

2016 1. YARIYIL MAKRO DEĞERLENDİRMESİ: ŞEYTAN DETAYLARDA GİZLİDİR

22/06/2016

Serkan Gönenciler

serkan.gonenciler@unluco.com

Tel: +90 212 367 3832

Küresel piyasalar yıla oldukça olumsuz bir giriş yapmış olsa da, Türkiye'yi destekleyici bir dizi faktörün bulunduğunu ve bu görünüm altında, Türkiye'nin önünde tarihi bir fırsat olabileceğini belirtmekteydik.

Aradan geçen sürede bu tarihi fırsatın değerlendirildiğini söylemek şimdilik zor. Ancak, merkez bankalarının parasal genişleme adımları ile artan küresel risk iştahının ve yukarıda saydığımız pozitif faktörlerin yardımıyla, Türkiye 2016 yılında negatif ayrışmasını sonlandırarak pozitif ayrışma dönemine girdi.

Finansal piyasaların performansını değerlendirirken 2016 yılını iki ayrı döneme ayırmak gerekiyor:

- Ocak-Nisan arasında MSCI EM endeksinin %6'lık değer artışına karşılık, MSCI Türkiye endeksi %25 yükseldi
- Mayıs başından itibaren ise, MSCI EM endeksinin %4'lük değer kaybına karşılık, MSCI Türkiye endeksi %16 değer kaybetti

Yılın ilk yarısındaki makro veri akışı Türkiye'nin pozitif ayrışmasına destek verdi. Gerçekten de makro verilerin detaylarına inilmez ve sadece manşet rakamlara bakılırsa, neredeyse kusursuz bir görüntü ortaya çıkıyor. Ancak "şeytan detaylarda gizlidir" diyerek, makro verilerin, detaylara inildiğinde o derece pozitif bir görüntü ortaya koymadığını düşünüyoruz.

Brexit oylaması piyasaların istediği gibi sonuçlandığı takdirde, değerlemelerin de tekrar cazip seviyelere gelmiş olması (BIST-100 1 yıl ileriye dönük F/K çarpanı 9x'un altında) ve siyasi gündemin yaz aylarında hafiflemesi gibi faktörlerin de yardımıyla kısa vadeli bir yükseliş trendi yaşanması mümkün.

Ancak kalıcı bir yükseliş için de şartların oluşmadığını düşünüyoruz. Ek olarak, makro veri akışının da ilk yarıda olduğu gibi olumlu destek vermeyebileceğini düşünüyoruz. Buna göre, risk iştahında bir bozulma durumunda Türkiye'nin Türkiye yüksek betaya sahip bir ülke olarak bu kez de negatif ayrışan ülkelerin başında gelebileceğini düşünüyoruz.

Ürünlerimiz için İletişim:

Büşra AYDOĞDU

busra.aydogdu@unluco.com

Tel: +90 212 367 3834

Demet ÖZTURAN KARGIN

demet.ozturan@unluco.com

Tel: +90 212 367 36 28

Hakan ANSEN

hakan.ansen@unluco.com

Tel: +90 212 367 37 16

2016 yılının ilk yarısını bitirmeye hazırlandığımız şu günlerde, yılın genel makro değerlendirmesini yapmanın uygun olabileceğini düşünüyoruz. Yılın ikinci yarısına ilişkin beklentilerimize geçmeden önce ilk 6 aylık dönemin kısa bir özeti ile başlamak istiyoruz:

Küresel piyasalar yıla oldukça olumsuz bir giriş yaptı

Çin’de büyüme tarafından gelen olumsuz haberler ile küresel durgunluk endişelerinin artması ve bunlara bağlı olarak emtia fiyatlarında yaşanan hızlı düşüş, Avrupa’da kredi piyasasına (spesifik olarak hisse senedine dönüştürülebilir şartlı tahvillere) ilişkin hissedilen panik havası, Suudi Arabistan ve İran arasında yaşanan gerginlik gibi gelişmeler nedeniyle küresel piyasalar 2016 yılına oldukça olumsuz bir giriş yapmıştı.

