Created with a trial version of Syncfusion Essential PDF

TSKB MAKRO GÖRÜŞ

Ocak 2018

TSKB MAKRO GÖRÜŞ

Dünya ve Türkiye Ekonomisi'ne Bakış
FARK VAR!

Burcu Ünüvar - Can Uz | Ekonomik Araştırmalar

İçindekiler: **Sayfa**

I. Yönetici Özeti	2
II. Küresel Ekonomik Görünüm	3
III. 2018 Ajandası	5
IV. Amerikan Ekonomisi'ne Bakış	6
V. Avro Bölge Ekonomisi Değerlendirmesi	12
VI. Çin Ekonomik Görünümü	14
VII. Türkiye Ekonomisi, Görünüm ve Beklentiler	15
VII.1. Büyüme Görünümü	16
VII.2. İşgücü Piyasaları	18
VII.3. Dış Ticaret	20
VII.4. Ödemeler Dengesi	21
VII.5. Enflasyon	25
VII.6. Para Politikası	28
VIII. Kısaltmalar	30
TSKB Mercek: ABD Getiri Eğrisi	8-9

Fark Var!

Küresel Kriz'in 10. yılı dünya ekonomisinde bir "yeniden muhasebe" gereksinimini de beraberinde getiriyor. Önceki on yılda gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının senkronize adımları küresel iklimi belirlerken, önümüzdeki dönemde merkez bankaları arasındaki ayrışma daha belirleyici olacak. Diğer bir deyişle, daha parçalı bulutlu bir iklime hazır olmamız gerekiyor!

Yeni küresel ekonomik görünüm içerisindeki ayrışma sadece gelişmiş ülkeler arasında olmayacak. Gelişmekte olan ülkeler de 2018 ve sonrasında küresel sermayenin onları bir *güzellik yarışmasına* dahil ettiğini görecekler. Herkes kendi güzelliğini göstermekten sorumlu!

Bu açıdan bakıldığında, ülkelerin kendi iç dinamiklerinin daha yakından takip edileceği bir döneme giriyoruz. Bazı farklılıkların göz ardı edildiği, bütün gelişmekte olan ülkelerin aynı sepette değerlendirildiği ve her konuda *benzer ülke kıyaslaması* yapılabildiği günler yavaş yavaş geride kalıyor.

Ancak bunu söylerken, elbette küresel sermaye görünümünde bir gecede keskin bir değişiklik olacağı düşünülmemeli. On yılın ardından hâlâ dünya ekonomisinde büyümenin sürdürülebilirliği tartışılırken, gelişmiş ülkelerin genişleyici politikalarından çıkış da kademeli olacaktır.

İçinde bulunduğumuz iş döngüsünün geç döneminde gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunları artan şekilde radara girecektir. 2017'deki yüksek büyüme performansıyla birlikte, Türkiye'nin 2018 büyüme beklentileri yakından takip edilecek. Petrol fiyatları dar bir bantta oynayarak cari dengeyi sınırlamaya devam edecek. Ancak ödemeler dengesinin finansman tarafını borç yaratmayan kalemlere kaydırmak uzun vade için doğru bir strateji olacaktır. Çift haneye varan enflasyonla mücadelede ise beklentiler kanalının güven oluşturacak adımlarla şekillendirilmesi, risk priminin düşürülmesi için kritik önem taşıyor.

Yıl uzun, piyasalar dört mevsim, küresel ekonomide yollar engebeli… Risklerin tamamını öngörmek mümkün değil. Ancak risklerle yaşanması gereken bir dünya öngördüğümüz kesin. Bu kez risklerle başa çıkmak için küresel rüzgarların desteği sınırlı olacak. 2018'de herkes tek başına… İşte bu nedenle son on yılın dengelerini kenara koymak gerekecek. Çünkü içine girdiğimiz dönemle, geride bıraktığımız dönem arasında büyük bir fark var.

Temel Makroekonomik Göstergeler

	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	2018T	2019T	2020T
GSYİH (milyar TL)	1569.7	1809.7	2044.5	2337.5	2608.5	3087.2	3551.5	3998.2	4512.4
GSYİH (milyar $)	871.1	950.4	934.9	861.5	862.7	845.8	876.4	917.5	958.8
GSYİH Reel Büyüme	4.8%	8.5%	5.2%	6.1%	3.2%	6.5%	4.1%	4.0%	4.5%
TÜFE (yıllık, dönem sonu)	6.2%	7.4%	8.2%	8.8%	8.5%	11.9%	9.23%	7.90%	8.50%
TÜFE (yıllık, ortalama)	8.9%	7.5%	8.9%	7.7%	7.8%	11.1%	10.48%	8.25%	8.00%
Gösterge Tahvil Faizi (dönem sonu)	6.2%	10.1%	8.0%	10.9%	10.6%	13.4%	11.87%	13.00%	12.50%
Gösterge Tahvil Faizi (ortalama)	8.3%	7.4%	9.3%	9.7%	9.8%	11.8%	12.47%	12.75%	12.00%
Politika Faizi (dönem sonu)	5.50%	4.50%	8.25%	7.50%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
TCMB AOFF (dönem sonu)	5.55%	7.10%	8.51%	8.81%	8.31%	12.75%	13.50%	13.00%	12.00%
USD/TL (dönem sonu)	1.7912	2.1381	2.3230	2.9128	3.5382	3.8173	4.2684	4.5629	4.9508
USD/TL (ortalama)	1.8009	1.9064	2.1907	2.7235	3.0249	3.6517	4.0441	4.3575	4.7061
EURO/TL (dönem sonu)	2.3630	2.9418	2.8258	3.1833	3.7006	4.5560	4.8660	5.3842	5.9409
EURO/TL (ortalama)	2.3154	2.5331	2.9112	3.0235	3.3447	4.1210	4.6582	5.1419	5.6474
Faiz Dışı Fazla (GSYİH'ye oranı)	1.2%	1.7%	1.3%	1.3%	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Bütçe Dengesi (GSYİH'ye oranı)	-1.9%	-1.0%	-1.1%	-1.0%	-1.1%	-2.0%	-2.0%	-1.8%	-1.6%
İhracat (milyar $)	152.5	151.8	157.6	143.8	142.5	157.1	168.6	178.9	189.4
İthalat (milyar $)	236.5	251.7	242.2	207.2	198.6	234.2	237.9	243.7	258.1
Dış Ticaret Dengesi (milyar $)	-84.1	-99.9	-84.6	-63.4	-56.1	-77.1	-69.3	-64.8	-68.7
Cari Denge (milyar $)	-48.5	-64.7	-43.6	-32.1	-33.0	-46.9	-40.3	40.0	43.0
Cari Denge / GSYH (%)	-5.6%	-6.8%	-4.7%	-3.7%	-3.8%	-5.5%	-4.6%	4.4%	4.5%

TSKB Tahminleridir.
** 2017 yılına ilişkin sütunda yer alan büyüme, bütçe ve cari açık değerleri TSKB tahminleridir. Tahminler 2 Ocak 2018 itibarıyla güncellenmiştir. Geride kalan değerler gerçekleşmedir.*

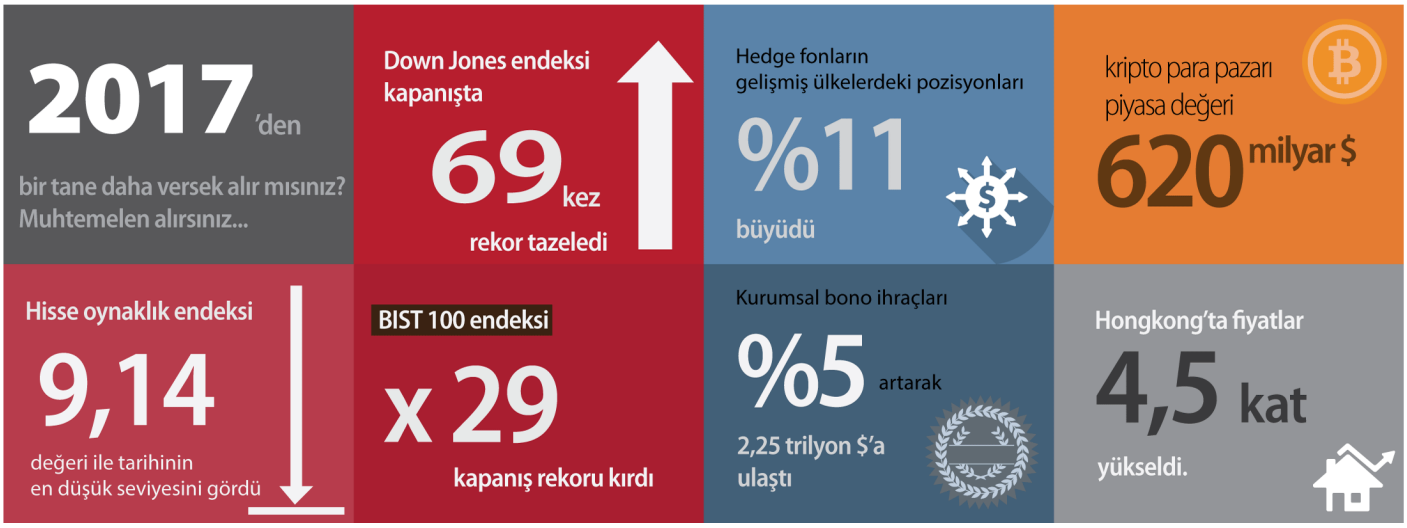
2017'den bir tane daha versek alır mısınız? Muhtemelen alırsınız.

2017 yılında küresel ekonomide somut bir toparlanma yaşandı. Küresel ticaret hacminde ve küresel büyümede tahminleri aşan rakamlar yüzleri güldürdü. Rakamlar açıklandığında, 2007/08 krizi sonrası ilk kez küresel ticaretin küresel gelirin üzerinde büyümüş olduğu görülecek. Sayılı birkaç ülkeyi dışarıda bırakırsak enflasyona dair riskler yılın ilk yarısında gündemden düştü. 2013 yılından bu yana beklenen ABD enflasyonu bu sene de gelmedi. Yapısal sorun olarak gördüğümüz yetersiz sabit sermaye yatırımları ise uzun süre sonra yükseliş kaydetti. Birçok gelişmekte olan ülke, büyük bir kur şoku yaşadıkları 2013 yılına kıyasla, dış dengesinde toparlanma yaşadı (Hindistan ve Türkiye hariç). Çin'de süregelen 'dengelenme' korkulduğu kadar sancılı geçmiyor: Regülasyon kaynaklı üretimdeki yavaşlama ile artan talep koşulları yıl içinde uyumlu seyretti ve 2010 yılından bu yana ilk kez büyüme rakamı yükseldi. Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarında 'normalleşme çabaları' devam etmekle birlikte küresel toplamda bilanço genişledi, düşük faiz rejimleri likidite koşullarını desteklemeyi sürdürdü. Sene başındaki beklentilerin aksine, Amerikan Merkez Bankası (FED) üç kez faiz artışı gerçekleştirdi, son çeyrekte ise bilanço küçültme operasyonlarına başladı. Kısa vadeli dolar maliyetleri yükselirken, 2017'de daha iyi yönetilen yönlendirme politikaları sonucunda sıkılaşma aksiyonları vade primleri üzerinde etkili olmadı ve risk iştahı canlı kaldı.

Amerikan ekonomisinin genişleme fazındaki iş döngüsü artık geç dönemini yaşıyor. 2009 ikinci yarısından bu yana büyüme kaydeden ABD ekonomisi, 2018 senesinin ilk yarısında, II. Dünya Savaşı sonrasında ikinci en uzun, 2019 yılı ilk yarısında ise en uzun genişleme döngüsünü tecrübe etmeye hazırlanıyor. Tabi o dönemlere kadar bir resesyon ile karşılaşılmaz ise. Bu dönemde cömert olarak tabir edebileceğimiz bir getiri profili oluşmuş durumda. FED'in muadillerinden ayrışarak yürüttüğü ve muhtemelen de bu yolda devam edeceği sıkılaşma aksiyonlarının gölgesinde, buna karşılık özellikle son çeyrekte olumlu seyreden risk algısı eşliğinde, bu getiri performansının sürdürülebilirliği gündemin ilk sırasını işgal edecektir. Dolayısıyla finansal piyasaların 2018 yılında üzerine kafa yoracağı önemli sorulardan ilki "mevcut (olumlu) iş döngüsü daha ne kadar devam edecek?" olacaktır. ABD'nin tam istihdamı yakalamış olması dönüş adına pek fazla ışık vermiyor. Hemen hemen tüm gelişmiş ülkelerde arzu edilen ücret artışlarının henüz yakalanamamış olması tutunulacak dallardan birisi. Bu olumlu döngüyle birlikte FED 2015 yılı sonundan bu yana sıkılaşıyor, hatta bu sıkılaşmanın boyutunu artırıyor. Fakat FED'in son 40 senenin en yavaş sıkılaşmasını gerçekleştiriyor olması ile tutunacak bir dal daha bulmuş oluyoruz. Öte yandan, diğer gelişmiş ülkelerin iş döngüsü içerisinde ABD'ye kıyasla daha geride bulunmaları da riskleri sınırlamakta. Ancak ısrarla fiyatlanmayan risklerin başında küresel enflasyonda yükseliş olduğunu hatırlatmakta fayda var. Bu sebeple 2018 yılında endüstriyel emtia fiyatlarının seyri geride bıraktığımız seneden daha önemli olacak.

Siyaset sahnesinde piyasanın kaygı duyduğu gelişmeler yaşanmadı. 2016 yılında Brexit referandumu ve ABD başkanlık seçimleriyle tabanını genişleten popülist/milliyetçi/korumacı görüşler geride bıraktığımız senede Avrupa'nın yoğun siyasi takvimi içinde karşılık bulamadı. Fransa Macron ile zor bir dönemeçten geçerken Almanya'da Merkel'in Hristiyan Demokratlar'ı güç kaybetse de koalisyonun ve statükonun aslî unsuru olmaya devam edecek. ABD'nin tek taraflı olarak Trans-Pasifik Ortaklığı'ndan ve Paris Anlaşması'ndan çıkma kararı alması önemli gelişmelerdi ancak dünyanın en büyük ekonomisinin mevcut yapıların dışında kalması küresel anlamda bir karşılık bulmadı. Öte yandan, görevdeki ilk senesini tamamlamış olan Donald Trump kendisine seçim galibiyetini getiren pek çok popülist taahhüdünü yerine getiremedi: ABD hâlâ NAFTA'nın bir üyesi; Çin 'kur manipülatörü' olarak ilân edilmedi; Çin'den yapılan ithalatı sona erdirecek büyüklükte tarifeler getirilmedi... vs. Elbette Kuzey Kore'nin füze denemeleri, devam eden Suriye iç savaşı, Suudi Krallığı liderliğindeki Arap ülkelerinin Katar'ı tecrit etme çabaları, son olarak da Kudüs'ün ABD tarafından başkent olarak tanınmış olması önemli kuyruk riskleri olarak karşımıza çıktı ve bu sorunlar 2018'de de bizlerle olacak. Brexit bilinmezleri başta olmak üzere 2018 yılında yeni siyasi riskler de oluşabilir. II. Dünya Savaşı sonrası en uzun hükümetsiz dönemini yaşayan Almanya'da oluşacak koalisyon 2019 ve sonrası için Avrupa Merkez Bankası (ECB) kompozisyonunu belirleyecek. Bankacılık risklerini hafifleten İtalya ise yılın ilk yarısında genel seçime gidiyor. 6 Kasım'da yapılacak ABD yarı dönem seçimleri vergi reformu ile moral kazanan Başkan Donald Trump için halktan güvenoyu testine dönüşecek. 50. madde'yi Mart sonunda hayata geçiren İngiltere'de özellikle ticari konulardaki atalet Başbakan May'in konumunu sarsabilir.

2017 rüzgâr gibi geçti.



- **Yıl içinde Dow Jones endeksi (DJI) kapanışta 69 kez rekor tazeledi** (Donald Trump'ın ABD başkan seçilmesi ardından bakıldığında ise 86 kez). DJI tarihinde ilk kez bir sene içerisinde dört defa 1000 puanlık eşikleri aştı. Endeks 1959'dan bu yana ilk kez bir sene içerisinde iki kez 10 günü aşan rallilerle yükseldi. (Kaynak: *Thomson Reuters*)

- **Çoğu zaman korku endeksi olarak adlandırılan hisse oynaklık endeksi VIX, 3 Kasım 2017'de 9,14 değeri ile tarihinin en düşük seviyesini gördü.** 24 Kasım tarihinde ise gün içinde 8,56'ya kadar geriledi. (Kaynak: *Thomson Reuters*)

- **Hedge fonların gelişmiş ülkelerdeki pozisyonları %11 yükselerek 222,6 milyar dolara ulaştı.** (Kaynak: *HFR, 30 Eylül 2017*)

- **Küresel boyutta kurumsal bono ihraçları yaklaşık %5 artarak 2,25 trilyon dolara yükseldi.** (Kaynak: *Bloomberg*) ECB'nin uygulamadaki tahvil alım programının yarattığı talep neticesinde Ekim sonu itibarıyla Euro Bölgesi'nde finansal olmayan şirketlerin tahvil ihracı 339 milyar euroya yükseldi: 2016 yıl toplamında 345 milyar euro idi. (Kaynak: *FT*)

- **17 Aralık tarihinde, 20 bin dolar seviyesindeki fiyatı ve 330 milyar doları aşan piyasa değeri ile Bitcoin, S&P 500 endeksini oluşturan dev firmaları geride bırakarak ilk 10'u zorladı.** 20 Aralık 2017'de tüm kripto para birimlerinin oluşturduğu pazarın piyasa değeri 620 milyar dolar ile Apple, Alphabet ve Microsoft'un arkasında, Amazon, Facebook ve Berkshire Hathaway'in ise önünde yer aldı. (Kaynak: *https://cryptolization.com/*)

- **Son yedi senedir dünyanın en pahalı emlak piyasasına ev sahipliği yapan Hong Kong'ta fiyatlar yükselmeye devam etti.** 2003 yılından 2017'ye fiyatlar 4,5 kat yükseldi. Medyan konut fiyatının medyan hanehalkı gelirine oranlanmasıyla elde edilen çarpan Hong Kong için 18'in üzerinde iken ikinci sırada yer alan Sydney'de bu oran 12,1. Çarpan Londra ve NYC için, sırasıyla, 8,5 ve 5,9. (Kaynak: *Demographia International Housing Affordability Survey*)

- **Yıl içinde 29 defa kapanış rekoru kırarak kapanan BIST 100 endeksi 2017'de aylık bazda 10 ay yatırımcısının yüzünü güldürürken, sadece Eylül ve Kasım aylarında değer kaybetti.** (Kaynak: *Matrix*)

2018'in siyasi ve iktisadi olayları

OCAK

- 13 Ocak'ta Eurogroup ve Avrupa İstikrar Mekanizması (ESM) lideri değişecek: Portekiz Maliye Bakanı Mario Centeno, Hollandalı Maliye eski Bakanı Jeroen Dijsselbloem'den görevi devralacak.
- 19 Ocak'ta Fitch Türkiye kredi notu değerlendirmesinde bulunacak. Kredi notu *'BB+'*, görünüm ise '*durağan*'.

ŞUBAT

- 3 Şubat'ta dört yıllık süresini tamamlayan FED başkanı Janet Yellen görevini Jerome Powell'a devredecek. FED Yönetim Kurulu üyeliği 31 Ocak 2024 tarihinde sona erecek olan Yellen bu görevinden istifa edecek.
- 23 Şubat'ta S&P Türkiye kredi notu değerlendirmesinde bulunacak. Kredi notu *'BB+'*, görünüm ise 'negatif'.

MART

- 2002 yılından bu yana Çin Merkez Bankası başkanlığını yürüten Zhou Xiaochuan'ın Mart ayında yapılacak Milli Halk Kongresi'nde görevi devretmesi beklenmekte.
- 18 Mart'ta Rusya Devlet başkanlığı için seçimler yapılacak: Vladimir Putin'in dördüncü kez bu göreve seçilmesine kesin gözüyle bakılıyor.
- İtalya'da mevcut parlamento dönemi 15 Mart günü sona erecek. Ülkede genel seçimler için son tarih 20 Mayıs ancak seçimlerin Mart ayında yapılması planlanıyor.

