

Makro Görünümü

Aşağıda 2019 yılına ilişkin ılımlı makro senaryomuzun genel hatlarını, çok detaylarına girmeden, özetlemek istiyoruz. **Buna göre, makro tahmin setimizin altındaki temel varsayımları şöyle sıralayabiliriz:**

Global gelişmeler:

- ❖ ABD-Çin arasında süregelen anlaşmazlıkların, ticaret konusundan çok öte olduğunu (fikri mülkiyet hakları, teknoloji hırsızlığı, Çin piyasalarına erişim, hegemonik güç olma mücadelesi, vb.), bu nedenle piyasaları uzunca bir süre meşgul etmesini bekliyoruz. Ancak buna karşın, ticaret savaşlarının her iki ülke ekonomisine verdiği zarar göz önüne alınarak 2019 yılı içinde geçici de olsa bir barış yapılmasını bekliyoruz.
- ❖ 2019'un küresel ekonomide yavaşlama yılı olacağı yönündeki genel piyasa görüşünü baz almakla birlikte, ABD'de resesyona olmayacağını ve Çin'de de büyümedeki yavaşlamanın beklentilerin çok ötesine geçmeyeceğini (örneğin %6'nın altı seviyelere düşmeyeceğini) varsayıyoruz.
- ❖ FED'in yılın ilk yarısında beklemeğe geçerek piyasaları kısa vadede rahatlatırsa da, yılın ikinci yarısında iki faiz artırımını hayata geçirmesini bekliyoruz. Öte yandan, ECB'nin planladığı faiz artırım sürecini başlatmayı 2019 yılı içinde hayata geçiremeyebileceğini düşünüyoruz.
- ❖ Petrol fiyatlarında her iki yönde de volatilité olabileceğini düşünüyoruz, ancak çok yüksek oranlı bir değişiklik (örneğin 30\$ ya da 100 \$ seviyelerine gidiş gibi) olmayacağını varsayıyoruz.

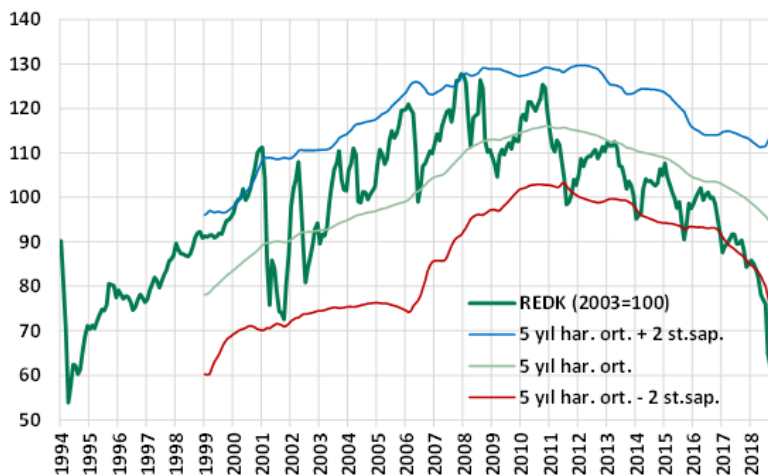
Yurtiçi gelişmeler:

- ❖ ABD başta olmak üzere Batı ile ilişkilerin en azından mevcut durumunu koruyacağını ve önemli bir anlaşmazlık (rahip Brunson ya da vize krizi benzeri) yaşanmayacağını varsayıyoruz.
- ❖ Yerel seçimlerde AKP bir miktar oy kaybı yaşasa da, bunun erken seçim tartışmaları başlatacak boyutta olmayacağını varsayıyoruz.
- ❖ Sıkı para politikasının korunacağını, yani politika faizinin en azından ilk yarının sonlarına kadar mevcut seviyelerde tutulacağını (erken bir faiz indirimi yapılmayacağını) düşünüyoruz. Özellikle yerel seçimler öncesinde büyümeyi teşvik amaçlı mali genişlemenin ve kamu bankları üzerinden desteklerin devam edeceğini, ancak mali disiplin algısını bozacak ölçüde aşırıya kaçmayacağını varsayıyoruz.
- ❖ TL'de yıl içinde dönem dönem dalgalanmalar yaşansa da 2017 ya da 2018'deki gibi hızlı değer kayıpları yaşanmayacağını varsayıyoruz.
- ❖ Bankalardaki kötü kredi/kredi yapılandırılmaları konusunun nîr güven krizi yaratmadan idare edileceğini varsayıyoruz.

