

Görünüm 2019



 **HALKYATIRIM**

halkyatirim.com.tr 444 42 55

İÇİNDEKİLER

KÜRESEL ÖZET: 'Normalleşmenin hızı' ve 'ticaret savaşları'	1
ABD: 'Büyüme ve parasal sıkılaşmada yavaşlama' senaryosu	3
Euro Bölgesi: 'Normalleşme' sırası ECB politikasında	5
Japonya: 'Destekleyici politikalar'a devam	6
Çin: Küresel risk algılamasında yeniden ön planda	7
Gelişen Ülkeler: 'Normalleşme'nin ılımlı hızı, gelişen ülkelere ilgiliyi devam ettirebilir	9
TÜRKİYE ÖZET: Ekonomide yeniden dengelenme: Orta vadeli değişim sürecinin başlangıcı	11
Büyüme: 'Yeniden dengelenme'de büyüme modeli	16
Enflasyon: Dinamiklerde iyileşme görünümü	19
Para Politikası: Sadeleşme korunurken, sıkılaşma boyutunda rahatlama gündeme gelebilir	23
Dış Denge: Yeniden dengelenmede cari açık daha ılımlı	26
Maliye Politikası: 'Mali disiplin' çapasına dönüş	28
Makroekonomik Tahminler	30
Makroekonomik Varsayımlar	31
BİST STRATEJİ: Yeni Ekonomi Programı ve küresel destekle BİST'te dengelenme	32
Hisse Önerilerimiz	35

HALK Yatırım - Araştırma

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

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

Ayşegül Bayram, Uzman
ABayram@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 30

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

Uğur Bozkurt, Uzman Yd.
UBozkurt@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 26

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

ÖNSÖZ

Ucuz likidite dönemini geride bırakan ekonomilerin, 2018 yılında sıkılaştan küresel likidite koşulları altında, büyümelerini daha yavaş ivmeyle de olsa sürdürmeyi başardığını görüyoruz. ABD ekonomisi ise, daha güçlü büyüme ile bu yılın tablosunda farklı bir yer ediniyor. Ancak 2019 yılı görünümünde, ticaret savaşları, yüksek borç oranları ve Çin'den gelen yavaşlama sinyalleri gibi faktörler nedeniyle, küresel büyümeye dair aşağı yönlü riskleri önemsiyoruz. Ticaret savaşlarına ilişkin söylem ve uygulamaların 2019 yılında da devam edeceği varsayımı altında, hem gelişmiş hem de gelişen ülkeler açısından en büyük risk faktörünün, bu uygulamaların büyüme üzerindeki yavaşlatıcı etkisi olduğunu söyleyebiliriz. Para politikaları ile ilgili olarak ise, gerek Fed gerekse de Avrupa Merkez Bankası'nın normalleşme süreçlerini ılımlı bir şekilde sürdürmesi ana senaryomuz.

Küresel büyümeye ilişkin aşağı yönlü risklere karşın, bu yıl faiz artırım sürecine giren gelişen ülke ekonomilerinin halen sağlam ekonomik dinamiklere sahip olmaları dolayısıyla 2019 yılında da cazibelerini korumaya devam edeceğini düşünüyoruz. Hem ticaret savaşları hem de ülke özelinde yaşanan gelişmeler nedeniyle artan bulaşıcılık endişelerine karşılık; ılımlı normalleşme süreci ve maliye politikalarının azalan desteği ile büyüme hızı yavaşlaması beklenen ABD ekonomisinde enflasyon hızında görülebilecek düşüşe bağlı olarak, %3,0-3,5 tahmin aralığına dair yukarı risklerin sınırlı kalacağını düşündüğümüz 10 yıllık tahvil faizleri ve göreceli olarak 'daha zayıf dolar' senaryosunun gelecek yıl gelişen ülke ekonomilerini destekleyeceğini öngörüyoruz.

Küresel koşulların destekleyici olmaya devam edeceği varsayımına ek olarak, içeride 2018 yılında temel göstergelerde yaşanan kırılganlıkların ekonomi politikalarında farkındalık, değişim ve çözüm odaklı kararlılık gibi destekleyici yaklaşımları da beraberinde getirmiş olmasının ise, 2019 yılına olumlu bir iç zeminde başlamamızı sağlayacağı kanısındayız. Para politikasında sadeleşme eşliğinde belirgin sıkılaşma, hedefleri oldukça gerçekçi görünen hatta hedefleri aşma konusunda yukarı riskleri içerdığını düşündüğümüz ve orta vadeli değişimi gerçekleştireceğine inandığımız Yeni Ekonomi Programı, ekonomi politikalarında tekrar öncelikli hale gelen mali disiplin, yapısal sınırın altına inme işaretleri veren cari açık bu olumlu zeminin temel taşları olarak beliriyor.

Yeni Ekonomi Programı'nda ortaya konulan yeni politika yaklaşımını destekleyen uygulamaların görülmesi halinde ise, sadece ekonomide yeniden dengelenmenin sağlanmasının değil; aynı zamanda son iki yıldır arka arkaya indirim kararlarıyla 'yatırım yapılabilir' seviyenin iki-üç kademe altına gelmiş olan ülke kredi notumuzda iyileşme sürecinin de başladığına tanık olabileceğimize inanıyoruz.

Küresel Özet: 'Normalleşmenin hızı' ve 'ticaret savaşları'

Ucuz likidite dönemini geride bırakan ekonomiler genel olarak, 2018 yılında sıkılaştıran küresel likidite koşulları altında, büyümelerini daha yavaş ivmeyle de olsa sürdürmeyi başardılar. ABD ekonomisi ise, daha güçlü büyüme ile bu yılın tablosunda farklı bir yer edindi. Ancak yeni yılın görünümünde, ticaret savaşları, yüksek borç oranları ve Çin'den gelen yavaşlama sinyalleri gibi faktörler nedeniyle, **küresel büyümeye dair aşağı yönlü riskleri önemsiyoruz**. Ticaret savaşlarına ilişkin söylem ve uygulamaların 2019 yılında da devam edeceği varsayımı altında, hem gelişmiş hem de gelişen ülkeler açısından en büyük risk faktörünün, bu uygulamaların büyüme üzerindeki yavaşlatıcı etkisi olduğunu söyleyebiliriz. Para politikaları ile ilgili olarak ise, gerek Fed gerekse de ECB'nin **normalleşme süreçlerini ılımlı bir şekilde sürdürmesi** ana senaryomuz. Yükselen petrol ve diğer emtia fiyatlarının belirli fiyat seviyelerini koruması ile gelişmiş ülkelerde daha çok hissedilen **fiyat baskıları**, yukarı ivmesini korumakla birlikte, büyüme endişeleriyle bu yıla göre yavaşlayabilir.

Küresel olarak faizlerin arttığı ortamda **yükselen borçluluk rasyoları**, özellikle ABD, Çin ve Japonya gibi ülkeler açısından risk teşkil ederken; **maliye politikalarının büyümeye desteğinde azalma** görebiliriz. Bu doğrultuda, ABD'de federal çalışanlara zam yapılmayacağı söylemleri ve Japonya'da Ekim 2019'da uygulanmaya başlanması planlanan vergi artırımı, maliye politikasında ılımlı sıkılaştırma döneminin adımları olabilir.

Küresel büyümeye ilişkin aşağı yönlü risklere karşın, 2018 yılında geçen yılın aksine **faiz artırım sürecine giren gelişen ülke ekonomilerinin** halen sağlam ekonomik dinamiklere sahip olmaları dolayısıyla **cazibelerini korumaya devam edeceğini** düşünüyoruz. Hem ticaret savaşları hem de

ülke özelinde yaşanan gelişmeler nedeniyle artan bulaşıcılık endişelerine karşılık; ılımlı normalleşme süreci ve maliye politikalarının azalan desteği ile büyüme hızı yavaşlaması beklenen ABD ekonomisinde daha ılımlı enflasyon gelişimine bağlı olarak, **kalıcı yukarı risklerin %3,25-3,50 bandı ile sınırlı kalmasını beklediğimiz 10 yıllık tahvil faizleri ve 'ılımlı zayıf dolar' senaryosunun** gelişen ülke ekonomilerini destekleyeceğini öngörüyoruz. Gelişmiş ülke büyümelerine ilişkin risklerin dengeli olduğunu düşünmekle birlikte, Euro ekonomisindeki yavaşlamanın gelişimi küresel büyümede önemli olacak.

Siyasi cephede ise, seçim takvimi yoğun olmamakla birlikte, **Kasım'daki ABD kongre seçimleri ve 2019'da Brexit sürecinin gelişimi** en önemli unsurlar olacak. 2017 sonu ve 2018 başında ağırlık kazanan popülist söylemlerde azalma ile Euro bölgesinin siyasi bütünlüğüne dair endişeler azalmaya devam edebilir.

Küresel görünümde belirleyici ekonomilere özetle değinecek olursak, ABD'de, kamu dengelerinde zayıflama nedeniyle **maliye politikalarının daha az destekleyici olması ile yavaşlama** görülebileceği kanısındayız. Ancak, tahvil eğrisindeki yataylaşmanın neden olduğu **resesyon tartışmalarının aksine, istihdam piyasasının güçlü ve ücret artışlarının ılımlı boyutta olması nedeniyle resesyon ihtimalini düşük görüyoruz**. Fed tarafından bu yıl şimdiye kadar gerçekleştirilen üç faiz artırımı ile devam eden sıkılaştırma sürecinin ise, 2019 yılında ılımlı bir şekilde devam edeceğini düşünüyoruz. Ücretlerin enflasyon baskısı yaratmayan gelişimine ek olarak, ticaret savaşlarının küresel büyüme üzerindeki olası yavaşlatıcı etkileri ve daha ılımlı enflasyon gelişimi nedeniyle, Fed projeksiyonlarından **daha az sayıda faiz artırımı ve/veya yavaşlayan bilanço küçültülmesinin** gündeme gelebileceğini öngörüyoruz.

Euro bölgesinde, 2018 yılında yaşanan yavaşlamanın, hem ticaret savaşlarının baskısı hem de azalması beklenen parasal destek nedeniyle, 2019 yılında da devam etme riski bulunuyor. Bilindiği gibi, bu yılın sonunda varlık alımlarına son vermesi beklenen Avrupa Merkez Bankası'nın 2019 yılı itibarıyla, Fed'e benzer şekilde, **bilanço küçültmeye** başlaması bekleniyor. Ancak **parasal genişleme sürecinin ekonomik dengeler üzerindeki etkisinin** Euro bölgesinde ABD'ye göre daha etkin ve hızlı yaşanmış olması, **yıllık enflasyonun** para politikası üzerinde baskı yaratacak ölçüde olmaması ile İtalya ve İspanya başta olmak **sorunlu bölgelerin maliye politikasına dair endişeler**, para politikasında normalleşme sürecinin daha yavaş işlemesine neden olabilir.

Japonya ekonomisinin, 2018 yılındaki zayıf büyümesini 2019 yılında da sürdürmesi beklenirken; **bozulan kamu dengelerini** desteklemek amacıyla Ekim 2019'da uygulanması planlanan **vergi artırımı** da, tüketimi azaltıcı etki yaratacağından dolayı, büyüme üzerinde ek baskı oluşturabilir. Ancak hem büyümenin desteklenmesi hem de iç talebin canlı tutularak gevşek para politikalarını sürdüren ve bilanço büyüklüğü 550 trilyon yene ulaşan **Japonya Merkez Bankası'nın** küresel para politikalarındaki normalleşme sürecine eşlik edilebilmesi amacıyla, **vergi artırımı planı bir sonraki döneme kalabilir**. Enflasyonda hala düşük seviyelerde olsa da yaşanan yukarı imvemenme, bilanço büyüklüğünün yüksek seviyelere ulaşması ile Fed ve ECB ile arasındaki politika ayrışmasının kısmen yumuşatılması gibi nedenler de, **para politikasında destekleyici tutumun kademeli olarak da olsa azaltılmasını** destekleyen diğer unsurlar olabilir.

Çin ekonomisinde ise, değişim sürecinin yanı

sıra büyümede yavaşlama, 2019 yılında da devam edebilir. 2018 yılında başlayan **ticaret savaşlarının ekonomideki olumsuz etkileri**, öncü ekonomik göstergeler üzerinde ilk işaretlerini verirken; ticaret savaşlarının sertleşme derecesi, büyümedeki yavaşlamanın seviyesinde etkili olacak. Ayrıca, ticaret savaşları nedeniyle ülkenin **dış ticaret fazlasında başlayan gerileme karşısında**, para birimi yuanın kontrollü bir şekilde **değer kaybetmesine** izin veren merkez bankası, **rezervlerini belli seviyede tutmayı** başarmış görünse de; ticaret savaşlarının hangi hızla devam edeceği, dolayısıyla rezervlere gelecek dönemde ne oranda yansıyabileceğine ilişkin endişeler 2019 yılında da devam edecek gibi görünüyor. Ticaret savaşlarının önümüzdeki dönemde de gündemde kalacağı varsayımı altında, son yıllarda ılımlı bir görünüm çizen **Çin ekonomisine ilişkin gelişmeler ve finansal piyasalarında artabilecek oynaklığın**, gelecek dönemde küresel risk algılamasında daha fazla risk oluşturabileceğini düşünüyoruz.

Gelişen ülkeler açısından ise 2019 yılında, **ticaret savaşlarının küresel büyüme üzerinde** olası etkileri ve **büyük merkez bankalarının sürdürecekleri politikalar belirleyici** olacak. 2018 yılında faiz artırımı sürecine giren gelişen ülkeler, 2019 yılında da sıkılaştıran küresel likidite koşulları altında **faiz artırımı sürecini devam ettirebilirler**. Ancak, gelişen ülkelerin ekonomik dinamiklerinde dalgalanmalar yaşanmasına rağmen kalıcı bir hasar gözlenmemesi ve küresel normalleşme sürecinin ılımlı olarak devam edecek olması, hatta ABD'de maliye politikasının desteğinde beklenen azalma ve daha ılımlı enflasyon gelişimi gibi unsurlar doğrultusunda beklenenden daha ılımlı sıkılaştırma sürecinin gündeme gelebilecek olması nedeniyle, gelişen ülkelere yönelik **temkinli pozitif duruşumuzu** koruyor ve sermaye akımlarının devam edeceğini düşünüyoruz.

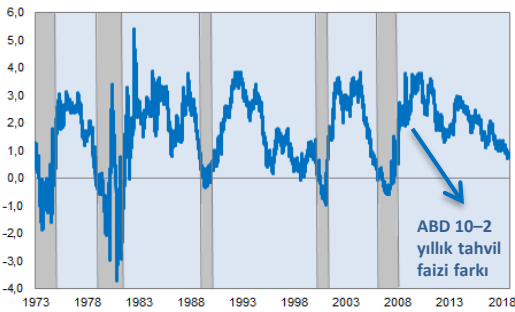
ABD: 'Büyüme ve parasal sıkılaşmada yavaşlama' senaryosu

Bu yılı vergi indirimi ile özel yatırımlar ve kişisel tüketim harcamalarının desteğinde güçlü büyüme ile geçiren ABD ekonomisinin, 2019 yılında başta vergi indirimlerinin azalan katkısıyla **daha ılımlı büyümesi** öne çıkan senaryolar arasında (2018-2020 dönemi için büyüme tahminleri sırasıyla %2,9, 2,5 ve %1,9). Ayrıca, tarihi yüksek seviyelere ulaşan kamu borcu ve artış trendini koruyan bütçe açığı nedeniyle de, **maliye politikalarının daha az destekleyici olması** şaşırtıcı olmayacaktır. Hatta, tahvil eğrisindeki yataylaşma nedeniyle resesyon ihtimalini gündeme getiren senaryolar da mevcut. Ancak bu noktada, geçmiş yıllarda alınan önlemlerin desteği, istihdam piyasasının uzun zamandır olmadığı kadar güçlü olması ve ücret artışlarının aşırı sıkılaştırma ve ekonomiyi durgunluğa götürecek boyutta olmaması nedeniyle Fed'in elinde önceki resesyon dönemlerine kıyasla daha fazla para politikası aracına sahip olması gibi unsurlar karşısında, **resesyon ihtimalini düşük gördüğümüzü** söyleyebiliriz. Ancak büyüme ve ücret artışlarında ılımlı görünüm karşısında, bu yıl belirginleşen **bilanço küçültme politikasının 2019 yılında yavaşladığına** hatta **ara verildiğine** tanık olabiliriz. Bu senaryoda da, 2019 yılının gelişen ülkeler için 2018 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğine kıyasla daha destekleyici olması beklenebilir.

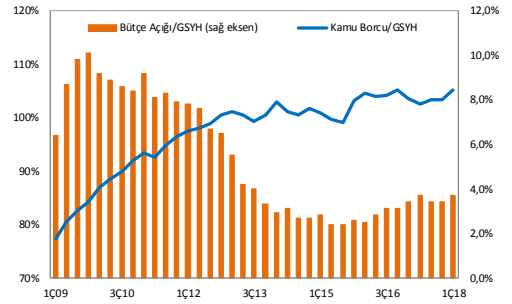
2018 yılının, daha önceden uygulanan aşırı

gevşek politikaları içeren yıllara kıyasla, hem yapılan faiz artırımları hem de yıl içerisinde hızlanan bilanço küçültmesi ile birlikte sıkılaşma yılı olduğunu söyleyebiliriz. 2019 yılına ilişkin Fed'in projeksiyonları, üç faiz artırımı daha gerçekleştirileceği yönünde. Ancak maliye politikasının desteğinde beklenen azalmayı da düşündüğümüzde, bu yıldan daha az sıkı para politikası olasılığı da güçleniyor. Bu çerçevede, **daha az sayıda faiz artırımı** ve/veya **yavaşlayan bilanço küçültülmesi** gündeme gelebilir. Ayrıca, ılımlı ücret artışları, küresel büyümede yavaşlama ile daha ılımlı seyretmesi beklenen petrol fiyatları, ABD'de federal çalışanlara zam yapılmayacağı söylemleri ve internet alışverişinin ürün fiyatlarını düşük tutmaya devam etmesi gibi unsurlar, 2019'da daha ılımlı enflasyon gelişimi sağlayabilir. Nitekim, son enflasyon göstergelerinde yavaşlama eğilimi mevcut. Tüm bu unsurlar karşısında, ABD 10 yıllık tahvil faizleri için öngörülen %3,0-3,5 tahmin aralığına dair yukarı risklerin sınırlı kalacağını ve bunun da gelişen piyasalar açısından destekleyici olacağını düşünüyoruz.

2018 yılının Mart ayında ABD'nin çelik ve alüminyum ithalatına getirdiği ek gümrük vergileri ile başlayan ticaret savaşları global büyümeyi tehdit etmeye devam ederken, hem global PMI rakamlarında hem de yeni ihracat siparişleri endeksinde gerileme yaşanıyor.