Yurtiçinde ise Rusya ile yaşanan uçak düşürme krizinin etkileri, devam eden iç siyasi tartışmalar (anayasa değişikliği, milletvekili dokunulmazlıklarının kaldırılması, vs.), Güneydoğu’daki çatışmalar, artan terör olayları ve ekonomi tarafında enflasyon beklentilerindeki bozulma olumsuz global arka plana eşlik etmekteydi.

Ancak Türkiye’yi destekleyici faktörler mevcuttu

Piyasaları saran tüm bu olumsuz ruh haline karşın, Türkiye’yi destekleyici bir dizi faktörün bulunduğu dikkat çekmişti:

Öncelikle Türkiye artan jeopolitik riskler ve iç siyasi belirsizlikler nedeniyle olumsuz havada seyreden bir yılı geride bırakmıştı. MSCI World endeksinin %3, MSCI EM endeksinin de yaklaşık %17 değer kaybettiği 2015 yılında MSCI Türkiye endeksinin değer kaybı %35’e yaklaşmıştı. Bu kayıpların ardından BIST 100 endeksinin 1 yıl ileriye dönük F/K oranı 8x’in altına kadar gerilemişti. Bu çarpan seviyesi Türkiye’nin kendi tarihi ortalamasına göre yaklaşık %20, EM ortalamasına göre ise yaklaşık %30 iskontoya işaret ediyordu. Özetle, Türkiye’de hisse senedi değerlemeleri “ucuz” olarak değerlendirilebilecek seviyelerdeydi.

Bununla beraber, Türkiye’nin Çin ekonomisindeki yavaşlamadan en az etkilenen ülkelerden biri olması ve emtia ithalatçısı olması sayesinde petrol başta olmak üzere emtia fiyatlarındaki düşüşlerden fayda sağlaması, büyümenin tüm olumsuz gelişmelere karşın görece güçlü devam etmesi ve çifte seçimlerin yaşandığı bir yılda bütçe dengelerinin bozulmaması gibi pozitif faktörler de öne çıkmaktaydı. Ek olarak, Suriyeli mülteciler nedeniyle, AB ile ilişkilerin yeninden canlanması yönünde bir kapı açılmıştı. İsrail ile ilişkilerin normalleştirilmesine yönelik adımlar ve Kıbrıs görüşmelerinde ivmelenme de buna eşlik eden pozitif gelişmelerdi.

Türkiye'nin önündeki tarihi fırsat

Bu görünüm altında Türkiye'nin önünde tarihi bir fırsat olabileceğini belirtmekteydik. Toplumsal kutuplaşma ve siyasi tansiyon ikliminin giderilmesi için adımların atılması, anayasa değişikliği/başkanlık sistemi tartışmalarının en azından bir süreliğine ertelenerek, önceliğin yapısal reformların hayata geçirilmesine verilmesi ve düzenleyici kurumların bağımsızlığına ilişkin olumsuz algının düzeltilmesi halinde, önümüzdeki 5-6 yıllık süreçte Türkiye ekonomisinin yeniden ortalama %5'lik büyüme patikasına geri dönebileceğini ifade etmiştik. Bunun da Türkiye'nin çok daha yüksek çarpanlar ile değerlendirilmesine ve kalıcı bir pozitif ayrışmaya neden olabileceğini belirtmiştik.

Türkiye 2016 yılının ilk yarısında pozitif ayrıştı

Aradan geçen sürede bu tarihi fırsatın değerlendirildiğini söylemek şimdilik zor. Ancak, merkez bankalarının parasal genişleme adımları ile artan küresel risk iştahının ve yukarıda saydığımız pozitif faktörlerin yardımıyla, Türkiye 2016 yılında negatif ayrışmasını sonlandırarak pozitif ayrışma dönemine girdi.

Finansal piyasaların performansını değerlendirirken 2016 yılını iki ayrı döneme ayırmak gerekiyor.