NİSAN

- 8 Nisan'da Japon Merkez Bankası Başkanı Haruhuki Kuroda'nın beş yıllık dönemi sona eriyor. Başbakan Shinzo Abe'nin Kuroda'yı tekrar ataması bekleniyor.
- 20/22 Nisan'da IMF bahar toplantıları yapılacak.

MAYIS

- Avrupa Merkez Bankası (ECB) Başkan Yardımcısı Vitor Constâncio'nun sekiz yıllık dönemi 31 Mayıs'ta sona eriyor. ECB iki numarası için adaylar Eurogroup'un 22 Ocak toplantısından önce bilinemeyecek, ancak İspanyol Başbakan Mariano Rajoy göreve bir

HAZİRAN

- 8/9 Haziran'da G7 Zirvesi Quebec'te toplanacak.

TEMMUZ

- 13 Temmuz'da Fitch Türkiye kredi notu değerlendirmesinde bulunacak.

AĞUSTOS

- 17 Ağustos'ta S&P Türkiye kredi notu değerlendirmesinde bulunacak.

EYLÜL

- Avrupa Merkez Bankası (ECB), Ocak ayından başlayarak, aylık 30 milyar euro tutarında sürdüreceği net varlık alımlarına Eylül ayı sonuna kadar devam edecek. Banka, enflasyon görünümüne bağlı olarak varlık alımlarını bu tarihten sonra da devam edebilir.

EKİM

- 7 Ekim'de Brezilya genel seçimleri yapılacak: Eski başkan Dilma Rousseff'in görevden alınmasının ardından yerine Michel Temer gelmişti. Ülkenin 35. Başkanı Lula da Silva para aklama suçlamasından hüküm giymez ise başkanlık seçimlerinde öne çıkacak aday, Temer ise bu seçimde aday olmayacak.
- 12/14 Ekim'de IMF/WB yıllık toplantıları yapılacak.
- Brexit'te sona doğru: Avrupa Birliği'nin Brexit işlerinde Baş Müzakerecisi Michel Barnier Birleşik Krallık'ın birlikten ayrılması hususunda tüm maddeler üzerinde tartışmaların Ekim ayında sonlandırılacağını ve sonrasında ilgili kurumlarca onay sürecine geçileceğini belirtmişti.

KASIM

- 6 Kasım'da ABD'de yarı dönem seçimleri yapılacak. Adaylar Temsilciler Meclisi'nde 435, Senato'da ise 33/100 koltuk için yarışılacaklar. Seçimler Başkan Donald Trump'ın ikinci senesinin sonunda halktan güvenoyu testine dönüşecektir.

ARALIK

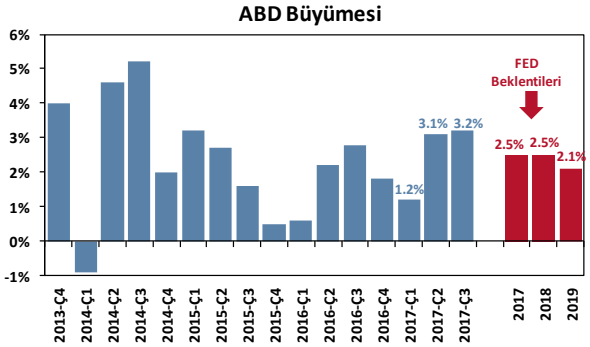
- 14 Aralık'ta Fitch Türkiye kredi notu değerlendirmesinde bulunacak

Phillips Eğrisi çalışmasa da ABD ekonomisi sağlam duruyor.

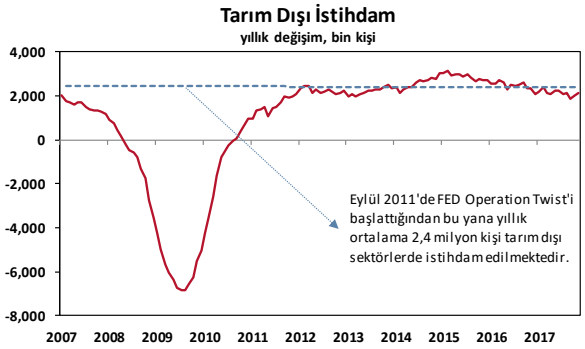
İvme kazanan ekonomik aktivite ABD için sağlıklı bir görünüm sunuyor. Hızlanan küresel büyüme, vergi indirimleri (ve diğer muhtemel genişlemeci mali politikalar), yıl içerisinde zayıflayan dolar, yükselen güven endeksleri, uzun vadeli faizlerdeki düşük seviye, enerji fiyatlarında yaşanan ralli ABD ekonomisinin temel dinamiklerini 2018 yılında desteklemeye devam edecek başlıca faktörler.

FED'in azami istihdam hedefinde, en azından 2018 yılına dair, herhangi bir sorun görünmüyor. ABD'de son dört senenin üçünde, ağırlıklı olarak hava şartları nedeniyle, ilk çeyreklik dönemde düşük büyüme kaydedildi; bu sene de böyle olma ihtimali var. Ancak geçtiğimiz bahar döneminden bu yana *yıllıklandırılmış* büyüme performansı %3,0 üzerinde konsolide oldu. İşsizlik son çeyrekte %4,1 değeri ile uzun vadeli FED beklentisinin altına, geniş tanımlı işsizlik değeri (*U6*) ise 2001 yılı ortalarından bu yana ilk kez 2017 Kasım ayında %8,0'in altına indi. Yıl ortalamasında tarım dışı istihdam artışları son yedi senenin en düşük seviyesine geriledi; ancak 2017'de aylık ortalamada 171 bin kişilik ek istihdam yaratımı, işgücü piyasasının daraldığı 2008/9 yıllarını dışarıda bıraktığımızda, 2004'ten bu yana ortalama değer ile uyumlu durumda.

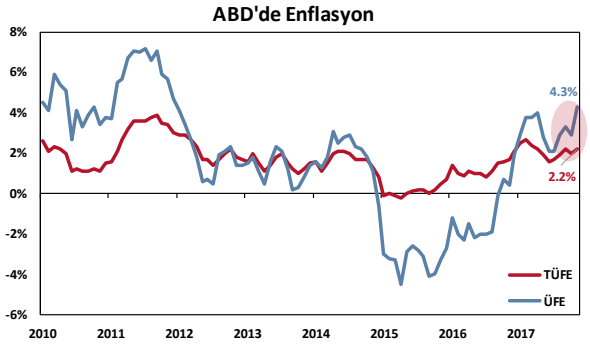
Sorun enflasyonda ama düşük enflasyon ekonominin kaderi değil. 2016 yılında işsizlik %5,0'ten %4,7'ye, 0,3 yüzde puan (yp), gerilerken, yıllık bazda çekirdek enflasyon (*PCE*) %1,37'den %1,87'ye 0,5yp yükselmişti. 2017 yılında ise bu görüntü değişti: İşsizlik oranındaki gerileme %4,7'den %4,1'e, 0,6yp ile hızlanırken, çekirdek enflasyon %1,87'den %1,50'ye 0,4yp düştü. Kısacası, klasik Phillips Eğrisi görünümüne aykırı olacak şekilde, son iki sene içerisinde işsizlik yaklaşık 100 baz puan gerilerken çekirdek enflasyon hemen hemen aynı seviyede kaldı. 2017 yılında telekom hizmetleri ve araç fiyatlarındaki sert düşüşler tek seferlik olarak çekirdek enflasyonu baskıladı. Ancak Mart ayı ile birlikte bu etkiler bazdan düşmeye başlayacak. Dolayısıyla çekirdek fiyat endekslerinin senenin ikinci çeyreğinden itibaren ivmelenmesi sürpriz olmayacaktır. Öte yandan zayıflayan dolar ithal malı fiyatlarını yükseltecektir. Bu etkiyi yükselmekte olan üretici fiyatları endeksinde de izleyebilmek mümkün: Kasım ayında manşet ve çekirdek ÜFE endeksleri, 2011 yıl sonundan bu yana en yüksek artışı kaydetti. Mevcut büyüme dinamikleri, sıkılaşan işgücü piyasası ve yukarı yönlü hamle yapan özel sektör yatırımları, vergi indirimleri ile birlikte düşünüldüğünde, 2018'de ÜFE'den TÜFE'ye hızlı bir geçişkenlik görmek olası. *Enflasyonda hızlı bir artış görülme olasılığının halen piyasalarca göz ardı ediliyor olduğunu bir kez daha hatırlatmakta fayda var*. FED'in enflasyon kaygısıyla piyasanın önüne geçmesi risk algısını etkileyecek en temel gelişme olur.



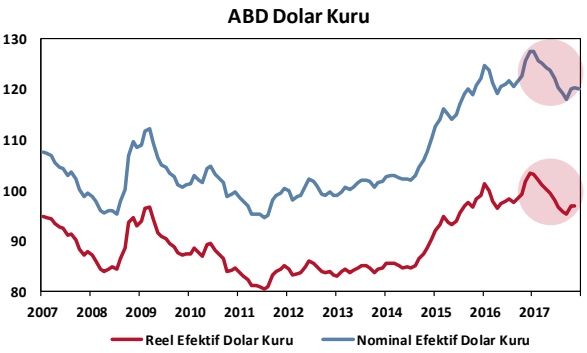
Kaynak: *Bloomberg, FED, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *Thomson Reuters, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *Thomson Reuters, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

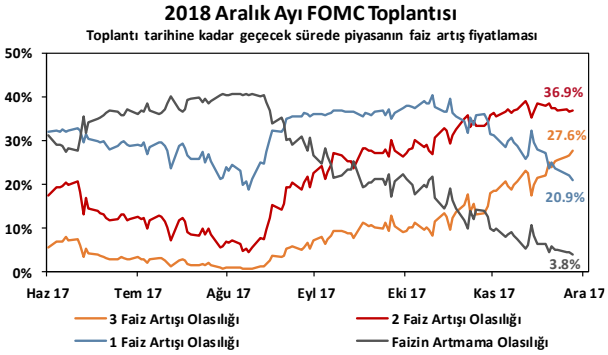


Kaynak: *TSKB Ekonomik Araştırmalar*

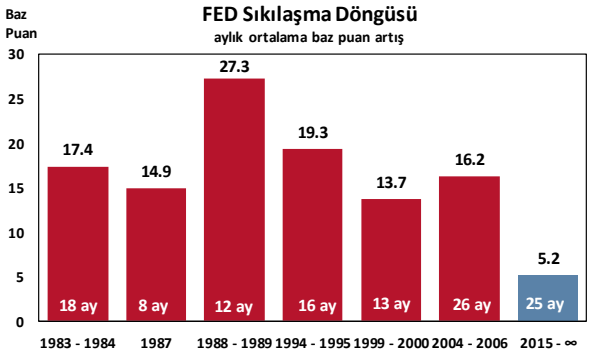
FED bu sene de piyasayı kendi beklentisine çekecek.

Sıkılaştırmanın etkilerini dolar maliyetlerinde daha çok hissedeceğimiz bir yıl olacak. 2017 sonunda revize edilen projeksiyonlara bakılacak olursa, FED Para Politikası Kurulu (FOMC) üyeleri bu yıl da "üç faz artışı" öngörmekteler: Medyan üye Aralık 2016 toplantısından bu yana 2018 yılsonu için faz tahminini %2,125 seviyesinde koruyor. Dolayısıyla 2018 sonunda FED'in politika faizinin (fed funds rate) mevcut %1,25-%1,50 aralığından %2,00-%2,25 aralığına yükselmesi olası. Ancak mevcut sıkılaşma döngüsü içinde 2017'ye kıyasla önemli bir fark var: Bilanço küçültmesinin yaratacağı sıkılaşma etkisi "muhtemelen" bu yıl hissedilecektir. 2017 yılı son çeyreğinde alınan aksiyonlar neticesinde FED'in menkul kıymet hesabı (SOMA) 30 milyar dolar ile çok sınırlı bir küçülme yaşadı; 2018 yılında ise yatırıma döndürülmeyecek rakam 420 milyar dolar; yani bilançodaki toplam varlıkların %10'u. Dolayısıyla finansal durumdaki sıkılaşma hem faz artırımları hem de otomatik pilotta devam edecek bilanço küçülmesi ile gelecek. Biz bu iki etkinin birlikte fiyatlanmış olduğuna kani değiliz. Öte yandan, FED üyeleri, 2017 toplantı takvimi içerisinde, piyasanın faiz beklentilerini FED'in projeksiyonları ile uyumlu noktaya getirmeye başarmışlardı. Bu yönlendirmenin 2018 yılında da başarılı olacağına dair ilk işaret alınmaya başladı. ***Piyasanın yıl sonu için mevcut durumda iki olan faiz artışı beklentisi yakın zamanda (ikinci çeyrekte) üçe evrilebilir.***

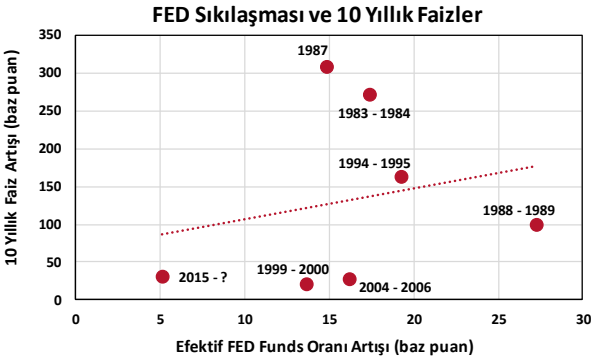
FED faiz artırıyor ancak vade etkisi çok sınırlı kalıyor. FED'in Aralık 2015'te başladığı sıkılaşma döngüsü aylık ortalamada sadece 5,2 baz puanlık efektif faiz artışı ile son 40 senenin en yavaş sıkılaşması; muhtemelen de en uzun süreni olacaktır (bunun gerçekleşmesi için 2018 yılında bir faiz artışı yeterli). "Kademeli sıkılaşma" FED'in ileriye yönelik yönlendirmelerinde çokça yer buluyor ve artışların bu hızda devam edecek olması piyasa fiyatlamaları adına olumlu. Öte yandan 25 aylık dönemde politika faizi 130 baz puan artmış olmasına rağmen 10 yıllık tahvil faizlerinde aylık ortalama artış sadece 31 baz puanda kaldı. Dahası, *sıkılaşma 2017 yılında hızlanmış olmasına rağmen* 10 yıllık tahvil faizleri %2,41 ile 2016 yılsonu seviyesinin altına geldi. 2 ve 10 yıllık faiz farkları 52 baz puan ile 2007 yılından bu yana en düşük seviyeye indi. Aslında kısa vadeli faizler artarken uzun vadeli faizlerin geriliyor olması yeni bir durum değil. Benzer fiyatlamalar 'dot.com' balonu öncesinde ve daha güncel olarak da 2004 yılı sıkılaşması sırasında yaşandı (2004/06 dönemi: FED faizleri 17 kez artırdı ve faiz farkı şaşırtıcı şekilde 250 baz puan düştü). Yine de sorulmalı: 2017 yılı boyunca getiri eğrisi neden yataylaştı? Bu durum bir resesyon göstergesi mi? Böyle olmasa da bu durum iyi bir görüntü değil; çünkü yatırımcılar defansif pozisyonlanıyor, bankaların ise kâr marjı geriliyor.



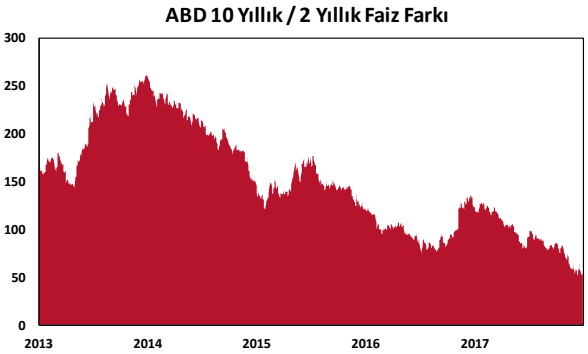
Kaynak: *Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *Bloomberg, FED St. Louis, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

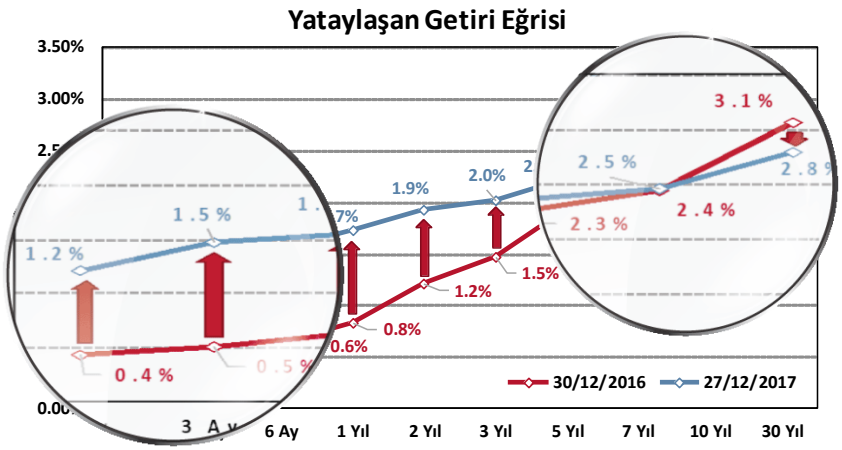


Kaynak: *Bloomberg, FED St. Louis, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *Thomson Reuters, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Nedir bu 'getiri eğrisi yataylaşması'?



Kaynak: *Thomson Reuters, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

> *For the moment, the broadly unanticipated behavior of world bond markets remains a* ***conundrum****. Bond price movements may be a short-term aberration, but it will be some time before we are able to better judge the forces underlying recent experience.*
>
> *Alan Greenspan, 16 Şubat 2005*

Bu soruna dair birkaç potansiyel sebep sıralanabilir…

- Asya'daki tasarruf fazlası...

Çin ve Hindistan'ın küresel ekonomiye entegrasyonu sonrası arzın yükselmesi ve yeni tasarrufların sermaye piyasalarına akın etmiş olması ile enflasyon riski primleri gerilemiş olabilir. — *Ancak bu o zaman için yeni bir durum değildi; bugün de değil.*

- Düşük seviyede ve zayıflayan enflasyon beklentileri...

Eş zamanlı olarak "reel forward faiz oranları" da hızla geriledi (5y5y enflasyon swapları son bir yıl içerisinde 25 baz puan gerilemedi) ve TÜFE'ye endeksli tahvil (TÜFEX) getirileri zayıfladı. Uzun vadeli nominal forward getirilerindeki düşüşün ancak sınırlı bir kısmı 'uzun vadeli enflasyon beklentileri' ile açıklanabilir. — *Bugün de aynı görünüm söz konusu.*

- Nötr denge reel faiz oranı (*r**) 'yeni normal'de gerilemeye devam ediyor...

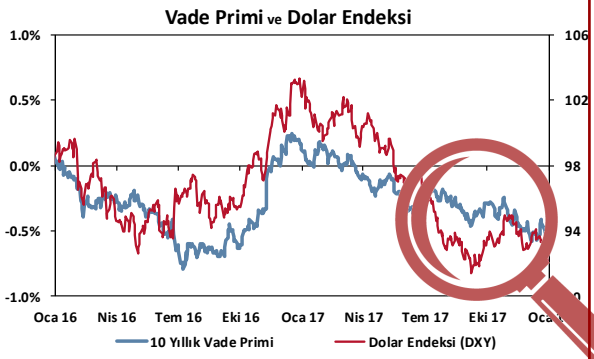
FED kendi gösterge değerlerini de sürekli aşağı revize ediyor. Son durumda %2,75'e inen uzun vadeli nominal denge FED faizi karşılığında enflasyon hedefi %2,00. Nötr reel faiz sadece %0,75 ve bu seviye 10 yıllık TÜFEX getirilerine çok yakın.

