

Enflasyon Görünümü

Enflasyonda vergi indirimleri ve gönüllü fiyat kesintilerinin etkileri hissediliyor...

Kasım ayı TÜFE enflasyonu, $-0,7$ 'lik ortalama piyasa beklentisi ve bizim $-0,6$ 'lık tahminimizden daha düşük bir seviyede, $-1,44$ olarak gerçekleşti. Yıllık TÜFE enflasyonunda da $25,2$ 'ten $21,6$ 'ya doğru hızlı bir geri çekilme yaşandı. Yİ-ÜFE enflasyonunda da, TL'nin son dönemdeki değer kazancının yardımıyla aylık $2,53$ 'lük düşüşe bağlı olarak, yıllık bazda $45,0$ 'ten $38,5$ 'e geri çekilme oldu.

Enflasyondaki düşüşte özellikle dayanıklı mal grubu enflasyonu etkili oldu...

Aylık gıda enflasyonu ve enerji enflasyonunun (her ikisi de $-0,7$ seviyesinde geldi) beklentilerimizle uyumlu olduğunu söyleyebiliriz. Bununla beraber, vergi indirimleri, enflasyonla topyekün mücadele kapsamındaki gönüllü fiyat kesintileri ve kısmen de TL'deki değerlenmeye bağlı olarak, beklentilerin de ötesinde fiyat düşüşleri olduğu görülüyor. Örneğin otomobil fiyatlarındaki $12-14$ 'lük fiyat düşüşlerinin manşet TÜFE enflasyonunu tek başına $0,9$ puan düşürdüğünü söyleyebiliriz. Biz burada 10 'luk fiyat düşüşü öngörmüştük. Ek olarak, bilgisayar fiyatlarındaki 10 , televizyon fiyatlarındaki 15 oranındaki ve beyaz eşyadaki $4-7$ arasındaki fiyat düşüşlerinin de yardımıyla dayanıklı mal grubu enflasyonu $-9,6$ oldu ve negatif enflasyon gerçekleşmesinde başrolü oynadı.

Hizmet enflasyonu da geçtiğimiz aylardaki yüksek oranlı artışların ardından (Ağustos: $1,9$, Eylül: $3,0$, Ekim: $1,1$) Kasım'da yatay seyretti. Burada özellikle uçak bileti fiyatlarındaki 14 ve yurtiçi tur fiyatlarındaki $22-23$ 'lük fiyat düşüşlerini öne çıkarabiliriz. Bu düşüşlerde enflasyonla topyekün mücadele kapsamında yapılan gönüllü fiyat indirimleri etkili olmuş görünüyor. Bununla beraber, hizmet enflasyonundaki yıllık bazda $14,8$ 'den $14,7$ 'ye düşüşün, dayanıklı mal grubuna göre çok daha zayıf olduğunu söyleyebiliriz.

Enflasyonda vergi indirimleri ve gönüllü fiyat kesintilerinin etkileri hissediliyor, ancak hızlı tüketim ürünlerinde enflasyon baskısı sürüyor...

Öte yandan, sezonluk ürünler nedeniyle Kasım ayında yüksek oranlı artışlar gördüğümüz giyim kalemindeki aylık $2,4$ 'lük enflasyon da, geçtiğimiz yıllar ortalamasının altında kaldı. Bunun da benzer şekilde, gönüllü fiyat indirimlerinden kaynaklanmış olabileceğini düşünüyoruz.