Ocak-Nisan arasında MSCI EM endeksinin %6'lık değer artışına karşılık, MSCI Türkiye endeksi %25 yükseldi

Sene başından Nisan sonuna kadar olan dönemde Türk finansal piyasaları belirgin bir şekilde pozitif ayrıştı. Bu süreçte TCMB'nin (Mart ayında) faiz koridoru üst bandında indirimlere başlaması, enflasyonun işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düşüşlerin yardımıyla da olsa beklentilerden hızlı bir şekilde düşmesi ve büyüme (sanayi üretimi) verilerinin güçlü gelmeye devam etmesi pozitif ayrışmaya destek verdi. Bu dönemde MSCI EM endeksinin %6'lık değer artışına karşılık, MSCI Türkiye endeksi %25 yükseldi (\$ bazında). Sene başında %11,5'i aşan 10 yıllık tahvil faizi %9,0'u test etti.

Mayıs başından itibaren ise, MSCI EM endeksinin %4'lük değer kaybına karşılık, MSCI Türkiye endeksi %16 değer kaybetti

Mayıs ayının başında ise Başbakan Ahmet Davutoğlu'nun olağanüstü kongreye gitme kararı almasının ardından siyasi tartışmalar farklı bir boyuta taşındı. FED'in faiz artırımı sürecinin ne zaman başlayacağına ilişkin belirsizlikler ve Brexit endişeleri gibi faktörler nedeniyle küresel piyasalar da daha dalgalı bir sürece girdi. Bunlara bağlı olarak, Türkiye pozitif ayrışmasını bu dönemde sürdüremedi ve yılın ilk 4 ayındaki kazanımlarının önemli bir bölümünü geri verdi. Bu dönemde, MSCI EM endeksinin %4'lük değer kaybına karşılık, MSCI Türkiye endeksi %16 civarında değer kaybetti.

Özetle, sene başından bugüne kadar geçen yaklaşık 6 aylık sürede MSCI Türkiye endeksi MSCI EM endeksine göre %4, MSCI EMEA endeksine göre %8, MSCI World endeksine göre %2 daha iyi performans göstermiş durumda.

Manşetlerde makro göstergeler kusursuz görünüyor

Yılın ilk yarısındaki makro veri akışının Türkiye'nin pozitif ayrışmasına destek verdiğiinden bahsettik. Gerçekten makro verilerin detaylarına inilmez ve sadece manşet rakamlara bakılırsa, neredeyse kusursuz bir görüntü ortaya çıkıyor:

- Ocak ayında %9,6 seviyesinde zirve yapan **TÜFE enflasyonu** Nisan ayında %6,6 seviyesine geriledi ve Mayıs ayında da bu seviyede kaldı. Yılın ilk 4 ayında yatay seyreden çekirdek enflasyonda ise Mayıs ayında %9,4'ten %8,8'e hızlı bir düşüş yaşandı.
- 2015'in son çeyreğinde %5,7'yi bulan **GSYH büyümesi** 2016'nın ilk çeyreğinde de güçlü kaldı ve %4,8'e ulaştı.
- **İşsizlik oranı** gerilemeye devam ediyor; Ekim ayında %10,5'e yükselen (mevsimsellikten arındırılmış) işsizlik oranı Mart ayında %9,7'ye geriledi. Geçen yılın aynı dönemine göre istihdam artışı 1 milyonu geçti, işsiz sayısı 46 bin geriledi.
- **Cari açığı** hızlı bir şekilde devam ediyor; 2013 yılı sonunda 64 milyar \$'a ulaştıktan sonra 2015 sonunda 32 milyar \$'a gerileyen cari açık, düşüşünü 2016 yılında da sürdürerek Nisan sonunda 28,5 milyar \$'a geriledi.
- **Bütçe görünümü** ışıltıyor; merkezi bütçe Ocak-Mayıs döneminde 9,1 milyar TL fazla verirken, faiz-dışı fazla da 33,3 milyar TL'ye ulaştı.
- **Para politikası** da pozitif görünüme destek veriyor; TCMB Haziran ayı PPK toplantısında da faiz koridoru üst bandında 50 baz puanlık indirim gitti. Böylece Mart ayından beri toplam faiz indirimi 175 baz puana ulaştı. Faiz indirimlerinin devamı öngörülüyor.
- **Kredi ve mevduat faizleri** de kısa vadeli faizlerdeki düşüşe sınırlı da olsa eşlik etmeye başladı.
- Hükümet bir süredir yerinde sayan yatırımları canlandırmak ve yabancı doğrudan yatırımları arttırmak için kapsamlı bir **teşvik paketi** açıkladı; pakette işlem vergisi indirimleri, sektörel teşvikler ve uluslararası şirketlerin Türkiye'de bölgesel yönetim merkezleri açmasına kurumlar vergisi muafiyeti getirilmesi gibi önemli adımlar bulunuyor.
- Yukarıda bazılarını saydığımız makro göstergelere pozitif olarak nitelendirilebilecek bazı **dış politika** gelişmeleri de eklemek mümkün. **Rusya** ile ilişkilerin düzeltilmesi adına adımlar atılıyor. **İsrail** ile ilişkilerin normalleşmesi yolunda son aşamaya gelindi.