- Real forward faiz oranları geriledi: iktisadi aktivite zayıflıyor. — *O dönemde de bugünkü gibi hisse fiyatları artıyor ve kredi spreadleri – ÖST ve CDS primleri daralıyordu.*
- Yurtdışı merkez bankası alımları. — *Greenspan döneminde geçerli bir açıklama olabilir, ancak QE döneminde gerçekçi değil.*
- Düşük kısa vadeli faizler, düşük volatilite sonucunda getiri arayışı ile vadesini uzatmak isteyen yatırımcılar.
- Alman ve Japon tahvil getirilerindeki düşük seviye, görece yüksek kalan ABD Hazine tahvilleri.
- Niceliksel genişleme (quantitative easing), ileriye yönelik yönlendirme (forward guidance) ve getiri eğrisi kontrolü (yield curve control) gibi para politikası araçlarının tahmin edilebilir olması ile risk algısının zayıflaması.
- Konut faizlerindeki düşüş ile yatırımcıların tekrar pozisyonlanması..

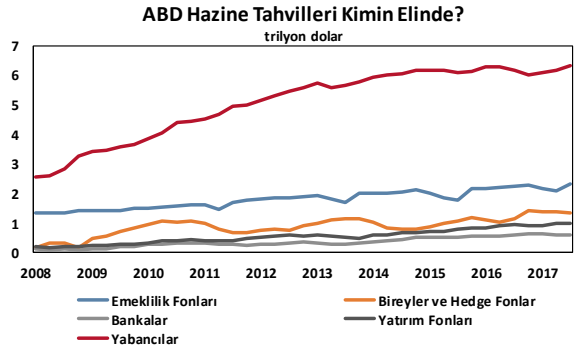
Gerileyen konut faizleri nedeniyle dolaşımdaki ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin (MBS) ortalama durasyonu düşer; MBS yatırımcıları daha uzun vadede pozisyonlanma ihtiyacı ortaya çıkar. — *Bugün için geçerli değil.*

2018'de uzun vadeli faizler yönünü yukarı çevirebilir.

Teorik olarak uzun vadeli faizi iki kısıma indirgeyebiliriz: (i) Kısa vadeli faizin patikasına yönelik beklenti ve (ii) vade primi. İlk kısım tamamıyla FED'e ilişkin beklentileri yansıttığı için pozitif ve yükseliyor. Sorun ikinci kısımda: Uzun vadeli tahvili taşımanın riski (öngörülemeyen enflasyon, vs) karşılığında istenilen primin pozitif olması beklenir, ancak böyle olmuyor. 2016 Ocak-Ekim döneminde enflasyon beklentilerindeki gerileme vade primini eksiye çekmiş; Donald Trump'ın seçimden galip çıkmasıyla enflasyon beklentileri tekrar tetiklenmiş ve vade primi yükselmişti. Enflasyon beklentileri (5Yıl/5Yıl forwards) 2017 yılı boyunca 2016 yıl sonu rakamlarının hemen altında %2,0 seviyesinde çapalandı. Piyasa, uzun süredir, FED hedefini (%2,0), enflasyonun yakınsayacağı bir değerden çok "FED'in tahammül üst sınırı" olarak yorumluyor ve bizce bu durumun da etkisiyle enflasyon beklentileri %2,0'yi aşamıyor (*FOMC uygulanan para politikasının vade primini 80 puan baskıladığını raporlamıştır*). Önümüzdeki aylarda gelebilecek kuvvetli çekirdek enflasyon verileri ile çapalanan beklentiler kırılabilir ve vade primi yükselebilir. Bu sebeple ABD'de 5Yıl/5Yıl başabaşlarını yakından takip etmekte fayda var. Uzun vadeli faizleri yükseltecek gelişmeler aslında bugün dahi yaşanıyor. Küresel ekonomi daha sağlıklı bir büyüme patikasına oturuyor (PMI ve faizler pozitif koreledir). Yüksek risk iştahı ile hisse/bono dönüşü devam ediyor. 2018 yılı için tahvil piyasasında arz yönlü baskı satın alınmaya başladı. Bu gelişmelere rağmen -bizce hatalı olarak- vade priminin gerilemeye devam etmesi uzun vadeli tahvillere yönelik devam eden şişkin bir talebin bir sonucu gibi görünüyor.



Kaynak: *NY FED, Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *FED Flow-of-Funds Report, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Talebin ana kaynağı getiri ve güvenli varlık arayışındaki Avrupalı yatırımcılar, resmi rezerv biriktiren merkez bankaları ve emeklilik fonları. ECB'nin eksi faiz uygulamaları ile ABD / Alman 10 yıllıkları arasındaki faiz farkı 2012 yılı ikinci yarısında açılmaya başladı. 2017 ilk yarısında 170 baz puana kadar inen faiz farkı üçüncü çeyrekte tekrar yükseldi. Öte yandan, 2012 borç krizi sonrası, bölge dahilinde AAA notlu ülke tahvilleri toplam tahvil stoğunun %27'sine geriledi (*Eurostat*). Arz sıkıntısı yatırımcının odağının ABD'ye kaymasına sebep oldu ve bugün halen bu durum devam ediyor. Avro Bölgesi büyümesinin hızlanması ve işsizliğin gerilemesi bir yandan da tasarrufları artırıyor ve tahvil talebini yükseltiyor. Ancak ECB'nin normalleşme çabaları bu artan talebi törpüleyebilir. ECB yönetim kurulu üyesi Jozef Makuch'in, 'Aralık toplantısında ekonominin yönlendirilmesi için öncelikli olarak hangi aracın kullanılacağı hakkındaki tartışmalarda ağırlığın varlık alımlarından faizlere kaydığını' söylemiş olması bahsettiğimiz çabanın bir örneği. Politika normalleştikçe ABD tahvillerine yabancı talebi her zaman bu kadar yüksek olmayacak.

Arz artışının yaratacağı finansman maliyeti baskısı yeni yılda hissedilecek. ABD Hazinesi 1,3 trilyon dolarlık net ihraç ile 2010 yılından bu yana en yoğun borçlanmasına hazırlanıyor. Çin'de yuan stabilizasyonu nedeniyle resmi rezervlerin dengeye oturmaya başladığı, Avrupa talebinin azalma ihtimalinin yükseldiği bir konjonktürde, ABD tahvil piyasası hanehalkı, hedge fonları, girişim sermayesi gibi 'faiz hassasiyeti yüksek' yatırımcılara kalacak. Toplam stok içerisinde ağırlığı görece düşük bu grubun yüksek faiz talebi karşısındaki pozisyonlanmaları getiri eğrisinin eğimi üzerinde etkili olacak: (i) Hisselerdeki cömert fiyatlamalar sonrasında durasyon arayışına giren emeklilik fonları nasıl aksiyon alacak? (ii) FED'in bilanço küçültmesi ile rezervleri gerileyecek olan bankaların likit varlıklarda pozisyonlanma ihtiyaçları ne kadar olacak? ***2018 yılı ikinci çeyreğinden başlayarak yükselmesini beklediğimiz ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin yıl sonunda %2,90—%3,00 aralığına oturacağını tahmin ediyoruz.***

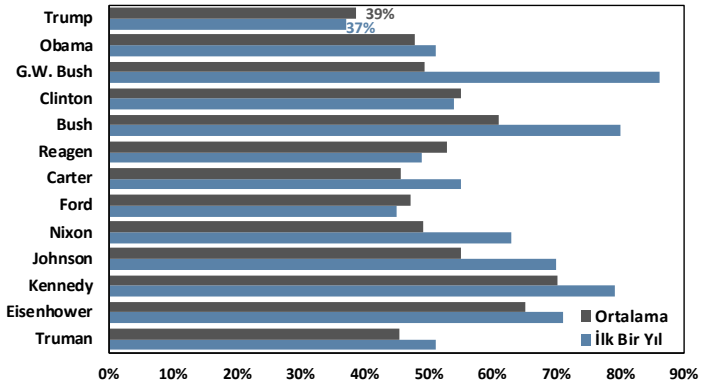
ABD siyaseti = Vergi reformu

Vergi paketi bir şans mı yoksa yepyeni bir risk mi? Vergi indirimleri hiç şüphesiz büyümeye destek olacaktır. Beyaz Saray danışmanları (Council of Economic Advisors) deregülasyon ve artacak kamu harcamaları ile birlikte ele alındığında vergi paketinin 2018 yılı büyümesini 3yp yukarı götüreceğini iddia ediyorlar. Piyasadaki beklenti ise sadece 0,2-0,7yp arasında. Büyüklükler arasındaki fark önemli olmakla birlikte uzlaşılan nokta vergi paketinin varlık fiyatları (özellikle de dolar ve hisse getirileri) üzerinde yaratacağı olumlu etki. Ancak bu olumlu beklentinin Ekim-Aralık döneminde tamamıyla fiyatlanmış olması gerekiyor. Geriye ise sadece riskler kalıyor.

Maliye politikalarının tahmin edildiği (hatta açık bir şekilde para politikası kurulu projeksiyonlarına yansıtıldığı) ölçüde destekleyici olmaması en temel risk. Bu riske dair pek çok sebep sıralanabilir. En başta akla gelen konu *mali çarpanın (mali genişlemenin ne kadarlık bir büyüme yaratacağı) düşük bir seviyede olacağına yönelik endişe.* ABD ekonomisinde çıktı açığının kapandığı bir dönemde mali genişleme politikaları büyüme yerine sadece enflasyon yaratır kaygısını makul görmekteyiz. *Gelir vergisi tarafında da endişeler mevcut:* Paketteki indirimler en yüksek gelir dilimini hedefliyor; fakat bu gelir gruplarının harcama eğilimi genele kıyasla daha zayıf. *Kurumlar vergisi tarafında ise dikkat çekici husus yatırım giderlerini vergiden düşürme olanağı.* Ancak genişlemekte olan finansal durum altında düşük finansman maliyetlerine erişim sıkıntısı çekmeyen bir ekonomide bu indirimler çok sınırlı etki yaratabilir. Diğer bir konu ise *halihazırda zaten kırılgan olan ABD'nin mali durumu.* Üçüncü çeyrek sonunda brüt kamu borcun milli gelire oranı %103,8, net borç oranı %80, bütçe açığı ise %3,5 seviyesinde (FRED). Kongre Bütçe Ofisi (CBO) simülasyonlarına bakılırsa, emeklilik ve sağlık hizmetleri harcamaları kaynaklı baskı ile önümüzdeki on sene içinde net kamu borcu %90'a çıkacak. Bu rakamların içerisinde yapılan vergi indirimleri sebebiyle bütçeye gelecek 1,5 trilyon dolarlık ek yük de yer almıyor. 2027'ye dair bazı bütçe projeksiyonlarında net borç/milli gelir oranının %100'e çıkacağını görmek mümkün (CRFB). Mevcut seviyeler itibarıyla ABD hükümetinin ödediği faiz düşünüldüğünde yüksek borçluluk oranı bugün ciddi bir sorun olarak görülmeyebilir. Ancak ABD'nin parasal sıkılaştırma döngüsünde olduğunu akılda tutmakta fayda var.

Politika yapıcılar vergi indirimlerinin bütçe üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak adına sosyal güvenlik ve sağlık harcamalarından kısıntı yapma yolunu aralar mı? Kasım ayındaki ara seçimler öncesinde siyaseten pek de mantıklı değil. Ayrıca bunun için Senato'da 60 oya ihtiyaç duyulacaktır. Vergi indirimleri ile önemli bir siyasi başarı kazanmasına rağmen Başkan Trump'ın azımsanmayacak bir popülarite problemi var. Beyaz Saray yönetimi, Kongre'deki iki kanatta mevcut ağırlığı kaybetmeye neden olabilecek hiçbir aksiyonu almayacaktır. Bunun tersine, Demokratlar ile anlaşılabildiği takdirde, mali genişleme (altyapı yatırımları, vs) paketleri denenebilir. Ancak siyasi arenada iki senaryonun olasılığı birbirine yakın ve düşük. Donald Trump'ın görevden azli ise bunlardan da düşük bir ihtimal. Dolayısıyla ABD siyasetinde herhangi bir fiyatlama etkisi beklemiyoruz.

ABD Başkanları Popüleritesi



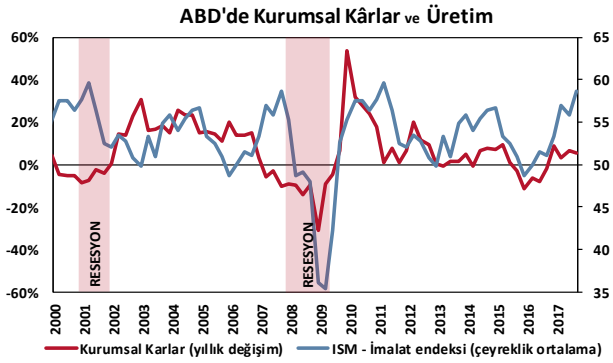
Kaynak: *Gallup, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

ABD hisse fiyatları şişkin… Bu bir sorun mu?

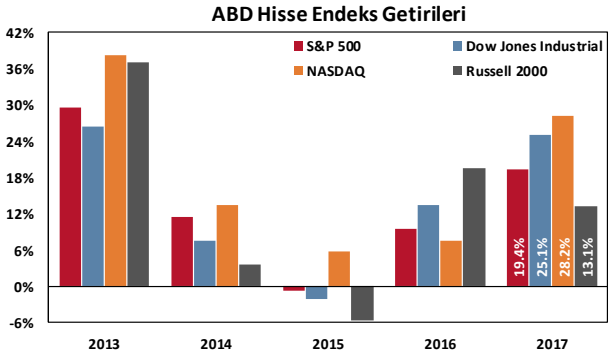
Şirketleri güzel bir 2018 yılı bekliyor. Hızlanan büyüme dinamikleri, yükselen kârlılık ve sıkılaşmaya rağmen gevşek seyreden finansal koşullar (St. Louis FED göstergesi) 2018'in geneli için olumlu sinyaller sunmaya devam ediyor.

Zayıf dolar 2017'nin hikayesiydi. Sıradaki ne? 2017'de piyasa beklentisinin ötesinde üç faiz artışı yapan ve bilançosunu küçültmeye başlayarak muadillerinden ayrışan FED'e ve vergi paketi ile reflasyon coşkusu yaşayan piyasaya rağmen dolar hem nominal (%10) hem de efektif olarak (%6,3) zayıfladı. Bu durum özellikle imalat sanayi üretimini pozitif etkiledi. ABD şirket gelirlerinin yaklaşık %40'ı yurtdışı kaynaklı. Dolayısıyla zayıf dolar özellikle ilk çeyreklik dönemde hisse başı kârlıkları yükseltmeye devam edebilir (%5'lik bir hisse başı kâr büyümesi şaşırtıcı olmayacaktır).

Küresel aktivitedeki canlılığın yanında kurumlar vergisindeki 14yp'lik düşüş 2018 yılında da şirket kârlılıklarına olumlu (%9-10) yansıyabilir. Bu durum Q rasyosu, 12 ay ileriye F/K'lar ve Shiller P/E bazında 'pahalı' görülen ABD hisse endekslerinde çarpanların normalleşmesine sebep olabilir. Vergi yasası çerçevesinde, denizaşırı kârların ülkeye gelmesi durumunda ise hisse geri alım programlarında bir canlanma yaşanabilir. Ancak 2017'de kurumsal kaldıraç oranlarının yükseldiğini ve kurumların yatırıma dönük olarak reel varlıkları satın alma yoluna gittiğini biliyoruz; ancak şirketlerin hâlâ 2,3 trilyon dolarlık likit varlığı bulunduğunu hatırlatmakta fayda var.



Kaynak: *Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



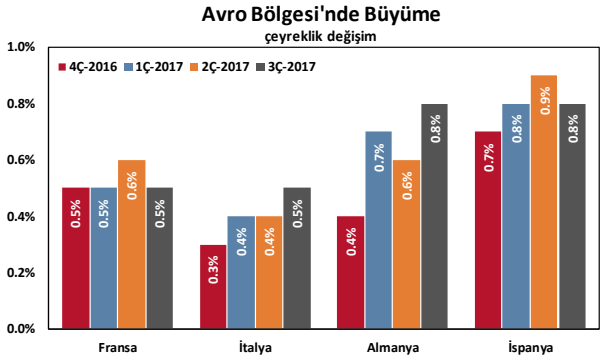
Kaynak: *Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

ABD hisselerini destekleyecek bir diğer faktör ise fon yöneticilerinin 2017 yılı boyunca bu piyasada gösterge altı pozisyonlanmaları (EPFR) ve tarihsel olarak ABD hisselerinin risk senaryolarına karşı daha defansif kalmış olması. Önemli risklerin başında ise düşük işgücü maliyetlerinin tersine çevrilmesine olanak sağlayacak şekilde ücretlerin 2018 yılında anlamlı bir pazarlık gücüne kavuşma olasılığı (bu durum gelişmiş ülkeler arasında sadece ABD için bir risk).

Bankacılık tarafında ise regülasyonların gevşetilmesi konusu masada. FED'in yeni başkanı Jerome Powell yemin konuşmasında büyük bankaları kastederek finansal regülasyonların bankacılık sistemini güçlendirdiğine değindi. Ancak başkanın orta ve küçük ölçekli finansal kurumlar üzerindeki bazı yükleri hafifletmek konusunda istekli olduğu biliniyor. 2017 yılında S&P manşet ve sanayi endeks getirilerinin bankacılık endeks getirisini, sırasıyla %3,2 ile %2,4 yendiğini de hatırlatmakta fayda var.

2018 yaz mevsiminden önce ECB'den yeni haber beklemiyoruz.

2017 yılında Avro Bölgesi beklentilerin üzerinde bir büyüme performansı gösterdi. 2017 yılında 0,2yp yukarı çekilen büyüme beklentisi 2018 yılı için ise, kuvvetli döngüsel momentum neticesinde 0,5yp yükseldi. İhracat ve iç talep bölge ekonomisinin itici gücü olmaya devam edecek. Yoğun seçim takvimi altındaki Hollanda, Fransa, Almanya'da sabit sermaye yatırımları, tarihi yüksek seviyelere ulaşan imalat sanayi kapasite kullanım oranları, yükselmeye devam eden siparişler ve güçlü nakit girdileri ile yükseldi; bu trendin 2018 yılında da devam etmesi beklenebilir. Bankacılık sektörü 2015/16'teki dönmeyen kredi sıkıntılarını hafifletti. İspanya'daki gelişmeler ile yakın zamandaki yasa değişikliği sebebiyle İtalyan seçimleri, bizce göz ardı edilebilecek siyasi riskler.



Kaynak: *Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Avo Bölgesi'ndeki olumlu seyir, 2018 yılına taşınacaktır; ancak bu görünüm ECB'nin destekleyici politikalarına ne kadar bağlı? Vítor Constâncio'nun 15 Ekim 2017 konuşması ECB'nin karşıolgusal simülasyonlarını (*counterfactuals*) içeriyordu. Bu çalışmada 2016-2019 arası dönemde ECB uygulamalarının büyümeye toplam katkısının 1,7yp olduğu hesaplandı. Bu politikalar olmasaydı, 2016 yılında Avro Bölgesi %1,8 yerine sadece %0,8 büyümüş olurdu. Gayri safi hasılaya göre ağırlıklandırılmış 10 yıllık tahvil getirileri 154bp, finans dışı borçlanma maliyetleri ise 68bp yukarıda oluşurdu. EUR/USD kuru bugünkü 1,20 seviyesi yerine 1,30'da olurdu. Bizce Avro Bölge ekonomisinin merkez bankası desteğine olan ihtiyacı 2018 yılında da devam edecektir. Örneğin, paritenin 1,20 ve üzerinde seyretmesi durumunda ihracat katkısıyla büyüyen bölge ekonomilerinin büyüme ve enflasyon görünümü zarar görebilir.