Bu varsayım/ beklenti seti altında, makro tahminlerimizi şöyle özetleyebiliriz:

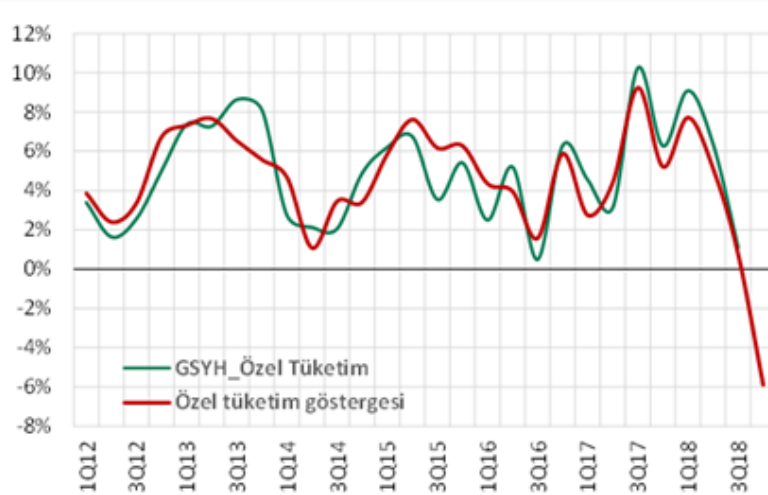
Kur görünümü: TL/\$ kurunun yıllık ortalama 5,75 civarı, sene sonunda ise 6.0-6.10 civarı seviyelerde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu tahminler, TL'de son dönemdeki stabilizasyonun genel olarak sürmekle birlikte 2018 sonuna göre reel olarak bir miktar değer kaybı yaşayabileceği anlamına geliyor. Başta da belirttiğimiz gibi, TL'de stabilizasyonu (aşırı değer kayıplarının önlenmesini) makul bir makro senaryonun en önemli ön koşulu olarak görüyoruz.

Grafik 1: Reel efektif döviz kuru (2003=100)



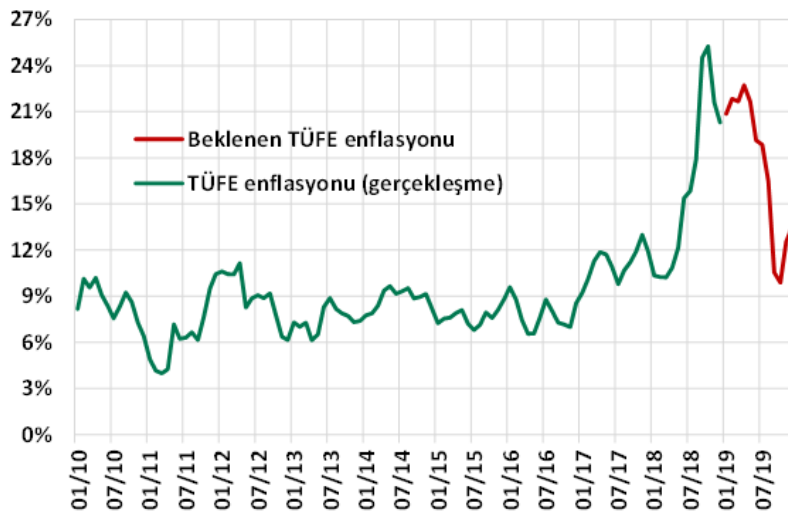
Büyüme görünümü: TL'deki görece dengelenmeye rağmen, GSYH'nin 2019 yılında ortalama %2,0 civarında daralabileceğini düşünüyoruz. Son çeyrek için tüm öncü göstergeler iç talepte ciddi bir yavaşlamaya ve buna bağlı olarak %3,0 veya üzerinde bir GSYH daralmasına işaret ediyor. Mevcut faiz seviyelerinde, iç talepte yılın ilk yarısı boyunca kayda değer bir iyileşme olmasını beklemiyoruz. Buna göre, ihracattan gelen güçlü katkıya rağmen, yılın ilk yarısında %4-5 civarında bir GSYH daralması mümkün görünüyor. Yılın ikinci yarısında ise (özellikle de son çeyrekte), düşmesini beklediğimiz faizlerin ve baz etkisinin de yardımıyla bir iyileşme görülebilir. Ancak bu iyileşmeye rağmen, ilk yarıyıldaki kötü performans nedeniyle tüm yıl GSYH büyümesinin -%1,5-2,0 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz.