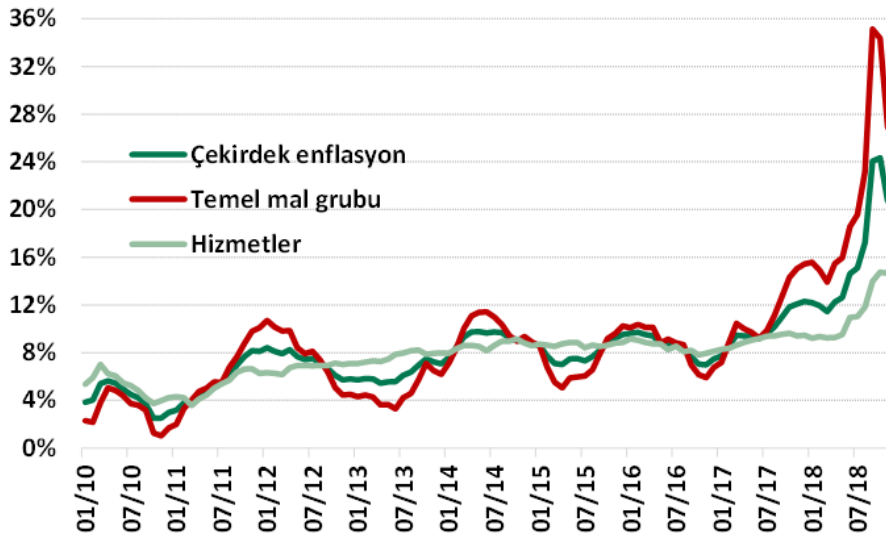
Yukarıda saydığımız tüm bu faktörler, aylık çekirdek enflasyonu (C grubu) $-1,9$ seviyesinde gerçekleşmesine yardımcı oldu. Çekirdek enflasyon buna bağlı olarak, yıllık bazda da $24,3$ 'ten $20,7$ 'ye hızlı bir düşüş gösterdi. Buna göre, Kasım'da enflasyondaki gerilemeyi, çok büyük ölçüde vergi indirimleri ve gönüllü fiyat kesintileri sayesinde çekirdek enflasyonda görülen gevşemeye bağlayabiliriz.

Öte yandan, aylık $1,4$ 'lük fiyat artışı yaşanan diğer temel mallar grubu (hızlı tüketim ürünleri) üzerindeki enflasyonist baskıların devam ettiği de görülüyor. Diğer temel mal grubu enflasyonunun yıllık bazda da $38,3$ 'ten $38,8$ 'e yükselişini sürdürdüğü görülüyor.

Enflasyondaki düşüş önemli ancak henüz rahatlamaya yer yok...

Sonuç olarak, yıllık enflasyonda görülen yaklaşık $3,5$ puanlık düşüş, şüphesiz önemli ve piyasadaki olumlu havayı destekleyici bir faktör. Ancak, bu düşüşün önemli oranda vergi indirimi ve enflasyonla topyekün mücadele gibi geçici faktörlerden kaynaklandığı ve 2019 başlarında burada geri dönüşlerin olabileceği de unutulmamalı. Bu nedenle enflasyonda kalıcı bir düşüş süreci (2019'un ikinci yarısında görülmesi muhtemel) görülene kadar dezenflasyon konusunda henüz temkini elden bırakmamak gerektiğini düşünüyoruz.

Grafik 1: Çekirdek enflasyon ve bileşenleri



Kaynak: TÜİK

Eylül ödemeler dengesi

Cari açık küçülmeye resmi rezervler düşmeye devam...

Eylül'de piyasa beklentisi (ve bizim tahminimiz) olan 2,0 milyar \$'ın biraz altında 1,8 milyar \$ cari fazla verildi. Geçen yılın aynı ayında 4,5 milyar \$ açık verilmişti. 12 aylık birikimli cari açık böylece 52,3 milyar \$'dan 46,0 milyar \$'a geriledi. Geçtiğimiz iki ayın cari denge rakamlarında da yukarı yönlü revizyonlar olduğu görülüyor: Temmuz ayındaki 1,8 milyar \$'lık açık 2,3 milyar \$'a, Ağustos'taki 2,6 milyar \$'lık cari fazla da 1,8 milyar \$'a revize edildi.

Sermaye hesabına bakıldığında, 4,9 milyar \$'lık sermaye çıkışı ve -0,4 milyar \$'lık net-hata noksan ile birlikte, resmi rezervlerde geçen ayki 8,1 milyar \$'ın üzerine 3,5 milyar \$ daha azalış oldu.

Ocak-Eylül döneminde cari açık 30,0 milyar \$'a ulaşırken, 4,3 milyar \$'lık da sermaye çıkışı yaşandı. Ancak 17,2 milyar \$'lık net hata noksan sayesinde resmi rezervlerdeki düşüş 16,9 milyar TL ile sınırlı kaldı.

Eylül'deki sermaye çıkışları bankacılık sektörü kaynaklı gerçekleşti...