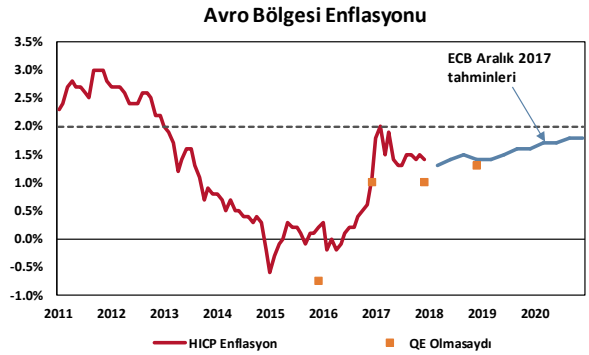
Avrupa Merkez Bankası Makroekonomik Projeksiyonları (Aralık 2017)

	2017	2018	2019	2020
Büyüme	%2,4 (%2,2)	%2,3 (%1,8)	%1,9 (%1,7)	%1,7
İşsizlik	%9,1 (%9,1)	%8,4 (%8,6)	%7,8 (%8,1)	%7,3
Enflasyon	%1,5 (%1,5)	%1,4 (%1,2)	%1,5 (%1,5)	%1,7
Çekirdek Enflasyon	%1,0 (%1,1)	%1,1 (%1,3)	%1,5 (%1,5)	%1,9
Ücret Artışları	%1,7 (%1,5)	%2,1 (%2,0)	%1,9 (%2,3)	%2,7

Parantez içerisindeki değerler Eylül ayı projeksiyonlarıdır

Kaynak: *ECB, Aralık 2017 Tahminleri*

2018'e sarkan sorun enflasyon. 2016 yılı için ortalama manşet enflasyon %0,2 iken 2017 yılı ilk 11 ayında bu ortalama %1,5'e yükseldi. Bu sebeple hane halkı reel gelirleri bir miktar zayıfladı; ancak istihdam yaratımındaki artış ile bu etki dengelendi. Öte yandan, ABD ekonomisinde yıllardır süregeldiği üzere, Avro Bölgesi genelinde de işsizlik oranı 2017 yılında hızla azaldı ancak ücret artışları henüz yakalanamadı. Geniş tanımlı işsizlik göstergesi Avro Bölgesi için toplam işgücünün %17'sine işaret ederken bu oran ABD'de %8 (U6 göstergesi). Avro Bölgesi için *genele yayılan* bir gelir artışı beklentisi çok da gerçekçi değil. Üçüncü çeyrekte Almanya'da işgücü maliyetleri yıllık %2,3 yükselirken İtalya'da maliyetler %0,4 arttı; İspanya'da ise %0,1 *geriledi*. Bardağın dolu tarafında ise, nominal büyümenin nominal ücretlere kıyasla daha hızlı yükseliyor olması nedeniyle 2017 yılında şirketlerin kârları olumlu etkilendi. Bu sürecin devam etmesini bekliyoruz.



Kaynak: *ECB*

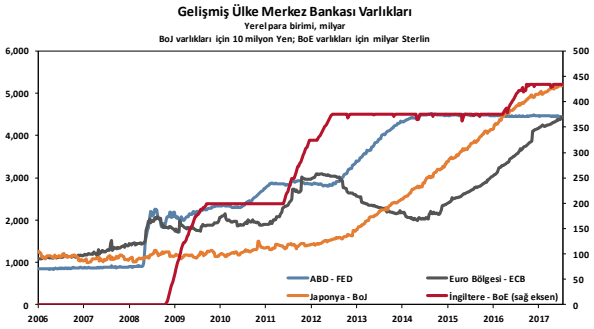
Avro'nun önünde engeller birikiyor.

> *The inflation outlook remains (too) dependent on the accommodative monetary policy stance.*
>
> *Mario Draghi*

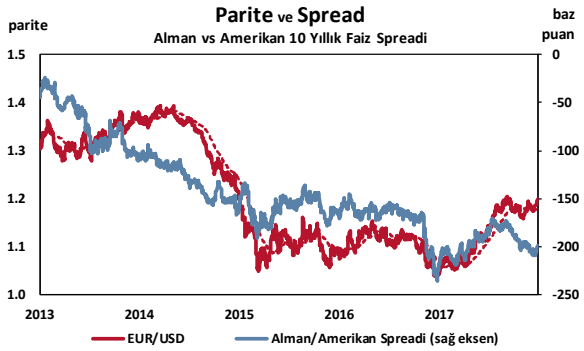
2018 yılına dair ECB manşet enflasyon tahmininin yukarı revizyonu 'enerji ve gıda' kaynaklı olduğu için yeni bilgi değeri taşımıyor. Revize edilen tahminlerde çekirdek enflasyon beklentisi ise geriledi. İktisadi aktivitenin iç talepteki canlılıkla arttığı bir dönemde çekirdek enflasyonun bu duruma beklendiği ölçüde tepki vermemiş olması şaşırtıcı. Bu sebeple enflasyonu tetiklemek için genişlemeci politikalara olan ihtiyaç devam ediyor. ECB'nin öngörülebilir varlık alımları en erken Eylül ayına kadar sürecek. Programın süresi ise enflasyonda kararlı bir yükseliş patikasına girilmesinin bir fonksiyonu. 2017 yılında Alman bund faizlerinin çok hafif bir trend içerisinde yükselmiş olması buradaki belirsizliğin bir sonucu.

Beklentimiz, ECB'nin mevcut varlık alım programını 2018 yıl sonunda tamamlaması ve Banka'nın ilk faiz artışını 2019 yılı ikinci yarısında gerçekleştirmesidir. Temel risk faktörü ise, ECB'nin parasal genişleme ile birlikte yürüttüğü 'ileriye dönük yönlendirme' politikası dahilinde, 'enflasyonun sürdürülebilir şekilde hedefe yönelmesi' düşüncesinden ayrılıp 'genel parasal durum'a çapalamasıdır (*decoupling the inflation outlook from the QE decision*). Böyle bir durumda, enflasyon hedefe yönelmemiş olsa dahi parasal genişleme prematüre bir şekilde sona erebilir veya iletişim hatası ile tahvil faizi ve pariteyi yükseltebilir.

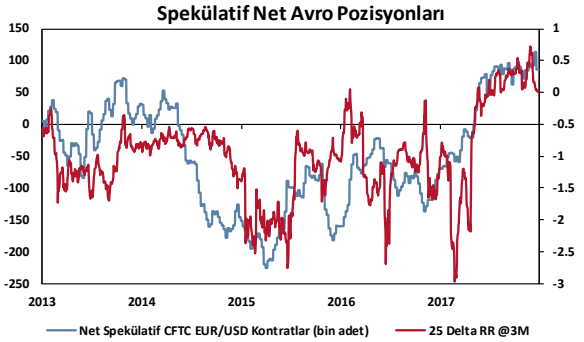
FED'in sıkılaşma yönündeki adımları diğer büyük merkez bankalarının uyguladığı para politikalarından ayrışıyor; bu durum, her ne kadar 2017 yılında çalışmadıysa da, dolar için olumlu bir görünüm sunuyor. Bizim için 2017 yılının sürprizlerinden birisi Avro Bölgesi büyümesindeki ivmeye muadillerinden daha fazla anlam yüklenmesi sonucunda avrodaki değerlenme oldu.



Kaynak: *Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

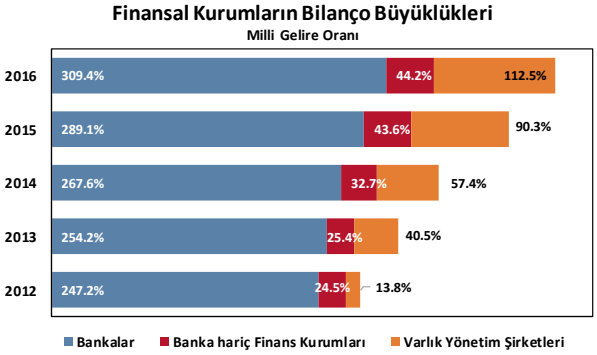
Yıl sonu parite tahminimiz 1,14. ABD tahvilleri ve Alman bund 'nominal' ve 'reel' faizleri arasındaki fark ile parite makasının halen açılmaya devam ettiğini görmekteyiz. Nominal faiz artışları, büyüme ve sermaye yatırımlarını gecikme ile izler. Dolayısıyla makasın parite lehine kapanacağı düşünülebilir; ancak bu görüş ABD'de faiz artışları ve bilanço küçülmesinin etkilerini görmezden gelmek anlamı taşıyabilir. Öte yandan, CFTC spekülatif net uzun avro pozisyonları 2013 yılı zirvelerinde ve gerilemiyor. Opsiyonların ima ettiği risk ters stratejileri (25 delta risk reversal) avro için kesin satış sinyalini henüz vermiyor. Buradan bakıldığında avro için aşağı yön olası görünmekte. Yine de avro kuvvetli seyrini 2018'e aktardı. Ancak yıl içerisinde paritenin zayıflayacağına yönelik beklentimizi sürdürüyoruz. Tahminimizdeki temel riskler ise faiz artışı konusunda ECB'nin beklenenden erken sinyal vermesi ve bölgedeki cari fazlanın (milli gelire oranı %3,15) kuvvetli avroya rağmen yükselmesi. Küresel talebin canlanmasıyla ihracata yönelik sektörlerde kur esnekliği azalıyor ve güçlü para birimi cari açık üzerinde eskisi kadar baskı yaratamıyor. Güçlü para birimi ise satın alma gücünü yükselterek harcamaları tetikliyor ve büyümeye olan katkıyı yükseltiyor.

Yeni büyüme modeli sancılarıyla geliyor.

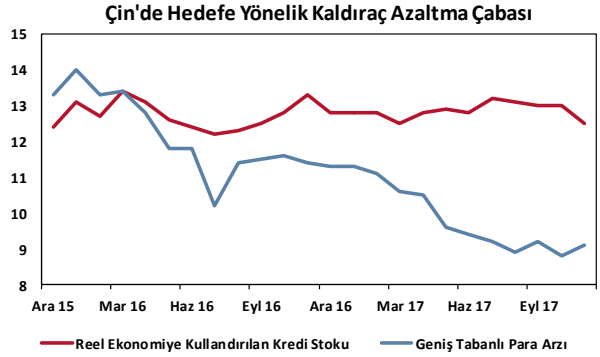
Kasım ayında düzenlenen Parti Kongresi'nde "sürdürülebilirlik" ve "kalite" prensipleri üzerine yeni bir büyüme modeline geçileceği bildirildi. Çin yeni döneminde eski usûl yatırımlarla yönlendirilen emek-yoğun büyüme modelini geride bırakıyor. Artık çift haneli büyüme rakamları hedef olmayacak. Başkan Xi'nin konuşma metninde 2020 yılı için bir büyüme hedefi yer almadı. "Biriken riskler" (finansal kaldıraç, hava kirliliği, vs) konusunda farkındalık yüksek. Çin Merkez Bankası (PBoC) Başkanı Xiaouchuan Minsky Anı'na referans vererek finansal sistemdeki risklere dikkat çekti. Ancak aynı anda finans sektörünü ve reel ekonomiyi kaldıraçtan arındırmaktan kaçınılıyor.

Çin ekonomisi kısa vadede bazı yapısal sorunlara çözüm arıyor: (1) **Ülkenin demografisi eski büyüme dinamiklerini sürdürmesine izin vermiyor.** Çalışan nüfus sayısı 2014-15 yıllarında en yüksek noktaya çıkarken bağımlılık oranı ise en düşük seviyeyi gördü; demografik yapı artık döngünün aşağıda kalan kısmına bakıyor. (2) **Finansal şirketlerde kaldıraç çok yüksek.** Bilanço dışına çıkartılan aktiflerin varlık yönetimi faaliyetleri (Wealth Management Products, WMP ve Asset Management Products, AMP) yoluyla fonlanması (gölge bankacılık) çok popüler oldu. Bu şirketlerin aktifleri milli gelirin 4,5 katını aştı. PBoC 7/28 günlük ters repo oranları ile orta vadeli borç verme (MLF) faizini yükselterek finansal kaldıracı sınırlamaya çalışıyor. Artışlar 2018'de devam edecek. (3) **Finansal olmayan sektörlerde kaldıraç çok yüksek**. 2017 ilk yarı dönem sonunda bu şirketlerin kullanımdaki kredi büyüklüğünün milli gelire oranı %255 (BIS). Yerel yönetimler borç içinde. Küresel finansal durum sıkılaşma eğilimindeyken bu durum istenmiyor. (4) **Yerel yönetim finansal araçları (LGFV) kullanılarak hayata geçen altyapı yatırımları toplam yatırım büyümesinin yarısından fazlasını oluşturuyor**. Hükümet durumun farkında ve bunlara kısıtlama (borç swapı programı) getirdi.

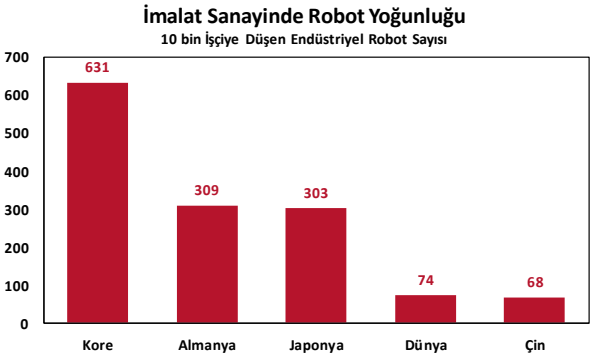
Yüksek büyüme yavaşlamak zorunda. Büyümenin %6,9 ile pozitif sürpriz yaptığı ve 2010 yılı sonrasında ülke ekonomisinin ilk kez ivme kazandığı bir ortamda mali ve para politikalarında sıkılaşma için iyi bir zaman. 'Sıkı' mali politikaların hedefinde altyapı yatırımları ve konut sektörü var (metro ve şehircilikte büyük projeler iptal ediliyor). Para politikası ise varlık yönetim şirketlerinin yarattığı kredi genişlemesini sınırlamaya çalışıyor. Kaldıraçtan arınma finansal regülasyonlar aracılığıyla geliyor; ancak küçük bankaların kısa vadeli likidite erişimleri önünde bir engel. Dolayısıyla, PBoC munzam oranlarını düşürerek piyasaya likidite verebilir. Ancak Banka'dan bir faiz indirimi beklemiyoruz. Tam tersi yönde, enflasyonun hızlanacağı bir durumda PBoC faizi artırma yoluna gidebilir. Bu büyüme adına aşağı yönlü bir risk.



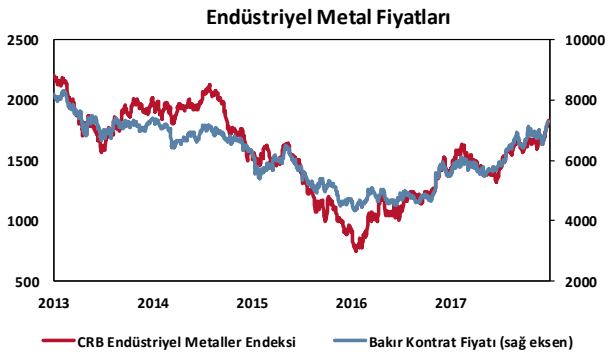
Kaynak: *IMF, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *PBoC, Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *Wind Economic Database, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

2018'de Türkiye Ekonomisi: Bizi izlemeye devam edin.

Türkiye ekonomisi açısından bakıldığında 2017, beklentilerin pek çok anlamda gerçekleşmelerin gerisinde kaldığı bir yıl olarak hatırlanacak. Resmi neresinden tutarsanız tutun, ister kamu, ister özel sektör ister de uluslararası kuruluşların tahminlerini ele alın, bu sonuç değişmeyecektir. 2018, böyle bir yılın üzerine geldiği için beklentilerin daha yakından mercek altına alınacağı bir yıl olma özelliği de taşıyor.

2017'de kuvvetli gerçekleşen büyümenin, momentumu 2018'e de sarkacak. Ancak 2018'de büyümenin seviyesinden ziyade alt kırılımlarını konuşuyor olacağız. Makine ve teçhizat yatırımlarında başlayan kıpırdanmanın devam edip etmeyeceği ve eğer devam ederse hangi sektörlerde yaygınlaşacağı önemli bir gösterge olacak.

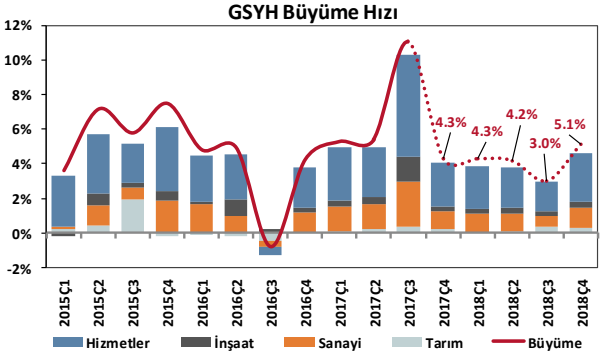
Dış ticaret cephesinde Avrupa ekonomilerindeki iyileşme Türkiye açısından fırsata dönüştürülebilecek bir alan yaratıyor. 2018'de ihracatın kuvvetli seyretmesini beklerken bu fırsatın değerlendirileceğini varsayıyoruz. Altın ithalatında beklediğimiz yavaşlama, ihracatta beklediğimiz artış ile birleşince, cari açığın seviyesi anlamında bir risk öngörmüyoruz. Küresel likidite şartlarının destekleyici devam ediyor olması da, ödemeler dengesi cephesinde Türkiye öznesinde dalgalı seyri bir bant içerisinde sınırlıyor.

2017'yi çift hanede kapatan tüketici fiyatları enflasyonu, TCMB'nin temkinli bir duruş sergilemesini zorunlu kılıyor. Bu anlamda, enflasyonun alt kalemleri arasında para politikasının öncül kontrolü dışında kalan alanlara yapısal iyileştirmeler için yoğunlaşılması son derece önemli olacaktır. 2017'de gıda grubu konusunda başlayan farkındalığın yayılarak devam etmesini bekliyoruz. Bu tarz düzenlemelerin etkisi kısa sürede görülemeyeceği için enflasyonda da kısa vadede keskin bir iyileşme öngörmek gerçekçi olmayacaktır. Bu nedenle önümüzdeki dönemde TCMB'nin mevcut fonlama kompozisyonu içerisinde kalmasını öngörüyoruz.

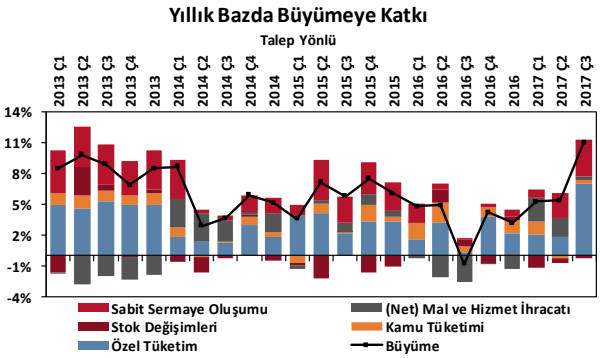
2018, gelişmekte olan ülkelerle ilgili olarak hızlı bir başlangıç yaptı. Bu olumlu dalganın yıl boyu devam edeceğinin bir garantisi yok. O nedenle yapısal alanlarda yapılacak çalışmalarının hız kesmemesi önemli. Büyümenin potansiyeli takip edeceği, enflasyonun ise yüksek kalacağı bir ortamda, ödemeler dengesine ilişkin risklere karşı en önemli kalkan da kamu maliyesinin öngörülebilir bir şekilde sürdürülmesi olacaktır.

Büyüme: Teşviklerle iyi büyüdük, 2018'de biraz yavaşlayabiliriz.

Türkiye ekonomisi zor geçen 2016'nın yaralarını 2017 yılında büyümede vites artırarak sardı. 3. çeyrekte kaydedilen %11,1 büyüme ile ilk üç çeyrek büyümesi ortalamada %7,3'e yükseldi. Sektör bazında uygulanan vergi indirimleri, istihdam teşvikleri ve işletme sermayesi ihtiyacına çözüm getiren kredi garanti fonu (KGF) kullanımları ivmelenmeyi sağlayan temel faktördü. Raporumuzun başında da ifade ettiğimiz üzere, 2017'nin küresel çaptaki temel hikayesi hızlanan iktisadi aktivite ve ticaret hacmiydi. Türkiye büyüme ve ihracat hacmindeki artış ile muadillerinden pozitif ayrıştı. Ancak yüzleri güldüren bu performans arka planda önemli makro ekonomik sorunları da beraberinde getirdi. İç talepteki gözle görülür canlılık enflasyonu son yılların en yüksek seviyesine taşırken ithalat talebindeki artış (altın ithalatının ve petrol fiyatlarındaki artışın da katkısıyla) cari açığın yükselmesine sebebiyet verdi. Sağlanan çok sayıda teşvik ise Türkiye'nin 2012 sonrası elinde bulunan en önemli çapanın, yani mali disiplinin, gevşemesine yol açtı. Bunun bir sonucu olarak da borçlanma ihtiyacı arttı ve tahvil faizleri yükseldi. Sürdürülebilir büyümenin sağlanabilmesi için yukarıda sıralanan makro sorunların ivedilikle üzerine gidilmesi ve bu uğurda belki de bir miktar frene basılması yerinde olacaktır.