Grafik 2: Özel Tüketim Göstergesi* vs. GSYH - Özel tüketim; Yıllık Büyüme



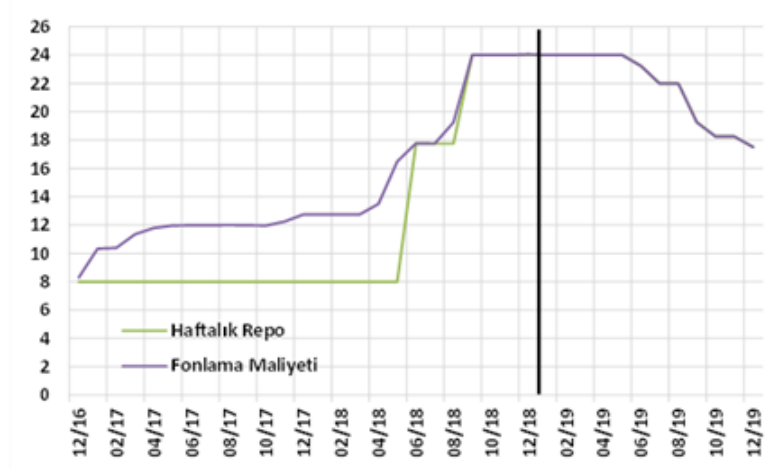
Enflasyon görünümü: TÜFE enflasyonunun, sigara fiyatlarına beklenen %15-20'lik zam da göz önüne alındığında, Mayıs-Haziran aylarına kadar %20'nin üzerinde kalmasını bekliyoruz. **Ancak sene sonunda %16,0-17,0 seviyelerindeki piyasa beklentilerinin altında %13,0-13,5'lik bir gerçekleşmeyi mümkün görüyoruz**, ancak tabii ki TL'de hızlı bir değer kaybı yaşanmaması (TL/\$ kurunun örneğin 5,6-6,0 arasında seyretmesi) ön koşuluna bağlı olarak. Piyasa beklentisinin altındaki TÜFE enflasyonu tahminimizi, büyümede daha hızlı yavaşlama (daralma) beklentimize dayandırıyoruz.

Grafik 3: TÜFE Enflasyonu Trendi



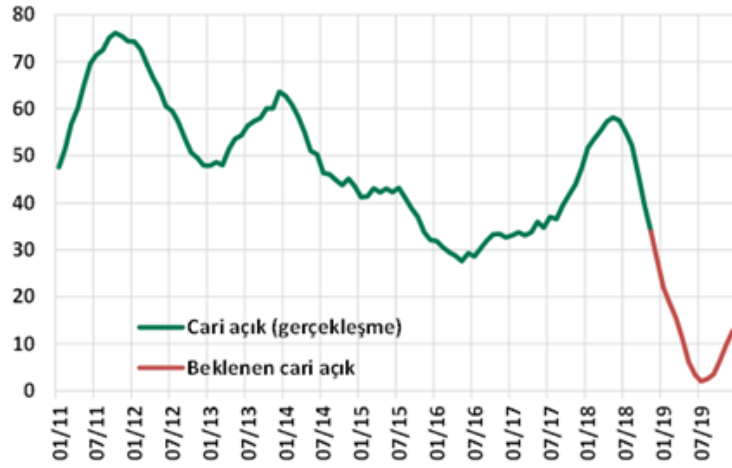
Para politikası görünümü: Piyasa beklentisinin altındaki TÜFE enflasyonu tahminimize karşın, TCMB'nin erken bir faiz indirimi kararı ile TL'deki stabilizasyonu tehlikeye atmaması gerektiğini düşünüyoruz. TL'deki olumlu görünüm de devam ettiği takdirde, ilk yarıyıl sonu ya da ikinci yarıyılın başlarından itibaren bir faiz indirim sürecinin mümkün görüyoruz. **Beklentimiz faiz indirimlerinin sene sonuna kadar 650 baz puana ulaşması (ve gelecek sene de devam etmesi).**