Sermaye hesabı incelendiğinde, öncelikle bankaların 4,4 milyar \$'lık (uzun vadeli) kredi geri ödemesine karşılık sadece 0,4 milyar \$'lık yeni kredi alması dikkati çekiyor. Bankalar bunun dışında net 1,15 milyar \$ tutarında kısa vadeli kredi geri ödemesi gerçekleştirmiş. Bankaların ayrıca yurtdışı şubelerine 2,5 milyar \$ transfer ettiği ve yurtdışı yerleşiklerin mevduatlarının 1,0 milyar \$ kadar azaldığı da görülüyor. Buna göre, bankalardan toplamda sermaye çıkışı 8,7 milyar \$'a ulaşmış görülüyor. Ancak, tutarın bu kadar yüksek görünmesinin kısmi bir nedeni, bankaların kredilerinin vade bitimi ve alınan yeni kredilerin vade başlangıcı arasında bir uyumsuzluk da olabilir.

Öte yandan, normalde donuk durumdaki TCMB'deki mevduat hesabında ise 40 milyar \$'lık bir artış var. Bu artışı da Katar ile yapılan swap anlaşmasına bağlayabiliriz. Şirketler kesimi ise %106'lık kredi yenileme oranı ile sermaye hesabına sınırlı bir etkide bulundu. Bunlar dışında, 0,8 milyar \$'lık net doğrudan yabancı sermaye girişi ve 0,9 milyar \$'lık portföy yatırımı çıkışı var.

Ocak-Eylül dönemi özelinde, 4,3 milyar \$'lık sermaye çıkışı var ki, bu geçen yılın aynı dönemdeki 33,9 milyar \$'lık sermaye girişine göre ciddi bir bozulmaya işaret ediyor. Bunun en temel nedeni de geçen yılki 23,7 milyar \$'lık portföy yatırımı girişinin bu sene 4,3 milyar \$'lık çıkışa dönmüş olması.

Sermaye girişlerindeki bozulmaya bağlı olarak, resmi rezervler de sene başına göre 16,9 milyar \$ azaldı. Aslında net hata noksanın 17,3 milyar \$'a ulaşmış olmasının, çok daha yüksek bir rezerv azalışını önlediğini söyleyebiliriz.

Cari açığı hızla düşürme hızlanarak devam etmesini bekliyoruz...

Bu arada Ekim ayı dış ticaret açığının 0,5 milyar \$ olarak gerçekleşmesiyle (geçen yılın aynı ayında açık 7,3 milyar \$ idi) açığı hızla düşürme hızlanarak devam etmesini bekliyoruz. Son aylardaki trend devam ettiği taktirde de, sene sonunda 30 milyar \$'ın da altında bir cari açık mümkün görülüyor. Buna göre, cari açığı hızla düşürme sürecinin beklentilerin de ötesine geçtiğini söylemek yanlış olmaz.

İç talepteki zayıflığa bağlı olarak, cari açığın 2019 yılı içinde de 10 milyar \$'ın altı seviyelere inmesi sürpriz olmaz. Cari açığı hızla düşürme hızlanarak devam etmesini bekliyoruz. Cari açığı hızla düşürme hızlanarak devam etmesini bekliyoruz.

Eylül Sanayi Üretimi

Sanayi üretimindeki zayıflık Eylül'de de sürdü...

TÜİK'in açıkladığı arındırılmamış Eylül ayı sanayi üretimi yıllık %4,6 artış kaydetti. Ancak takvim etkisinden arındırılmış seride yıllık %2,7'lik daralma oldu. Bu daralma piyasanın %0,5, bizim de %1,5'lik daralma beklentilerinin üzerine çıkış oldu.

Takvim ve mevsim etkilerinden arındırılmış sanayi üretimi de Ağustos'taki %1,3'lük aylık daralmanın üzerine bu ay da %2,7 geriledi. Sene başına göre endeksteeki daralma ise %4,3'e ulaştı.

Sektörler bazında dağılıma bakıldığında, sanayi üretimindeki daralmanın birkaç sektör haricinde genele yayıldığı görülüyor. Artış kaydeden sektörlerden giyim, kâğıt, basılı medya ve diğer ulaşım araçları sanayileri öne çıkıyor. Sanayi üretimi içinde görece küçük bir payı olsa da, Ağustos'ta yıllık %78 artışla manşet rakama %2,0'ye yaklaşan bir katkı yapan diğer ulaşım araçları imalatı bu ay da %26 artışla, manşet rakama %0,5'lik bir katkı yaptı.