Makro verilerin detaylarına inilmez ve sadece manşet rakamlara bakılırsa, neredeyse kusursuz bir görüntü ortaya çıkıyor

Ama şeytan detaylarda gizlidir

Şeytan detaylarda gizlidir!

Detaylara inildiğinde, makro veriler o derece pozitif bir görüntü ortaya koymuyor

Makro göstergelere bu açıdan bakarak bardağın dolu tarafına odaklanılabilir. Ancak, bardağa boş tarafından bakmak isterseniz de, karşı argüman üretmek için bolca malzeme bulmak mümkün. Klasik bir ifade olacak ama “şeytan detaylarda gizlidir” diyerek manşetlerde kusursuz görünen makro göstergeleri incelemek istiyoruz. Makro verilerin, detaylara inildiğinde o derece pozitif bir görüntü ortaya koymadığını düşünüyoruz.

Enflasyondaki düşüş (şimdilik) geçici olabilecek faktörlere dayanıyor:

Manşet TÜFE enflasyonundaki hızlı düşüş, TCMB’nin de ifade ettiği üzere, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düşüşten kaynaklandı, çekirdek enflasyon ise yılın ilk 4 ayında neredeyse hiç değişmedi. Çekirdek enflasyondaki ilk anlamlı düşüşü (%9,4’ten %8,8’e) Mayıs ayında gördük. Ancak bu hızlı düşüşü de coşku ile karşılamadan önce, nereden kaynaklandığına bakmak gerekiyor. Bu düşüş ağırlıklı olarak, giyim fiyatlarındaki sezonluk fiyat artışlarının mevsimsel ortalamasının altında kalmasından kaynaklandı, hizmet enflasyonu ise değişmedi. TÜFE’nin giyim kalemi de aynı gıda kaleminde olduğu gibi aydan aya dalgalanma gösterebiliyor. Örneğin giyim enflasyonundaki bu düşüş önümüzdeki ay tersine dönebilir, yani bu düşüşü şimdilik bir “trend” olarak yorumlamak için erken.

Öte yandan, kurların görece sakin seyri dikkate alındığında, çekirdek enflasyondaki düşüşün önümüzdeki aylarda da sürebileceğini (%8,0’in altına gelebileceğini) düşünüyoruz. Ancak bu düşüş de uzun vadeli enflasyon görünümü için iyimser olabilmemiz için yeterli değil. Enflasyonda kalıcı bir düşüş için çekirdek enflasyondaki düşüşten daha önemlisi hizmet enflasyonundaki katılığın azaldığına dair sinyaller görmemiz.

Hizmet enflasyonu 2011’in ilk çeyreğinden beri sürekli yükseliyor, son 3 yıldır da %8,0’in üzerinde seyrediyor

Örneğin, çekirdek enflasyon Nisan 2015’te %7,0’ye kadar geriledi, ancak sonrasında yılı %9,5 seviyesinden kapattı. Benzer bir şekilde, 2013 ortalarında %5,4’ü gördü, ancak 1 yıl geçmeden çift haneli seviyelere yaklaştı (%9,8’e ulaştı). Bu süreçte, hizmet fiyatları ise fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın bir göstergesi olarak katılığını hep sürdürdü. Hizmet enflasyonu 2011’in ilk çeyreğinde %3,5 seviyesine kadar gerilemişti. Ancak sonrasında sürekli yükseldi, 2013 yılının ortasından beri de (son 3 yıldır) %8,0’in üzerinde seyretti. Bu katılığın, enflasyonda kalıcı bir düşüşün önündeki en önemli engel olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle, uzun vadeli enflasyon görünümü açısından öncelikle hizmet enflasyonunu yakından takip etmeye devam edeceğiz.