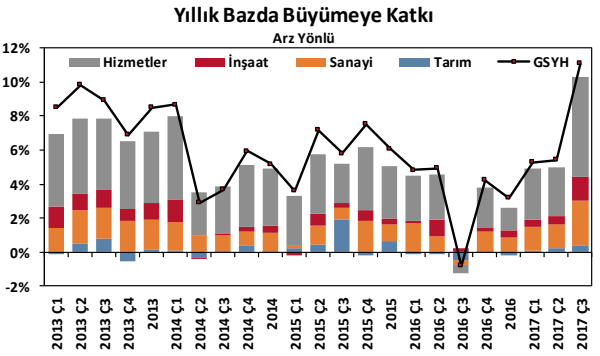


Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



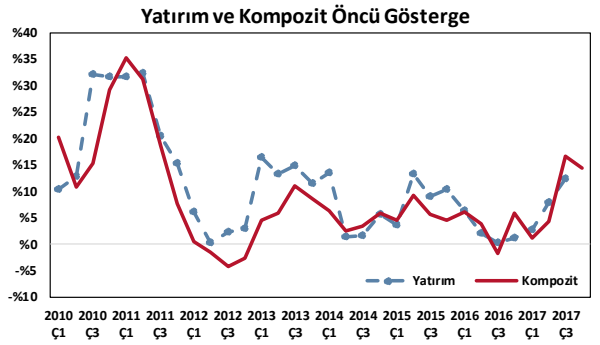
Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Yılın üçüncü çeyreğinde elde edilen çift haneli büyüme rakamının 10,7 puanı 'iç talep' kaynaklı olurken itici güç yine özel tüketim harcamalarıydı. İlk iki çeyrekte tamamen inşaat sektörü kaynaklı olarak büyümeye katkı veren sabit sermaye yatırımları üçüncü çeyrekte hızlandı ve iç talep katkısının 3,6yp'ını teşkil etti. Asıl sevindirici konu ise tam beş çeyrek sonra makine ve teçhizat yatırımlarının anlamlı bir şekilde (%15,3) artış kaydetmiş olmasıydı. Üçüncü çeyrekte ihracat da ivmelendi; yıllık bazda %17 ile büyümesine karşılık ilk yarıda zayıf seyreden ithalat talebinin canlanması nedeniyle net ihracat kaleminin büyümeye katkısı sadece 0,3yp oldu. Üçüncü çeyrek dört ana sektörde de anlamlı büyümeler görülen bir dönem oldu. Yıllık bazda %14,8 büyüyen sanayi bu çeyrekte büyümeye 2,6yp katkı sağlarken, %18,7 büyüyen sanayi sektörünün katkısı ise 1,4yp oldu. Hizmetler 5,9yp, tarım ise 0,4yp katkı verdiler.



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Mevsimsel etkilerden arındırıldığında yavaşlama sinyali var. Üçüncü çeyrekte büyüme yılın ikinci çeyreğine kıyasla %1,2 arttı. Bir evvelki dönem ise çeyreklik bazda büyüme %2,2 olarak hesaplanmıştı. Bu durum kuvvetli bir ikinci çeyrek geçiren imalat sanayi ve finans sektörleri ile gayrimenkul sektöründeki görece zayıf performanslardan kaynaklandı. Talep tarafından bakıldığında ise yavaşlamada etkili olan kalemler kamu harcamaları ile ihracattaki zayıflama oldu.



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Öncü göstergeler: Hâlâ kuvvetli seyrediyorlar.

2018 büyümesinde bir miktar yavaşlama olması beklentisi ile %4,1 seviyesini öngörmekteyiz. 2017 yılının son çeyreğinde sanayi üretimi büyümeye olan desteğini sürdürdü. Öncü göstergelerden PMI verileri 53,9'luk dördüncü çeyrek ortalaması ile güçlü seyrin devamına işaret ediyor. Mevsim etkilerinden arındırılmış serideki 53,5'lik ortalama ise, beklendiği üzere, son çeyrekte sınırlı bir yavaşlamaya işaret ediyor.

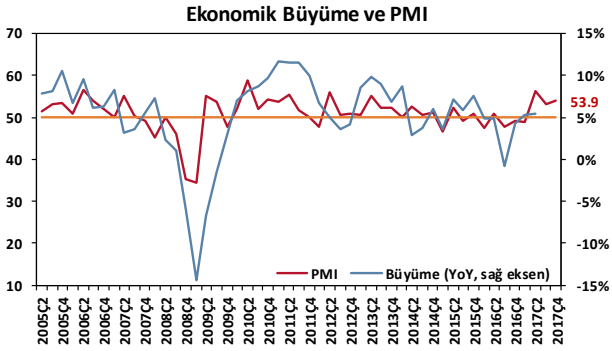
Bazı teşviklerin kalkmasıyla hanehalkı talebinde bir yavaşlama beklenmeli. Ancak geride bıraktığımız senede iktisadi aktivitede yaşanan canlılık, işgücü piyasasına yönelik teşviklerin de katkısıyla, beraberinde istihdam artışlarını getirdi. Bu durum 2018 yılında da özel tüketim harcamalarını desteklemeye devam edecektir. Kapasite kullanım oranında kaydedilen yüksek seviyeler ile üçüncü çeyrekte yükselen yatırım talebinin 2018'e de taşınacağını düşünüyoruz. İşletme sermayesi tarafında yine KGF'nin etkin kullanımını (yaklaşık 140 milyar TL) göreceğiz. Ancak KGF momentumunun görece zayıflamasıyla kredi büyümesindeki ortalamaya dönme eğilimi iç talepteki büyüme hızını yavaşlatabilir. Kamu tüketimi de yeni yılda büyümeyi destekleyecek unsurlardan biri olacaktır.

En önemli ihracat pazarımız olan Euro Bölgesi'ne dair PMI verilerinde devam eden kuvvet, içeride ihracat siparişlerine yansıyor. Almanya PMI verileri yılın son çeyreğinde sürekli olarak 60 seviyesinin üzerinde yer alırken bölge ortalamasını da 59,7'ye yükseltti; artan bir trend oluşumu tüm bölge genelinde belirgin. Bu durum Doğu Avrupa ülkeleri ile Türkiye ihracatını destekliyor. Eylül ayından bu yana bölgeye yapılan ihracatta üç aylık hareketli ortalamalar yıllık %10'un üzerinde seyrediyor. Bu performansın 2018'e taşınmasını, ithalatta ise bir miktar yavaşlama ile net ihracat katkısının sınırlı pozitif olacağını tahmin ediyoruz.

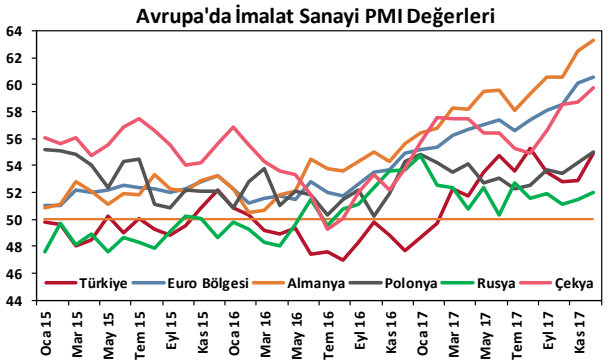
Tahminimizin önündeki aşağı yönlü riskler; olumsuz jeopolitik gelişmeler, AB ile olan ticari ve siyasi ilişkilerin zayıflaması, öngörmediğimiz şiddette baskı altında kalan TL ve ithalat talebinin 2017 ikinci yarısında olduğu gibi güçlü seyretmesi olabilir.

Büyümeye Katkı	4Ç-2017	1Ç-2018	2Ç-2018	3Ç-2018	4Ç-2018
GSYH	4.3%	4.3%	4.2%	3.0%	5.1%
Tarım	0.2%	0.0%	0.1%	0.4%	0.3%
Sanayi	1.0%	1.1%	1.0%	0.6%	1.2%
İnşaat	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
Hizmetler	2.6%	2.5%	2.3%	1.7%	2.8%
Vergi - Sübvansiyon	0.3%	0.5%	0.5%	0.2%	0.5%

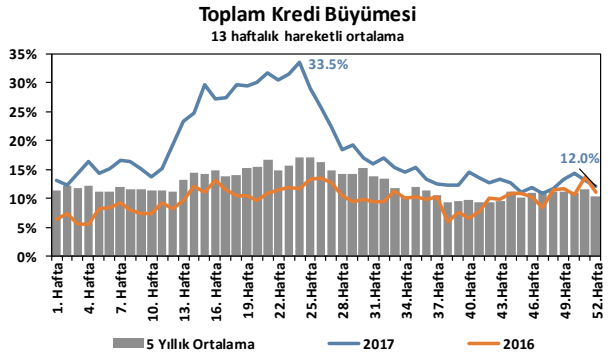
TSKB Beklentileri



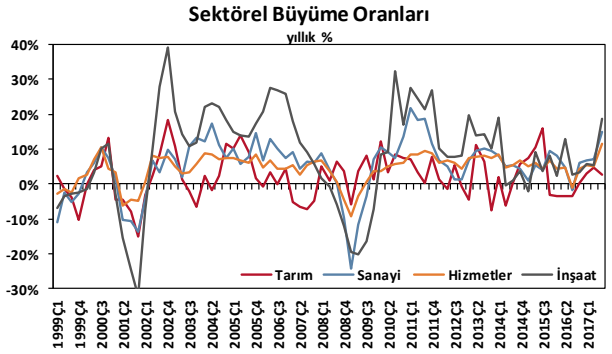
Kaynak: *TÜİK, Markit, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *Markit, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *BDDK, TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

İstihdam: İşsizlik teşviklerle gerilerken işgücü büyümeye devam ediyor.

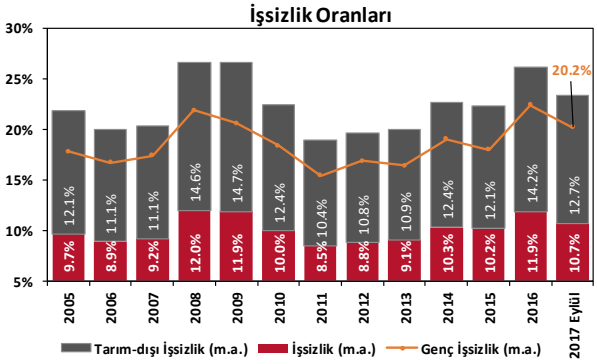
Ocak döneminde %13,0'e yükselerek son 7 yılın en yüksek seviyesine tırmanan işsizlik oranında toparlanma devam ediyor. İşsizlik rakamlarında süregelen gerilemede ekonomik aktivitedeki canlılık ile istihdam seferberliği teşvik programının etkili olduğunu değerlendiriyoruz.* Bu durumu 'düzeltilmiş' serilerde açık olarak görmekteyiz. 2016 yıl sonunda %11,9 olarak ölçülen işsizlik oranı 2017 yılı Eylül ayına kadar gerileyerek %10,7'ye indi. Bu dönemde işsiz sayısı 280 bin kişi azalırken, yaklaşık 1,2 milyon kişiye yeni istihdam olanağı sağlanmış oldu. İşgücü havuzu ise 900 bin kişiyle genişledi ve işgücüne katılım oranı tarihte ilk kez %53 seviyesini aştı (düzeltilmemiş seride %53,7). 2018 yılında işsizlik oranının %10,5 seviyesine yaklaşmakla birlikte büyüme dinamiklerindeki muhtemel yavaşlama neticesinde bu değerin altına sarkmasını zor görmekteyiz.

Kadınların işgücüne katılım oranı yükselmeye devam ediyor... TÜİK verilerini mevsim etkilerinden arındırdığımızda, kadınların işgücüne katılımındaki ana trendin kırılmaya uğramadan yükseldiğini gözlemliyoruz. Artışın hızı ise erkeklerin katılım oranının anlamlı şekilde üzerinde kalıyor. 2012 yılında %30'un altında seyreden bu oran 2017 son çeyreğine girilirken %34'i geçmiş durumda. Genç nüfusta işsizlik oranı ise % 20,2'ye geriledi. Seviye olarak hâlâ yüksek olmakla birlikte sene başına kıyasla 2,5 yüzde puanlık düşüşü olumlu buluyoruz. Tarım dışı işsizlik oranı ise %12,7 seviyesinde.

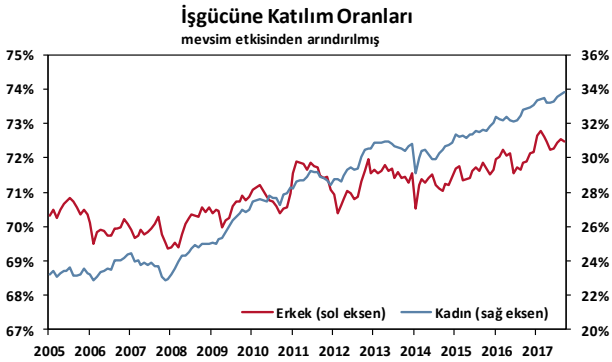
Yılın ilk üç çeyreğinde tarım dışı sektörlerde 988 bin kişiye yeni iş imkanı yaratıldı. Çalışan nüfus içerisindeki payı %20'nin altına kayan sanayi ve payı %7,7 olan inşaat sektörlerinde nette istihdam artışları, sırasıyla, 156 bin ve 143 bin kişi olarak gerçekleşti. Çalışan nüfusun %53'ünü barındıran hizmet sektörlerinde, turizmdeki toparlanmanın katkısıyla, nette 689 bin kişi istihdam edildi. 2016 yılında istihdam olanakları nette 89 bin daralan tarım sektöründe 2017 yılının ilk üç çeyreğinde 228 bin kişi istihdam edildi. 2018 yılında sanayi ve hizmetlerdeki istihdam yükselişlerinin devam etmesini bekliyoruz.

İşgücü piyasasındaki sorunlardan birisi de 2015 yılından itibaren tarım dışı sektörlerde kayıtsız çalışanların oranındaki artış trendidir. Nisan ayında %22,5 seviyesine kadar yükselen oran Eylül'de %22,0'ye geriledi.

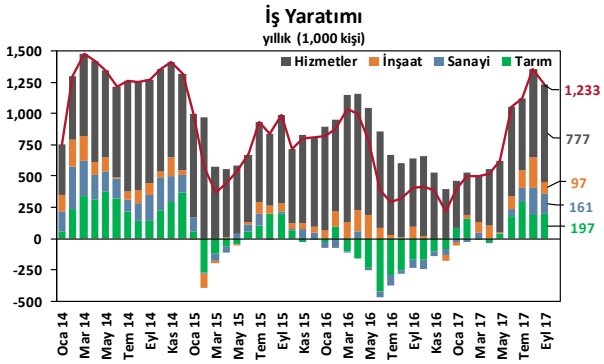
** Seferberlik kapsamında, hükümet çalışanın sosyal sigorta primini, gelir vergisini, damga vergisini, marjinal işçinin işsizlik sigortası katkı payını karşılamış, işveren ise çıplak maaşı ödemişti. Hükümet seferberlik için bütçede 12 milyar TL ayırmıştı: İşsizlik sigortası (11 milyar TL) ve ek ödenek (1 milyar TL).*



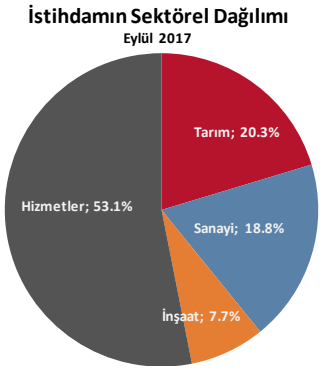
Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

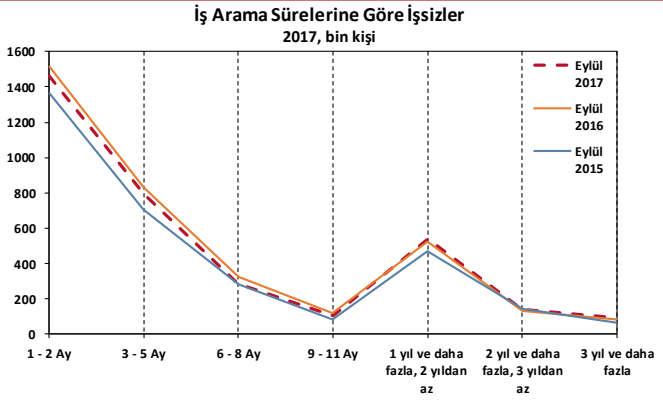
İstihdam: İşsizlik teşviklerle gerilerken işgücü büyümeye devam ediyor.

İstihdamın Sektörlere Göre Değişimi

(eylülden eylüle stok mutlak farkı)	2015	2016	2017	
Toplam	**987**	**408**	**1233**	
Tarım	**200**	**-168**	**197**	+
Tarım, ormancılık ve balıkçılık	200	-168	197	+
Sanayi	**21**	**-67**	**161**	+
Madencilik	-38	19	31	+
İmalat	76	-98	98	+
Elektrik, gaz, buhar	-17	12	32	+
İnşaat	**65**	**91**	**97**	+
İnşaat	65	91	97	+
Hizmet	**699**	**553**	**776**	+
Ticaret	141	17	152	+
Ulaştırma	7	52	76	+
Otel / Restaurant	58	-9	134	+
Bilgi / İletişim	67	-29	12	+
Finans / Sigorta	-4	-6	-49	-
Gayrimenkul	15	49	31	-
Mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler	103	126	-7	-
İdari / Destek hizmet	100	139	190	+
Kamu yönetimi	80	25	2	-
Eğitim	61	157	64	-
Sağlık ve sosyal hizmetler	55	54	70	+
Kültür / Sanat / Spor	3	-26	44	+
Diğer hizmetler	13	4	57	+

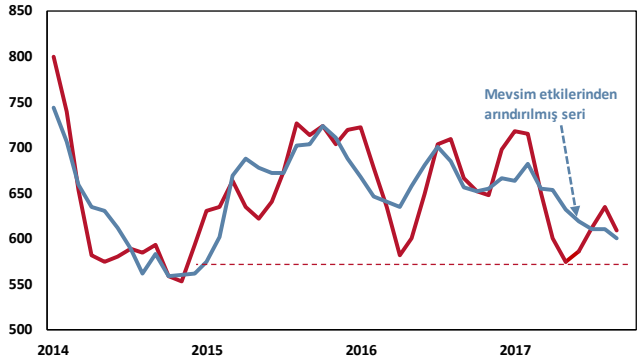
Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

İş Arama Sürelerine Göre İşsizler
2017, bin kişi



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

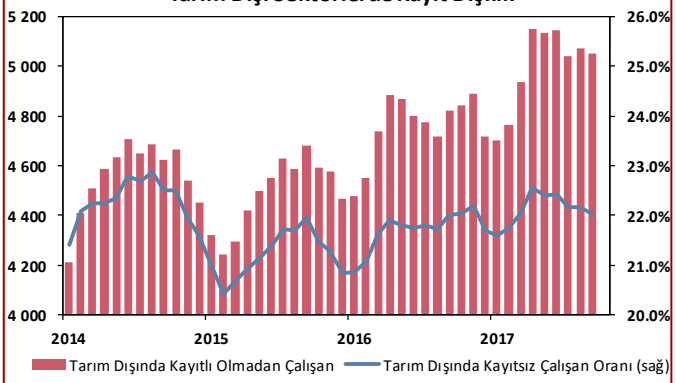
İş Bulma Ümidi Bulunmayanlar



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

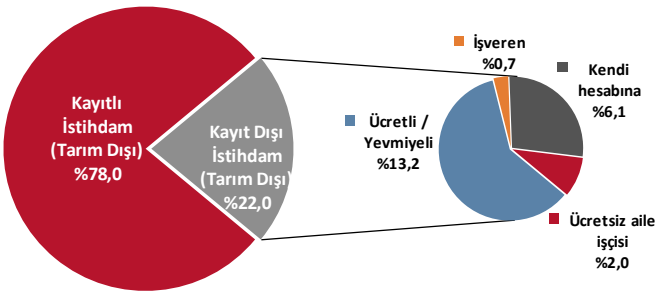
İstihdam seferberliği ile ilk 5 ay içerisinde iş arama süresini sona erdirenlerin sayısında yılın ilk yarısında düşüş yaşandı ancak olumlu seyir ikinci yarıda yavaşladı. Buna rağmen iş bulma ümidi bulunmayanların sayısı gerilemeye devam etti.