Ters eğimli verim eğrisi resesyon korkusuna neden oluyor

Kaynak: HLY Araştırma

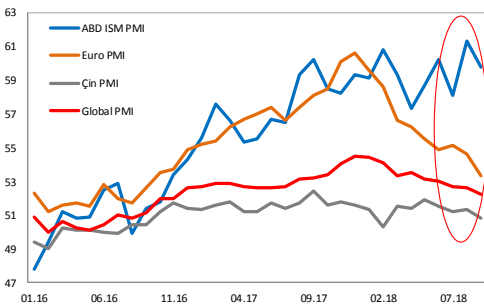
Resesyon endişelerine karşın, kamu dinamikleri daha az destekleyici maliye politikası gerektirebilir

Kaynak: HLY Araştırma

Küresel yeni ihracat siparişleri endeksi ve ticaret savaşından en çok etkilenen Çin'de yeni siparişler endeksi, 2017 yılının sonunda son zamanların en yüksek seviyesine yükselmesinin ardından 2018 yılının ortasında oldukça zayıfladı. Ayrıca, global büyümeyi en çok destekleyen unsurlardan biri olan dünya ticaret hacmindeki yıllık büyüme hızında da yavaşlama görüyoruz. Söz konusu gelişmeler gelişen ülke para birimlerini olumsuz etkilerken, sepet bazında yıl başına göre %5 seviyesinde değer kaybı izliyoruz. 2019 yılında ise, daha geniş coğrafyalara ulaşan ve gelişen ülkeleri tehdit eden ticaret savaşları mı yoksa ABD'de resesyon engeline takılan ticaret savaşları mı olacağını izleyeceğiz. 2019 yılında resesyon işaretlerinin daha fazla görülmesi durumunda ticaret savaşı söylemlerinde kısmen duraklama görebiliriz. Ancak bu noktada, resesyon ihtimalini düşük görmemiz nedeniyle, ticaret savaşı endişelerinde duraklama değil kısmen hafifleme görebileceğimiz kanısındayız. Bu durum, yine de piyasalarda risk iştahını olumsuz etkileyen unsur olarak kalabilir ve ABD tahvil faizlerinde tahmin bandının alt tarafına yönelik baskıları artıran bir unsur haline gelebilir.

2018 yılının, sıkılaştırıcı para politikaları, güçlü büyüme ve yükselen tahvil faizleri ile genel olarak doların ılımlı olarak güçlendiği bir dönem olarak geliştiğini söyleyebiliriz.

Gelişenleri tehdit eden ticaret savaşları mı, yoksa resesyon engeline takılan ticaret savaşları mı?

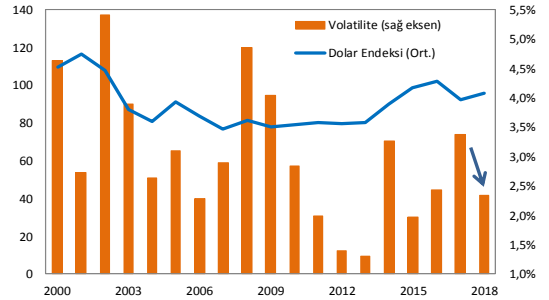


Kaynak: HLY Araştırma

2017 yılını 92,1 seviyesinde tamamlayan Dolar Endeksi mevcut durumda 96 seviyesine yakın bulunuyor. Ayrıca, 2018 yılında hem dolar hem de ABD 10 yıllık tahvil faizlerindeki volatilitenin düşük kaldığını gözlemledik. Nitekim tahvil faizleri yıl ortasına doğru %3,13 seviyesini görmesine karşın takip eden dönemde ağırlıklı olarak %2,8-3,0 bandında dar bir aralıkta hareket etmiş ancak son dönemde %3,2 seviyesine yükselmiş; DXY endeksi de son 5 aydır 92-96 aralığında seyretilmiştir.

Diğer taraftan 2019 yılı, ticaret savaşları ve büyüme-resesyon başta olmak üzere kritik konulara dair artabilecek kamplaşmaların yanı sıra, Avrupa Merkez Bankası'ndan beklenen normalleşmeye geçiş adımları çerçevesinde, volatilitede artış ve dolarda kısmen zayıflama görebileceğimiz bir dönem olabilir.

2019 'ılımlı zayıf dolar' ancak 'daha yüksek oynaklık' yılı olabilir



Kaynak: HLY Araştırma

Euro bölgesi: 'Normalleşme' sırası ECB politikasında

2017 yılında aşırı gevşek para politikalarını sürdüren Avrupa Merkez Bankası (ECB), 2018 yılında faiz oranlarını değiştirmemesine karşın varlık alımlarında kademeli azalışa giderek, 2017 sonunda aylık 60 milyar euro olan alım miktarını bu yılın Eylül ayına kadar 30 milyar euroya, Ekim-Aralık dönemi için ise 15 milyar euroya düşürdü ve yıl sonu itibarıyla de son vereceğini açıkladı. 2019 yılında da, bu yıl belirgin olarak bilanço küçültülmesine başlayan Fed'e benzer bir yol izlemesi bekleniyor. Sözlü yönlendirmede, faiz oranlarının 2019 yaz aylarına kadar mevcut seviyelerde sürdürüleceği belirtilirken; piyasa beklentilerinde 2019 yılı son çeyreğine doğru 25 baz puan faiz artırımı yapılabileceği yer alıyor. Geçmiş dönemde her iki merkez bankasının politika kararları gelişiminde, ECB'nin genellikle 6-12 ay arasında dalgalanan dönemler itibarıyla gecikmeli olarak Fed'in kararlarını takip ettiğinin görülmesi de, ECB'den bu politika değişim beklentisini destekliyor. Öte yandan, aşağıdaki grafiklerde de açıkça gözlemlendiği üzere, parasal genişleme sürecinin ekonomik dengeler üzerindeki etkisinin Avrupa bölgesinde, ABD'ye göre daha etkin ve hızlı yaşanmış olması ise normalleşme sürecinde yavaşlık getirebilir.

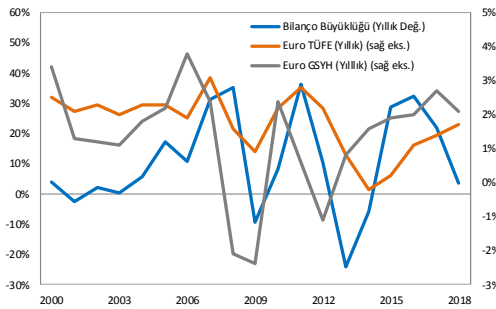
Bölge ekonomisinde büyüme gelişimine baktığımızda, geçen yılı güçlü büyüme ile tamamlayan Euro bölgesinde yıl başından

itibaren aktivite verilerinde ivme kaybı görüyoruz. PMI, sanayi üretimi ve güven endeksleri geçen seneye kıyasla zayıf görüntü çiziyor. Nitekim, ECB'nin de Eylül faiz toplantısında sırasıyla %2,1 ve %1,9 olan 2018 ve 2019 büyüme tahminlerini %2,0 ve %1,8 seviyelerine aşağı yönlü revize ettiğini izledik.

Bu noktada, büyümedeki yavaşlamanın devam etmesi ve aşırı gevşek politikalar sonrasında ekonomide dengeleme seviyesinin ötesine geçmesi durumunda, bilanço küçültme programına faiz artırımın eşlik etmesi sonraki dönemlere ötelenebilir.

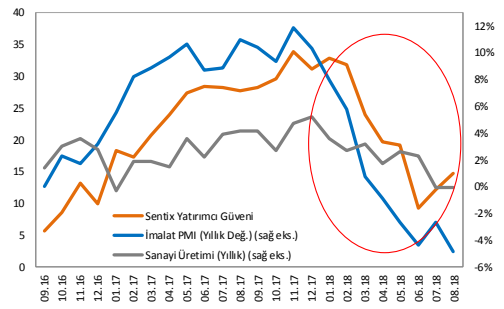
Faiz artırımı sürecini geciktirebilecek bir diğer unsur olarak da, İtalya ve İspanya başta olmak üzere sorunlu bölgelere sağlanan desteğin varlık alım programının sonlanmasıyla azalacak olmasının yanı sıra, bu ülkelerden alınacak tahvillere ilişkin faizlerin artacak olmasının ekonomilerinde yaratabileceği olumsuz etkileri düşünebiliriz. Hali hazırda varlık alımları, kamu borcu oldukça yüksek seviyelerde bulunan sorunlu bölgelere, hem maliye politikaları hem de büyüme konusunda oldukça yardımcı oluyor. Bu noktada, bu ülkelerin maliye politikalarına dair endişeler, sıkı para politikalarına dönüş sürecini geciktirebilir. Nitekim yaz döneminden itibaren, maliye politikalarına ilişkin artan endişelerle, İtalya-Almanya faiz farkı kritik seviye olan 200 puanın üzerinde seyrediyor.

Parasal genişlemenin ekonomik dengelerdeki etkisi Euro bölgesinde daha etkin ve hızlı



Kaynak: HLY Araştırma

Bölge ekonomisinde büyüme ivme kaybederken; enflasyonda riskler dengeli görünüyor



Kaynak: HLY Araştırma

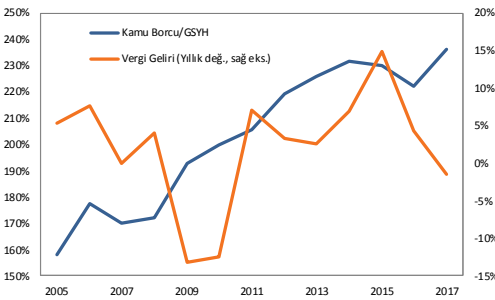
Japonya: 'Destekleyici politikalar'a devam

2017 yılını, güçlü küresel büyümenin desteğinde, %1,8 seviyesi ile 2013 yılından bu yana en güçlü büyüme oranıyla tamamlayan Japonya ekonomisinin 2018 yılında, ticaret savaşı endişeleri ve küresel likidite koşullarının sıkılaşmasının da etkisiyle tüketimdeki artışın halen istenilen seviyeye ulaşmamış olması nedeniyle yavaşladığını söyleyebiliriz. Piyasa beklentileri de 2018 ve 2019 yılları için %1'lik büyümeye işaret ediyor. Ayrıca, **bozulan kamu dengelerini** desteklemek amacıyla Ekim 2019'da uygulanması planlanan **vergi artırımı**nın da (tüketim vergisinde %8'den %10'a artış), tüketimi azaltıcı etki yaratacağından dolayı, büyüme üzerinde ek baskı oluşturması bekleniyor. Nitekim, daha önceden Nisan 2014'te %5'ten %8'e yükseltile tüketim vergisi sonrasında, 2013 yılındaki %2,0'lık büyüme oranı 2014 yılında %0,4'e gerilemişti. Bu durumda, her ne kadar mevcut durumda kamu borcunun GSYH oranı açısından en yüksek orana sahip ekonomi olarak belirse de (Japonya: %236, Yunanistan: %181; OECD Ortalaması: %73), hem büyümenin desteklenmesi hem de iç talebin canlı tutularak küresel para politikalarındaki normalleşme sürecine eşlik edilebilmesi amacıyla, **vergi artırımı planı bir sonraki döneme kalabilir.**

Küresel para politikalarında normalleşmenin belirginleştiği 2018 yılında, Japonya Merkez

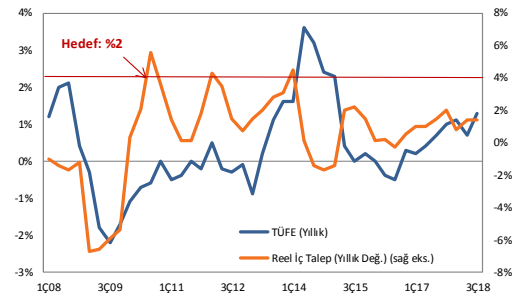
Bankası gevşek para politikalarını sürdürdü ve bilanço büyüklüğü 550 trilyon yeni (yaklaşık 5 trilyon dolar) kadar ulaştı. Merkez Bankası Başkanı Kuroda'nın son açıklamalarında da, enflasyon hedefine ulaşılana kadar para politikasının destekleyici kalacağını belirttiğini biliyoruz. Ancak 2019 yılında, enflasyonda hala düşük seviyelerde olsa da yaşanan yukarı ivmelenme, merkez bankası bilanço büyüklüğünün yüksek seviyelere ulaşmış olması ve vergi artırımı planının büyüme üzerindeki baskısına dair endişelere bağlı olarak bu kararda geri adım olasılığı gibi nedenlerle, **para politikasında destekleyici tutumun kademeli olarak da olsa azaltılması** gündeme gelebilir. Nitekim, hem faizlerini kademeli bir şekilde artıran hem de bilanço küçültten Fed ile 2019 yılında bilanço küçültmeye başlaması beklenen ECB ile arasında hali **hazırda oluşan ayrışmanın kısmen yumuşatılmasının** da bu beklentiye destekler yönde olduğunu görüyoruz. Ancak, ekonomi yönetiminin kamu dengesindeki bozulmanın sürdürülebilir seviyenin üzerinde olması ve ülke kredi notu için tehdit oluşturması nedeniyle maliye politikasına ağırlık vermesi durumunda, para politikasının aynı hızla destekleyici olarak kalması ve diğer para politikalarıyla ayrışmanın derinleşmesi de diğer bir senaryo olarak belirebilir.

Vergi artırımı planında, büyüme endişeleri ve para politikasında ayrışma nedeniyle erteleme olabilir



Kaynak: HLY Araştırma

Küresel koşullar ve enflasyonda yükseliş, normalleşmeyi destekleyebilir



Kaynak: HLY Araştırma

Çin: Küresel risk algılamasında yeniden ön planda

2016 yılında açıklanan 13. Beş Yıllık Plan ile başlayan Çin ekonomisindeki değişim süreci 2018 yılında da devam ederken; 2009-2011 döneminde gözlenen iki haneli büyüme oranları kademeli inişle, 2015 yılının ikinci yarısından itibaren %7 seviyesine yakın ancak altında seyrederek ekonomide 'yumuşak' inişi teyit ediyor. Daha sürdürülebilir büyüme için planlanan değişim süreci kapsamında, ihracat ve kamu yatırımları kaynaklı büyüme modelinden, özel tüketimin teşvik edilmesi ve hizmet sektörünün ağırlığının artırılması yönünde bir büyüme modeli öngörülürken, gerçekleşmenin küçük adımlarla da olsa program dahilinde ilerlediğini söyleyebiliriz. Nitekim, aşağıdaki grafikte de görüldüğü üzere, ihracatın GSYH içindeki payı azalırken; hizmet sektörünün payı ılımlı bir şekilde %50 seviyesinin üzerinde bulunmaya devam ediyor.

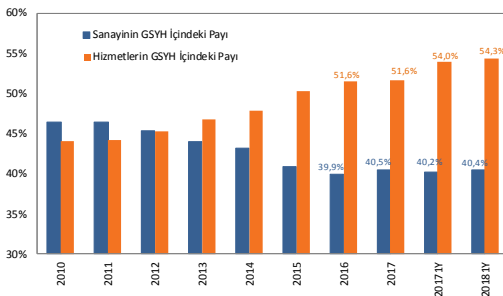
Diğer taraftan son dönemde, sabit yatırımlar, perakende satışlar, sanayi üretimi ve PMI'lar başta olmak üzere öncü ekonomik göstergeler, büyümede yavaşlamaya işaret ediyor. Daha önemlisi de, 2018 yılında başlayan ticaret savaşlarının ekonomideki olumsuz etkileri ilk işaretlerini verirken; önümüzdeki dönemde hangi boyutta devam edeceğine dair belirsizlikler sürüyor. Mevcut koşullarda yapılan tahminlerde bile, geçen yıl %6,9 büyüyen bu yılı da %6,6'lık büyüme oranıyla tamamlaması beklenen Çin ekonomisinin gelecek yıl büyüme oranının

%6,3'e gerilemesi bekleniyor. Ticaret savaşlarının sertleşme derecesi, büyümedeki yavaşlamanın boyutunda etkili olacaktır.

Her ne kadar orta vadeli yapısal sorunu olmaya devam etse de, yükselen küresel faiz ortamında artmaya devam eden Çin'in hanehalkı borçluluğu da diğer bir risk unsuru oluyor. Tüm bu tablo karşısında da, son yıllarda ılımlı bir görünüm çizen Çin ekonomisinin gelecek dönemde küresel risk algılamasında daha fazla risk oluşturabileceğini düşünüyoruz. İlimli tarafta ise, yılın ilk yarısında yükselişte olan üretici fiyatlarında, ticaret savaşlarının da etkisiyle, yükselişin kalıcı olmadığını ve ithalatçı ülkeler açısından enflasyonist baskıların hafiflediğini görüyoruz.

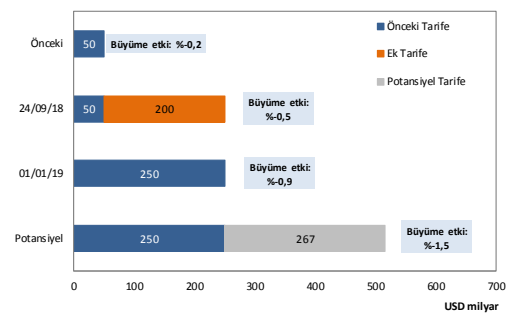
Aynı zamanda, 2018 yılında ticaret savaşlarının olumsuz etkilerine karşı para politikası araçlarını kullanarak finansal dinamiklerde stabilizasyonu sağlamaya çalışan Çin'in bu politikalarında şimdilik başarılı olduğunu söyleyebiliriz. Ticaret savaşları kapsamında uygulanan yaptırımlara bağlı olarak ülkenin dış ticaret fazlasında başlayan gerileme karşısında, para birimi yuanın kontrollü bir şekilde değer kaybetmesine izin veren merkez bankası, rezervlerini de belli seviyede tutmayı başarmış görünüyor. Ancak ticaret savaşlarının hangi hızla devam edeceği,

Ekonomide 'yumuşak' iniş korunurken; büyüme modelindeki değişim küçük adımlarla ilerliyor



Kaynak: HLY Araştırma

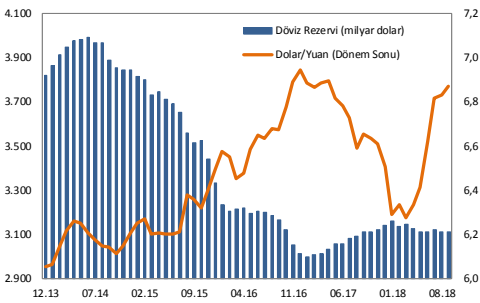
Ticaret savaşlarının gölgesinde, ekonomide 'sert iniş' korkuları



Kaynak: HLY Araştırma

dolayısıyla rezervlere gelecek dönemde ne oranda yansiyabileceğine ilişkin endişelerin finansal piyasalarda baskıya neden olduğunu ve Shanghai Borsasının söz konusu risk faktörünün gündeme gelmesi öncesi bulunduğu seviyelere göre yaklaşık %14'lük bir zayıflama gösterdiğini de biliyoruz. Ayrıca, Çin'in MSCI içindeki ağırlığının artırılması ile ilgili beklentiler de gündemde bulunuyor. Dolayısıyla, ticaret savaşlarının önümüzdeki dönemde de gündemde kalabileceği varsayımı altında, Çin'de finansal piyasalarda devam edebilecek oynaklığın küresel risk algılamasında da dalgalanmalar yaratarak daha etkili bir unsur haline gelebileceğini belirtmek isteriz.