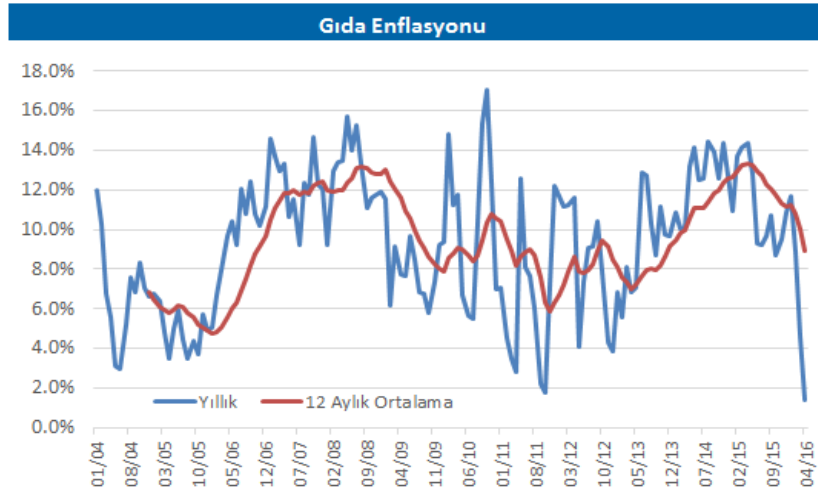
Enflasyonda kalıcı düşüş için hizmet enflasyonundaki katılığın azaldığına dair sinyaller görmemiz önemli

Gıda enflasyonu da son yıllarda enflasyondaki düşüşü engelleyen en önemli faktörlerden biri oldu. Daha açık ifade edersek, gıda enflasyonu 2014 sonunda %12,7, 2015 sonunda da %10,9’a ulaşarak enflasyona o yıllarda kabaca %3,1 ve %2,6’lık katkı yaptı. Bununla beraber, gıda enflasyonunda sene başından beri hızlı bir düşüş görülüyor (Mayıs ayında %2,5’e geriledi). Bu düşüş için farklı gerekçeler ileri sürülebilir; Rusya’nın Türkiye’den gıda ithalatı kısıntısı nedeniyle yurtiçi fiyatların baskılanması, gıda komitesinin attığı olumlu adımlar, et

ithalatının etkileri gibi. Bununla beraber, gıda kaleminin zaten dalgalı bir seyir izlediği (örneğin Ekim 2011’de %1,8 olan gıda enflasyonu iki ay sonra %12,2’ye yükselmisti) ve gıda enflasyonunun önümüzdeki aylarda yeniden yükseleceği de düşünülebilir.

Gıda fiyatlarındaki düşüşün kalıcı olacağına dair elimizde yeterli emare yok

Özetle, gıda enflasyonuna ilişkin kesin bir hükümde bulunmak zor. Biz sene başında 2016 sonu TÜFE enflasyon beklentimizi %8,0-8,5 olarak açıklarken, gıda enflasyonunu kabaca %8,0 olarak öngörmüştük (TCMB projeksiyonu %9,0). Şimdi gelinen noktada, bu projeksiyonda aşağı yönlü bir risk olduğu görülüyor. Buna bağlı olarak, sene sonu enflasyonu ilk tahminimizden daha aşağıda gerçekleşebilir. Ancak yukarıda da belirttiğimiz gibi gıda fiyatlarındaki düşüşün kalıcı olacağına dair elimizde yeterli emare yok.



Büyüme ivme kaybetmedi ancak yatırımlarda halen bir kıpırdanma yok:

2011’in son çeyreğine göre %15 büyüyen bir ekonomide, özel sektör %6 daha az makine-teçhizat yatırım yapıyor

GSYH büyümesi özellikle son iki çeyrekte (2015’in son çeyreği ve 2016’nın ilk çeyreğinde) hız kazanmış durumda. Bu ivmelenmeye en kayda değer katkıyı iç talebin ve kamu harcamalarının yaptığı görülüyor. Ancak özel sektör yatırımlarında henüz kayda değer bir artış görülmemesi sağlıklı bir büyüme görünümüne işaret etmiyor.