Grafik 4: Politika Faizi

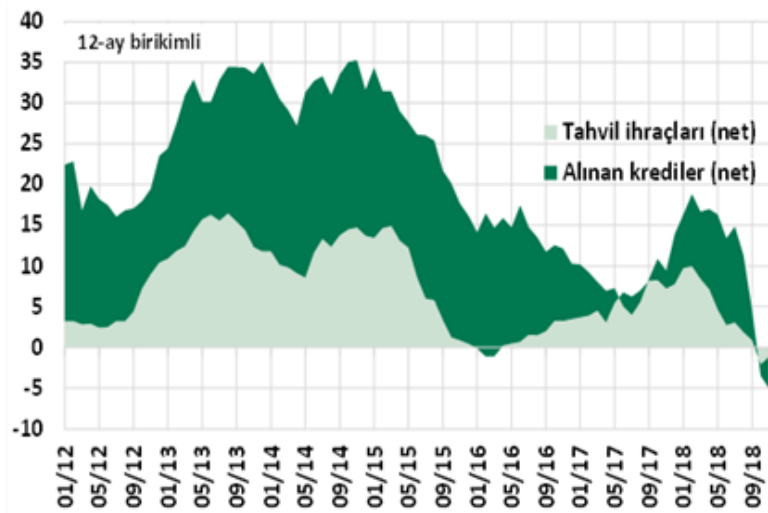


Dış denge: Cari açık Temmuz ayından beri, asıl olarak ithalattaki çakılma ve buna ek olarak ihracatın güçlü seyri ile hızlı bir düzeltme sürecinden geçiyor. Bu süreçte, 12 aylık birikimli cari açık Mayıs ayındaki 58 milyar \$'lık zirve seviyesinden 2018 sonu itibariyle yaklaşık 28 milyar \$ seviyesine kadar gerilemiş durumda. Cari açıktaki hızlı geri çekilmenin önümüzdeki aylarda da devam etmesini ve yıl içinde Temmuz ayı gibi, cari açığın 2-3 milyar \$ seviyelerine kadar düşmesini bekliyoruz. **Sonrasında trend tersine dönse de, açığın 2019 sonunda ancak 11-12 milyar \$ (GSYH'nin %1,8'i) veya az üzerinde seviyelere ulaşmasını bekliyoruz.**

Grafik 5: Cari Açık Trendi



Grafik 6: Özel Sektörün Yurtdışı Borçlanması (Milyar \$)



Bütçe görünümü: Vergi tahsilatında son dönemlerdeki zayıflığa karşın, hükümet vergi-dışı gelirlerdeki artışın (özellikle de bedelli askerlik ve imar affı gelirleri) yardımıyla 2018 yılı (revize) bütçe açığı hedefini tutturdu. Ancak ekonominin yavaşladığı (aslında daraldığı) bir ortamda, bütçede harcama kalemlerinin düşürülmesi yönündeki esnekliğin aslında çok düşük olduğu da göz önüne alındığında, 2019 yılında bütçe açığını sınırlamak kolay olmayabilir. Hükümet 2019'da toplam 76 milyar TL'lik bütçe tasarrufu taahhüdünde bulunduysa da, ekonomi daralırken buna harfiyen uymak çok mümkün görünmüyor. **2019 yılı sonunda bütçe açığı/GSYH oranının %1,8'lik hedefe karşılık %3,0 civarına yaklaşabileceğini düşünüyoruz.**