Çin'de finansal piyasalarda artan oynaklık, küresel risk algılamasında daha etkili olabilir



Kaynak: HLY Araştırma

Gelişen Ülkeler: 'Normalleşme'nin ılımlı hızı, gelişen ülkelere ilgiyi devam ettirebilir

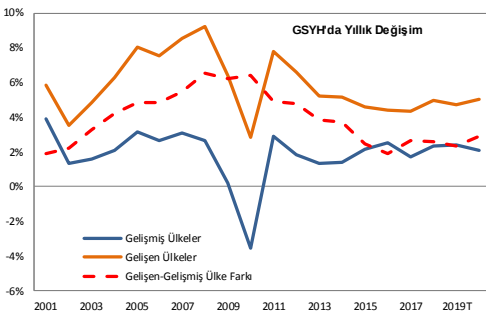
2018 yılının, gelişmiş ülke merkez bankalarının normalleşme süreci nedeniyle gelişen ülkeler açısından bir nebze daha zor geçtiğini söyleyebiliriz. Hem Fed'in faiz artırımları ile birlikte bilançosunu küçültmeye başlaması hem de Avrupa Merkez Bankası'nın varlık alımlarını azaltması, kriz sonrası ucuz likiditenin sunulduğu dönemi arkamızda bıraktığımızı gösteriyor. 2018 yılı, sadece gelişmiş ülkeler açısından değil, **gelişen ülke merkez bankaları açısından da sıkılaştırma yılı** oldu. 2017 yılında azalan fiyat baskıları ile birlikte faiz indirim süreci uygulayan gelişen ülke merkez bankalarının, 2018 yılında faiz artırımları gerçekleştirdiğini gördük. Arjantin, Türkiye, Endonezya ve Hindistan faiz artırımı yapan ülkeler olarak ön plana çıktı. Böylece, gelişen ülke merkez bankaları, hem sıkılaştırılan likidite koşulları altında **fon akışı anlamında cazibesini** azaltarak da olsa sürdürmüş oldu; hem de gelişmiş ülke merkez bankalarının sürdürdüğü normalleşme sürecinin baskısı karşısında savunma alanı yaratmış oldu.

Diğer yandan, küresel büyümenin gücünü koruması, emtia fiyatlarının belirli seviyelerde kalması ile hız kaybetmesine karşın devam eden fon akışı, gelişen ülkelerde büyümenin yavaşlasa da ortalamada %5'li seviyelerin üzerinde kalmasını sağladı. Fiyat baskılarının genel olarak geçen yıla göre hafif artsa da ılımlı seyretmeye devam etmesi, gelişen ülkeleri destekleyen bir diğer unsur oldu.

2018 yılında Türkiye, Güney Afrika, Brezilya gibi ülkelerde ağırlık kazanan politik riskler ise, 2019 yılı için hafifleme işaretleri veriyor. Mart 2019'da **Ukrayna'da**; Nisan 2019'da da **Güney Afrika'da** genel seçimlerin gerçekleşmesi beklenirken, her iki ülkede de iktidarın gücünü koruyacağı tahmin ediliyor.

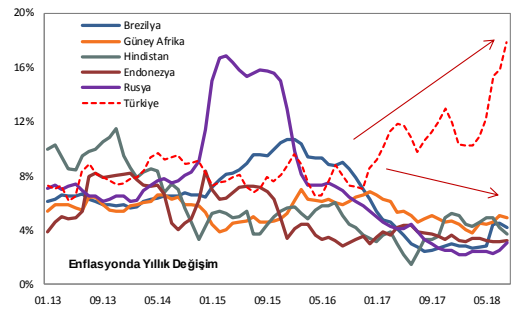
2019 yılında gelişen ülke ekonomilerini zorlayacak en büyük risk faktörünün, bu yılın Mart ayında ABD'nin Çin'den ithal edilen çelik ve alüminyum ithalatına getirdiği ek gümrük vergileri ile başlayan **ticaret savaşlarının** olduğunu söyleyebiliriz. Artan korumacılık politikaları ile Mart ayından itibaren küresel büyüme göstergeleri ve finansal dinamiklerde zayıflama gerçekleşirken, gelişen ülke piyasaları ve para birimlerinde dalgalanma ve değer kayıpları da artış gösterdi. Küresel ticaret savaşlarının büyüme üzerinde olası yavaşlatıcı etkileri, daha sıkı likidite koşulları ve ABD ekonomisindeki güçlenme gibi gelişmeler doğrultusunda, 2012 yılından itibaren gelişen ve gelişmiş ülke büyümeleri arasında **daralan farkın** önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenebilir. Ek olarak, en büyük gelişen ülke olarak kabul edilen Çin ekonomisindeki yavaşlamanın devam edip etmeyeceği de bu farkın gelişimi açısından önemlilik arz edecektir. Nitekim, son açıklanan verilerde, hem sabit yatırımlar hem de tüketim tarafında zayıflama sinyalleri görüyoruz.

Gelişmiş ve gelişen ülke büyümeleri arasındaki fark daralmaya devam edebilir



Kaynak: HLY Araştırma

Gelişen ülkelerde enflasyon artışı ılımlı düzeyde



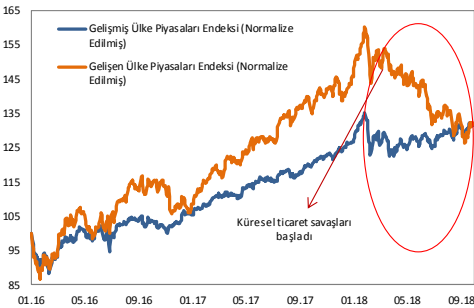
Kaynak: HLY Araştırma

2019 yılında ticaret savaşlarının olumsuz etkilerinin yanı sıra, gelişen ülkelerin ekonomik aktiviteleri için **büyük merkez bankalarının sürdürecekleri politikalar belirleyici** olacak. Beklentimiz, Fed'in ılımlı normalleşme sürecini sürdüreceği; Avrupa Merkez Bankası'nın varlık alımını sonlandırmasına karşılık, bölge ekonomisinde yavaşlama ve sorunlu ülkelerin kamu borç dinamiklerine ait endişeler gibi faktörler nedeniyle faiz artırımı sürecine geçişinin gecikebileceği; Japonya Merkez Bankası'nın da, ivme kazanmasına rağmen halen hedefin altında bulunan enflasyon ve kamu dengesinde bozulmaya bağlı olarak maliye politikasının sınırlı alanı nedeniyle para politikasında destekleyici olmaya devam edeceği yönünde. Küresel büyüme desteğinin ılımlı bir şekilde de olsa devam edeceği öngörüsüyle birlikte; ticaret savaşları ve büyüme-resesyon başta olmak üzere kritik konulara dair artabilecek kamplaşmaların yanı sıra, Avrupa Merkez Bankası'ndan beklenen normalleşmeye geçiş adımları çerçevesinde 2019 yılında, bu yılın 'ılımlı güçlü dolar' temasının 'ılımlı zayıf dolar' senaryosuna dönebileceği tahminiyle, emtia fiyatlarının gücünü belli oranda koruması da gelişen ülke ekonomilerini destekleyebilecek bir diğer unsur olarak göze çarpıyor. Diğer taraftan, ticaret savaşlarının büyüme üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin belirginleşmesi halinde, emtia fiyatlarında

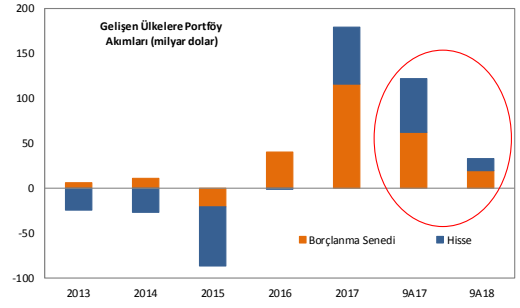
yaşanabilecek düşüşlerin emtia ihracatçısı gelişen ülkeler açısından aşağı yönlü riskleri tetikleyebileceğini de belirtmek isteriz.

Sonuç olarak, 2019 yılında da 2018 yılına benzer risklerin tartışılacağını düşünüyoruz. 2019 yılında, küresel ticaret savaşlarının büyüme üzerinde olası yavaşlatıcı etkilerine karşılık; hem gelişen ülkelerin ekonomik dinamiklerinde - dalgalanmalar yaşanmasına rağmen - kalıcı bir hasar gözlenmemesi, hem de küresel normalleşme sürecinin ılımlı olarak devam edecek olması, hatta ABD'de maliye politikasının desteğinde beklenen azalma, ılımlı ücret artışları ve daha ılımlı enflasyon gelişimi gibi unsurlar doğrultusunda daha az sayıda faiz artırımı ve/veya yavaşlayan bilanço küçültülmesinin gündeme gelebilecek olması nedeniyle, gelişen ülkelere yönelik **temkinli pozitif duruşumuzu koruyor ve sermaye akımlarının devam edeceğini düşünüyoruz**. Gelişen piyasalarda 'seçicilik' noktasında da, 2018 yılında yüksek enflasyon-faiz ve kur üçgeni ile en kötü performans gösteren gelişen ülke piyasası olarak beliren Türkiye'nin, hem doğru politika önceliklerini ortaya koyan Yeni Ekonomi Programı ile alınacak önlemler, hem de parasal sıkılaşmada atılan cesur adımlar ve tarihi düşük seviyedeki reel kur desteği ile, 2019 yılında gelişen ülke piyasaları arasında bir adım öne çıkacağını düşünüyoruz.

Gelişen piyasalar gelişmişlerden daha zayıf kaldı



Gelişen piyasalara 'sıcak para' girişinde yavaşlama



Türkiye Özet: Ekonomide yeniden dengelenme: Orta vadeli değişim sürecinin başlangıcı

Önemli bir kısmını geride bırakmakta olduğumuz 2018 yılını, hem ekonomik dengeler hem de finansal dinamiklerde sert düzeltme hareketlerinin yaşandığı bir dönem olarak tanımlamamız mümkün. Küresel para politikalarında normalleşmenin ılımlı hızda gerçekleşmesine karşın, önceki yıllarda gözlenen olağanüstü likidite desteğinin kademeli azaltılmasının küresel çerçeveyi oluşturduğu makro ekonomik ortamda, içeride politik ve jeopolitik artan riskler, ekonomik dengelerde hassasiyetleri de maalesef daha kırılgan hale getirmiştir. Özellikle, yıla iki haneli seviyelerde başlamasına karşın, özellikle baz etkisinin desteğiyle tek haneli seviyelere dönüş yapması beklenen yıllık enflasyon, ilk çeyrekte düşüş kaydetse de, gerileme %10'lu seviyelere doğru ve öngörülenden daha yavaş gerçekleşmiştir. Takip eden dönemde de, hem kur etkisi hem de gıda fiyatları ve iç talep koşullarının baskısıyla, hızlı bir yükseliş trendine girmiş ve %20'li seviyelerin telaffuz edildiği bir ortamla sonuçlanmıştır. Yani, 2012 yılından itibaren 'yüksek tek hane-düşük çift hane' darboğazında kalan enflasyonda bu yıl hızlı bir ivmelenmeyle, fiyatlama davranışında bozulmanın farklı bir eşiğe ulaştığını söyleyebiliriz.

Enflasyon görünümünde yaşanan bozulma, kurda özellikle yaz döneminde gerçekleşen sert değer kaybı ile birlikte, tahvil faizlerinde de sert yükseliş hareketine neden olmuş, ortalama iç borçlanma maliyeti 2008 yılından sonra en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

Finansal dalgalanmanın çarpıcı bir hal alması öncesi yılın ilk yarısında, yıllık bazda %6,2 gibi güçlü bir seviyede gerçekleşen büyüme oranı da, üçüncü çeyrekte gözlenen sert düzeltme hareketiyle ikinci yarı için %1-2 bandına düşüş işaretleri vermektedir. Yine de, tüm yıl için %4'ün hafif altında bir büyüme oranı ile

tamamlamamız mümkün görünüyor. Ancak, ekonominin mevcut ivmesi, Yeni Ekonomi Programı'nda (YEP) da öngörüldüğü üzere, büyüme oranının en azından iki yıl daha %2-3 düzeyinde kalabileceğini en olasılıklı senaryo olarak gündeme getiriyor.

Diğer taraftan, zayıf büyüme ve aşırı değersiz kurun olumlu yansımaları ise, cari açığa yavaşlama olarak izliyoruz. Geçen yıl başlayan bu yılın neredeyse ilk yarısı boyunca da devam eden cari açığa artış eğilimi, Haziran-Temmuz döneminde yönünü değiştirmiş; Ağustos-Eylül'de de aylık fazla beklentisiyle, dengedeki iyileşmenin belirginleşeceği döneme girildiğine dair sinyal vermektedir.

Son iki yıldır büyüme destekli olarak yürütülen maliye politikası cephesinde ise, 2011 yılından beri %1'li seviyelerde sınırlı kalan bütçe açığı bu yıl %2'li seviyelere yükseliş sinyali verirken; faiz dışı denge de 1993 yılından beri ilk defa 'eksi' gelme olasılığını gündeme taşıyor. Ancak, bütçe dengelerinde gözlenen bu bozulmanın, bütçe açığının uluslararası karşılaştırmada hala düşük seviyelerde bulunduğu göz önüne alındığında, kabul edilebilir boyutlarda kaldığını da gözden kaçırmamak lazım. Ayrıca, 2019 yılından itibaren 'mali disiplin' çapısının ekonomi programının ana çatısına tekrar yerleştirildiğini de görüyoruz.

Öte yandan, 2018 yılında temel göstergelerde yaşanan söz konusu kırılganlıkların ekonomi politikalarında farkındalık, değişim ve çözüm odaklı kararlılık gibi destekleyici yaklaşımları da beraberinde getirmiş olmasının, 2019 yılına olumlu bir iç zeminde başlamamızı sağlayacağı kanısındayız. Öncelikle, küresel kriz döneminde uygulanan geleneksel olmayan para politikaları araçlarına uygun yaklaşım ve araç çeşitliliği ile son yıllarda sıkılaşma duruşunu sergileyen TCMB'nin bu

yıl para politikasında sadeleşme hareketini gerçekleştirdiğini; politika faizi olarak bir haftalık repo ihale faiz oranını belirlediğini ve sert bir artış gerçekleştirdiğini takip ettik. Faiz koridoru korunmakla birlikte, piyasanın likidite ihtiyacı - olağanüstü dönemler dışında - politika faizi kanalıyla karşılanmaya başlandı.

Enflasyon ve faizlerde yükselişin yaşandığı makro ekonomik ortamın aynı zamanda mali disiplini tekrar öncelikli politika haline getirmesini de, ekonomik görünüme destek veren diğer önemli bir unsur olarak görüyoruz. 3 yıllık bütçe projeksiyonlarına bakıldığında, büyüme destekleyici öncelikli yatırım harcamaları dışında faiz dışı harcamalarda mali disiplin yaklaşımı açık bir şekilde görülüyor. Borçlanma gereksinimi ve artan borçlanma maliyeti doğrultusunda faiz ödemelerinin bütçe üzerindeki yükü bir süre daha yüksek kalmakla birlikte, faiz dışı bütçe dengesinin kademeli olarak artırılması hedefleniyor. Bütçe hedeflerine ulaşmak için de; kamuda kaynakların verimli kullanılması, maliyetlerin ve harcamaların azaltılması, gelirlerin kalitesinin artırılması amacıyla, Kamu Maliyesi Değişim ve Dönüşüm Ofisi'nin kuruluşu ile, 59,9 milyar TL'lik harcama kısıcı ve 16 milyar TL'lik gelir artırıcı olmak üzere toplam 75,9 milyar TL'lik kamu kaynağının hayata geçirilmesi hedefleniyor.

2019 yılına girerken zemini sağlamlaştıran diğer önemli bir değer olarak da, hedefleri oldukça gerçekçi görünen hatta hedefleri aşma konusunda yukarı riskleri içerdiğini düşündüğümüz **Yeni Ekonomi Programı'nı (YEP)** görüyoruz. Sadece ekonomik dengelere ilişkin hedefleri değil aynı zamanda politikalar değişikliğini de içeren ve 2019-2021 dönemini kapsayan YEP'in, ekonomik dengelenme, mali disiplin ve üretim ve ihracatta katma değer odaklı değişim olmak üzere üç ana temel

üzerine inşa ediliyor olmasını, özellikle orta vadeli görünüm açısından kredibilitesi yüksek buluyoruz.

Nitekim yeni program, yaz sonunda derinleşen ve ekonomik dengelerde bozulma yaratan finansal oynaklık sonrasında, potansiyel büyüme düzeyinin ancak 2021 sonrasında yakalanabileceği, dezenflasyon sürecine geri dönüşle birlikte tek haneli enflasyon ortamının ise kalıcı olarak en erken 2020 sonu itibarıyla sağlanabileceği bir makro ekonomik görünüm üzerine inşa ediliyor. Özellikle, enflasyonla mücadelede, sadece bağımsız ve sıkı para politikasının yeterli olmayacağı; maliye politikası desteği ile toplum genelinde koordinasyonun sağlanmasının gerekli olduğu görüşüyle, yeniden yapılandırılmış finansal istikrar ve kalkınma komitesinin hayata geçirilmesi ve enflasyonla topyekün mücadele edilmesi gibi konularda kararlı bir yaklaşım dikkat çekiyor.

Yeni programda, enflasyon ile birlikte cari açık da düşürülmesi hedeflenen kritik denge olarak karşımıza çıkarken; 2019 yılında cari açık oranının yapısal kısıtın altına inerek %3,3 gibi oldukça düşük seviyede gerçekleşeceği öngörülüyor. Sadece hedefleri değil aynı zamanda çözüm yollarını da içeren programda, cari açığı hızla indirmek için de; ilaç, kimya, petrokimya, enerji, makine/teçhizat ve yazılım sektörlerinin öncelikli yatırım yapılabilir alanlar olarak belirlendiğini görüyoruz. Yeni pazar ve ürün hedefleri ile küresel değer zinciri bakış açısıyla oluşturulacak İhracat Ana Planı sayesinde de, ekonomide kırılğanlıklar azaltılarak yeniden dengelenme sağlanacak.

Yeni ekonomi yönetiminin ekonomik dengelerdeki hassasiyetleri ve öncelikleri dikkate alan, gerçekçi hedeflerle birlikte, bu hedeflere ulaşmak için gerekli çözüm yollarını

da ortaya koyarak bunları uygulamada kararlılık sergileyen bu yeni yaklaşım karşısında biz de, **ekonomik dengelere ilişkin öngörülerimizi** şu şekilde özetleyebiliriz:

Para politikalarında normalleşmenin ılımlı hızda devam edeceğini öngördüğümüz küresel ortamda; içeride de kısa vadede fiyat ve finansal istikrarın yeniden tesis edilmesi, ekonomide yeniden dengelenme ve bütçe disiplininin sağlanması, orta vadede de sürdürülebilir büyümeye yönelik ekonomik değişim gibi hedefleri içeren Yeni Ekonomi Programı'na uygun ekonomi politikalarının uygulanmasıyla,

□ Potansiyelin altında ancak küresel koşullar altında hala cazibesini sürdürecektir Türkiye ekonomisinin, **2019 ve 2020 yıllarını sırasıyla %2,0 ve %3,5'lik büyüme oranları** ile tamamlayacağını öngörüyoruz. Büyümede kötümser tahminlere ilişkin olarak ise, ekonominin geçmiş dönemlerde, 2008-2009 krizi dışında, piyasa öngörülerine göre daha güçlü büyüme oranlarına ulaştığına dair gözlemimiz, aşağı yönlü risklerin daha sınırlı olduğunu gösteriyor.