Özel sektör yatırımları 2011’in son çeyreğinde ulaştığı seviyelere henüz ulaşabilmiş değil. Bu tabloyu da bir ölçüde artmaya devam eden inşaat yatırımları kurtarıyor. Öte yandan özel sektörün makine-teçhizat yatırımları geriliyor. 2011’in son çeyreğine göre %15 büyüyen bir ekonomide, özel sektör %6 daha az makine-teçhizat yatırım yapıyor. İç talep artmaya devam ederken, yatırımların son 17 çeyrekte yerinde sayması, büyümenin kalıcılığı açısından sorgulanması gereken bir gerçek. Yatırımlardaki duraksamada süregelen siyasi belirsizlikler ve jeopolitik risklerin payı büyük görünüyor. Yatırım harcamalarında önümüzdeki dönemde de bir ivmelenme beklemiyoruz.

Yatırımların son 17 çeyrekte yerinde sayması, büyümenin kalıcılığı açısından sorgulanması gereken bir gerçek

İşgücü rakamları çok pozitif ancak bazı soru işaretleri de var:

1 milyonu aşan istihdam artışının neredeyse tamamı hizmet sektörlerinden geliyor

Son açıklanan işgücü rakamları oldukça olumlu bir görünüme işaret ediyor. Ancak rakamlar detaylı olarak incelediğimizde kafamızda bazı soru işaretleri oluşuyor. Bu soru işaretlerine basında ve çeşitli düşünce kuruluşları tarafından yayınlanan raporlarda da sıkça yer verildi.

Sanayide istihdamın ise 12.000 azaldığı görülüyor

Örneğin, son 1 yılda 1 milyonu aşan istihdam artışının neredeyse tamamının hizmet sektörlerinden geldiği, sanayide istihdamın ise 12.000 azaldığı görülüyor. Oysa GSYH'nın bileşenlerine bakıldığında, sanayi sektörünü son 1 yılda ortalama %4,8, toplam hizmetler sektörünün ise yaklaşık %3,3 büyüdüğü ortaya çıkıyor. Özetle, ana sektörlerdeki istihdam artışları ile büyüme artışları birbirine çok paralellik oluşturmuyor.

Kayıt-dışı istihdam artışı 370.000'e ulaştı

Hizmet sektörlerinde asgari ücretle çalışan sayısının çokluğu da dikkate alındığında, %30'luk asgari ücret artışının işe alımları olumsuz etkilemediği düşünülebilir. Öte yandan, kayıt-dışı istihdam artışının 370.000'e ulaştığını da not etmek gerekir.

Hizmetler altında da belli sektörler öne çıkmış durumda; örneğin eğitim sektöründe 289.000'lik (%20) ve sağlık sektöründeki 126.000'lik (%12) istihdam artışları özellikle dikkat çekici.

Bütçenin çok güçlü performansında vergi-dışı gelirlerin payı büyük:

Son yıllarda ortalama GSYH büyüme hızındaki yavaşlama ve seçim süreçlerine karşın merkezi bütçe performansı olumlu bir tablo çizmeye devam ediyor. Örneğin bütçe açığı/GSYH oranı 2011-2015 arasındaki son 5 yılda (2012 yılı dışında) %1,2-1,3 seviyesinde kaldı. 2012 yılında da %2,0 gibi makul sayılabilecek bir seviyeye yükselmişti. Bu olumlu görünüm, seçim taahhütlerine ve büyümeyi desteklemek için devam eden kamu harcama artışlarına karşın, 2016'da da devam ediyor. Hatta yılın ilk 5 ayında ulaşılan bütçe dengesi ve faiz dışı denge seviyeleri tarihin en iyi bütçe performansına işaret ediyor.