Tarım Dışı Sektörlerde Kayıt Dışılık



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Kayıt Dışı İstihdam
2017 - Eylül, tarım dışı



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

TÜİK verilerine göre tarım dışı sektörlerde kayıt dışı istihdam 2015 yılından bu yana trend olarak yükselirken bu oran Eylül 2017 itibarıyla %22 seviyesindedir. Kayıt dışındaki %22'lik grubun 13yp'ı ücretli çalışmaktadır.

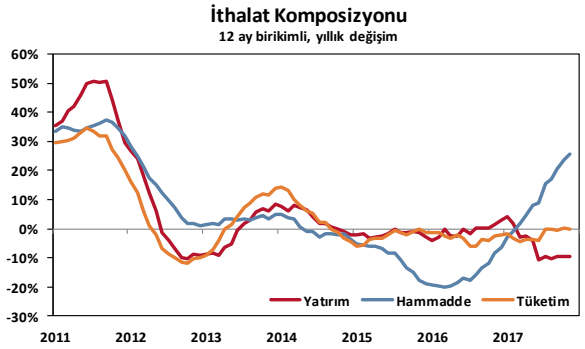
Dış Ticaret: Artan emtia fiyatlarını kuvvetli ihracatla dengelemeye çalıştık.

Altın ithalatı ve hammadde fiyatlarının yarattığı açık 2017 yılının ikinci yarısında hızla büyüdü. 2017'nin *ilk on bir ayında*, bir evvelki senenin aynı dönemine kıyasla *toplam ithalat 30,5 milyar dolar arttı*. Bu rakamın kırılımına bakarsak:

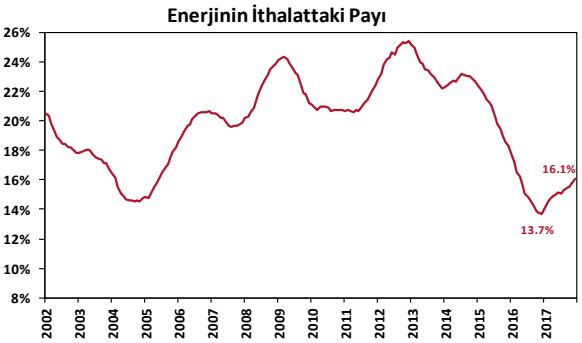
(i) Toplam artışın 11,2 milyar doları sanayi üretiminde kullanılan 'enerji hariç' hammadde ithalatındaki artış kaynaklıdır. Endüstriyel metal fiyatları 2017 yılında ortalama %35 yükseldi (*Thomson Reuters CRB Industrial Metals*). İlk on bir ayda toplam hammadde ithalatı 155,2 milyar dolara yükseldi (2011-14 dönemine benzer bir seviye).

(ii) Toplam artışın 9,0 milyar doları enerji ithalatındaki artış kaynaklıdır. Brent petrolün ortalama fiyatı 2017 yılında %25 yükseldi (*Thomson Reuters*) ve 2017 yılsonunda enerji ithalatı 37 milyar dolara yükseldi.

(iii) Toplam artışın 9,8 milyar doları altın ithalatı kaynaklıdır: TCMB stratejik bir kararla Mayıs ayından başlayarak döviz rezervlerini altına çevirme kararı aldı ve net (kendi) altın rezervlerini yaklaşık 86 ton artırdı (4,3 milyar dolar karşılığı artış). Öte yandan ticari bankalar da Rezerv Opsiyon Mekanizması kapsamında zorunlu karşılıkları için TCMB'ye 102 ton altın yatırarak altın talebi yarattı. Borsa İstanbul—Madenler Piyasası verilerine göre, 2017 yılı ilk on bir ayında toplam 320 ton (14,7 milyar dolar) altın ithalatı gerçekleştirilmiştir.

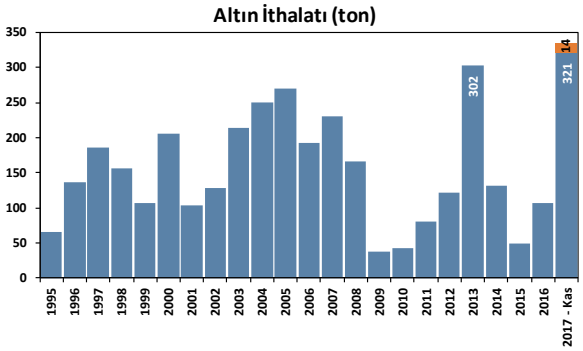


Kaynak: *TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



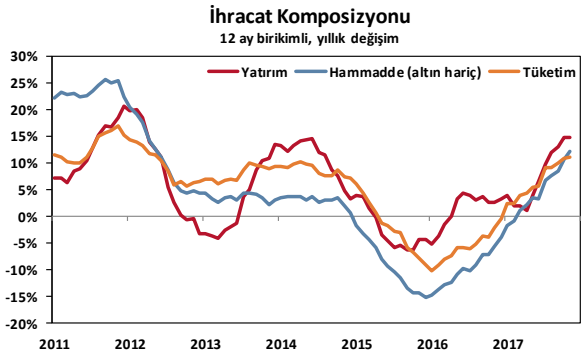
Kaynak: *TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

2017 yılında ithalat %18 artarak 234 milyar dolar seviyesine yükseldi. İlk on bir ay sonunda, enerji ve altın hariç bakıldığında, ithalat geçen senenin aynı dönemine kıyasla 11,5 milyar dolar artmıştır. Ancak tüketim malları ithalatı hemen hemen aynı seviyede (25,7 milyar dolar) kalmış, yatırım malları ithalatı ise 3,5 milyar dolar daralmıştır (29 milyar dolar). 2018 yılında, (a) 65 dolarlık ortalama Brent petrol fiyatı, (b) normalleşecek altın ithalatı, (c) ılımlı seyredecek (%4,2 artış) çekirdek ithalat talebi tahmini altında *toplam ithalatın sınırlı bir şekilde (%1,6) yükselerek 238 milyar dolara ulaşacağını tahmin ediyoruz.*



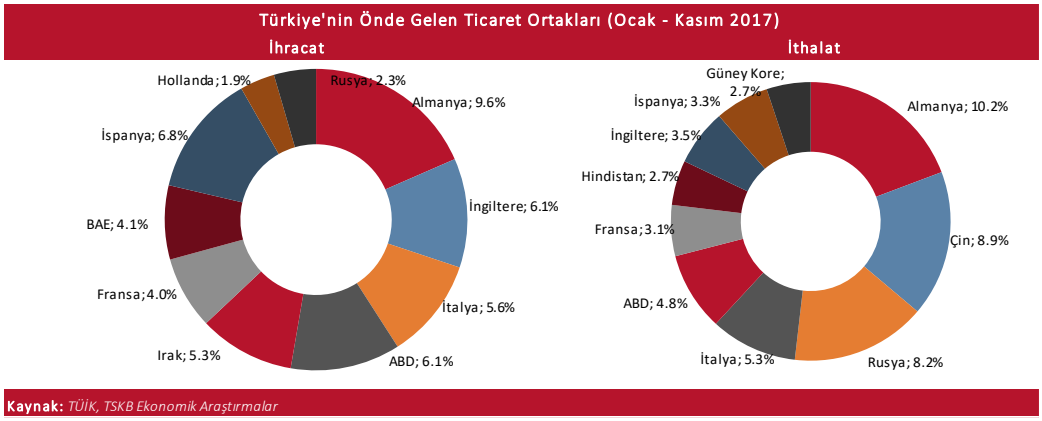
Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Euro Bölgesi'nde beklentilerin ötesinde gelen 2017 yılı büyüme rakamları ihracatı coşturdu. 2016 yılında 1 milyar doların üzerinde daralmış olan toplam ihracat 2017 yılında 14,6 milyar dolar artarak (%10) 157 milyar dolara yükseldi. *İlk on bir ay sonunda* yaklaşık %50 artış kaydederek 11 milyar dolara yaklaşan *binek otomobiller*in ihracatı bu seyirde belirleyici oldu. 'Sanayi ile ilgili taşımacılık araç ve gereçleri' grubunda da %22'lik artışla 8,5 milyar dolarlık ihracat gerçekleşti. Benzer şekilde, 'dayanıklı tüketim malları' ihracatı ilk on bir ay sonunda yaklaşık 1 milyar dolar artarak 12,5 milyar dolara yükseldi. TL'deki zayıflık neticesinde tekstil ve giyiminin yer aldığı yarı dayanıklı tüketim malları grubunda %2,0'lik bir artış söz konusu oldu.



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Cari Açık: 2017'de daha da açıldı, ama 2018'de toparlayabilir.



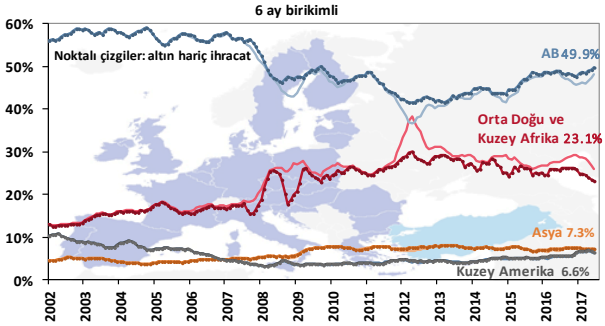
Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Euro Bölgesi'ne yapılan (altın hariç) ihracat 2017 yılının ilk on bir ayı sonunda %13 yükseldi ve bölgenin toplam ihracat içerisindeki payı %50'ye yükseldi (2016 sonunda %48,3 idi)**.** Kuzey Afrika ve Ortadoğu ülkelerine yapılan altın hariç ihracat ise aynı dönemde %8 yükseldi. Bölgeye yapılan ihracatın toplam ihracat içindeki payı 2016 sene sonundaki %26,3 seviyesinden %23'e geriledi. Jeopolitik risklerle özdeşleşen önemli pazarlardan Rusya ve Irak'a yönelik ihracatta pozitif gelişmeler görüldü: Rusya'ya yapılan ihracat 2016 yılında yarı yarıya azalmıştı. 2017 yılında bu ülkeye yapılan ihracat %50'nin üzerinde yükselerek 2,75 milyar dolara çıktı. 2016 yılında %10 daralan Irak ihracatı ise yaklaşık %25 yükselerek 9 milyar dolar ile 2015 seviyesini geride bıraktı. Kuzey Amerika'ya yapılan ihracat %34 yükselirken Asya ihracatı ise %17 yükseldi. 2017 yılında küresel talep koşullarında kazanılan ivmenin devam edeceği varsayımı altında *2018 sonuna dair ihracat tahminimiz 168,6 milyar dolar seviyesindedir* (yıllık bazda %7,4 artış bekliyoruz).

Cari dengede iki farklı dönem yaşandı. 2017 yılı Nisan ayına kadar 33 milyar dolar seviyesinde dengeli giden cari açık pozisyonu Mayıs ayında TCMB'nin rezervlerinde altına dönme kararıyla yaratılan ithalat talebi nedeniyle açılmaya başladı. Mayıs—Temmuz dönemindeki yüklü altın talebi sonrasında, Eylül ayında Brent petrol fiyatlarında yukarı yönlü baskı enerji maliyetlerine yansıdı. Hizmet dengesi, net seyahat gelirlerinde 3,5 milyar dolarlık artış kaydederek 2016 sonundan Ekim'e 4,4 milyar dolarlık fazla yarattı. Yukarıda bahsettiğimiz üzere aynı dönemde ihracat performansı da oldukça kuvvetli seyretti. Buna rağmen cari açık Eylül ve Ekim aylarında 5 milyar doların üzerinde genişledi. Ekim ayında birikimli açık 42 milyar dolar seviyesine yükseldi. Senin son iki ayında cari açığın yaklaşık beş milyar dolar daha yükselerek 2017 yılını 46,9 milyar dolar seviyesinde tamamlamış olduğunu düşünmekteyiz. *TSKB'nin 2018 yılsonu cari açık beklentisi ise 40,3 milyar dolardır (GSYH'ya oranı %4,6).*

İhracatta Bölgesel Pazar Payları

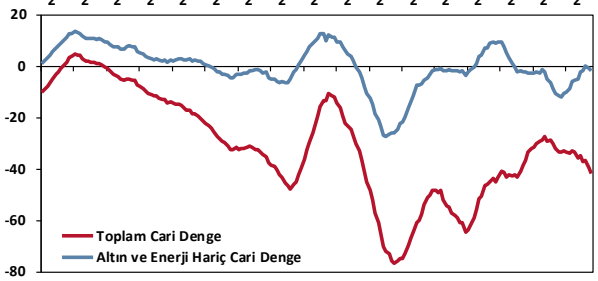
6 ay birikimli



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

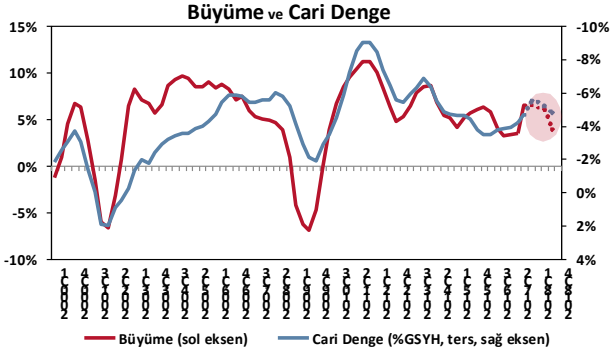
Cari Denge

12 ay birikimli, USD milyar



Kaynak: *TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Büyüme ve Cari Denge



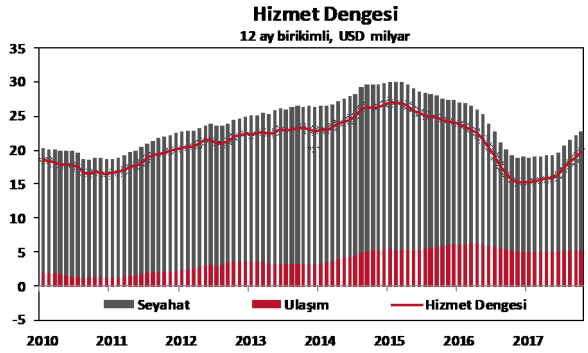
Kaynak: *TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Turizm: Ruslar geri geldi, Avrupalı 'belki 2018' dedi.

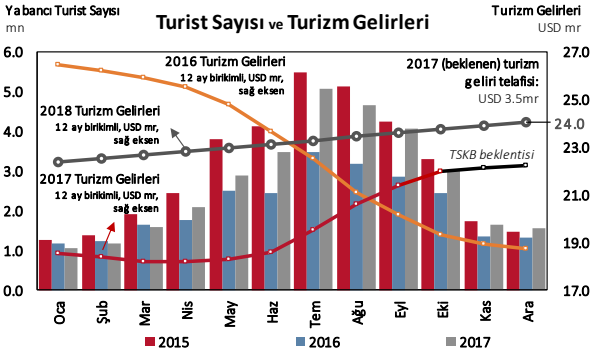
Ah şu dertler bir bitse… TCMB verilerine göre 2014 yılsonunda brüt turizm geliri 29,6 milyar dolar seviyesindeydi. Bu rakam hiç de fena değildi, ama yıl sonuna doğru kaygılıydık. Türkiye'nin önemli makro dengesizliklerine bir parça pansuman olacak gelişme öncelikle Antalyalı turizmcinin canını yakacaktı. 2014 yılında ortalama 100 dolar olan Brent petrol fiyatlarının 2015 yılında ortalama 52 dolara gerilemesi ve rubledeki değer kaybı sebebiyle 2015 sene sonunda 830 bin Rus turisti kaybettik; brüt turizm gelirleri o yıl 26,6 milyar dolara indi. 2015 Kasım'ında yaşanan gelişmeleri takiben 2016 yılı sezon açılışında elde edilen rakamlar endişe yarattı: 2014 Haziran'ında 800 binin üzerinde Rus turist sınırdan giriş yapmışken iki yıl sonra bu sayı 45 bine indi. Yıl içinde kaybedilen 2,8 milyon Rus turistin yarattığı sıkıntıda o dönem yaşanan güvenlik sorunlarının da şüphesiz payı büyüktü. OECD Avrupa'dan gelen turist sayısında da 5,5 milyonluk düşüş gerçekleşti ve 2016 yılında brüt turizm gelirleri 2015 yıl sonu rakamına kıyasla 7,9 milyar dolar gerileyerek 18,7 milyar dolara indi.

2017 yılında Ruslar geri döndü. 4,7 milyon kişilik turist kafilesi beklentilerin de ötesindeydi; ancak yanına sadece Doğu Avrupa'yı koyduk. Daha doğru bir ifadeyle, 2017'nin ilk on bir ayında giriş yapan Cermenik, İskandinav, Akdenizli ve İngiliz turist sayısında yine düşüş tespit edildi. 2016 yılında %35 azalan OECD Avrupalı turist sayısının bu yılın ilk on bir ayında da %4,9 düşmesi görünümü zayıf kıldı. Tüm bu gelişmelerin üzerine bir diğer olumsuzluk da turist başı gelirlerin düşmeye devam etmiş olmasıydı. Kısmen oda fiyatlarındaki indirimler, kısmen de TL'deki reel ve nominal değer kaybı sebebiyle, 2013 yılında 866 dolar olan turist başına ortalama harcama rakamı 2017 yılında 664 dolara geriledi. Tüm bu gelişmelerin neticesinde, 2017 yılsonunda, 2016'ya kıyasla brüt gelirlerde 3,5 milyar dolarlık bir artış gerçekleştiğini ve brüt gelirin 22,2 milyar dolara yükseldiğini tahmin ediyoruz.

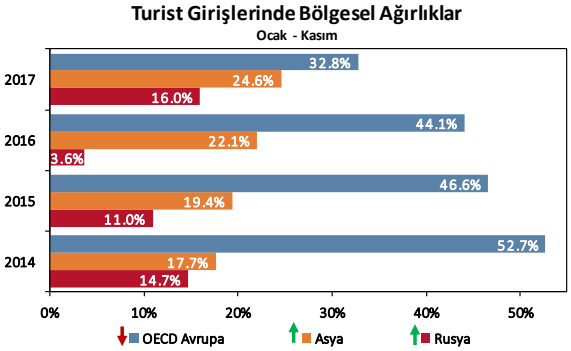
2018 yılına ilişkin öncü rakamlar umut verici... 2018 yılında yabancı turist sayısında görülen artış eğiliminin süreceğini tahmin ediyoruz. Özellikle OECD Avrupa kanadından bu sene daha ümitliyiz. Örneğin, Almanya turizm acentesi TUI Aralık ayında yaptığı açıklamada yaz sezonu ön satışlarında Türkiye pazarında %70'lik artış olduğunu ifade etti. (Alman turist sayısı 2017'de %8,2 düştü). Eylül ayında Thomas Cook İngiliz turistlerin bu sene Mısır ve Türkiye'ye geri döneceklerini açıkladı (İngiliz turist sayısı 2017'de %3,6 düştü). Jeopolitik gelişmelerden kaynaklanan aşağı yönlü riskleri kabul etmekle 2018 sene sonunda brüt turizm gelirlerinin 1,8 milyar dolar artış kaydederek 24,0 milyar dolara yükseleceğini öngördük.