Her ne kadar enflasyon görünümünde bozulma karşısında parasal sıkılaşmada atılan sert adımların reel ekonomide gecikmeli etkileri ile kamu harcamalarında tasarruf döneminin yansımalarının gelecek yıl büyüme gelişiminde baskı unsurları olabileceğini gözardı etmiyor olsak da; enflasyonda iyileşme halinde **parasal sıkılaşmada rahatlama alanının oluşacak olmasına** ek olarak, yapısal reformlarla desteklenecek mali disipline geri dönüşün güçlendireceği güven ortamının ekonomik aktiviteye yapacağı desteğin dengeleyici rolünü oldukça önemsiyoruz.

Büyüme modeliyle ilgili olarak ise, yeniden

dengelenmenin hedeflendiği 2019 yılında, **daha dengeli iç ve net dış talep bileşimi** öngörürken; **net dış talebin katkısında gözlenecek iyileşmenin boyutunun, büyümede aşağı baskıların ne oranda dengeleneceği** açısından önemli olduğu kanısındayız.

□ Son iki yıldır yükselişte olan ve son dönemde hızlanan **yıllık enflasyonun 2019 yılında yavaşlama gösterecek dinamiklere sahip olduğunu** düşünüyoruz. Öncelikle, temel ekonomik ve finansal dengelerin, özellikle son iki yıldır makul olmayan boyutlara ulaşan kurdaki değer kaybının devam etmesi yönünde destekleyici olmadığını düşünüyoruz. Bu yıla hakim olan 'ılımlı güçlü dolar' temasının önümüzdeki dönemde 'ılımlı zayıf dolar' temasına dönüşebileceğine dair genel beklenti de, kur tarafındaki baskıların dizginlenmesinde destekleyici olarak beliriyor. Çıktı açığı, küresel gıda enflasyonu ve enerji fiyatları ile ilgili ılımlı görünümü de, dezenflasyon süreci açısından ek yardımcı unsurlar olarak görüyoruz.

Bu doğrultuda da, her ne kadar yıllık tüketici enflasyonunun gelecek yılın ilk yarısında %20'ler seviyesinde yüksek kalmasını beklessek de, ikinci yarıdan itibaren iniş trendine girmesini ve **yılı %17,5 düzeyinde tamamlamasını** bekliyoruz. **2020 sonuna ait tahminimiz ise %11.** Bu noktada, enflasyon beklentileri ve TCMB'nin hedefi ile aradaki güven farkının azalan bir trend izlemesi kritik unsur olmaya devam edecektir.

□ Enflasyonun ulaştığı yüksek seviyeler ve fiyatlama davranışında gözlenen bozulma nedeniyle, **para politikasında güçlendirilen sıkı duruşta kısa vadede herhangi bir gevşeme beklememekle** birlikte; gerçekleştirilen sıkılaşmanın gecikmeli etkisi, ekonomide yeniden dengelenme çerçevesinde iç talepte gözlenen yavaşlama, maliye

politikasında disiplin yaklaşımının belirginleştirilmesi gibi etkenler doğrultusunda, enflasyon görünümünde iyileşmenin de eşlik etmesi halinde, **2019 yılında parasal sıkılaşmada geri adımların gündeme gelmesinin mümkün olabileceğini** düşünüyoruz.

Bu noktada, TL'de hızlı değer kaybı sonrası gözlenen iyileşme eğilimine ek olarak, küresel koşulların dalgalanmalarla birlikte gelişen piyasaları destekleyici yönde kalabileceğine dair görünüm ve petrol fiyatlarının yükselişlerle birlikte belli bantta hareketi gibi unsurları dezenflasyon sürecine dönüş, dolayısıyla politika faizinde indirimler açısından destekleyici buluyoruz.

Para politikasında güçlü sıkılaşma sonrası ılımlı gevşeme beklentimizi, 28 Ocak 2014 kararı sonrası yaşanan süreç de destekler bir görüntü veriyor. O dönemde gerçekleşen sert artırım sonrasında, politika faizinin yaklaşık dört ay sonra indirim sürecine girdiğini görüyoruz. Enflasyonun mevcut durumda daha yüksek seviyede bulunması ve küresel koşulların daha az destekleyici olması, önümüzdeki dönem gevşeme kararına daha temkinli bir tutum gerektirirken; bu yılın çok daha güçlü sıkılaşmasının çıktı açığı üzerindeki gecikmeli etkisinin daha belirgin gerçekleşecek olması, gevşeme alanını genişletme olasılığını da gündeme getiriyor. Bu çerçevede, gelişen ülkelere yönelik risk iştahında ani ve kalıcı bir bozulma görülmemesi koşuluyla, içeride enflasyondaki kalıcı düşüş işaretlerinin alınabileceği yaz ayları döneminde indirim sürecinin uygulanabileceğini öngörüyoruz.

Bu doğrultuda, mevcut durumda %24 seviyesinde bulunan politika faizinin **2019 sonunda %21,5 seviyesine çekilebileceğini** tahmin ediyoruz.

❑ **Kurdaki ciddi değer kaybı ve iç talepte belirginleşen yavaşlamaya ek olarak, yeniden dengelenme modelinde öne çıkan ihracat ve turizm gelirlerini güçlendirme politikası doğrultusunda, cari açığındaki yavaşlamanın trende dönüşeceğini ve 2019 yılını 32 milyar dolar düzeyinde cari açıkla bitireceğimizi tahmin ediyoruz.** Altın ithalatında yavaşlama da bu süreci güçlendirecektir. Yüksek ancak dar aralıkta dalgalanan petrol fiyatları ise, enerji yükünün devam etmekle birlikte ciddi ek bir baskı oluşturmayacağına işaret ediyor. Bu durumda, cari açık oranı da %4,3'e geriliyor. Öngörülerimizde, cari açık oranının **2020 yılında da düşüşünü sürdürerek %3,8'e inmesini bekliyoruz.**

Cari açığındaki düşüş öngörümüzle birlikte, dış dengenin sürdürülebilirliğinde finansman tablosu belirleyici olmaya devam edecektir. Bu noktada, küresel risk algılamasının, dalgalanmalar içermekle birlikte, gelişen piyasaları desteklemeye devam edeceğine dair görüşümüz rahatlatıcı bir unsur olurken; ekonomi politikalarının güven ortamının tekrar tesis edilmesindeki kararlılığı ve başarısı, bu küresel olumluluğun bize ne oranda yansıtacağına kritik olacaktır. **2019 yılı toplam finansman gereksinimini 253,7 milyar dolar olarak hesaplıyoruz** ki; bu yıla ait 248 milyar dolarlık tahminimizin ılımlı oranda üzerinde. Geçen yılın tamamında 18 milyar dolarlık net girişin ardından, bu yılın yedi aylık döneminde 'net çıkış'a dönen portföy yatırımlarının gelecek yılın finansman tablosunda tekrar katkı kalemi olması gerekiyor ki, rezervlerdeki erime devam etmesin.

❑ **Son ancak yeni programın önemli ayaklarından biri olarak, enflasyon ve faizlerde yaşanan yükseliş sonrasında öncelikli politika haline gelen mali disiplinin tekrar sağlanması ile ilgili olarak, faiz dışı**

harcamalarda disiplinin belirginleşmesini bekliyoruz. Faiz ödemelerinin ise, gerçekleşen borçlanmalar doğrultusunda, bütçe üzerindeki yükünü bir süre daha devam ettireceği açık. Büyüme oranının %2'ler seviyesine inmesinin beklendiği 2019 yılında, bütçe gelirlerinin artış oranında da bu yıla göre zayıflama sürpriz olmayacak.

Gelir ve giderler tarafındaki bu tablo karşısında, büyüme ve deflatör hedeflerinin işaret ettiği %19'luk seviyenin altında olarak, faiz dışı harcamalardaki artış oranının %13 civarında sınırlı kalması gerekiyor ki; bütçe açığı %2'ler seviyesinde kalabilsin. Bizim tahminimiz, 2019 ve 2020 yıllarında bütçe açığının bu yıla ait tahminimize benzer şekilde sırasıyla %2,0 ve %2,1 seviyelerinde gerçekleşmesi yönünde. Faiz dışı dengenin ise, söz konusu dönemde, GSYH'nin %1'inin altında kalmakla birlikte tekrar fazla vermeye başlayabileceğini öngörüyoruz.

Sonuç olarak, Yeni Ekonomi Programı'nda ortaya konulan yeni politika yaklaşımını destekleyen uygulamaların görülmesiyle birlikte, sadece ekonomide yukarıda ana hatlarını çizdiğimiz şekilde yeniden dengelenmenin sağlanması söz konusu olmayacak; aynı zamanda son iki yıldır arka arkaya indirim kararlarıyla 'yatırım yapılabilir' seviyenin iki-üç kademe altına gelmiş olan ülke kredi notumuzda iyileşme sürecinin de başlamasına tanık olabileceğimize inanıyoruz.

Büyüme: 'Yeniden dengelenme'de büyüme modeli

Yaz aylarında belirgin boyut kazanan finansal dalgalanma sonrasında, 2019 yılına büyüme görünümüne dair artan endişelerle giriyoruz. Potansiyel düzeyin oldukça altında hatta 'eksi' büyüme tahminlerinin bile telaffuz edildiğini izliyoruz. Ancak, gerek büyümenin ana dinamikleri itibarıyla gelişimi gerekse de beklenti ve gerçekleştirmeler tablosuna baktığımızda, büyüme görünümüne ilişkin gereğinden daha kötümser bir yaklaşım olasılığına da dikkat çekmek isteriz.

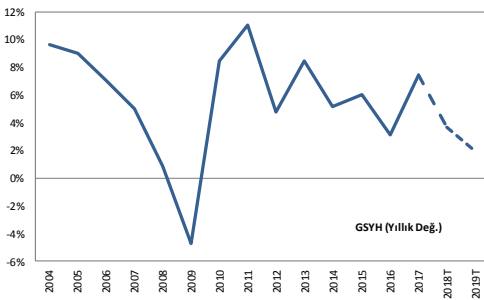
Öncelikle büyümenin gelişiminde, 2016'nın üçüncü çeyreğinde yaşanan başarısız hain darbe girişimi ile yaşanan daralmanın ardından aralıksız 7 çeyrektir büyüyen bir dinamik söz konusu. Yıllık büyüme oranları da, 2017 yılında ortalama %7,4; 2018 yılının ilk yarısında ise %6,2. Üstelik, Nisan-Mayıs döneminde belirginleşen parasal sıkılaşıma ve normalleşme politikasının reel ekonomideki yavaşlatıcı etkilerine karşın ikinci çeyrekte %5,2'lik büyüme oranına ulaşılmış durumda.

Ağustos ayında yaşanan finansal dalgalanmanın üçüncü çeyrekte büyüme oranında ani düşüşle sonuçlanması sürpriz olmayacak. Bu türbulans öncesi iç talepte gözlenen ılımlı yavaşlama, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri ve geçen yılın aynı döneminde kaydedilen %11,5'lik yıllık bazda güçlü büyüme oranının getirdiği baz etkisi, hali hazırda üçüncü çeyrek büyüme

oranında aşağı yönlü baskı yaratacak unsurlar. Ancak, büyümede beklenen yavaşlamanın ne kadar süre belirgin boyutta kalacağı ve 2019 yılı büyüme görünümünü ne oranda etkileyeceğinin bir dizi belirsizlikler içerdiğini düşünüyoruz. Özellikle, önceki yıllara dair büyüme tahminlerinin gerçekleşmelere göre kıyaslamasını yaptığımızda karşılaştığımız tablo, 2019 büyümesiyle ilgili aşağı yönlü risklerin tahminlere önemli oranda yansıtılmış olabileceği olasılığını ciddi şekilde gündeme getiriyor.

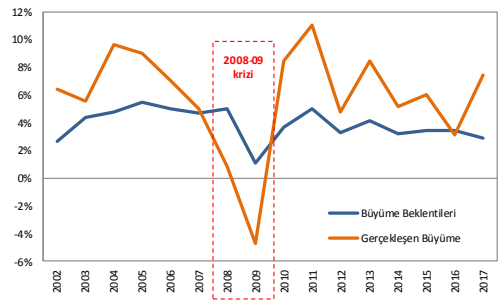
Gerçekten de, 2002 yılından itibaren oluşturduğumuz veri setinde TCMB'nin beklenti anketlerinde yer alan piyasa tahminleri, 2008-2009 krizi dışında, ekonominin yıl başında oluşturulan öngörülere göre çok daha güçlü büyüme oranlarına ulaştığına işaret ediyor. Başarısız hain darbe girişimi yılı 2016'da bile büyüme tahmininden sapma 0,3 puanla sınırlı. 2018 yılının da, ilk yarıdaki güçlü büyüme performansı ile, ikinci yarıda beklenen yavaşlamaya karşın %3,7 seviyesinde sonuçlanmasını bekliyoruz. Yıl başındaki %4'lük öngörümüze de yakın düzeyde. Yani 2019 yılı, 2008-2009 dönemine benzer bir kriz süreci olarak gelişmediği sürece, 'eksi' veya sıfıra yakın büyüme tahminleri gerçekleşme olasılığı daha düşük senaryolar olarak kalabilir.

Yeniden dengelenmede ılımlı büyüme oranları



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Büyüme tahminleri muhafazakar kalıyor



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

Diğer taraftan, bu yıl enflasyon görünümünde bozulma karşısında parasal sıkılaşmada atılan sert adımların reel ekonomide gecikmeli etkileri ile kamu harcamalarında tasarruf döneminin yansımalarının, gelecek yıl büyüme gelişiminde baskı unsurları olabileceğini de gözden kaçırmıyoruz.

Ancak, enflasyon görünümünde iyileşme halinde parasal sıkılaşmada rahatlama alanının oluşacak olması; kamu maliye politikasında da, yapısal reformlarla desteklenecek mali disipline geri dönüşün güçlendireceği güven ortamının ekonomik aktiviteye yapacağı desteğin dengeleyici rolü unutulmamalı. Nitekim, para politikasında, bu yıl yapılan sert faiz artırımları sonrasında, gelecek yıla ait piyasa faiz beklentilerinin azalış yönünde yer alıyor olması; maliye politikasıyla ilgili olarak da, mali disipline dair geçmiş dönem deneyimlerinin güçlü büyüme oranları içeriyor olması bu yöndeki iyimserliği destekliyor. Aşağıdaki grafikte yıllar itibarıyla gelişimi de görüleceği üzere, bütçe açığının ortalama olarak %1,3 gibi düşük düzeyde kaldığı 2011-2017 döneminde, ortalama büyüme oranı da %6,6 gibi oldukça güçlü bir seviyeye işaret ediyor.

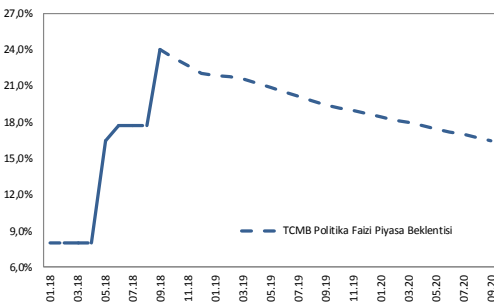
Yeni ekonomik modelin odak noktası olan net ihracatın, daha yaz dönemi finansal dalgalanma öncesinde pozitif bölgeye dönmesi ve kurda yaşanan ani değer kaybının

etkisiyle yılın ikinci yarısında büyümeye katkısının daha da artacak olmasını, 2019 büyüme görünümü açısından diğer bir dengeleyici unsur olarak görüyoruz. Hem kur etkisi hem de ihracat ve turizm gelirlerini artırmaya öncelik veren yeni ekonomik model eşliğinde, bu yılın ilk yarı büyüme tablosunda 'eksi' rol üstlenen net dış talebin 2019 yılı büyüme tablosunda tekrar 'artı' katkı tarafına geçeceğini öngörüyoruz.

Hatırlanacağı üzere, geçen yılın ilk yarısında ılımlı iç talep koşulları ile birlikte büyümeye neredeyse eşdeğer katkı kalemi olan net dış talep, ikinci yarı ile birlikte önce katkısı önemli oranda düşmüş, sonrasında da bu yılın ikinci çeyreğine kadar 'eksi' bileşene dönüşmüş; 'iç talep' dayanaklı büyüme modeli tekrar gündeme gelmiştir. Nitekim, yüksek büyüme oranlarına ulaşılan geçen yılın son iki çeyreği ile bu yılın ilk çeyreğinde, iç talebin katkısı 10-11 puan seviyesine ulaşmıştır.

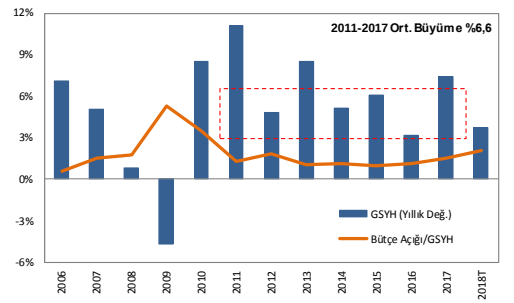
Ekonomide yeniden dengelenmenin ilk işaretlerinin alındığı bu yılın ikinci çeyreğinde, %5,2'lik büyüme oranının 1 puanı net dış talepten gelirken, geri kalan ağırlıklı kısmı yine iç talep kaynaklı olmuştur. Yaz aylarında yaşanan finansal türbülans sonrası, yılın ikinci yarısında net dış talebin katkısında artış, iç talepte ise belirgin bir yavaşlamanın gündemde olduğunu görüyoruz. Yeni ekonominin politikalarıyla ekonomide dengelenmenin

Politika faizinin 2019-2020'de düşmesi bekleniyor



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

Büyüme ve mali disiplin birlikte olabilir

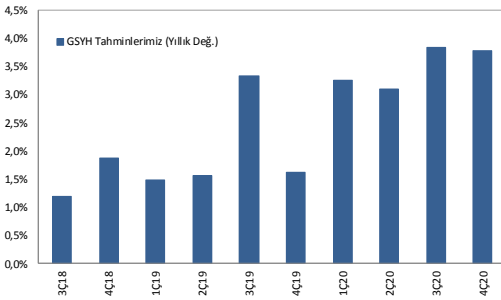


Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

gözlenmesinin beklendiği 2019 yılında ise daha dengeli iç ve net dış talep bileşimi öngörürken; net dış talebin katkısında gözlenecek iyileşmenin boyutu, ekonominin büyüme oranındaki aşağı yönlü baskıların ne oranda dengeleneceği açısından önemli olacaktır.