Son 12 aylık dönemde 38 milyar TL'lik faiz-dışı fazlaya karşın, IMF tanımlı faiz dışı fazla sadece 6 milyar TL

Özetle, merkezi bütçenin Türkiye ekonomisi için bir risk oluşturmadığını söyleyebiliriz. Ancak şunu da not etmekte fayda var: son dönemdeki güçlü bütçe performansındaki vergi gelirlerindeki hızlı artışlar ya da kamu harcamalarında kısıntılara gidilmesinden ziyade, vergi-dışı gelirlerin çok yüksek rakamlara ulaşması dönemli bir rol oynamakta. Bütçe performansının daha sağlıklı değerlendirilmesi açısından, özelleştirme gelirleri ve kamu kuruluşlarından kar transferleri gibi sürekliliği kesin olmayan kalemleri dışarıda bırakan "IMF tanımlı" faiz dışı dengeye bakmak gerekiyor. Son 12 aylık dönemde elde edilen 38 milyar TL'lik faiz-dışı fazlaya karşın, IMF tanımlı faiz dışı fazlanın sadece 6 milyar TL olduğu not edilmesi gereken bir faktör.

TCMB'nin faiz indirimleri enflasyonda pozitif gelişmelere dayanmıyor:

TCMB son dönemdeki para politikası kararlarını enflasyon ve büyüme dinamiklerinden ziyade, küresel risk iştahına endekslemiş durumda. TCMB, artan küresel risk iştahına bağlı olarak “parasal sadeleştirme” kapsamında faiz koridoru üst bandında indirimlere gidiyor. Öte yandan, çekirdek enflasyona (son olarak da hizmet enflasyonuna) dikkat çekerek, likidite politikasındaki sıkı duruşun korunması gerektiğine işaret ediyor.

“Sıkı likidite politikası” ve “faiz koridoru üst bandında indirim” birbirine tamamen tezat oluşturan kavramlar

Öncelikle, “sıkı likidite politikası” ve “faiz koridoru üst bandında indirim” birbirine tamamen tezat oluşturan kavramlar. Sıkı likidite politikasına olan ihtiyaç devam ediyorsa, biz bunu para politikasında normalleşme (tek faizden fonlama) için henüz erken olduğu, ihtiyat gereği faiz koridoru üst bandının yüksek kalması gerektiği şeklinde yorumluyoruz. Dolayısıyla da, faiz koridoru üst bant indirimlerini, “parasal sadeleştirme”den daha çok “parasal gevşeme” olarak değerlendiriyoruz.

“Gevşek para politikası duruşu = TL’de değer kaybı = yükselen enflasyon = para politikasında zorunlu sıkılaştırma” denklemi piyasaları yeniden bekliyor olabilir.

TCMB faiz koridorunu daraltarak, para politikası esnekliğini (olumsuz şartlar karşısında para politikasını anında sıkılaştırma esnekliği) büyük ölçüde kaybetti. Küresel koşullar iki ay daha yardımcı olsa ve TCMB kısa vadeli faizleri %7,5-%8,0 seviyelerine kadar indirme imkânı bulsa bile, sonrasında faizlerin bu seviyelerde kalıcı olması ihtimalini düşük görüyoruz.

2010 sonrasında birkaç kez tekrarlanan kısır döngü, yani “gevşek para politikası duruşu = TL’de değer kaybı = yükselen enflasyon = para politikasında zorunlu sıkılaştırma” denklemi piyasaları yeniden bekliyor olabilir.

Yılın ikinci yarısında makro veri akışında bozulma olabilir

Enflasyondan başlayacak olursak, yılın ilk 5 ayında olumlu bir “baz etkisi” yaratarak TÜFE enflasyonunun hızla düşmesini sağlayan gıda fiyatları, yılın sonuna kadar bu kez olumsuz “baz etkisi” ile TÜFE enflasyonunu yukarı çekebilir. Buna göre, çekirdek enflasyonda gerilemenin sınırlı da olsa devam edebileceğini, ancak manşet TÜFE enflasyonunda Nisan ayı itibariyle dip seviyenin görüldüğünü düşünüyoruz. TÜFE enflasyonunun Haziran ayı itibariyle %7,5 civarına yükselmesini, yılı da %8,0-8,5 aralığında kapatmasını bekliyoruz.