| | 2017 | 2018 Hedef | 2018 Revize | 2018 Gerçek. | 2019 Hedef | Nom. değ. | Reel değ.* | |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--|
| | 2017 | 2018 Target | 2018 Revised | 2018 Actual | 2019 Target | Nom. chg. | Real chg.* | |
| Gelirler | 630.4 | 696.8 | 749.6 | 757.8 | 880.3 | 16.2% | 0.8% | Revenues |
| Vergi gelirleri | 536.0 | 599.4 | 630.5 | 621.3 | 756.5 | 21.8% | 5.7% | Tax revenues |
| Doğrudan Vergiler | 176.8 | 203.2 | 217.4 | 231.4 | 263.1 | 13.7% | -1.3% | Direct Taxes |
| Gelir vergisi | 112.4 | 122.7 | 136.2 | 139.0 | 171.9 | 23.7% | 7.4% | I - Income tax |
| Kurumlar vergisi | 52.9 | 65.8 | 67.3 | 78.7 | 74.2 | -5.7% | -18.1% | II- Corporate tax |
| Mülkiyet üzerinden alınan | 11.5 | 14.7 | 13.8 | 13.8 | 17.0 | 23.8% | 7.4% | III- Wealth taxes |
| Dolaylı Vergiler | 359.2 | 396.3 | 413.1 | 462.8 | 493.4 | 6.6% | -7.5% | Indirect Taxes |
| KDV | 55.6 | 66.0 | 60.0 | 56.4 | 70.7 | 25.4% | 8.9% | Value added tax (VAT) |
| ÖTV | 138.3 | 146.5 | 140.9 | 133.9 | 162.6 | 21.4% | 5.4% | Special consumption tax (SCT) |
| akaryakıttan | 63.6 | 68.0 | 56.8 | 55.6 | 68.1 | 22.6% | 6.4% | petroleum |
| otomatide | 22.0 | 23.3 | 20.7 | 17.3 | 23.8 | 37.5% | 19.3% | autos |
| alkollü içkilerden | 10.0 | 10.5 | 12.3 | 12.4 | 15.2 | 22.3% | 6.2% | alcoholic beverages |
| tütün ürünlerinden | 37.4 | 37.5 | 44.1 | 42.7 | 45.2 | 5.9% | -8.1% | tobacco |
| alkolsüz içkilerden | 0.4 | 1.0 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 8.1% | -6.2% | non-alcoholic beverages |
| dayanıklı mallardan | 4.9 | 6.2 | 6.3 | 5.0 | 9.3 | 85.6% | 61.1% | durables |
| İthalatın alınan KDV | 99.6 | 107.8 | 133.0 | 122.1 | 165.8 | 35.8% | 17.8% | VAT on imports |
| Gümrük vergisi | 12.8 | 14.5 | 18.0 | 15.9 | 21.6 | 35.8% | 17.8% | Duty tax |
| Diğer (işlem vergileri) | 52.9 | 61.4 | 61.2 | 61.6 | 72.7 | 18.1% | 2.5% | Other (transaction taxes) |
| Vergi-dışı diğer gelirler | 94.3 | 97.4 | 119.1 | 136.5 | 123.9 | -9.3% | -21.2% | Non-tax revenues |
| Genel bütçe | 71.2 | 81.9 | 92.4 | 107.8 | 106.3 | -1.4% | -14.4% | General budget |
| Özel bütçeli idare. & düzen. kur. | 23.1 | 15.5 | 26.7 | 28.7 | 17.6 | -38.7% | -46.8% | Special funds and regulatory bodies |
| Harcamalar | 677.7 | 762.8 | 821.8 | 830.4 | 961.0 | 15.7% | 0.5% | Expenditures |
| Faiz harcamaları | 56.7 | 71.7 | 76.4 | 74.0 | 117.3 | 58.6% | 37.7% | Interest payments |
| Faiz-dışı harcamalar | 621.0 | 691.1 | 745.4 | 756.5 | 843.7 | 11.5% | -3.2% | Non-interest payments |
| Personel ve prim ödemeleri | 162.1 | 213.9 | 234.7 | 235.3 | 290.7 | 23.6% | 7.3% | Personnel and premium payments |
| Mal ve hizmet alımları | 63.5 | 66.1 | 69.3 | 71.7 | 67.6 | -5.8% | -18.3% | Purchases of goods and services |
| Cari transferler | 271.0 | 299.4 | 323.1 | 323.1 | 391.3 | 21.1% | 5.1% | Current transfers |
| Yatırımlar (Sermaye harcamaları) | 83.9 | 84.1 | 96.0 | 104.7 | 64.4 | -38.5% | -46.6% | Investments (capital exp. & transfers) |
| Diğer (Borç verme) | 13.3 | 20.2 | 22.2 | 21.7 | 29.6 | 36.7% | 18.6% | Other (Lending) |
| Yedek Ödenek | | 7.3 | | n.a. | | | | Reserve allowances |
| BÜTÇE DENGESİ | -47.4 | -65.9 | -72.2 | -72.6 | -80.7 | | | BUDGET BALANCE |
| FAİZ DIŞI DENGE | 9.3 | 5.8 | 4.2 | 1.3 | 36.6 | | | PRIMARY BALANCE |
| Faiz Dışı Denge (IMF tanımı) | -14.6 | -19.1 | -38.2 | -27.3 | n.a. | | | Primary Balance (IMF definition) |
| GSYH'ye oranı: | | | | | | | | as a % of GDP**: |
| BÜTÇE DENGESİ | -1.5% | -1.8% | -1.9% | -1.9% | -1.8% | | | BUDGET BALANCE |
| FAİZ DIŞI DENGE | 0.3% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | 0.8% | | | PRIMARY BALANCE |
| Faiz Dışı Denge (IMF tanımı) | -0.5% | -0.5% | -1.0% | -0.7% | n.a. | | | Primary Balance (IMF definition) |