Yeni ekonomik modelin dengelenme sürecine destek olacağı ve küresel koşulların gelişen ülkeler üzerindeki baskısının ılımlı kalacağı varsayımlarımız altında da, 2017 yılında %7,4 ve 2018 yılının ilk yarısında %6,2 büyüyen Türkiye ekonomisinin bu yılı %3,7'lik büyüme oranı ile tamamlayacağını; büyüme oranının 2019 yılında da %2'ye ılımlı bir yavaşlama göstereceğini tahmin ediyoruz.

2019-2020 dengelenme dönemi olacak



Kaynak: HLY Araştırma

Enflasyon: Dinamiklerde iyileşme görünümü

2018 yılında ekonomik dengelerde ön plana çıkan **enflasyon** dinamiği, 2019 yılı görünümü açısından da kritik rolünü sürdürecektir. 2012-2016 döneminde %5 hedefinin üzerinde olsa bile tek haneli seviyelerde kalmayı başarabilen yıllık tüketici enflasyonu, 2017 yılında %10-12 arasında kısmen dar bir bantta düşük çift haneli seviyelerde seyrettikten sonra, 2018 yılında ilk çeyrekte özellikle baz etkisinin de desteğiyle %10'lara hafif gerileme eğilimi göstermiş olsa da takip eden dönemde hızlı bir ivmeyle %20'li seviyeleri aşmıştır.

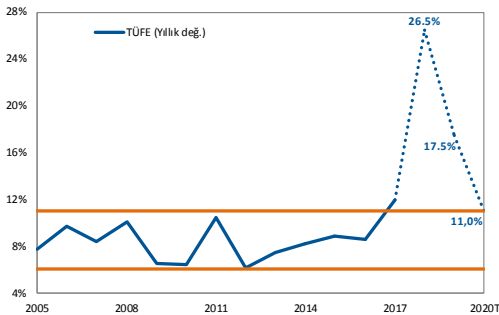
Mayıs ayından itibaren hızlanan, Ağustos ayında da çarpıcı bir boyuta ulaşan **kurdaki değer kaybının enflasyon üzerinde gecikmeli etkisini** de dikkate aldığımızda (son çalışmalarda, kur geçişkenliği bir yıllık dönemde %15-17 civarında; ağırlıklı kısmı ilk 3-4 ayda), gelecek yılın ilk yarı sonuna kadar da yüksek seviyelerini koruması beklenebilir.

Kurdaki değer kaybının bu yıl hızlı ve sert boyutta gerçekleşmesi, **enflasyon dinamiklerinin de kısa vadede birbirinden farklılaşmasına neden olmuştur.** Örneğin, kur ve emtia fiyatlarındaki hareketlere daha kısa vadede ve daha şiddetli boyutta reaksiyon gösteren üretici enflasyonu, Eylül 2016'da bulunduğu yıllık %1,8 seviyesinden, önce 2017 yılında %15-17 bandına, daha sonra da 2018 yılında son verilerde %46,2 seviyesine hızlı bir çıkış göstermiş; **üretici-tüketici enflasyon**

farkı da 21,4 puana kadar genişlemiştir. Bu yıl başında söz konusu farkın sadece 1,8 puan olduğu dikkate alındığında, kur geçişkenliğindeki farklılaşma ortaya net bir şekilde çıkıyor. Nitekim aynı farklılaşma, **tüketici fiyatlarının mal-hizmet ayrımında** da benzer bir gelişim gösteriyor. 2012-2016 döneminde ağırlıklı olarak hizmet grubunun altında yer alan mal grubu yıllık enflasyonu, son iki yıldır kaydettiği hızlı yükseliş sonrasında, hizmet verisinin 15,1 puan kadar üzerine çıkmıştır.

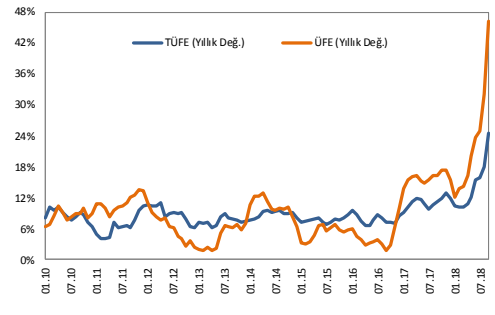
Ancak, şunu da biliyoruz ki, hem ÜFE ve TÜFE hem de mal ve hizmet enflasyon göstergeleri dönem dönem farklı hareketler sergilese de ve her iki grupta da ilk göstergelerin daha oynak olması sebebiyle fiyat göstergeleri arasındaki geçişkenlik birebir olmasa da; söz konusu farklılaşma kısa dönemli olup **uzun vadede tarihsel ortalamalar birbirine yakınsamaktadır.** Nitekim, ÜFE ve TÜFE'nin uzun dönem ortalamaları (Ocak 2006-Eylül 2017), yıllık bazda her ikisi için de %8,8, aylık bazda da sırasıyla %0,9 ve %0,8 olarak oldukça yakın seviyelere işaret etmektedir. Kritik 'D' çekirdek enflasyon göstergesi de, sırasıyla %8,2 ve %0,7 ile tabloya eşlik etmektedir. Benzer şekilde, TÜFE'nin alt kırılımında, mal ve hizmet yıllık enflasyon verileri de söz konusu dönemde sırasıyla, yıllık bazda %9,0 ve %8,3, aylık bazda da %0,8 ve %0,7 ile yakın oranlarda bulunmaktadır.

2018'de tek haneli enflasyon ortamından uzaklaşıldı



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Üretici enflasyonundaki yükseliş çarpıcı



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Dolayısıyla 2019 yılı, temel enflasyon göstergelerindeki farklılaşmanın azaldığı bir dönem olarak karşımıza çıkabilir. Burada kritik nokta, ÜFE-TÜFE ya da mal-hizmet enflasyon farkının daralmasının hangi yönde gerçekleşeceği olacaktır. Yani, maliyet unsurlarındaki artışın gecikmeli yansımalarının boyutu. Bunda da belirleyici unsur, kurun seyri olacaktır. Daha açık bir ifadeyle, kurdaki oynaklık artışının devam etmesi halinde, üretici ve mal enflasyonunda şimdiye kadar yaşanan sert artışların, özellikle enflasyon beklentilerinin kalıcı olarak bozulmasıyla, tüketici ve hizmet enflasyonu tarafında gecikmeli etkilerinin hızlı yükselişe neden olması ve aradaki farkın TÜFE ve hizmet enflasyonunda daha hızlı artışla daralması beklenecektir. Diğer taraftan, kurda daha istikrarlı ve/veya değer kazancı yönünde bir seyir izlenmesi halinde ise, ÜFE ve mal grubu enflasyonundaki yavaşlamanın daha hızlı gerçekleşmesiyle, söz konusu farkın enflasyon göstergelerinin düşüş yönünde hareket etmesiyle daraldığı görülebilecektir. Biz ise, birazdan gerekçelerine değineceğimiz kur ve talep gibi kritik unsurlara yönelik beklentilerimiz çerçevesinde, bu gelişimin ikinci yönde gerçekleşmesine daha yüksek olasılık veriyoruz.

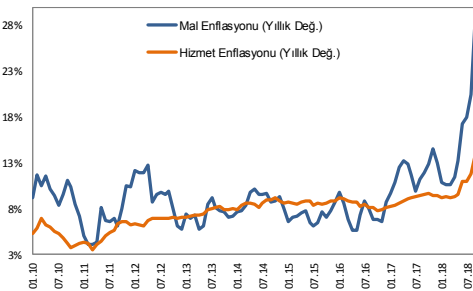
Öncelikle, temel ekonomik ve finansal dengelerin, özellikle son iki yıldır makul olmayan boyutlara ulaşan kurdaki değer

kaybının devam etmesi yönünde destekleyici olmadığını düşünüyoruz. 2016 sonundan itibaren aşırı değersiz bölgeye inen reel kur seviyesine rağmen, kur sepetinde bu yıl nominal olarak %70'in üzerine çıkan bir değer kaybı yaşandığını biliyoruz.

Reel kur da, dokuz ayda %28, denge seviyesine göre de %38 değer kaybederek, 1994 krizi seviyelerine kadar düşüş gösterdi. Ayrıca, aşağıdaki grafikte de görüleceği üzere, reel kur sadece kendi dengelerimiz içinde değil, uluslararası karşılaştırmalı dengeler açısından da 'aşırı değersiz' seviyesi oldukça belirginleşmiş bölgede bulunuyor. Sonuç olarak, mevcut reel kur dengesinin, kurda gelecek dönem nominal değer kayıplarını sınırlandırıcı olabileceğini rahatlıkla düşünebiliriz.

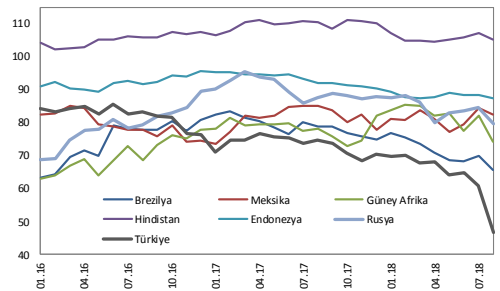
Kur gelişiminde diğer belirleyici unsur da, bu yıl ılımlı seviyede gerçekleşen doların uluslararası piyasalardaki güçlenmesinin ne şekilde devam edeceği olacaktır. ABD ekonomisindeki büyüme ve Fed'in sıkılaşma hızına ilişkin daha ılımlı argümanların ağırlık kazandığını; Fed ve ECB politikaları arasındaki sıkılaşma-genişleme farklılaşmasının, hem Fed'in yavaşlama hem de ECB'nin genişleme sürecine ara vereceği görünümüyle azalmasına dair beklentilerin güçlendiğine tanık oluyoruz. Bu durum da, bu yıla hakim olan 'ılımlı güçlü dolar' temasının

Mal-hizmet enflasyon farkında genişleme



Kaynak: HLY Araştırma

'Reel değer kaybı, diğer GÜÜ'lere göre de belirgin



Kaynak: HLY Araştırma

önümüzdeki dönemde 'ılımlı zayıf dolar' temasına dönüşebileceğine dair bir beklenti yaratmış görünüyor. Nitekim, Euro-dolar paritesinin 2019 sonu beklentileri ortalama 1,23 seviyesine işaret etmektedir. Yani, 'güçlü dolar' korkusunun ağırlıklı olarak fiyatlanmadığı finansal piyasalar, gelişen kurlarla birlikte TL için de baskıları dengeleyici bir görünüm sunuyor.

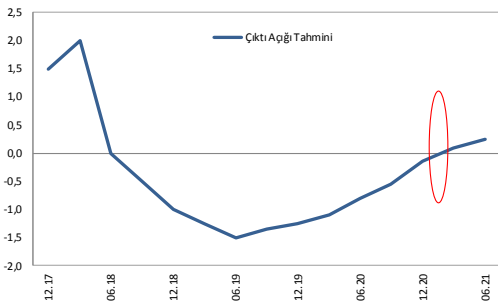
Kur geçişkenliği ve enflasyon gelişimi açısından diğer destekleyici unsur olarak da, iç talep koşullarını görüyoruz. 'Büyüme' bölümünde ayrıntılı olarak değindiğimiz üzere, bu yılın üçüncü çeyreğinden itibaren beklenen yavaşlama, hem kur geçişkenliğini hem de talep kaynaklı enflasyon baskılarını dizginlemede yardımcı olacaktır. Nitekim, TCMB'nin Temmuz sonundaki projeksiyonlarda aşağı yönlü güncellenen çıktı açığı tahminlerinin, Ağustos ayında yaşanan finansal oynaklık artışı sonrasında daha da aşağı çekilmesi şaşırtıcı olmayacaktır. Önceki tahminlerinde bile çıktı açığının 2019 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla azalması ve ancak 2021 yılında 'artı'ya geçmesi beklendiği göz önüne alındığında, iç talep koşullarının dezenflasyon sürecine destek vermesi beklenebilir.

Enflasyonun bu yılki yükselişinde diğer etkili unsur olan enerji fiyatları ise, gelecek yıl için daha ılımlı bir görünüme işaret ediyor. 2015-

2017 döneminde yıllık ortalama 45-55 dolar/varil gibi düşük seviyede hareket eden Brent petrol fiyatları bu yıl ortalamada ulaştığı yaklaşık 74 dolar/varil ile hızlı bir yükseliş göstermiş durumda. Gelecek yıl tahminleri ise, bu yılın ortalamasına yakın hatta hafif altında. Yani 2019'da, petrol fiyatlarından enflasyona gelecek doğrudan etkinin bu yıla göre sınırlı kalması beklenebilir.

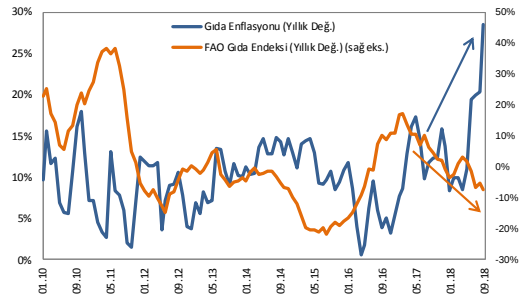
Enflasyon sepetindeki ağırlığı ve dalgalı yapısı dolayısıyla yıllık enflasyonun seyrinde önemli bileşenlerden biri olan gıda fiyatları ise, bilindiği üzere bu yılın yükselişinde önemli baskı unsurlarından biri oldu. Geçen yıl sonuna göre 14,8 puanlık yükselişle Eylül sonunda %28,55'e çıkan yıllık gıda enflasyonu, TCMB'nin revize hedefi olan %13'ün de oldukça üzerinde bulunmakta; 2019 sonu için belirtilen %10'luk hedefe göre de oldukça iddialı bir dezenflasyon sürecinin gerekliliğine işaret etmektedir. Özellikle, işlenmemiş gıda enflasyonunda tedarik zincirinde yapısal sıkıntılar, işlenmiş gıda enflasyonunda da kur geçişkenliği belirleyici unsurlar olmaya devam edecektir. Bu yılın yüksek baz etkisi ise, yıllık fiyat artışlarının daha ılımlı platforma çekilmesi açısından destekleyici olacaktır. Bu arada, 2011 yılından beri ılımlı bir seyir izleyen ancak 2016 yılında tekrar yükseliş eğilimine giren küresel gıda enflasyonunun son aylarda tekrar düşüş yönüne dönmesi de, içeride gıda enflasyonuna

Çıktı açığının 2021'de (+)'ya geçmesi bekleniyor



Kaynak: TÜİK, TÜİK, HLY Araştırma

Küresel gıda enflasyonu destekleyici görünümde

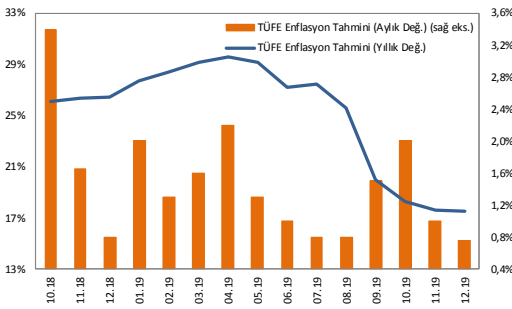


Kaynak: TÜİK, FAO, HLY Araştırma

hangi ölçüde yansıtacağı açısından yakından takip edilecektir.

Özetlersek, son iki yıldır yükselişte olan ve son dönemde hızlanan yıllık enflasyonun 2019 yılında yavaşlama gösterecek dinamiklere sahip olduğunu düşünüyoruz. Her ne kadar yılın ilk yarısında %20'ler seviyesinde yüksek kalmasını beklesek de, ikinci yarıdan itibaren iniş trendine girmesini ve yılı %17,5 düzeyinde tamamlamasını bekliyoruz. Bu noktada da, enflasyon beklentileri ve TCMB'nin hedefi ile aradaki güven farkının azalan bir trend izlemesi kritik unsur olmaya devam edecektir.

Yıllık TÜFE 2019.1Y'de yüksek kalabilir



Kaynak: HLY Araştırma

Para Politikası: Sadeleşme korunurken, sıkılaşma boyutunda rahatlama gündeme gelebilir

Enflasyon görünümünde ikinci çeyrekte itibaren belirginleşen bozulma, enflasyon gerçekleştirmeleri ve beklentilerde yaşanan hızlı yükselişle ulaşılan yüksek seviyeler karşısında, para politikasında sert faiz artırımlarıyla **belirgin bir sıkılaşma sürecinin** gerçekleştiği bir yılı geride bırakıyoruz. Üstelik, geçmişte olağanüstü durumlarda başvurulmuş ancak geçen yıldan beri para politikasında etkili bir araç haline gelen Geç Likidite Penceresi (GLP) faiz oranından, bir haftalık repo ihale faiz oranının yeniden ana politika aracı haline geldiği **sadeleşmeye** geçişi de içeren bir dönem.

Bu yıl içinde yapılan parasal sıkılaşma adımlarını hatırlayacak olursak, TCMB sadeleşme öncesinde ana politika aracı haline gelen GLP'de, önceden belirlenmiş 25 Nisan toplantısında 75 baz puanlık ölçülü, 23 Mayıs'taki olağanüstü toplantısında ise 300 baz puanlık sert faiz artırımına gitmiş; 28 Mayıs'ta açıkladığı kararıyla da sadeleşmenin son adımını tamamlayarak, politika faizini tekrar bir haftalık repo ihale faiz oranı haline getirmiş ve %8'den %16,50'ye çekmiştir. GLP'yi ise, eski dönemde olduğu gibi, olağanüstü durumlarda başvurulacak araç haline getirerek %19,50'ye yükseltmiştir. 7 Haziran'daki PPK toplantısında politika faiz göstergelerinde 125 baz puanlık artışlar gerçekleştirirken; Temmuz toplantısında beklenenin aksine değişikliğe gitmemiş; 13

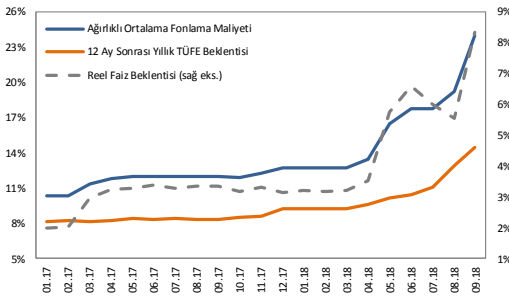
Eylül toplantısında da tüm faiz göstergelerinde 625 baz puanlık sert artışlar yapmıştır. Böylece, yılbaşından beri GLP'de toplam 1425 baz puan, bir haftalık repo ihale faiz oranında da 1600 baz puanlık artışlarla güçlü bir sıkılaşma süreci gerçekleştirmiştir.

Enflasyonun genele yayılan bir yükselişle ulaştığı yüksek seviyeler ve fiyatlamada davranışında gözlenen bozulmanın enflasyon görünümünde yukarı risk oluşturmaya devam etmesi nedeniyle, **kısa vadede sıkı duruşta herhangi bir gevşemenin gündeme gelmesini beklemiyoruz.** Kurdaki değer kaybının gecikmeli etkileri doğrultusunda yıllık enflasyonun bir süre daha yüksek seviyelerde kalabilecek olması, bu öngörümüzde etkili unsur.