2016 yılının tamamında GSYH büyümesinin %3,0 civarına gerilemesini bekliyoruz

Jeopolitik riskler ve terör eylemleri nedeniyle turizm sektöründe ciddi gelir kaybı yaşanıyor. Dış ticaret verileri ekonomik aktivitede bir iyileşmeye işaret etmiyor. PMI verisi son 3 aydır 50 seviyesinin altında seyrediyor. Buna göre, büyüme rakamlarında ikinci yarıda hızlı bir düşüş görülebileceğini düşünüyoruz. Yılın ikinci yarısında GSYH büyüme rakamlarındaki muhtemel yavaşlama ile 2016 yılının tamamında GSYH büyümesinin %3,0 civarına gerilemesini bekliyoruz.

Bütçede yılın ilk aylarında kullanılmayan yatırım harcamalarının ilerleyen aylarda kullanılmaya başlanması ve seçim taahhütlerinin etkisini göstermesiyle bütçe performansında bir miktar kötüleşme görülebilir.

Turizm gelirlerindeki gerileme nedeniyle cari açığındaki düşüş de yılın ikinci yarısında durabilir.

Özetle, küresel risk iştahının pozitif seyretmesinin yanında, yılın ilk yarısında makro veri akışı da TCMB'nin faiz indirimi kararlarına ve Türkiye'nin özellikle Nisan sonuna kadar olan dönemdeki pozitif ayrışmasına yardımcı oldu. Ancak makro veri akışının yılın ikinci yarısında aynı ölçüde olumlu gerçekleşmesini beklemiyoruz.

Kısa vadede bir yükseliş trendi mümkün ancak kalıcı bir yükseliş için şartlar oluşmadı

Piyasalarda kısa vadede bir yükseliş trendi yaşanması mümkün.

Brexit oylaması piyasaların istediği gibi sonuçlandığı takdirde, değerlemelerin de tekrar cazip seviyelere gelmiş olması (BIST-100 1 yıl ileriye dönük F/K çarpanı 9x'un altında) ve siyasi gündemin yaz aylarında hafiflemesi gibi faktörlerin de yardımıyla, piyasalarda kısa vadede bir yükseliş trendi yaşanması mümkün.

Risk iştahında bir bozulma durumunda ise, Türkiye'nin negatif ayrışan ülkelerin başında gelebileceğini düşünüyoruz.

Ancak yazının başında çerçevesini çizdiğimiz kalıcı bir yükseliş için de şartların oluşmadığını düşünüyoruz. Ek olarak, makro veri akışının da ilk yarıda olduğu gibi olumlu destek vermeyebileceğini düşünüyoruz. Buna göre, risk iştahında bir bozulma durumunda Türkiye'nin yüksek betaya sahip bir ülke olarak bu kez de negatif ayrışan ülkelerin başında gelebileceğini düşünüyoruz.

Uyarı Notu:

ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve regüle edilmiş bir kurumdur. Bu rapor bilgi amaçlı olarak hazırlanmış olup içeriğindeki bilgiler kesinlikle gizli olarak kabul edilmelidir. Hiçbir şekilde kısmen ya da tamamen çoğaltılamaz, kopyalanamaz, amacı dışında kullanılamaz ve içeriğinde yer alan hiçbir bilgi üçüncü kişiler ile ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş.'nin ön izni olmadan hiçbir şekilde paylaşılamaz. Bu raporda yer alan bilgiler eksiksiz olduğu iddiasında değildir ve değişikliğe uğrayabilir. Bu rapor, şahsi tavsiye niteliği taşımamakta ve herhangi bir finansal ürünün, hizmetin, yatırım aracının veya menkul kıymetin alım-satım teklifi ya da daveti anlamına gelmemektedir. Burada yer alan yatırımlar ve stratejiler tüm yatırımcılar için uygun olmayabilir. Yatırımcılar, bu raporda yer alan tüm hususlara ilişkin olarak gerekli araştırmaları bizzat kendileri gerçekleştirmeli ve görüşlerini kendi araştırmalarına dayandırmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK Mevzuatı gereğince, 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. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır ve herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize de uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi, beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özeni göstermelisiniz. Burada yer alan görüşlere güvenerek işlem yapmanız durumunda uğranılacak zararlardan ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş. sorumlu değildir.