Toplam üretimde yaklaşık %10'luk paya sahip olan ve Ocak-Eylül döneminde ortalama %13 yıllık artış gösteren gıda imalatı sektöründe Ekim ayında bu kez %2,5'lik daralma gerçekleşti. Gıda sektörü gibi üretimde yüksek ağırlığa sahip ana metal, metal eşya sanayi, makine-teçhizat ve motorlu kara taşıtları gibi sektörlerde ise geçen yıla göre sırasıyla %7,9, %8,3, %9,1 ve %3,5'lik üretim düşüşleri var (her biri takvim etkisinden arındırılmamış rakamlardır).

İnşaat sektörü aktivitesinin öncü göstergelerinden, metalik olmayan diğer mineral ürünler (çimento, seramik, cam, vb.) sektöründe de %9,4'lük üretim düşüşü var. İnşaat sektörüne ilişkin gene bugün açıklanan bir diğer veri Eylül'de inşaat sektörü cirosunun yıllık sadece %3,5 artışına işaret etti ki, bu da reel anlamda %20'nin üzerinde bir daralma anlamına geliyor.

Eylül ayı rakamı ile birlikte, üçüncü çeyrekte sanayi üretimindeki yıllık artış %0,5 olarak gerçekleşti.

3. çeyrek SÜ artışının %0,5 olması, GSYH büyümesinin de hafif negatif ya da hafif pozitif gerçekleşebileceğini gösteriyor...

Bu da bizim üçüncü çeyrek için %0,0'ın hafif altında veya üzerinde GSYH büyümesi beklentimiz ile uyumlu.

İthalat, PMI, otomotiv ve beyaz eşya satışlarındaki keskin düşüş, reel sektör/tüketici güven endekslerindeki bozulma ve kredilerde süregelen yavaşlama gibi göstergelere dayanarak, GSYH'nin en geç son çeyrekte bir daralma sürecine (2019'un ikinci yarısına kadar) girmesini bekliyoruz. Bu yavaşlamaya bağlı olarak, 2018'de GSYH büyümesinin, piyasanın %3,0-3,5' ve yeni ekonomi programında öngörülen %3,8'in altında bir seviyede, %2,0'nin biraz üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Ekim Merkezi Yönetim Bütçesi

Vergi gelirlerindeki zayıflık Ekim'de daha belirginleşti...

Merkezi bütçe Ekim ayında 5,4 milyar TL açık verirken (Ekim 2017: 3,3 milyar TL açık), faiz-dışı açık da 1,2 milyar TL'ye ulaştı (Ekim 2017: 0,2 milyar TL fazla).

Ocak-Ekim dönemi kümülatif değerlendirildiğinde; bu dönemde geçen yıl 35,0 milyar TL bütçe açığı verilmişken, bu sene açığının \$62,1 milyar TL'ye ulaştığı görülüyor. Aynı dönemde faiz dışı fazla da 15,2 milyar TL'den 2,5 milyar TL'ye gerilemiş durumda. Bir defaya mahsus gelirleri dışlayan IMF tanımlı faiz dışı denge ise aynı dönemde yaklaşık 37 milyar TL'lik açığa işaret ediyor (geçen yılın aynı döneminde 9 milyar TL açık).

Vergi gelirlerindeki zayıflık, Ekim ayında yıllık %15'lik (reel olarak) gerileme ile daha belirgin bir hal aldı. KDV ve ÖTV gelirlerindeki %17 ve %44'lük (reel) gerileme, iç talepteki zayıflamayı yansıtıyor. Akaryakıttan ve otomotivden alınan ÖTV tutarlarındaki (reel) gerilemeler %58 ve %77'yi buluyor.

Bütçe kısmen güçlü vergi dışı gelirlerle dengeleniyor...