Diğer taraftan, gerçekleştirilen güçlü sıkılaşmanın gecikmeli etkisi, ekonomide yeniden dengelenme çerçevesinde iç talepte gözlenen yavaşlama, maliye politikasında disiplin yaklaşımının belirginleştirilmesi gibi etkenler doğrultusunda, enflasyon görünümünde iyileşmenin de eşlik etmesi halinde, **2019 yılında parasal sıkılaşmada geri adımların gündeme gelmesinin mümkün olabileceğini düşünüyoruz.**

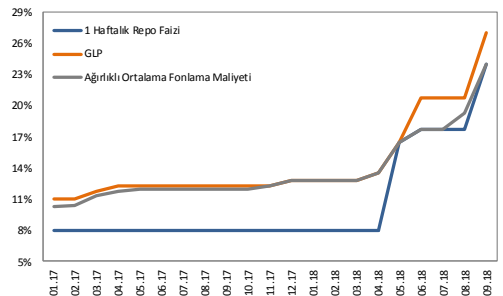
Bu noktada, TL'de hızlı değer kaybı sonrası gözlenen iyileşme eğilimine ek olarak, küresel koşulların dalgalanmalarla birlikte

Beklentilerde bozulma ve güçlü parasal sıkılaşma



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

Politika faizinde 1.600 baz puanlık sert artış



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

gelişen piyasaları destekleyici yönde kalabileceğine dair görünüm ve petrol fiyatlarının yükselişlerle birlikte belli bantta hareketi gibi unsurları **dezenflasyon sürecine dönüş**, dolayısıyla **politika faizinde indirimler** açısından destekleyici buluyoruz.

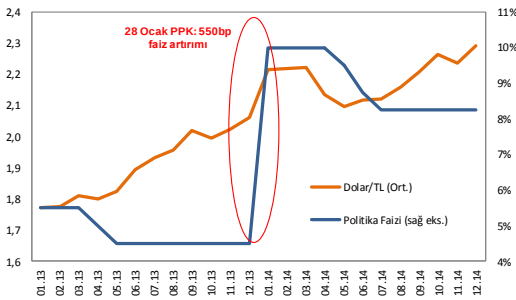
Parasal sıkılaşmada 2019 yılında öngördüğümüz ılımlı gevşemede, geçmiş dönem deneyimi de destekleyici bir tablo sunmaktadır. Hatırlanacağı üzere, **28 Ocak 2014'te olağanüstü toplantıyla bir haftalık repo ihale faiz oranında 550 baz puanlık bir artış** gerçekleştirilmişti. Söz konusu sert faiz artırımı sonrası temel finansal göstergeler ile ekonomik dengelerin gelişimine baktığımızda, **döviz kurunun** önce değerlenme sonrasında dar bir bantta istikrarlı bir görünüm verdiğini; **piyasa faizlerinin** önce düşüş sonrasında yine dar aralıkta dalgalandığını ve ancak 3 ay sonrasında daha belirgin gerileme hareketinin yaşandığını; **politika faizinin** de sert faiz artışından yaklaşık 4 ay sonra indirim sürecine girdiğini görüyoruz. Ekonomik dengeler tarafında, **yıllık enflasyonun** 7 ay gibi bir süre daha yükselişte ve yüksek seviyelerde kaldığını, ancak sonrasında gerileme hareketinin gözlenebildiğini; zaten faizdeki gerilemenin de enflasyondaki bu düşüş hareketine dair öngörünün önceden satın alınmasıyla daha kısa sürede başlamış olduğunu anlıyoruz. **Büyümede** ise, finansal

istikrar ve güven ortamının yeniden tesis edilmesiyle, 2013 yılında kaydedilen %8,5'lik büyüme oranına göre 2014 yılında %5,2'ye yavaşlama kaydedilse de yine güçlü seviyede kaldığını, 2015 yılında da büyüme oranının %6,1'e çıktığını izliyoruz.

2014 güçlü sıkılaşma öncesi ortaya çıkan bu tablonun aynı zamanda, 2019 yılı dinamiklerine ilişkin temel beklentilerimizi (enflasyonda düşüş, büyümede ılımlı yavaşlama, kur oynaklığında azalış, faizlerde gerileme) de destekler bir görünüm sunduğunu söyleyebiliriz. Sadece **2014 yılına göre daha temkinli yaklaşımda**, yıllık enflasyonun o dönemde %7-8 gibi daha makul bir seviyede bulunması ve küresel para politikalarının çok daha destekleyici yönde bulunmalarını gösterebiliriz. Diğer cephede ise, bu yılın çok daha güçlü sıkılaşmasının çıktı açığı üzerindeki gecikmeli etkisinin 2014 yılına göre daha belirgin gerçekleşecek olmasının, **önümüzdeki dönemde beklediğimiz gevşeme alanını genişletme** olasılığı yer almaktadır.

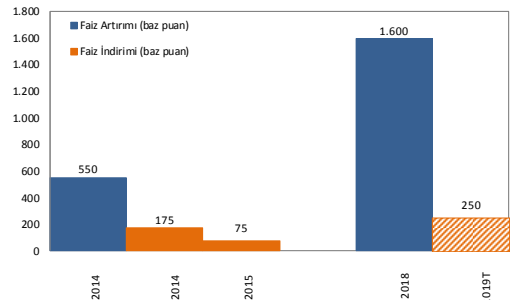
Bu çerçevede, gelişen ülkelere yönelik risk iştahında ani ve kalıcı bir bozulma görülmemesi koşuluyla, **içeride enflasyondaki kalıcı düşüş işaretlerinin alınabileceği yaz ayları döneminde indirim sürecinin uygulanabileceğini** öngörüyoruz. Bu doğrultuda, mevcut durumda %24 seviyesinde

Azalan kur oynaklığı ve gerileyen faizler



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

Sıkılaşmanın boyutu azalabilir



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

bulunan politika faizinin 2019 sonunda %21,5 seviyesine çekilebileceğini tahmin ediyoruz.

Enflasyonun mevcut seviyesine göre %2 ancak 2019 yılında beklenen dezenflasyon doğrultusunda enflasyon tahminlerine göre ise %8'in üzerinde yüksek reel seviyeye işaret eden politika faizi, diğer gelişmekte olan ülkelere göre karşılaştırıldığında da, finansal istikrarın kalıcı olarak sağlanması halinde, gevşeme alanına imkan vermektedir.

Reel kurun da diğer gelişmekte olan ülkelere göre 'aşırı değersiz' görünümü, parasal sıkılaşma durumunda esneklik sağlayabilecek diğer önemli bir destek unsuru olarak belirlemektedir.

GOÜ'ler arasında en yüksek reel faize sahibiz

	Mevcut Politika Faizi	Bileşik Faiz Oranı	Mevcut Enf. Oranı	2019 Enf. Tahmini	Politika Reel Faizi (1)	Politika Reel Faizi (2)
Türkiye	24,00%	27,05%	24,52%	17,50%	2,04%	8,13%
Meksika	7,75%	8,06%	4,90%	3,80%	3,01%	4,10%
Rusya	7,50%	7,79%	3,10%	4,30%	4,55%	3,34%
Brezilya	6,50%	6,72%	4,19%	4,20%	2,42%	2,41%
Hindistan	6,50%	6,72%	3,69%	4,80%	2,92%	1,83%
Endonezya	5,50%	5,65%	2,88%	3,80%	2,70%	1,79%
Güney Afrika	6,50%	6,72%	4,90%	5,20%	1,73%	1,44%
Çin	2,62%	2,65%	2,30%	2,30%	0,35%	0,35%
Güney Kore	1,50%	1,51%	1,40%	2,00%	0,11%	-0,48%
Romanya	2,50%	2,53%	5,06%	3,30%	-2,41%	-0,74%
Polonya	1,50%	1,51%	1,80%	2,30%	-0,28%	-0,77%

(1) Mevcut enflasyon ile reel hale getirilmiş, (2) 2019 enflasyon tahmini ile reel hale getirilmiş

Kaynak: HLY Araştırma

Dış Denge: Yeniden dengelenmede cari açık daha ılımlı

Cari dengede geçen yıl başlayan bozulmanın bu yılın ilk yarısı boyunca da devam ettiğini izledik. Artan cari açıkta, enerji ve altın ithalatı önemli bir rol üstlenirken; bu kalemleri dışlayan 'çekirdek' cari açık da daha ılımlı olmakla birlikte genişleme yönünde kaldı. 12 aylık kümülatif cari açık, yılın beş aylık döneminde 10,8 milyar dolar artarak Mayıs sonu itibarıyla 58,3 milyar dolara ulaşırken; 'çekirdek' cari açık aynı dönemde 3,5 milyar dolarlık artışla 8,1 milyar dolara genişledi. Takip eden iki aylık dönemde ise, kur ve iç talepteki yavaşlamanın etkisiyle, yıllık açık rakamı her iki göstergede de 3,7 milyar dolar gerileme kaydetti. Söz konusu dönemde, altın ticaretinin iyileşme gösterirken; enerji dengesindeki bozulmanın yükselen petrol fiyatlarıyla devam ettiği gözlemlendi.

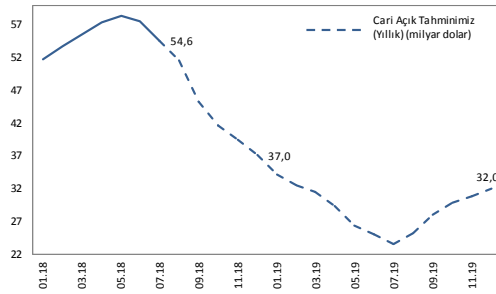
Ağustos ayında sert bir hal alan kurdaki değer kaybının gecikmeli etkileri ve iç talepte belirginleşen yavaşlama eğilimi, cari açıktaki yavaşlamanın bir trende dönüşebileceğine işaret ediyor. Özellikle, yılın ikinci yarısında yıllık cari açıktaki düşüşün ivmeyle devam ederek, bu yılı 37 milyar dolar seviyesinde tamamlayabileceğini düşünüyoruz. Altın ithalatındaki yavaşlamanın korunması da bu süreci güçlendirecektir. Yüksek ancak dar bir aralıkta dalgalanan petrol fiyatları ise, enerji yükünün devam etmekle birlikte ciddi ek bir baskı oluşturmayaacağına işaret ediyor.

Böylece, 2016 yılında yapısal kısıtın altına inerek %3,8'e düşen cari açık oranının, 2017 yılında yükseldiği %5,6'ya göre düşüş kaydederek %4,7'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz. 2019 yılı için de, bazın da etkisiyle, özellikle ilk yarıda devam etmesi beklenen düşüş hareketiyle, yılı 32 milyar dolar seviyesinde tamamlayan ılımlı bir cari açık tablosu öngörmekteyiz. Bu durumda, cari açık oranı da %4,3'e geriliyor.

Cari açıktaki düşüşü destekleyecek diğer bir unsur da, cari açığın düşürülmesi hedefinin önemli bir yer tuttuğu ekonomide yeniden dengelenme modeli. Uygulanacak ekonomi politikalarının başarısı, cari açıktaki 2019 yılında beklediğimiz düşüşün boyutunu belirleyecektir. İç talepteki yavaşlama karşısında net dış talep kaynaklı büyümeyi destekleme politikalarının ön plana çıktığı yeni ekonomik yaklaşımda, kırılganlığı yüksek dinamiklerden enflasyon ve cari açığı düşürme hedefleri öncelikler arasında yer almaktadır. Bu çerçevede, kurdaki değer kaybı ve ihracatı destekleme politikalarının dış ticaret dengesinde yaratacağı iyileşme ile ılımlı petrol fiyatlarının enerji maliyetini sınırlamada olumlu etkisi, yeni yıla daha ılımlı cari açık öngörüsü ile başlanmasını sağlıyor.

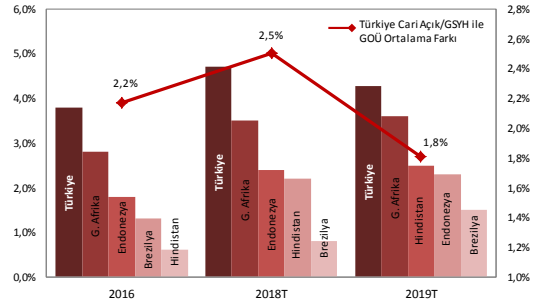
Cari açıktaki düşüş öngörümüze karşın, dış dengenin sürdürülebilirliği ve finansal dengeler açısından finansman tablosu

Cari dengede iyileşme bekliyoruz



Kaynak: TCMB, TÜİK, HLY Araştırma

Diğer GÖÜ'lere göre de, cari açık riskimizde azalış bekleniyor



Kaynak: HLY Araştırma

belirleyici olmaya devam edecektir. Bu noktada, küresel risk algılamasının, dalgalanmalar içermekle birlikte, gelişen piyasaları desteklemeye devam edeceğine dair görüşümüz rahatlatıcı bir unsur olurken; ekonomi politikalarının güven ortamının tekrar tesis edilmesindeki kararlılığı ve başarısı, bu küresel olumluluğun bize ne oranda yansıtacağına kritik olacaktır.

2019 yılına ait ödemeler dengesi projeksiyonlarımız, toplam finansman gereksinimini 253,7 milyar dolar olarak gösteriyor. Bu yıl sonuna dair tahminimiz olan 248 milyar doların ılımlı oranda üzerinde. Ancak, finansmanın kompozisyonu ve resmi rezervlerin gelişimi açısından farklılık içerip içermeyeceği, hem ekonomik hem de finansal dengeler açısından önemli olacak.

Geçen yılın tamamında 18 milyar dolarlık net girişin ardından, bu yılın yedi aylık döneminde 'net çıkış'a dönen portföy yatırımlarının gelecek yılın finansman tablosunda tekrar katkı kalemi olması gerekiyor ki, rezervler daha güçlü bir görünüm sunabilsin.

Nitekim, TCMB'nin haftalık verilerine göre, resmi rezervlerde yıl başından beri azalış 17,1 milyar dolara ulaşmış durumda. Finansman bileşenlerine yönelik öngörülerimize göre, gelecek yıl portföy yatırımlarına ait net girişin en az 11,5 milyar dolar seviyesine ulaşması

gerekiyor ki, rezervlerde daha fazla kayıp oluşmasın. Tabi bu noktada, bu yılın finansmanına 7 aylık dönemde 11,6 milyar dolarlık girişle önemli bir kaynak durumuna gelen 'net hata ve noksan' kaleminin 2019 yılında katkı sağlamaya devam edip etmeyeceği önemli olacak.

2019 finansman gereksinimi 253,7 milyar dolar

Dış Finansman İhtiyacı ve Finansman Kaynakları* (Milyar \$)				
(Milyar \$)	2017 Ocak-Tem'18	2018T	2019T	
TOPLAM FİNANSMAN İHTİYACI	243,4	153,4	248,0	253,7
Cari Açık	47,4	33,1	37,0	32,0
Kısa vadeli ticari kredilerin geri ödemesi	136,6	86,8	153,0	166,8
Finans dışı kesimin uzun vadeli borç geri ödemesi	19,0	9,7	17,0	15,0
Bankaların uzun vadeli kredilerinin geri ödemeleri	36,5	20,0	36,0	35,5
Euro tahvil geri ödemesi	3,8	3,8	5,0	4,5
IMF kredilerinin geri ödemesi	0,0	0,0	0,0	0,0
FİNANSMAN KAYNAKLARI	243,4	153,4	248,0	253,7
Kısa vadeli ticari kredilere ait borçlanma	143,9	89,7	157,0	168,8
Finans dışı kesimin uzun vadeli borçlanması	21,0	15,0	25,0	21,3
Bankaların uzun vadeli borçlanması	36,6	19,1	36,0	34,5
Bankaların kısa vadeli net borçlanması	2,0	-0,9	-0,5	0,0
Doğrudan yatırımlar (net)	8,2	3,5	6,5	6,5
Euro tahvil borçlanma	9,7	4,0	6,0	6,0
IMF borrowing				
Net hata ve noksan	0,9	11,6	15,0	8,0
Portföy yatırımları - Euro tahvil hariç (net)	18,7	-0,7	-13,0	10,0
Uzun vadeli ticari kredilere ait borçlanma (net)	-0,02	0,04	0,0	0,0
Genel hükümet uzun vadeli borçlanma (net)	-1,4	-0,2	-1,0	-1,0
Finans dışı kesimin kısa vadeli borçlanması (net)	2,0	1,0	1,5	1,5
Diğer yatırımlara ait varlıklar (net)	-0,06	0,02	0,0	0,0
Döviz mevduatları	-1,9	7,5	5,0	0,0
Diğer yükümlülükler (net)	-4,4	-1,7	-3,0	-2,0
REZERVLER **	8,2	5,3	13,5	0,0

* Genelde dengeye yakın seyreden borç kalemleri hesaba katılmamıştır.

** "eksi" ("artı") rakam rezervlerde artış (azalış) işaret etmektedir.

Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

Maliye Politikası: 'Mali disiplin' çapasına dönüş

2011 yılından itibaren korunan güçlü bütçe dinamiklerinin, son iki yıldır maliye politikasının büyüme destekli olarak kullanılmasına imkan sağladığını biliyoruz. Ancak, her ne kadar uluslararası karşılaştırmada hala düşük seviyelerde bulunsun da bütçe açığı oranının %1'lerden %2'lere yükseliş hareketinin, enflasyon ve faizlerde yükselişin yaşandığı makro ekonomik ortamda, mali disiplini tekrar öncelikli politika haline getirdiğini de görüyoruz. Geçen yılı %1,5 seviyesinde bütçe açığı ve %0,3 ile sınırlı olsa da faiz dışı fazla oranı ile bitiren merkezi hükümet bütçesi, bu yılın sekiz aylık döneminde, faiz dışı açık ve bir yıl öncesi seviyenin iki katına ulaşan bütçe açığı verir duruma gelmiştir. Yılı da, son sekiz yılın en yüksek seviyesine işaret eden %2,0'lik bütçe açığı ve sıfıra yakın belki de 1993 yılından sonra ilk kez 'eksi'ye işaret eden faiz dışı denge ile bitireceğini tahmin ediyoruz.

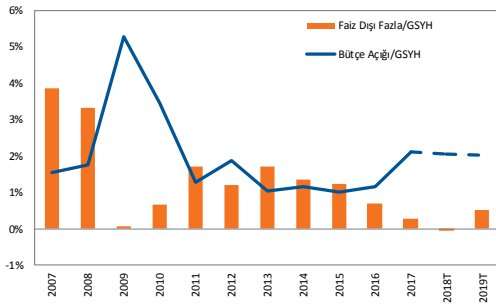
Bütçe dengesindeki bozulmanın büyüme destekleyici yönü, harcama gelişiminde açık bir şekilde görülüyor. Büyüme destekleyici yatırım harcamalarında, sekiz aylık dönemde yıllık %40'ların üzerinde artışla, GSYH deflatör ve büyüme hedeflerinin oldukça ötesinde bir genişleme dikkat çekerken; mal ve hizmet alımları ve cari transferler gibi mali disiplin yaklaşımı öncesi dönemde bütçe harcamalarının ağırlık kazandığı mali genişleme kalemlerinde ise, sırasıyla %13,3

ve %18,8 gibi daha makul yıllık artış oranları görüyoruz.