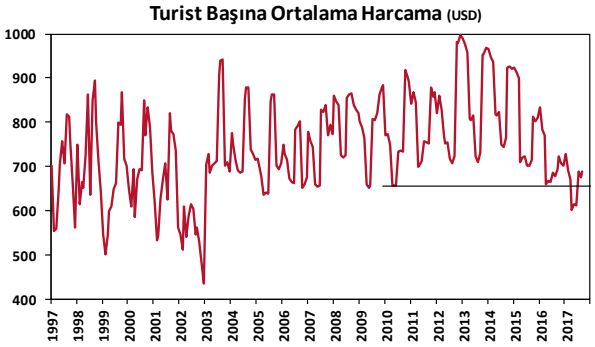
Kaynak: *TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *TCMB, Kültür ve Turizm Bak., TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *Kültür ve Turizm Bak., TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

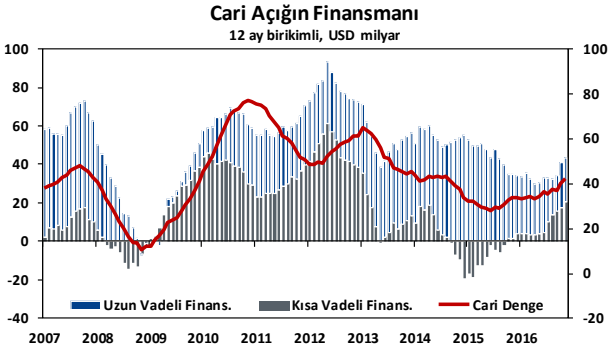
Cari denge tahmini

		2013	2014	2015	2016	2017 T	2018 T
				(milyar ABD doları)			
CARİ İŞLEMLER HESABI	seviye	-64.7	-43.6	-32.1	-32.6	-46.9	-40.3
	/ GSYH (%)	-6.8%	-4.7%	-3.7%	-3.8%	-5.5%	-4.6%
Dış Ticaret Dengesi		-79.9	-63.6	-48.1	-41.1	-59.7	-53.3
İhracat (fob)		151.8	157.6	143.8	142.5	157.1	168.6
İthalat (cif)		-251.7	-242.2	-207.2	-198.6	-234.2	-237.9
(net)		-99.9	-84.6	-63.4	-56.1	-77.1	-69.3
Çekirdek İhracat (altın ve enerji hariç)		141.7	148.3	131.9	131.1	145.7	159.5
Çekirdek İthalat (altın ve enerji hariç)		-180.6	-180.2	-166.0	-165.0	-180.1	-187.7
(net)		-38.9	-31.9	-34.0	-33.9	-34.4	-28.1
Altın İhracatı		3.3	3.2	7.4	8.2	7.0	4.6
Altın İthalatı		-15.1	-7.1	-3.4	-6.5	-16.9	-6.0
(net)		-11.8	-3.9	4.0	1.8	-9.9	-1.4
Enerji İhracatı		6.7	6.1	4.5	3.2	4.4	4.5
Enerji İthalatı		-55.9	-54.9	-37.8	-27.2	-37.2	-44.3
(net)		-49.2	-48.8	-33.3	-24.0	-32.8	-39.8
Bavul Ticareti		7.4	8.6	5.5	5.1	6.5	6.8
Navlun ve Sigorta		12.9	12.7	9.7	9.0	11.0	9.0
Diğer (transit, vb)		-0.4	-0.3	0.1	0.9	-0.1	0.2
Hizmetler Dengesi		22.8	26.8	24.2	15.4	20.7	20.5
Turizm Gelirleri		28.0	29.6	26.6	18.7	22.2	24.0
Turizm Giderleri		-4.8	-5.1	-5.4	-4.8	-4.5	-5.0
(net)		23.2	24.5	21.2	14.0	17.7	19.0
Sigorta, Finans ve Diğer Hizmetler (net)		-0.3	2.3	3.0	1.5	3.0	1.5
Gelir Dengesi		-7.6	-6.7	-8.2	-7.2	-7.9	-7.5

TSKB Beklentileri

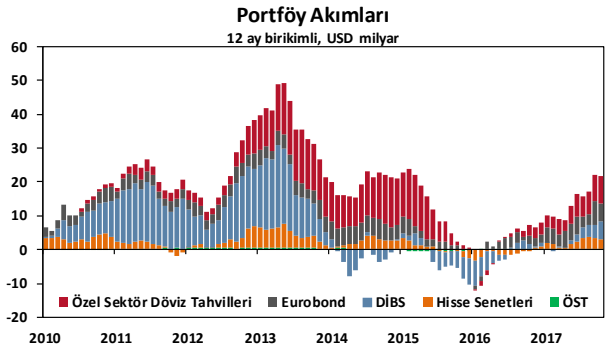
Dış açık finansmanı: Daha pahalı olabilir, ama fonlamada sorun olmaz.

2017 yılı sonunda, on iki ay birikimli bakıldığında, cari işlemler açığının finansmanı tarafında, uzun vadeli finansmanın dengeli seyrini görmekteyiz. Uzun vadeli finansman kalemleri fonlama yapısı içerisinde öne çıkmaya devam ediyor; ancak bu fonlamanın büyük bir kısmı borç yaratan cinsten. Ekim ayı itibarıyla, doğrudan yatırımlar ile eurobond ve döviz cinsi kurumsal tahviller kanalıyla, 12 aylık toplamda, 22,8 milyar dolarlık kaynak sağlanmıştır. Öte yandan, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin devam ettiği bir konjonktürde, Mayıs sonrası portföy yatırımlarına dayalı kısa vadeli fonlamanın ağırlığı yükseldi. 12 ay toplamda 20,6 milyar dolarlık da kısa vadeli kaynak girişi söz konusu olmuştur.



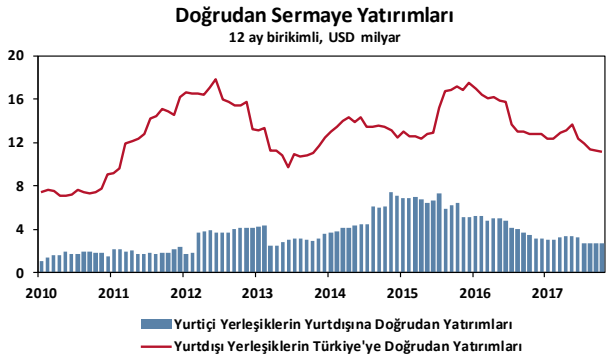
Kaynak: *TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Ocak-Ekim 2017 döneminde Türkiye'ye 37,1 milyar dolarlık net dış finansman girişi oldu (2016—10/12: 2,8 milyar dolar). Bunun sadece 6,3 milyar dolarlık kısmı (net) doğrudan yabancı yatırımlardı. Yatırıma yönelik doğrudan yatırımlarda ise ilk 10 ayda 5,4 milyar dolarlık giriş gerçekleşti (2016—10/12: 5,0 milyar dolar). 2017 yılı ilk on ayında yabancıların portföy girişleri 24,4 milyar dolar seviyesine ulaştı (2016—10/12: 10,6 milyar dolar). Bunun 3,1 milyar doları hisse senedi; 7,6 milyar doları DİBS; 5,3 milyar doları eurobond; 8,4 milyar doları da döviz cinsi şirket tahvillerinden oluşmuştur. Tüm bu yatırım araçlarındaki yabancı girişleri bir evvelki seneye kıyasla daha yüksek gerçekleşti. 2018'de küresel finansal koşulların sıkılaşmasına bağlı olarak hisse senedi ve DİBS'lere girişlerin, bu yıla kıyasla ivme kaybetmekle birlikte pozitif seyrini sürdürmesini bekliyoruz. 2018'de hükümet ve bankacılık sektörü tahvil ihraçlarına devam edecektir. **Küresel konjonktür yılın ilk çeyreğinde görece düşük maliyetli borçlanma olanağını tanıyacaktır.**



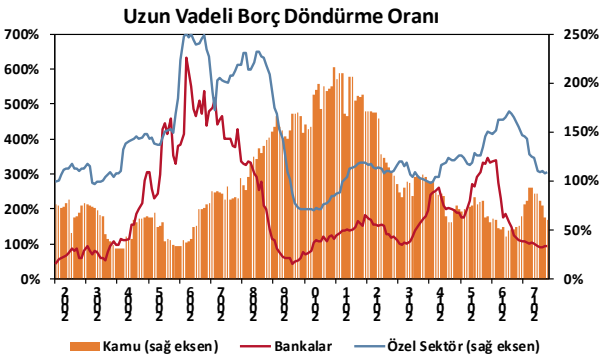
Kaynak: *TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Yılın ilk on ayında yurt içi bankaların yurtdışı muhabirlerindeki yabancı para cinsi efektif ve mevduatları yıl içinde hemen hemen aynı kaldı. Yurtdışı bankaların yurtiçindeki mevduatlarında da büyük bir değişim olmadı. Yurtiçi yerleşik kişiler yurtdışındaki hesaplarından yaklaşık 1 milyar dolar getirdiler.



Kaynak: *TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Bankalar Ocak-Ekim döneminde finansman ihtiyaçları için uzun vadeli kredileri tercih etmediler. Bankalar KGF ile kredileri ağırlıklı olarak TL bazlı verdikleri için bu ihtiyaçlarının karşılanmasına ağırlık verdiler. Nette 1,6 milyar dolarlık geri ödeme neticesinde bankaların uzun vadeli borç çevirme oranları 2010 yılı ortasından bu yana ilk kez %100'ün altına indi. Özel sektör ise 1,4 milyar dolarlık uzun vadeli kredi kullanımına gitti.



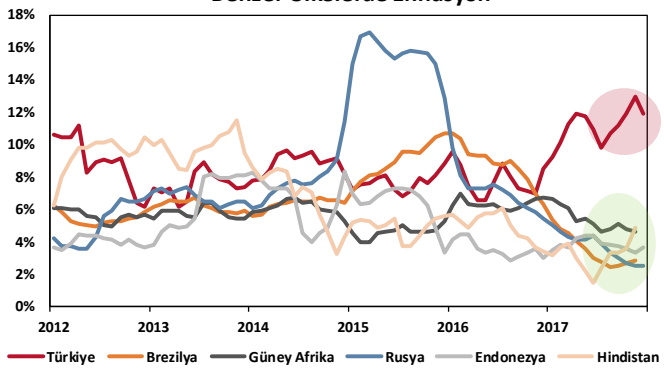
Kaynak: *TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Enflasyon: Herkesin radarında.

Dünya genelinde düşük enflasyon ile anılan 2008 Küresel Kriz sonrası dönemde Türkiye, yüksek enflasyon ile negatif ayrışan bir ülke oldu. Altı yıl sonra yıllık manşet enflasyon % 11,92 seviyesini görerek 2017 yılını çift hanede kapattı. Enflasyonun düşürülmesi, 2018'in en temel politika önceliklerinden biri olmalı.

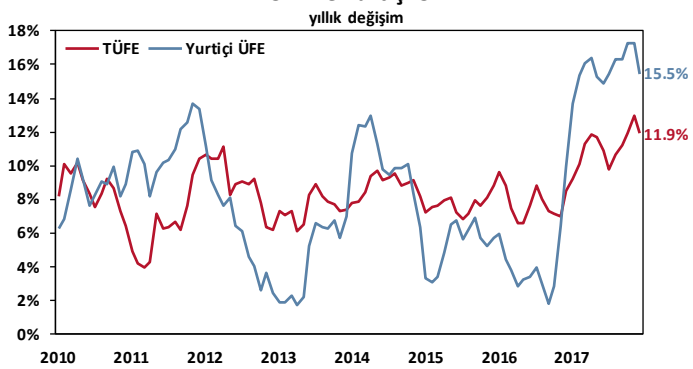
2002-2005 döneminde "örtük" sonrasında ise açık olan takip edilen "enflasyon hedeflemesi" rejimi içerisinde Türkiye'nin karnesinde kırıklar var. TCMB Beklenti Anketi katılımcıları, enflasyonun 2018 sonunda %9,3 olmasını bekliyor. Bu seviye TCMB'nin %5 hedefinden de Enflasyon Raporu 2017-IV'teki %7'lik tahmininden de oldukça yukarıda.

Benzer Ülkelerde Enflasyon



Kaynak: *TCMB, Bloomberg, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

TÜFE ve Yurtiçi ÜFE
yıllık değişim



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

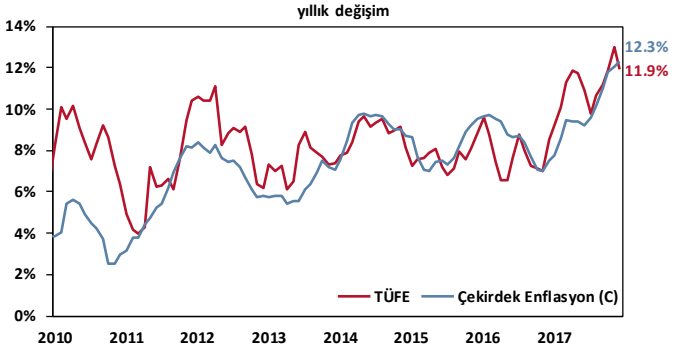
En son 2011'de çift haneye ulaşan yıllık tüketici fiyatları enflasyonun, 2017'yi de çift hanede kapattı.

Üretici ve tüketici fiyatlarındaki yükseliş, genel fiyatlandırma davranışını tehdit ediyor.

Güçlü iç talep, TL'deki değer kaybı, dolar cinsinden ithal fiyatların yükselmesi ve gıda fiyatlarındaki geçen yıldan gelen baz etkisi enflasyonist baskıyı artırmış, yıla %8,53'ten başlayan yıllık enflasyon %11,92'ye yükselmiştir. 2017 yılında enflasyonist etkinin sepet geneline yayıldığı ve fiyatlama davranışının bozulduğu izlenmiştir. Çekirdek enflasyon (işlenmemiş gıda, enerji, tütün, alkol hariç) aralık sonunda %12,3 ile arka arkaya beşinci ayda da çift hanede kalmış ve 13 yılın en yükseğine ulaşmıştır.

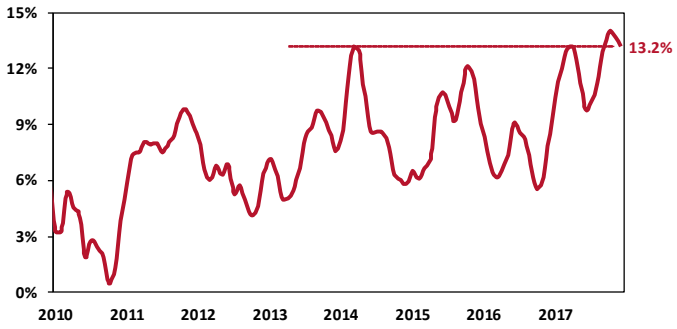
Hem üretici hem de tüketici fiyatlarının keskin bir şekilde yükselmiş olması, fiyat istikrarının 2018 içinde gözetilmesi gereken başlıca konulardan biri olduğunu teyit ediyor. TCMB'nin kendi çalışmaları, üretici fiyatlarına gelen bir şokun %30'unun iki yıl sonunda tüketici fiyatlarına yansıyacağını tahmin ediyor. Ancak endeks kapsamı daraldıkça geçişkenliğin arttığı görülüyor. Bu da, çekirdek enflasyonun yakından takip edilmesini gerektiriyor.

TÜFE ve Çekirdek Enflasyon
yıllık değişim



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Çekirdek Enflasyon Ana Eğilimi
mevsimsellikten arındırılmış, yıllıklandırılmış, 3 aylık ortalama, değişim

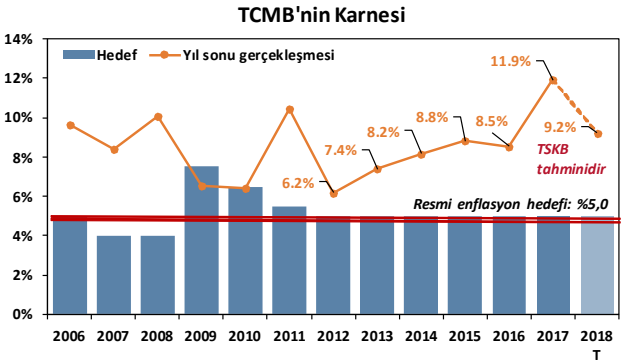


Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Enflasyondaki yükseliş için geçici arz yönlü şoklardan ya da sınırlı bir talep artış dalgasından söz etmek mümkün değil. Çekirdek göstergeler de manşet enflasyonla birlikte yükselerek, geçici etkilerin dışında bir baskıya işaret ediyor.

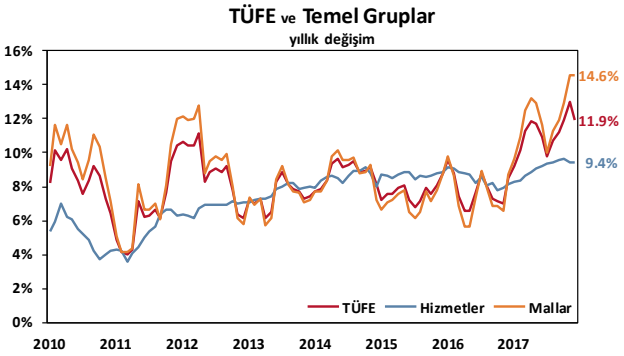
Enflasyon: Bu sefer neden farklı?

2013'ten bu yana, tüketici fiyatları enflasyonu TCMB'nin %5 hedefinin üzerine koyduğu 2 puanlık belirsizlik aralığını da geçerek yılı %7'nin üzerinde kapatıyor. Yüksek gerçekleşmelerin içinde bazen arz bazen de talep yönlü faktörlerin ön plana çıktığını görüyoruz. Ancak 2017, hem enflasyon üzerindeki baskıların dağılımı hem de çekirdek ve manşet enflasyonun ilişkisi açısından incelendiğinde, bir *kırılma yılı* olma riski taşıyor.



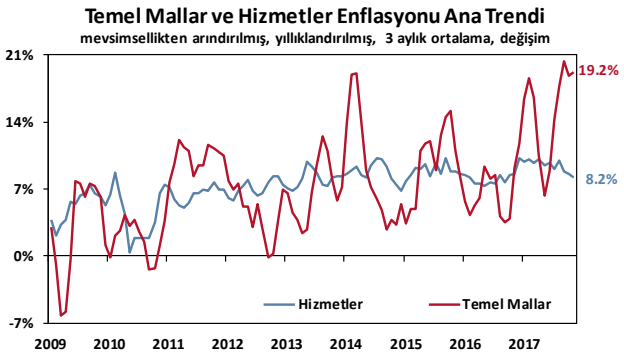
Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Sepet kur karşısında TL'deki birikimli değer kayıpları, enflasyonun üzerinde yapılan ücret artışları, daha yüksek bir platoda denge arayan enerji fiyatları ile diğer endüstriyel emtia fiyatlarında yaşanan küresel maliyet baskıları, devam eden güçlü iç talep koşulları… Tüm bu faktörler enflasyonu tahminlerin ötesinde yüksek bir seviyede tutuyor. Bu durum para politikasında daha da sıkı bir duruşa yönelik beklentileri artırıyor.



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

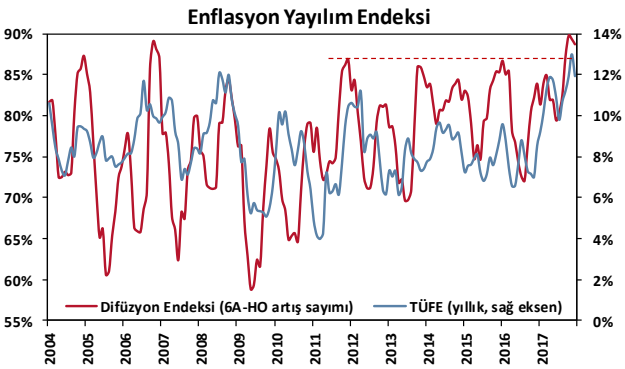
Artış serisinin kırılımına baktığımızda 'mal' grubundaki artışa ek olarak 'hizmetler' grubu fiyatlarının da Kasım 2016'dan bu yana yükseliş trendinde olduğunu görmek mümkün (sadece Kasım 2017'de bir gerileme tespit edildi). Mal grubu fiyatları doğası gereği daha dalgalı bir seyir izlerken hizmetler grubu için aynı şeyi söylemek mümkün değil.



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Her iki grubun da yakın zamana kadar yükseliş eğilimi sergiliyor olması fiyat baskısının yaygınlığına işaret ediyor. Hizmet endeksinin ana eğiliminin yılın son çeyreğinde gerilemiş olması ise tüketici güveninde son beş aydır süregelen zayıflama ile uyumludur.