Vergi tarafındaki bu zayıflığı, vergi-dışı gelirlerdeki güçlü performans kısmen telafi ediyor. Bu kapsamda, bedelli askerlik ve imar affından elde edilen gelirlerin Ekim ayında 4,8 milyar TL'ye, Haziran'dan bu yana da 11,3 milyar TL'ye ulaştığı görülüyor. Bu önemli bir katkı olsa da, özellikle tapu affı ile ilgili olarak hükümetin ilk beklentilerinin çok altında kaldığını da belirtmek gerek. Hatırlanacağı gibi, hükümet imar barışı uygulamasının ilk tanıtımında, uygulamadan 30-50 milyar TL arası (hatta üzerinde) bir gelir beklediklerini açıklamıştı. Ancak Haziran'dan bu yana geçen beş aylık sürede toplam hasılat 5 milyar TL'de kaldı.

Vergide yeniden yapılandırma önemli bir gelir kalemi oldu...

Maliye Bakanlığı Mayıs ortasında uygulamaya konulan son vergi yapılandırma (7143 sayılı Kanun) kapsamında elde edilen toplam tahsilatın 11 milyar TL'ye ulaştığını açıkladı. 2016 ve 2017'de uygulamaya konulan önceki yapılandırmalar (6736 ve 7020 sayılı Kanun'lar) kapsamında ise sene başından beri 9,5 milyar TL tahsilat yapıldı. Böylece, Ocak-Ekim döneminde yeniden yapılandırma kapsamında yapılan tahsilat 20,5 milyar TL'ye ulaştı. 2017'nin aynı döneminde bu yolla elde edilen gelir 11,8 milyar TL idi. Yeniden yapılandırma uygulamaları ile Ekim 2016'dan beri yapılan toplam tahsilat ise 48 milyar TL'ye ulaştı.

Hatırlanacağı gibi, hükümet 31 Ekim'de beyaz eşya, otomotiv, mobilya ve konut sektörlerinde sene sonuna kadar KDV ve ÖTV indirimleri açıklamıştı. Buna göre, beyaz eşyada ÖTV sınırlanırken, 1600 cc altı motorlu araçlardan alınan ÖTV'de 15'er puanlık indirimle gidilmiş, ticari araçlarda da KDV oranı %18'den %1'e indirilmişti. Mobilya sektöründe ise KDV %18'den %8'e indirilmişti.

Son vergi indirimleri vergi gelirlerinde ek sığmaya eden olabilir...

Son vergi indirimleri öncesinde de, 2018 yılı için 631 milyar TL'lik revize vergi geliri hedefinde bir sapma olabileceğini düşünüyorduk ki, vergi indirimleri ile bu sapmanın boyutu daha da artabilir. Bu nedenle hükümetin 72 milyar TL'lik bütçe açığı projeksiyonunun tutabilmesi için ek harcama kısıntılarına ya da ek vergi-dışı gelirlere ihtiyaç olabilir. Bu açıdan, mevcut rakamlarla 2018 bütçe açığının 80-85 milyar TL (GSYH'nin %2,1-2,2'si) civarında gerçekleşmesi muhtemel görünüyor.

Yavaşlayan ekonomi sürecinde bütçe hedeflerine ulaşmak zor olabilir...

Bununla beraber, ekonominin yavaşladığı (aslında daraldığı) bir ortamda, bütçede harcama kalemlerinin düşürülmesi yönündeki esnekliğin aslında çok düşük olduğu da göz önüne alındığında, 2019 yılında bütçe açığı hedefinde daha yüksek boyutlu bir sapma olabileceğini düşünüyoruz (2019'da %2,5'lik bir GSYH daralması bekliyoruz). Hükümet 2019'da toplam 76 milyar TL'lik bütçe tasarrufu taahhüdünde bulunduysa da, ekonomi daralırken buna harfiyen uymak da çok kolay olmayabilir. Buna göre, 2019'da bütçe açığının GSYH'ye oranının, YEP'in %1,8'lik öngörüsüne karşılık, %3,0 (veya üzeri) seviyelere yükselebileceğini düşünüyoruz.

Hatırlanacağı gibi, hükümet Cumhurbaşkanlığı tarafından hazırlanan 2019 yılı bütçe tasarısını Ekim ortasında Meclis'e sundu. Bütçeye ilişkin tüm detaylar bir tablo halinde henüz kamuya açıklanmış değil.

ÇEKİRNE: Bu raporda yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanarak hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı operasyonlarda kullanılmasından doğabilecek zararlardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.