Diğer taraftan, bütçe dengesindeki bozulmada artan faiz ödemeleri de diğer etkili bir unsur ve önümüzdeki dönemde de bütçe üzerinde önemli bir yük oluşturmaya devam edeceği anlaşılıyor. Nitekim, yıl başında belirlenen 71,7 milyar TL'lik ödeneğe karşılık, faiz ödemelerinin bu yıl sonunda 77 milyar TL'nin üzerinde tamamlayacağını; gelecek yıl da 118,5 milyar TL'ye yükselişini hızlandıracığını tahmin ediyoruz. GSYH'ye oran olarak da, faiz ödemelerinin bu yıl %2, 2019 ve 2020 yıllarında da sırasıyla %2,5 ve %2,8 seviyelerine ulaşacağını öngörüyoruz.

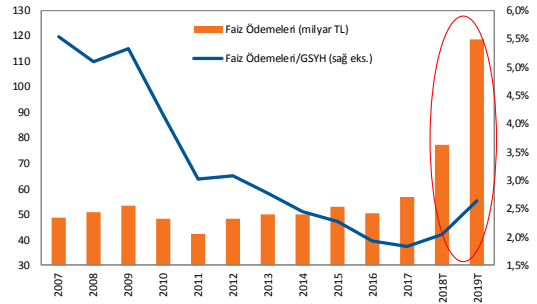
Faiz ödemelerindeki yükselişte, artan borçlanma ihtiyacına, borçlanma maliyetinde artış ve vadede kısalmanın da eşlik etmesinin etkili olduğunu söyleyebiliriz. Nitekim, borçlanma maliyeti Ağustos ayında, 2008 yılından sonra görülen en yüksek seviye olan %20'li oranlara ulaşırken, yıl başından beri ortalama maliyetin %16,25 olarak gerçekleştiğini izliyoruz. Geçen yıl ortalama borçlanma maliyeti ise %11,03 idi. Ayrıca, geçen yıl 71,2 ay olan ortalama borçlanma vadesi de bu yılın dokuz aylık döneminde 63 aya geriliyor. Her ne kadar geçen yılın %125,6'lık seviyesine göre gerilemeye işaret etse de, iç borç geri çevirme oranının yıl başından bu yana ortalama %108,4 ile yine

Bütçe açığı %2'ler seviyesinde



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

Faiz ödemelerinin artan yükü



Kaynak: Hazine, HLY Araştırma

yüksek seviyede gerçekleşerek yüksek borçlanma ihtiyacını yansıttığını söyleyebiliriz. Mali disiplinin ön planda olduğu önceki yıllarda %80-90 bandında kalan borç çevirme rasyosunun, 2019 yılından itibaren söz konusu banda doğru kademeli bir düşüş trendine girmesi beklenebilir.

Bu yılın bütçesinde gelirler tarafında, başlıca gelir ve kazanç üzerinden alınan **dolaysız vergilerin katkısı devam ederken**; iç ticaretten alınan KDV ve ÖTV gibi **dolaylı vergilerdeki artışın sınırlı kaldığı**, ancak artan ithalata bağlı olarak dış ticaretten alınan KDV ile bu yıl 12,4 milyar TL'ye ulaşan TCMB'nin Hazine'ye aktarılan karının (geçen yıl 7,2 milyar TL idi) yer aldığı Hazine portföyü ve iştirak gelirleri gibi kalemlerin desteğinin sürdüğü görülüyor.

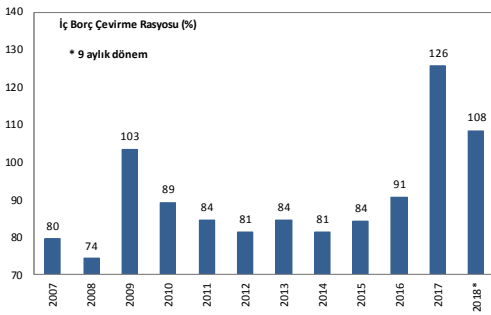
Vergi gelirlerinin dağılımında, dolaylı vergilerin ağırlıklı kısmı oluşturmaya devam etmekle birlikte, 2013 yılındaki %69,2'lik tepe noktasını takiben ılımlı düşüşle daha sağlıklı bir bütçe tablosu sunduğunu da eklemek gerekiyor. Bu yılın sekiz aylık döneminde de sözkonusu oran %63,2'ye geriliyor. Geçen yıl %67 seviyesinde tamamlamıştı. Ancak, **dolaysız vergilerin toplam vergi tahsilatındaki katkısının artırılması** hedefinde, vergi tabanının genişletilmesi yönünde ek adımların gerektiği de görülüyor.

2019 bütçesinde ise, enflasyon ve borçlanma

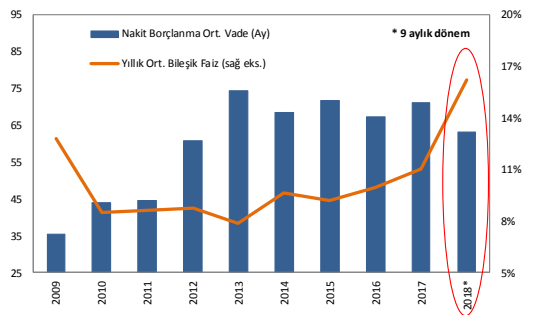
malîyetindeki artış karşısında, Yeni Ekonomi Programı'nda ortaya konduğu üzere, **faiz dışı harcamalarda disiplin yaklaşımının belirginleşmesi** beklenebilir. Faiz ödemelerinin ise, gerçekleşen borçlanmalar doğrultusunda, bütçe üzerindeki yükünü bir süre daha devam ettireceği açık. Büyüme oranının %2'ler seviyesine inmesinin beklendiği 2019 yılında, **bütçe gelirlerinin artış oranında da bu yıla göre zayıflama sürpriz olmayacak**. Özellikle, dahilden ve ithalattan alınan KDV ile ÖTV gibi dolaylı vergi kalemlerinin katkısında yavaşlama beklenebilir.

Gelir ve giderler tarafındaki bu tablo karşısında, büyüme ve deflatör hedeflerinin işaret ettiği %19'luk seviyenin altında olarak, faiz dışı harcamalardaki artış oranının %13 civarında sınırlı kalması gerekiyor ki; bütçe açığı %2'ler seviyesinde kalabilsin. Bizim tahminimiz ise, 2019 yılında bütçe açığının bu yıla ait tahminimize benzer şekilde %2,0 seviyesinde gerçekleşmesi yönünde. Faiz dışı dengenin ise, GSYH'nin %0,5'i ile sınırlı olmakla birlikte, tekrar fazla vermeye başlayabileceğini öngörüyoruz.

Borç çevirme rasyosu gerilese de hala yüksek



İç borçlanmanın vadesi kısılırken, maliyeti arttı



Makroekonomik Tahminler

Makro Ekonomik Göstergelere İlişkin Tahminler							
		Yeni Ekonomi Programı			HLY Araştırma		
	2017	2018T	2019P	2020P	2018T	2019T	2020T
TÜFE Enflasyon (dönem sonu)	11,9%	20,8%	15,9%	9,8%	26,5%	17,5%	11,0%
Çekirdek Enflasyon (dönem sonu)	12,3%				30,0%	20,5%	13,0%
GSYH (Milyar TL)	3.107	3.741	4.450	5.150	3.866	4.653	5.418
GSYH (Milyar \$)	851	763	795	858	783	747	799
GSYH Büyüme	7,4%	3,8%	2,3%	3,5%	3,7%	2,0%	3,5%
GSYH Deflatör	10,8%	16,0%	16,3%	11,8%	20,0%	18,0%	12,5%
Cari Açık (Milyar \$)	47,4	36,0	26,0	23,5	37,0	32,0	30,0
İhracat (Milyar \$)	157,0	170,0	182,0	191,0	167,0	178,0	188,0
İthalat (Milyar \$)	233,8	236,0	244,0	252,0	235,5	241,5	251,5
Cari Açık / GSYH	5,6%	4,7%	3,3%	2,7%	4,7%	4,3%	3,8%
Politika Faizi (dönem sonu)	8,0%				24,0%	21,5%	20,0%
Gösterge 10Y Tahvil Faizi (dönem sonu)	11,7%				19,0%	17,5%	16,5%
Gösterge 10Y Tahvil Faizi (ort)	11,1%				16,2%	18,5%	17,0%
USD/TRY (dönem sonu)	3,77				5,98	6,50	6,95
USD/TRY (ortalama)	3,65	4,90	5,60	6,00	4,94	6,23	6,78
Bütçe açığı / GSYH	1,5%	1,9%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%
Faiz dışı fazla / GSYH	0,3%	0,1%	0,8%	1,0%	-0,04%	0,5%	0,6%

Kaynak: Yeni Ekonomi Programı, HLY Araştırma

Makroekonomik Varsayımlar

❑ Küresel ekonomide iyileşme devam etmekle birlikte, büyüme ivmesinde yavaşlama görülebilecek; ancak 'resesyon' riski oluşmayacak;

❑ Küresel para politikalarında normalleşme eğilimi korunacak; ancak ekonomiler ve finansal piyasalar üzerinde hasara neden olmayacak şekilde, yavaş ve kademeli gerçekleşmeye devam edecek;

❑ Para politikalarındaki normalleşme, gelişmiş ülkelerde düşük faiz ortamının devamı ancak olağanüstü boyutlara ulaşan merkez bankası bilançolarının yıllara yayılarak kademeli bir şekilde normal seviyelere çekilmesi hedefi eşliğinde gerçekleşmeye devam edecek;

❑ Küresel para politikalarında geleneksel olmayan genişlemeci duruştan geleneksel sıkılaşmaya doğru normalleşme eğilimi korunurken; maliye politikalarının desteği, özellikle kamu dengeleri ve borç dinamiklerine zarar vermeden sürdürülecek;

❑ Gelişmiş ülke para politikalarında normalleşme duruşları arasındaki fark, genişlemeci tarafta kalanların destekleyici boyutunu azaltmalarıyla kısmen azalacak;

❑ Fed faiz artırımlarını temkinli devam ettirirken, ECB'nin parasal genişlemeyi sonlandırması ve normalleşme adımlarına başlamasıyla, Euro-dolar paritesinde yukarı baskılar daha fazla gözlenecek;

❑ Emtia fiyatları, küresel arz-talep dengesi eşliğinde ılımlı görünümünü koruyacak; 'ılımlı zayıf dolar' temasının gelecek yılın ajandasına girmesiyle, sert ve kalıcı aşağı yönlü düzeltme süreci yaşanmayacak;

❑ Gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşmenin yavaş ilerlemesiyle,

gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları üzerinde hızlı bir sıkılaşma baskısı olmayacak, sermaye akımında ciddi boyutta ve kalıcı azalış gözlenmeyecek;

❑ Küresel ekonomik görünüm açısından son birkaç yıldır rahat bir görünüm sunan Çin'de büyümede 'yumuşak iniş' senaryosunun korunması açısından riskler artmakla birlikte kontrol edilemez boyutlara ulaşmayacak;

❑ Türkiye'nin ana ihracat ortağı AB bölgesinde son dönemdeki yavaşlama işaretleri derinleşmeyecek; Brexit gibi politik unsurlar birliğin mevcudiyetinin sorgulanması gibi risk unsurlarına neden olmayacak;

❑ Türkiye'nin AB ile politik ve ekonomik ilişkilerinde kalıcı bir bozulma olmayacak;

❑ Gelişmiş ülke para politikalarında ılımlı devam etmesi beklenen normalleşme eğilimi karşısında, TCMB, bu yıl sadeleşme eşliğinde gerçekleştirdiği sert faiz artırımları sonrasında, enflasyonun kalıcı düşüş göstermesi koşuluyla, sıkılaşma boyutunu indirebilecek ('faiz indirimi' senaryosu);

❑ İçeride enflasyon görünümünde iyileşme sağlanacak; yıllık enflasyon kalıcı olarak düşmeye başlayacak;

❑ 'Mali disiplin,' öncelikli ekonomi politikaları arasında taviz verilmeden uygulanacak; Büyümeye destek amaçlı kamu harcamaları, bu politika çerçevesinde gerçekleşecek;

❑ Yeni Ekonomi Programı'nın öngördüğü yeni politika yaklaşımının gerçekleşmesiyle birlikte, ülke kredi notumuzda iyileşme süreci başlayabilecek;

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

BİST Strateji: Yeni Ekonomi Programı ve küresel destekle BİST'te dengelenme

Hatırlanacağı üzere, 2017 yılında Türkiye ekonomisi ve finansal piyasalar, destekleyici küresel ortam ve güçlenen büyümeye ek olarak, yurt içi talebi destekleyici politikalar ile olumlu geçirmişti. Geçen yılı %47,6'lık güçlü performans ile tamamlayan BIST100 endeksi, 2018 yılında ise gelişen ülkeler özelinde riskler, jeopolitik gelişmeler, ticaret savaşlarına ilişkin gelişmeler ve buna bağlı olarak artan volatilité nedeniyle zor bir dönem geçirdi. Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye değerlendirmeleri ve not indirimlerinin yanı sıra, kur ve faizlerde gözlenen yukarı eğilim BİST tarafında baskı oluşturan önemli unsurlar oldu. Fed'in faiz artışlarına devam etmesi de, gelişen ülke piyasaları üzerinde dalgalanmalar yaratan faktör olarak öne çıktı. Diğer gelişen piyasalardan negatif ayrıışan BIST100 endeksi, 29 Ocak tarihinde gördüğü tarihi en yüksek kapanışı olan 120.845 seviyesine göre %21,8 (04.10.2018 kapanışına göre), dolar bazında ise %52,1 gerileyerek en çok değer kaybeden borsalar arasında yer aldı.

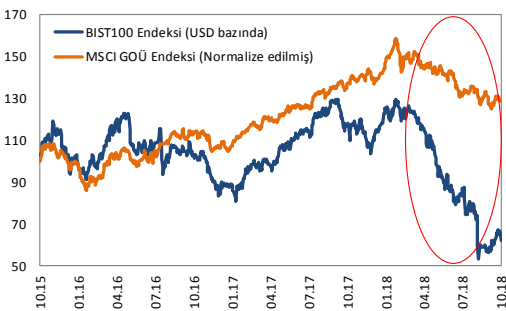
BIST100 endeksinin dolar bazında MSCI GOÜ endeksine göre yılbaşından bu yana %39,2 oranında negatif ayrıştığını izliyoruz. Piyasa çarpanları itibarıyla de, BIST100 endeksi hem kendi ortalaması hem de MSCI GOÜ'ye göre oldukça iskontolu işlem görüyor. BIST100 endeksi 7,03x cari F/K ile 5-yıllık ortalamasının %31,4 altında işlem görüyor.

Mevcut durumda BIST100-MSCI GOÜ F/K iskontosu ise, son 5-yıllık ortalamasının 18,4 puan altında bulunuyor.

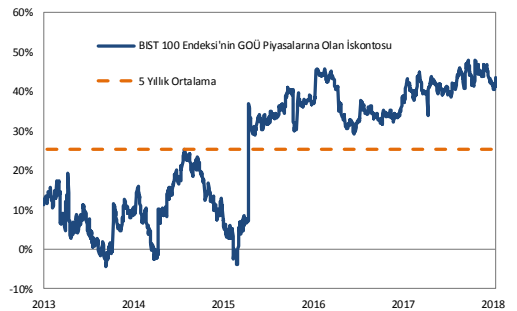
2019 yılında, küresel ticaret savaşlarının büyüme üzerinde olası yavaşlatıcı etkilerine karşılık; hem gelişen ülkelerin ekonomik dinamiklerinde - dalgalanmalar yaşanmasına rağmen - kalıcı bir hasar gözlenmemesi, hem de küresel normalleşme sürecinin ılımlı olarak devam edecek olması, hatta ABD'de maliye politikasının desteğinde beklenen azalma, ılımlı ücret artışları ve daha ılımlı enflasyon gelişimi gibi unsurlar doğrultusunda daha az sayıda faiz artırımı ve/veya yavaşlayan bilanço küçültülmesinin gündeme gelebilecek olması nedeniyle, gelişen ülkelere yönelik temkinli pozitif duruşumuzu koruyor ve sermaye akımlarının devam edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, reel kurları düşük seviyelerde kalan gelişen ülke para birimlerindeki dalgalanmanın kısmi azalmasının, gelişen piyasalarda toparlanmayı destekleyebileceğine inanıyoruz.

İçeride de, ekonomik hedefler açısından gerçekçi görünen ve kırılgan dengeleri gözeterek önlem politikalarına öncelik veren Yeni Ekonomi Programı'nın yardımıyla, mevcut sorunlarla daha etkin bir müdahale için atılacak adımlar doğrultusunda finansal istikrarın sağlanması şartıyla, bu yıl kötü bir performans sergileyen BIST100 endeksinin

BIST100 endeksinde negatif ayrışma



BIST100 endeksi GOÜ'lere göre iskontolu



2019 yılında dengelenme arayışında olacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda, BIST100 endeksi için 12-aylık tahminimizi 119.300 olarak belirliyoruz. Sunduğu %26,2'lik risksiz varlıklara kıyasla çok da cazip olmayan getiri potansiyeline ek olarak, enflasyonun 2019 yılının ilk yarısı boyunca yüksek seviyelerini koruyacak olması ve programda öngörülen hedefler doğrultusunda gerçekleşmelerin beklenmesi, BIST tarafında temkinli pozitif duruşumuzu yansıtıyor. Ancak, enflasyonda kalıcı düşüşün başlaması ve ekonomi politikalarının doğru yönetilmesi ile, endeksin daha anlamlı getiri potansiyeli sunabileceğini ve bu doğrultuda, bankacılık sektörünün olumlu etkilenecek sektörler arasında ön plana çıkabileceğini öngörüyoruz.

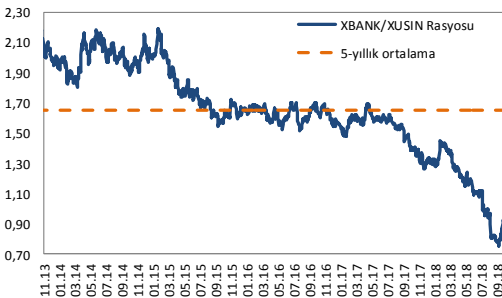
Bu doğrultuda da, 2018 yılında sanayi endeksine (XUSIN) göre oldukça zayıf bir performans sergileyen bankacılık endeksinin (XBANK) 2019 yılında toparlanma gösterebileceğini tahmin ediyoruz. Bu beklentimizde, 2018 yılında kaydedilen endeks performansları ve XBANK/XUSIN rasyosunda geline seviyeler de dayanak noktalar arasında yer alıyor. Dolar bazında BIST Bankacılık endeksi yılbaşından bu yana %64,0 gerilerken (MSCI GOÜ banka endeksi ise %9,3 geriledi), BIST sanayi endeksi ise dolar bazında %41,2 gerileyerek bankacılık endeksinden daha iyi performans gösterdi (MSCI GOÜ sanayi endeksi %11,0 geriledi).