Yayılım endeksi çalışmamız da bu görüşü teyit ediyor. Genel bir bakış açısına sahip olabilmek için yayılım endeksine bakarken, altı aylık hareketli ortalamaları kullanmayı tercih ettik. Bu şekilde baktığımızda dahi yayılma endeksinin kademe olarak yukarı geldiği gözleniyor. Hem yayılım endeksindeki kademe olarak yukarı gelen görüntü, hem de artışın mal ve hizmet gruplarının ikisinde de gözleniyor olması, enflasyonda katılığın arttığına işaret ediyor.

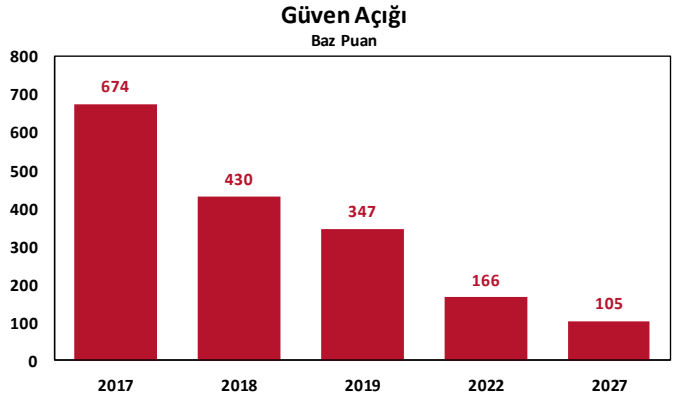


Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Enflasyon: Beklentilere dikkat.

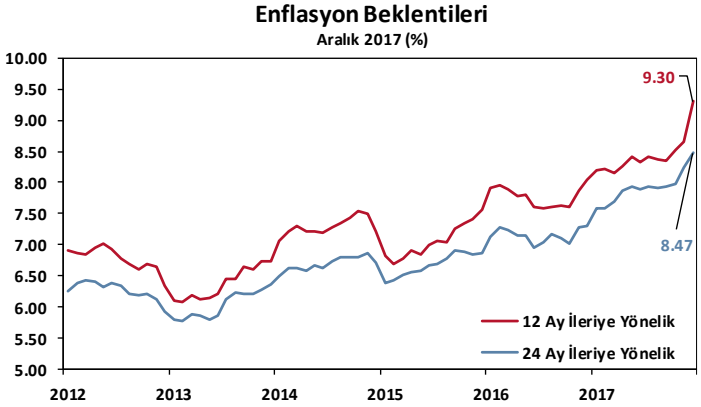
Enflasyonun seneler içerisindeki yüksek seyri, artan bir güven açığı olarak karşımıza çıkıyor. 2013'te 174 baz puan olan güven açığının her sene yükselerek nihayetinde 2017'de 674 baz puana ulaştığını görüyoruz.

TCMB'nin kendi Beklenti Anketi sonuçlarına göre, katılımcılar 2018'de enflasyonun %9,30, 2019'da ise %8,47 olmasını bekliyor. Yine aynı ankete göre, 2022 ve 2027 için enflasyon beklentileri de sırasıyla %6,66 ve %6,05. 10 yıllık vadede bile enflasyon beklentilerinin hedefle uyumlu hale gelmemesi, önemli bir risk.



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

2017 için 7 puana yaklaşan güven açığı, geriliyor olmasına rağmen orta vade de varlığını koruyor.

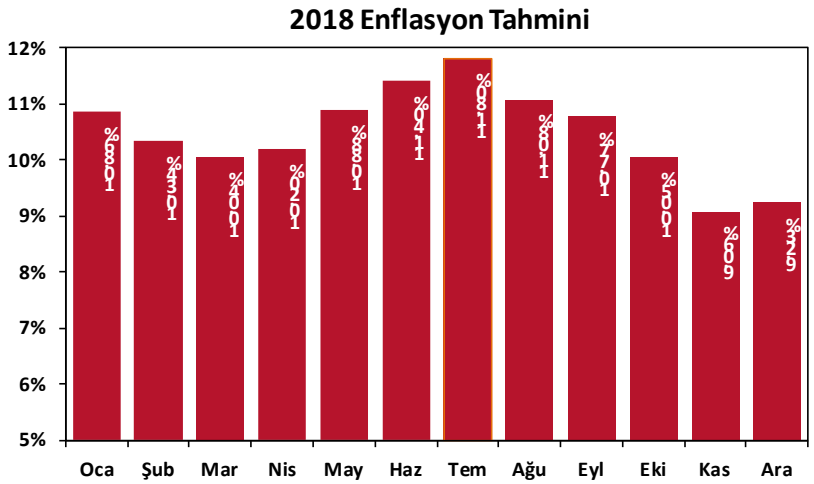


Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Enflasyon beklentilerinde tüm vadelerde artış trendi dikkat çekici durumda.

2018 için yaptığımız tahminlere göre, yılın on ayında enflasyon çift hanede seyredecek. Enflasyonun Mart ayında %10,04'e kadar gerilemesini, Nisan—Temmuz periyodunda %11,8'e kadar yükselmesini, Ağustos'tan başlayarak Kasım ayına kadar tekrar düşüşe geçmesini ve yılı %9,23 seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz.

Zaten yüksek olan enflasyon beklentileri dikkate alındığında, enflasyonun yıl içerisindeki bu yüksek seyri, beklentileri daha fazla bozma ya da beklentilerdeki olası bir iyileşmeyi sınırlama riski taşıyor.

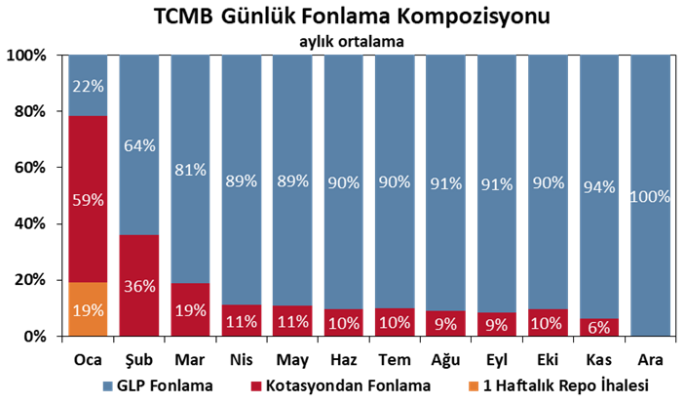


Kaynak: *TSKB Ekonomik Araştırmalar*

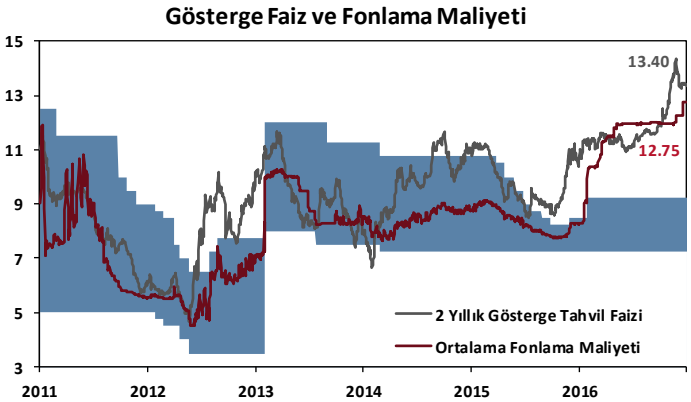
2018'in ilk on ayında tüketici fiyatları enflasyonunun çift hanede seyretmesini bekliyoruz.

Para Politikası: Enflasyon görünümüne bağlı ilerleyecek.

Eldeki verileri masaya koymakta fayda var: enflasyon yüksek, yüksek kalmaya devam edecek ve beklentilerdeki bozulma risk unsuru oluşturuyor. Çizdiğimiz bu tablo, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir merkez bankası açısından parasal reaksiyon verilmesini gerekli kılıyor. TCMB de 2017 Şubat'ından başlayarak fonlama kompozisyonu içerisinde Geç Likidite Penceresi'nin ağırlığını arttırarak sıkılaşma yönünde sinyallerini vermeye başlamıştı ancak bu yeterli olmadı.



Kaynak: *TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *Matriks, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

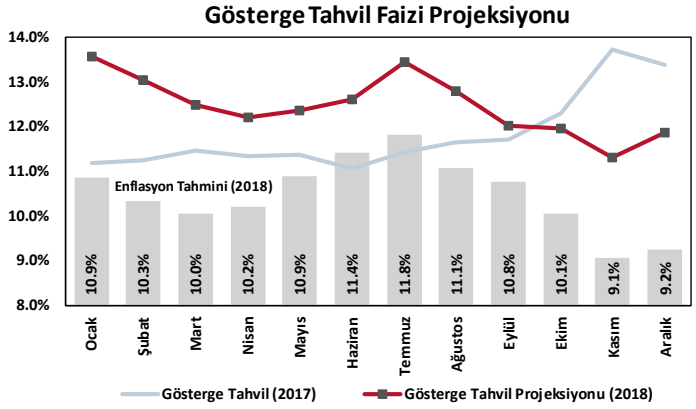
TCMB, fonlama kompozisyonu üzerinden sıkılaştırma adımları atsa da faiz arttırımı kaçınılmaz oldu.

İlave parasal sıkılaştırma için kapıyı açık bırakan TCMB, 2018'de beklentileri ve fiyatlamaları yakından izleyecek.

2017'nin son Enflasyon Raporu için yapılan sunumda, yılın son iki ayında enflasyonun yükseleceğine dair bir iletişim yapılmıştı. Piyasa beklentilerini yukarı yönlü şekillendiren bu açıklamaya rağmen, enflasyonun yine de tahminlerin üzerinde gelmesiyle birlikte, güven açığındaki genişlemenin hızlandığını gördük. TL'deki zayıflıkla birleştiğinde, TCMB'nin faiz arttırımı da kaçınılmaz oldu. Nitekim TCMB de 2017'nin son toplantısında Geç Likidite Penceresi'nde 50 baz puanlık maliyet artışı ile bir sıkılaştırma adımı attı ve ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma için de kapıyı açık bıraktı.

TCMB'nin 2017 başında fonlama kompozisyonunu değiştirerek başlattığı sıkılaştırma girişimi, sene sonunda Geç Likidite Penceresinden gerçekleştirilen fonlamanın maliyetinin arttırılmasıyla bir adım daha ilerletilmiş olsa da, 2018 için para politikası resmi henüz net değil. Hem enflasyonun 2018 içerisinde sergilemesini beklediğimiz katılık, hem de beklentilerdeki bozulmanın ileri seviyeye ulaşmış olması, enflasyonla mücadelede para politikası duruşunun önemini koruyacağına işaret ediyor.

TCMB'nin son beklenti anketi uzun vadede reel faiz öngörülerinin yükseldiğini gösteriyor. Beklentilerdeki zayıflık, küresel faiz platosundaki bir artışla birleştiği taktirde, fonlama maliyetleri cephesinde bir yeniden konumlandırma ihtiyacı doğabilir.



Kaynak: *TSKB Ekonomik Araştırmalar*

2018 yılında FED faiz artırım döngüsü neticesinde ek faiz artırımları gelebilir. Bu noktada verilecek olası para politikası tepkilerinin iletişiminin doğru yapılması, şu anda katılık sergileyen beklenti kanalını açarak parasal aktarım mekanizmasını olumlu etkileyecektir. Ancak bu gerçekleşene kadar, faizler üzerindeki baskının devam etmesini beklemek yanlış olmayacaktır.

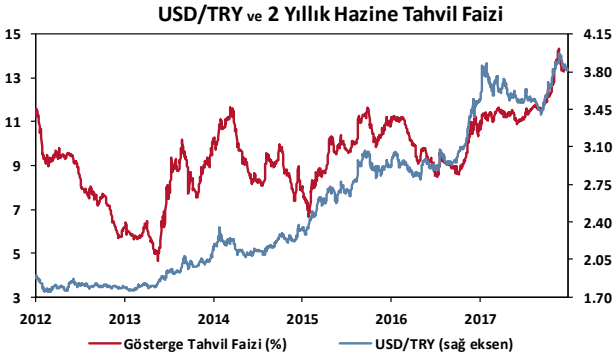
Piyasa faizlerinin 2018 ikinci yarısında gerilemesini bekliyoruz.

Para Politikası: Pusula TL mi, TCMB mi?

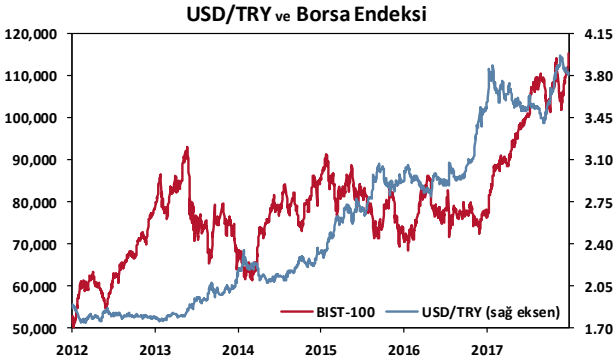
İmalat sanayinin ithalat bağımlılığının yüksek olduğu Türkiye gibi ülkelerde yerel para birimindeki değer kaybının geçişkenlik katsayısına bağlı olarak enflasyonu yukarı çektiği bir gerçek. Öte yandan yüksek enflasyonla geçen yılların korunma alışkanlığının dövizi bir yatırım aracı olarak konumlandırması, TL'nin seviyesinin aynı zamanda beklenti kanalı için bir barometre özelliğine sahip olduğunu da gösteriyor. İç tasarrufların yetersiz kalmasının getirdiği dış tasarruf bağımlılığı, yatırım yükünü omuzlarında taşıyan özel sektör için bir açık pozisyon zorunluluğu yaratırken, TL'nin her değer kaybı bu kanal üzerinden de genel dengeyi etkiliyor.

Bu açılardan bakıldığında, Türkiye ve benzer yapısal sorunları olan ülkelerde merkez bankalarını tepki fonksiyonları içerisinde yerel para biriminin değerini dikkate alan bir değişken olduğunu varsaymak yanlış olmayacaktır. Yine de burada önemli bir detayı not etmekte fayda var: enflasyon hedeflemesi rejimi içerisinde para politikası nihai hedefi para biriminin seviyesini belirlemek değildir, ancak enflasyon hedefine ulaşmayı engellediği ölçüde dikkate alınacaktır. Bir diğer deyişle, para politikasının pusulası TL değil, enflasyon hedefi olmalıdır. Bu sağlandığı takdirde, para politikası TL'yi değil, TL para politikasını takip edecektir.

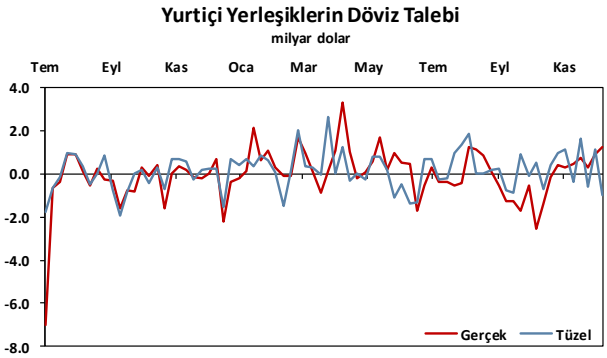
Ancak elbette küresel gelişmeler de özellikle gelişmekte olan ülkelerin para birimlerine dair beklentileri etkiliyor. Önümüzdeki dönemde ABD'nin faiz arttırımı ya da Avrupa ekonomilerindeki iyileşmenin seyri içlerinde TL'nin de olduğu bu para birimleri için kritik olacak. 2017 boyunca, TL en çok değer kaybeden para birimlerinin başında geldi.



Kaynak: *TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*



Kaynak: *TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Döviz Tevdiat Hesabı (Net) Girişleri

Net Girişler	YURT İÇİ YERLEŞİKLER				YURT DIŞI YERLEŞİKLER		TOPLAM YP MEVDUAT
	Toplam	1. Gerçek	2. Tüzel	Bankalar	Toplam	Bankalar	
2013 Yılında	11,208	4,598	6,610	1,569	2,779	1,281	17,161
2014 Yılında	4,953	4,536	417	-801	1,347	-796	4,419
2015 Yılında	12,818	6,994	5,823	1,165	1,580	632	16,234
2016 Yılında	-10,278	-5,609	-4,669	-451	-1,281	1,797	-9,864
2017 Yılında	19,805	27,542	39,610	42,955	49,456	47,644	27,042

Kaynak: *TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar*

Tüm bu yurtdışı ve yurtiçi gelişmeler ve beklentilerin ışığında, TL talebini ve kompozisyonunu takip etmenin önemli olduğunu düşünüyoruz. Eldeki veriler, 2017'nin bu açıdan yüksek talepli bir yıl olduğunu gösteriyor. Benzer bir talebin 2018'de de devam edeceği görülüyor.

Kısaltmalar

- ⇒ **FED**: ABD Merkez Bankası
- ⇒ **ECB**: Avrupa Merkez Bankası
- ⇒ **PBoC**: Çin Merkez Bankası
- ⇒ **IMF**: Uluslararası Para Fonu
- ⇒ **FOMC**: FED Para Politikası Kurulu
- ⇒ **OVP**: Orta Vadeli Program
- ⇒ **PPK**: Para Politikası Kurulu
- ⇒ **PMI**: Satın Alma Yöneticileri Endeksi
- ⇒ **TÜİK**: Türkiye İstatistik Kurumu
- ⇒ **yp**: Yüzde puan

TSKB

Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü

arastirma@tskb.com.tr

MECLISI MEBUSAN CAD. NO 81
FINDIKLI ISTANBUL 34427, TÜRKİYE
(90) 212 334 50 50 faks: (90) 212 334 52 34

2018 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. her hakkı mahfuzdur.

Bu doküman Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin yatırım bankacılığı faaliyetleri kapsamında, kişisel kullanıma yönelik olarak ve bilgi için hazırlanmıştır. Bu dokümana dayalı herhangi bir işlem yapılması tarafımızdan öngörülen bir husus değildir. Belirtilen görüşler sadece bizim güncel görüşlerimizdir. Bu raporda yer alan bilgileri makul bir esasa dayalı olarak güncelleştirirken, bu konuda mevzuat, uygunluk veya diğer başka nedenlerle amaca uygunluk tam olarak sağlanamamış olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları veya çalışanları, burada belirtilen senetleri ihraç edenlere ait menkul kıymetlerle ilgili olarak bir pozisyon almış olabilir veya alabilir; menkul kıymetler üzerinde opsiyonları olabilir veya ilgili diğer bir yatırıma girebilir; bu menkul kıymetleri ihraç eden firmalara danışmanlık yapmış, hisselerinin halka arzına aracılık veya yüklenim taahhüdünde bulunmuş olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları bu raporda belirtilen herhangi bir şirket için yatırım bankacılığı da dahil olmak üzere önemli tavsiyeler veya yatırım hizmetleri sağlıyor veya sağlamış olabilir.

Bu raporun ilgili olduğu yatırım fiyatı veya değeri, direkt veya indirekt olarak, yatırımcıların menfaatlerine ters düşebilir. Döviz kurlarındaki herhangi bir değişmenin yatırımın değeri veya fiyatı veya bu yatırımdan sağlanan gelir üzerinde olumsuz bir etkisi olabilir. Geçmişteki performans her zaman gelecekteki performansın kılavuzu olacak demek değildir. Yatırım geliri dalgalanma gösterebilir.

Bu rapor kamuya açık bilgilere dayalıdır. Doğru veya tamam olmayan hiçbir beyan yapılmamıştır. Bu rapor söz konusu menkul kıymetlerin alınması veya satılması için bir teklif, yorum ya da yatırım tavsiyesi değildir veya bu menkul kıymetlerin alınıp satılmasına yönelik bir teklif için de bir istek veya zorlama değildir. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve kendisiyle bağlantılı olan diğerleri bahsedilen şirketlerin menkul kıymetleriyle ilgili pozisyon alabilirler veya bu menkul kıymetlerle ilgili işlem yapabilirler, ayrıca bu şirketler için yatırım bankacılığı hizmetleri de verebilirler.

Herhangi bir yatırım kararı yatırımcının tamamıyla kendi kişisel seçimine dayanmalıdır. Bu rapordaki bilgiler herhangi bir yatırım tavsiyesi olmayıp, raporda yer alan firmalara yatırım yapılmasından ötürü Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. hiç bir sorumluluk kabul etmez.