrıca şirketin 2015 yılında Moova ile birleşme işleminden kaynaklı vergi avantajının devam etmesi nedeniyle, 2016 yıl sonunda vergi gideri oluşmayacak olması da, temettü beklentimizi desteklemektedir.

Salıcalık domates verimliliğinde azalma ve akabinde fiyatlarda yaşanabilecek olası artışlar ile çiğ süt fiyatlarındaki olası yükselişler, operasyonel kârlılık üzerinde baskı oluşturabilir. Bu noktada, şirketin maliyetlerde yaşanacak olası artışları ürün fiyatlarına yansıtma kabiliyeti, kâr marjlarının seyrini açısından belirleyici unsurların başında geliyor.

Bolu Çimento: 'Kapasite artışıyla büyüme yolunda'

BOLUC			
Fiyat (TL)			6.16
12 aylık hedef fiyat (TL)			8.08
Yukarı potansiyel			31.2%
Piyasa değeri (Mn TL)			882
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	4.94	9.03	15.57
BIST100 Relatif Getiri (%)	5.24	11.91	7.61
Beta			0.73

*17.10.2016 kapanış itibariyle

Ankara'da Temmuz 2015'te devreye alınan yeni döner fırın yatırımı tesisi ile birlikte şirketin bölgedeki etkinliği ve pazar payı kademeli olarak artış gösterdi. Bolu Çimento, Temmuz 2015'te Ankara-Kazan tesisindeki 1 milyon tonluk klinker kapasite artışını tamamlayarak, klinker kapasitesini yıllık 2,5 milyon tona yükseltti. Ayrıca, çimento öğütme kapasitesini ise 1 milyon ton/yıl seviyesinden 2 milyon ton/yıl seviyesine yükseltti. Marmara Bölgesindeki çimento fiyatlarının, Türkiye ortalama fiyatlarından daha yüksek olduğunu biliyoruz. Bolu Çimento'nun da İstanbul'a yakınlığı dolayısıyla şehirdeki altyapı projeleri sebebiyle güçlü talepten faydalandığını ve mevcut fiyatlama ortamından da yararlandığını düşünürsek, diğer çimento şirketlerine göre yüksek karlılığını koruyabileceğini düşünüyoruz. Yatırımların devreye girmesiyle 2016 yılında operasyonel performansa iyileşme yaşanacağını tahmin ediyoruz. Son yıllarda enerji maliyetlerinde görülen düşüşün etkisi ile şirketin karlılığında önceki dönemlere göre önemli bir artış meydana geldi. 2015 yılında %7,3'lük artışla 107 milyon TL net kar açıklayan şirketin 2016 yılında 116 milyon TL net kar açıklamasını bekliyoruz.

Ankara'da artan talebe cevap verebilecek en uygun çimento şirketi

Ankara yatırımının tamamlanmasının ardından şirket Bolu'daki kapasitesini Marmara ve Karadeniz bölgesi için kullanacakken, Ankara'daki yeni kapasiteyi de İç Anadolu Bölgesi'ne özellikle de Ankara'ya yönlendirebiliyor. Şirket Temmuz 2015'te devreye alınan Ankara yatırımından önce Bolu'dan Ankara'da bulunan çimento öğütme tesisine klinker taşımaktaydı. Mevcut yatırım sonrası şirket Bolu'dan Ankara'ya klinker transferi gerçekleştirmeyecek olup, şirketin nakliye giderlerinde önemli bir avantaj sağladı. Dolayısıyla, nakliye giderlerinin düşmesinin de, şirketin operasyonel marjlarına olumlu katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Bolu Çimento'nun konumu nedeniyle ihracat tarafı nispeten sınırlı olup, şirket iç pazardaki talebe daha fazla bağımlıdır. Devam eden alt yapı projelerinin yanı sıra, planlanan altyapı projelerinde yaşanabilecek olası erteleme veya iptaller, çimento enerji yoğun bir sektör olması dolayısıyla enerji maliyetlerinde olası yükselişler tahminlerimiz açısından risk yaratan unsurlar.

Soda Sanayi: 'Döviz bazlı gelir yapısı'

SODA			
Fiyat (TL)			4.35
12 aylık hedef fiyat (TL)			5.50
Yukarı potansiyel			26.4%
Piyasa değeri (Mn TL)			3,262.50
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	6.88	4.29	16.86
BIST100 Relatif Getiri (%)	7.18	7.17	8.90
Beta			0.68

*17.10.2016 kapanış itibariyle

Şirketin soda külü cirosu 2010-15 döneminde dolar bazında %6 YBBO sağlarken, aynı dönemde soda külü satış hacmi %4 arttı. Önümüzdeki 5 yılda küresel soda külü talebinin, özellikle gelişmekte olan ülkelerde artması beklenen cam ürünleri ve deterjan tüketiminin desteğiyle %4 oranında yükselmesi beklenmektedir. Soda'nın gelirlerinin yaklaşık %60'ının soda külü satışından oluşması dolayısıyla, talep ve soda fiyatlarının seyrinin şirket finansalları üzerinde önemli etkiye sahip olduğunu biliyoruz. Genel olarak emtia fiyatlarındaki zayıflığa rağmen, cam sektörünün taşıdığı güçlü talep ve dünya çapında önemli miktarlardaki kapasite azalışları nedeniyle soda fiyatları güçlü seyretmektedir. Şirketin konsolide satış gelirlerinin %85'i ihracat odaklı iş yapısı sebebiyle döviz bazında gerçekleştirilirken, maliyetlerin %75'i ise TL'dir. Döviz fazla pozisyonuna sahip şirket, kur volatilitesinin arttığı ortamda, kur farkı geliri yaratarak karlılığa katkı sağlamaktadır.

Enerji verimliliği ve kapasite artışı yatırımları devam ediyor

Enerji, doğal gaz ve elektrik, toplam maliyetin yaklaşık %50'sini oluşturmaktadır. Şirket devamlı olarak birim üretim maliyetlerini düşürmek adına çalışmalar yapmaktadır. Şirketin verimliliğini artıracak ve birim maliyetleri düşürecek Mersin fabrikasındaki enerji yatırımı devam etmektedir. Diğer taraftan, Mersin fabrikasındaki kapasite artışı yatırımlarının 30 bin ton/yıllık kısmı 2016 yılının ikinci çeyreğinde devreye girdi. Kalan 50 bin ton/yıllık kapasitenin de 2016 yılının son çeyreğinde devreye girmesi planlanmaktadır. Kapasite artışının tam etkisini 2017 yılının ilk çeyreğinde görebileceğimizi düşünüyoruz. Bu yatırım ile birlikte toplam soda külü kapasitesi 2,3 milyon ton/yıl olacaktır. Sonuç olarak Soda'nın yabancı para bazlı gelir yapısı, soda külü talebinin istikrarlı yapısı ve diğer emtialardan ayrılan fiyatlama yapısı nedeniyle avantajlı olduğunu düşünüyoruz. Aynı zamanda şirketin maliyet yapısı enerji fiyatlarına oldukça duyarlı bir yapıda. Bu nedenle, 1 Ekim tarihinden itibaren doğalgaz fiyatlarına uygulanan %10'luk indirim marjlar üzerinde destekleyici olacaktır. Beklenenden yüksek kapasite artışları ve TL'nin dolara karşı değer kazanması risk yaratan unsurlar arasında yer almaktadır.

ÇEKİNCE: 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.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.