MAKRO TAHMİNLER (MACRO FORECASTS)

| Parametre | Dönem | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | Parameter | Period |
|----------------------------------|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------------------|----------------------|
| TÜFE Enflasyonu | Dönem sonu | 8.8% | 8.5% | 11.9% | 20.3% | 13.5% | 12.0% | CPI Inflation | End of Period |
| | Dönem ortalaması | 7.7% | 7.8% | 11.1% | 16.2% | 17.2% | 12.8% | | Period Average |
| Gösterge Tahvil (2 Yıl) | Dönem sonu | 10.8% | 10.7% | 13.4% | 19.7% | 17.8% | 17.0% | Benchmark Yield (2YR) | End of Period |
| | Dönem ortalaması | 9.7% | 9.8% | 11.8% | 18.5% | 18.8% | 17.8% | | Period Average |
| 10 Yıllık Tahvil | Dönem sonu | 10.7% | 11.4% | 11.7% | 16.4% | 15.7% | 15.3% | 10 YR Bond Yield | End of Period |
| | Dönem ortalaması | 9.3% | 10.2% | 11.1% | 15.8% | 16.4% | 15.7% | | Period Average |
| TCMB Politika Faizi (Dönem sonu) | Haftalık repo | 7.50% | 8.00% | 8.00% | 24.00% | 17.50% | 15.25% | CBT Policy Rates (E-o-P) | 1-week repo |
| | Gecelik borçlanma | 7.25% | 7.25% | 7.25% | 22.50% | 16.00% | 13.75% | | O/N borrowing |
| | Gecelik borç verme | 10.75% | 8.50% | 9.25% | 25.50% | 19.00% | 16.75% | | O/N lending |
| | GLP faizi | 12.25% | 10.00% | 12.75% | 27.00% | 20.50% | 18.25% | | LLW Rate |
| | Fonlama Maliyeti | 8.79% | 8.28% | 12.75% | 24.00% | 17.50% | 15.25% | | Cost of Funding |
| TL/Basket | Dönem sonu | 3.05 | 3.59 | 4.19 | 5.69 | 6.56 | 7.38 | TL/Basket | End of Period |
| | Dönem ortalaması | 2.87 | 3.18 | 3.88 | 5.26 | 6.18 | 6.99 | | Period Average |
| TL/USD | Dönem sonu | 2.92 | 3.49 | 3.84 | 5.32 | 6.10 | 6.80 | TL/USD | End of Period |
| | Dönem ortalaması | 2.72 | 3.02 | 3.65 | 4.83 | 5.75 | 6.45 | | Period Average |
| TL/Euro | Dönem sonu | 3.17 | 3.68 | 4.55 | 6.05 | 7.02 | 7.96 | TL/Euro | End of Period |
| | Dönem ortalaması | 3.02 | 3.34 | 4.12 | 5.69 | 6.61 | 7.53 | | Period Average |
| USD/Euro | End of Period | 1.09 | 1.05 | 1.18 | 1.14 | 1.15 | 1.17 | USD/Euro | End of Period |
| | Period Average | 1.11 | 1.11 | 1.13 | 1.18 | 1.15 | 1.17 | | Period Average |
| GSYH Büyümesi | Dönem | 6.1% | 3.2% | 7.4% | 2.5% | -2.0% | 3.5% | GDP Growth | Period |
| Nominal GSYH | Milyar TL | 2,339 | 2,609 | 3,107 | 3,739 | 4,284 | 4,993 | Absolute GDP | Billion TL |
| | Milyar \$ | 857 | 862 | 852 | 780 | 743 | 772 | | Billion USD |
| Kişi Başı GSYH (\$) | Nüfus (mln) | 78.3 | 79.3 | 80.1 | 81.0 | 81.9 | 82.8 | GDP per capita (\$) | Population (mln) |
| | Kişi Başı GSYH | 10,947 | 10,875 | 10,635 | 9,623 | 9,066 | 9,327 | | GDP per capita |
| Merkezi Bütçe | Bütçe Dengesi/GSYH | -1.0% | -1.1% | -1.5% | -1.9% | -3.0% | n.a | Budget | Budget Balance/ GDP |
| | Faiz-dışı denge/GSYH | 1.3% | 0.8% | 0.3% | 0.0% | -0.4% | n.a | | Primary Balance/ GDP |
| Cari Denge | Cari denge/GSYH | -3.7% | -3.8% | -5.6% | -3.6% | -1.6% | -3.6% | Current Account | CA Balance/ GDP |