BIST'te sanayi endeksinin kaydettiği görece güçlü performansın da etkisiyle, XBANK/XUSIN rasyosu 2018 yılı başındaki 1,32 seviyesinden Şubat ayında 1,46 seviyelerine kadar yükseliş eğilimi gösterse de kalıcı olamadı ve enflasyondaki yükseliş ile birlikte artan faizler, şirketlerden gelen yeniden yapılandırma haberleri nedeniyle bankaların aktif kalitesine ilişkin oluşan endişelerin etkisiyle düşüş eğilimi sergileyerek 0,73'e kadar gerileme gösterdi. Mevcut durumda da, 0,81 seviyesine hafif bir iyileşme göstermiş durumda.

2019 yılı için oluşturduğumuz hisse senedi Model Portföyümüzde ise, ağırlıklı olarak ihracata dayalı üretim yapan, yabancı para cinsinden geliri olan, döviz riski taşımayan, düşük borç yapısına sahip ve turizm sektöründen olumlu etkilenmesini beklediğimiz hisselerle yer verdik. Model Portföyümüzde başlangıçta bankacılık sektörüne %20 ağırlık verirken (%10-GARAN, %10-AKBANK); uygulanacak doğru politikalar ve finansal istikrarın sağlandığına yönelik sinyaller alınması doğrultusunda ise, yıl içinde banka ağırlığımızı %25-30 bandına çekmeyi düşündüğümüzü de belirtmek isteriz. Banka dışında diğer şirket hisselerine de eşit ağırlık vermeyi tercih ediyoruz.

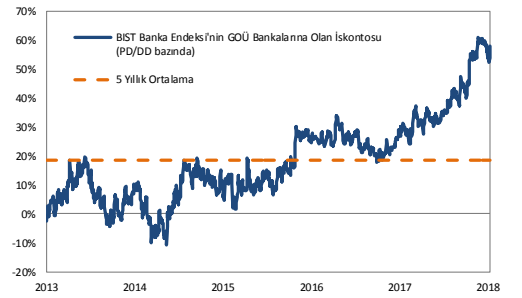
Bu çerçevede, bankacılık sektöründe, güçlü kar büyümesi, net faiz marjı ve sermaye

XBANK/XUSIN rasyosu tarihsel ortalamaların oldukça altında



Kaynak: HLY Araştırma

XBANK GOÜ'lere göre %58,7 iskontolu



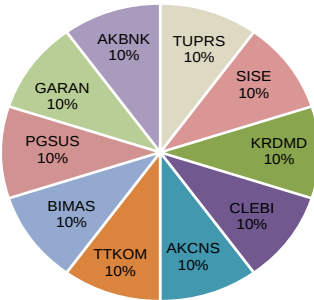
Kaynak: HLY Araştırma

yeterliliği ile öne çıkacağını düşündüğümüz **Garanti Bankası'na (GARAN)** ve artan enflasyon oranları nedeniyle varlıkları arasında bulunan yüklü TÜFE'ye endeksli tahvil portföylerinden güçlü gelir elde etmesini beklediğimiz **Akbank'a (AKBNK)** yer veriyoruz. **Finans dışı hisse seçimlerimizde** ise, 2019 yılında, döviz cinsi gelir elde eden şirketlerin net kar büyümesinde üst sıralarda yer alacağını düşünüyoruz. Ayrıca, kur riskinin yatırım kararı için 2019 yılında da önemli bir faktör olmaya devam edeceğini, güçlü döviz uzun pozisyonu olan şirketlerin ve kur riskini hedge etmekte başarılı olabilen, talep koşulları açısından olumlu görünüm sunan ve güçlü büyüme dinamiklerine sahip olduğunu düşündüğümüz **havacılık, demir çelik, cam, perakende ve petro-kimya sektörlerinin ön planda kalabileceğini düşünüyoruz.**

Kur ve ürün fiyatlarındaki artış nedeniyle hem güçlü gelir büyümesi hem de yüksek ürün karlılığı yakalamasını beklediğimiz **Tüpraş (TUPRS)**; havacılık sektöründeki olumlu görünüm ve marjlardaki iyileşmenin devam edeceği beklentisiyle **Pegasus (PGSUS)**; Türkiye ve Hindistan havacılık sektörüne yönelik olumlu beklentilerin desteğiyle, şirketin karlılık marjlarında iyileşmenin devam edeceği beklentisi, çeşitlendirilmiş portföyü ile bölgesel şoklara karşı daha korunaklı yapısı ve cazip temettü verimliliği

sunması açısından **Çelebi (CLEBI)**; karlılık marjları daha yüksek olan özel çelik ürün grubunun satışlar içerisindeki ağırlığının artması, yeni yatırımın devreye girecek olması ve potansiyel projeler ile öne çıkabileceğini düşündüğümüz **Kardemir (KRDM)**; gerek mağaza genişlemesi gerekse enflasyonun yüksek seyrine bağlı olarak, güçlü büyüme hikayesine 2019 yılında da devam edeceği beklentisi ve güçlü net işletme sermayesi ile kur ve faiz riskine maruz kalmayışının hisseyi güçlü kıldığını düşündüğümüz **Bim (BIMAS)**; yurt içi pazarda devam eden cazip arz-talep ortamı, uluslararası operasyonların artan katkısı ve TL'deki değer kaybının satış gelirlerine pozitif yansımaları, dolar bazlı gelir yapısı ve grup içinde devam eden maliyet azaltıcı aksiyonların 2019 yılında karlılığı artırmaya devam edeceğini düşündüğümüz **Şişe Cam (SISE)**; güçlü operasyonel performansının yanı sıra diğer operatörlerle yürüttüğü altyapı projeleriyle nakit akımının olumlu etkileneceğini düşündüğümüz **Türk Telekom (TTKOM)**; Marmara'daki talebin bölgede çok yoğun kapasite artışı yaşanmaması sebebiyle diğer çimento şirketlerine kıyasla fiyatlamada daha korunaklı kalabileceğini düşündüğümüz **Akçansa (AKCNS)**; 2019 yılı için oluşturduğumuz hisse model portföyümüzde yer alan finans-dışı şirket hisseleridir.

2019 yılı hisse önerilerimiz



Kaynak: HLY Araştırma

Hisse Önerilerimiz

Garanti Bankası: 'Güçlü karlılık sürecekt'

GARANTİ			
Fiyat (TL)			6,57
12 aylık hedef fiyat (TL)			9,20
Yukarı potansiyel			40,0%
Piyasa değeri (Mn TL)			27.594,00
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	7,70	-31,40	-36,07
BIST100 Relatif Getir	6,30	-21,78	-18,00
Beta			1,66

*04.10.2018 kapanış itibarıyla

Güçlü karlılık ve aktif büyümesi

2017 yılını %25 kar büyümesi yakalayarak 6,3 milyar TL net kar ile tamamlayan Garanti Bankası, 2018 yılının ilk altı ayında da yıllık bazda %27 net kar büyümesi elde etti. Bankanın 2018 yılının tamamını da güçlü bir kar büyümesi ile tamamlamasını, perakende bankacılık alanında net ücret ve komisyon gelirleri açısından sektör liderliğini sürdürmesini ve 2019 yılında da %12,6 artışla 8,2 milyar TL net kar elde etmesini bekliyoruz. 2018 yılının ilk altı ayında 2017 sonuna göre %8,9, geçen yılın ilk altı ayına göre ise %13,4 kredi büyümesi sağlayan banka, aktiflerinde ise yıllık %13,1, altı aylık %7,4 büyüme yakaladı.

Net faiz marjı ve sermaye yeterliliği ile öne çıkıyor

2Ç18 mali sonuçları üzerinden yıllıklandırılarak hesapladığımız net faiz marjı %5,45 olan Garanti Bankası, kredi – mevduat faiz farkını da %6,67'de tutarak sırasıyla %4,46 ve %5,43 olan sektör ortalamalarının belirgin şekilde üzerinde kalmaktadır. Banka için hesapladığımız %17,6 özsermaye karlılığı da %15,6 olan sektör ortalamasının üzerindedir. Banka, 2Ç18 sonuçlarına göre net ücret ve komisyon gelirleri ile operasyonel kar büyümesi tarafında da sektör ortalamasının üzerinde performans gösterdi.

Temettü veriminde artış sürebilir

2018 yılında %27,6 temettü dağıtım oranı ile %18,5 olan önceki beş yıl ortalamasının oldukça üzerinde kar payı dağıtan Garanti Bankası, temettü verimliliğini de 2013 – 2017 ortalaması olan %1,79'dan %4,29'a yükseltti. Yatırımcılar için cazip olan bu durumun 2019 yılında da tekrarlanabileceğini düşünüyoruz.

GOÜ bankalarına göre cazip değerlemeler

Son olarak, Garanti Bankası F/K ve F/DD çarpanları bazında 2019 beklentilerine göre GOÜ bankalarına göreceli olarak sırasıyla %46 ve %44 iskontoludur.

Akbank: 'Operasyonel verimlilik artışı'

AKBNK			
Fiyat (TL)			5,87
12 aylık hedef fiyat (TL)			8,94
Yukarı potansiyel			52,3%
Piyasa değeri (Mn TL)			23.480,00
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	1,03	-36,36	-37,84
BIST100 Relatif Getir	-0,37	-26,74	-19,78
Beta			1,48

*04.10.2018 kapanış itibarıyla

Gider kontrolü ile artan verimlilik göz dolduruyor

Geçtiğimiz iki yılda şube sayısını %12 azaltarak giderlerini kısma yoluna giden Akbank'ın bu stratejisi ile verimlilik artışı yakalamayı başardığını görüyoruz. Banka, 2Ç18 mali sonuçlarına göre yıllık %30,8 operasyonel kar büyümesi ile sektör ortalamasının üç katı büyüme elde etti. Akbank'ın, 2Ç18'de net faiz geliri tarafında da yıllık %41,5 büyüme ile Yapı Kredi'den sonra sektörün en iyi performans gösteren bankası olduğunu görüyoruz.

TÜFE'ye endeksli tahvillerden yüksek gelir beklentisi

Garanti Bankası ve Akbank, artan enflasyon oranları nedeniyle varlıkları arasında bulunan yüklü TÜFE'ye endeksli tahvil portföylerinden güçlü gelirler elde edecekler.

Başarılı sendikasyon yenilemesi

Akbank, itfası gelen toplam 1 milyar dolar büyüklüğündeki sendikasyon kredisini yenilemek için Eylül ayında uluslararası piyasalarda borçlanmaya çıkarak %104 oranıyla kaynak sağlamayı başardı. Akbank'ın başarıyla tamamladığı bu operasyon, Türk bankalarının gelecek dönemde yenileyecekleri dış finansman kaynakları açısından da öncü ve moralieri olumluya çeviren bir işlem niteliği taşıyor.

Temettü verimi artacak

5 yıllık ortalamada %18,6 olan temettü dağıtım oranını %26,5'e yükselttiğini ve temettü verimini de %1,91'den %4,26'ya çıkardığını görüyoruz. 2019'da da yüksek temettü dağıtımının sürmesini bekliyoruz.

Temel çarpanlara göre ucuz kalıyor

2019 için beklenen F/K ve F/DD rasyoları GOÜ bankalarına göre sırasıyla %50 ve %49 iskontoya işaret ediyor.

Hisse Önerilerimiz

Çelebi: 'Güçlenen büyüme modeli'

CLEBI			
Fiyat (TL)			51,60
12 aylık hedef fiyat (TL)			77,70
Yukarı potansiyel			50,6%
Piyasa değeri (Mn TL)			1.253,88
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	2,38	73,72	51,45
BIST100 Relatif Getir	0,98	83,33	69,52
Beta			1,10

*04.10.2018 kapanış itibarıyla

Havacılık sektörüne yönelik olumlu beklentilerin desteğiyle, şirketin karlılık marjlarında iyileşmenin devam edeceğini tahmin ediyoruz

Şirketin 2009 yılında yer hizmetleri vermeye başladığı Hindistan'da Kannur Havalimanı ile 2018 sonunda 5'e yükselecek havalimanı sayısı Bangalore Havalimanı ile 2019 başında 6'ya yükselecek. Böylece şirketin Hindistan'dan elde edeceği gelirlerin 2019'da yıllık bazda %55 artışla toplam gelir artışını domine etmeye devam edeceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, Türkiye havacılık sektöründe devam eden güçlü verilerin yanı sıra, şirket açısından karlı segment olan 'charter' uçuşların özellikle Rusya'dan gelen turist sayısındaki güçlü rakamlar ile desteklenmeye ve şirketin satış gelirleri ile operasyonel karlılıklarına katkı yapmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, 2019'da toplam satış gelirleri ve FAVÖK'ün yıllık bazda sırasıyla %41 ve %37 artacağını öngörüyoruz.

Hindistan potansiyel fırsatlar sunmaya devam ediyor

Şirket, Hindistan'daki havalimanlarında yer hizmetleri vermek üzere açılacak ihalelere katılım gösterip ülkedeki faaliyetlerini artırmayı düşünüyor. 2019'da kazanılabilecek yeni ihaleler hisseye yönelik potansiyel olumlu katalistler arasında yer alıyor.

Cazip temettü verimliliğine sahip

Şirket son 10 yılda, 2011 ve 2013 yılları hariç, net dağıtılabilir karın tamamını dağıttı. Muhafazakar tahminimiz doğrultusunda, şirketin 2019'da 2018 yılı dönem karından yıllık %18 artış ile hisse başına 3,71 TL temettü dağıtacağını tahmin ediyoruz. Mevcut hisse fiyatına göre %7,2'ye işaret eden temettü verimliliği BIST100 ortalamasının oldukça üzerinde kalıyor.

Riskler

Havacılık sektörünü olumsuz etkileyecek jeopolitik risklerdeki artış, tahminlerimizin altında gerçekleşecek uçuş ve kargo pazarları, şirketin pazar payı, hizmet fiyatları, Türk Lirası'nın değer kazancı modelimiz için aşağı yönlü başlıca risk unsurlarıdır.

Pegasus: 'Rüzgar lehine esiyor'

PGSUS			
Fiyat (TL)			24,08
12 aylık hedef fiyat (TL)			42,70
Yukarı potansiyel			77,3%
Piyasa değeri (Mn TL)			2.462,71
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	-5,20	-9,06	-28,76
BIST100 Relatif Getir	-6,60	0,55	-10,69
Beta			0,95

*04.10.2018 kapanış itibarıyla

2018'de rekor seviyeye yükselen turist sayısındaki güçlü momentum sektörü desteklemeye devam ediyor

2017'de Türkiye'ye gelen yabancı turist sayısında görülen yıllık %27,8'lik artışın ardından 2018'de de %20'nin üzerinde yaşanan yükselişteki güçlü momentumun sektörü desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. İç hatlarda ise, Türk Hava Yolları'nın ardından en fazla iç hatlar yolcu sayısına sahip şirketin güçlü konumunun fiyat avantajı nedeniyle güçlenmeye devam edeceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca Türkiye'de en fazla iç hat yolcu sayısını ağırlayan, şirketin 'hub' olarak kullandığı Sabiha Gökçen Havalimanı'nın, İstanbul Yeni Havalimanı'nın faaliyete geçmesi ile İstanbul'un merkezine olan mesafede avantajlı duruma geçecek olması nedeniyle talebin artacağını ve şirketin pazardaki konumunu desteklemeye devam edeceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, 2019'da toplam satış gelirleri ve FAVÖK'ün yıllık bazda sırasıyla %38 ve %42 artacağını tahmin ediyoruz.

Yan gelirlerin ağırlığı artıyor

Şirketin bilet fiyatlarının haricinde gelir elde ettiği yan gelirlerin toplam gelirler içerisindeki payı 2013'teki %14 oranından 2017'de %22 seviyesine çıkarak gelirler içerisinde önemli bir orana yükselirken, Avrupa hatlarındaki yolcu sayısındaki artışın devam edeceğini ve yan gelirlerin toplam gelirler içerisindeki ağırlığının 2019'da %27'ye yükseleceğini öngörüyoruz.

Güçlü euro operasyonel karlılığı destekliyor

Gelir-gider dengesinde euro 'uzun', dolar 'kısa' iş modeline sahip şirketin FAVÖK marjının 2019 yılında yükselerek ortalama 1,21 seviyesinde seyredeceğini tahmin ettiğimiz EURUSD kurundan dolayı yıllık 0,3 puan artarak %14,6 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

Riskler

Jeopolitik risklerde beklenmedik bir artış, beklentilerimizin altında gerçekleşecek yolcu doluluk oranları, yolcu büyümesi, bilet fiyatları, tahminlerimizin altında gerçekleşecek EURUSD kuru, Türk Lirası'nın değer kazanması modelimizde aşağı yönlü başlıca risk unsurları olarak yer alıyor.

Hisse Önerilerimiz

Şişe Cam: 'Güçlü büyüme potansiyeli'

SİSE			
Fiyat (TL)			5,50
12 aylık hedef fiyat (TL)			6,80
Yukarı potansiyel			23,6%
Piyasa değeri (Mn TL)			12.375,00
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	-8,33	36,92	20,90
BIST100 Relatif Getir	-9,74	46,53	38,96
Beta			0,75

*04.10.2018 kapanış itibarıyla

Güçlü büyüme potansiyeli sunuyor

2018 yılında tüm segmentlerde gerçekleşen güçlü büyümenin, 2019'da hızı azalsa da devam etmesi, dolar bazlı gelir yapısı ve grup içinde devam eden maliyet azaltıcı aksiyonların karlılığı artırmaya devam etmesi güçlü büyüme potansiyelinin süreceğini gösteriyor. Yurt içi pazarda devam eden cazip arz - talep ortamı, uluslararası operasyonların artan katkısı ve TL'deki değer kaybının satış gelirlerine pozitif yansımaları sebebiyle, FAVÖK büyümesinin önümüzdeki yıl %30 oranında artacağını düşünüyoruz. Şirketin döviz bazlı gelirlerinin ağırlığı ve 2019 yılında devreye girmesi planlanan cam elyaf yatırımının katkısının güçlü FAVÖK büyümesinde etkili olacağını düşünüyoruz.

Yeni satın almaların katkısıyla bölgesel çeşitlilik artıyor

Bölgesel çeşitliliği artıran satın almalar ve uluslararası operasyonların artan katkısı düzcüm segmentinde uzun vadeli güçlü büyüme potansiyeli sunuyor. Ruble'nin TL karşısında değer kazanmasıyla Rusya operasyonlarındaki iyileşme, cam ambalaj talebinin stabilize olması ve cam ambalaj segmentinin artan pazar payı doğrultusunda ciro büyümesinin 2019'da devam etmesini bekliyoruz. Cam ev eşyası segmentinde ise, Türkiye'de kapasite konsolidasyonu ve Mısırda bulunan cam fabrikası "Pearl for Glass" satın alımının etkisiyle operasyonel karlılıkta iyileşme olmasını bekliyoruz.

Yeni bir iş kolunda alınacak yatırım kararı hisse performansına pozitif yansiyacaktır

Ana iş kollarında planlanan yatırımlar dışında, grubun yeni bir iş kolunda potansiyel bir yatırım arayışında olduğunu biliyoruz. Ayrıca, Paşabahçe operasyonlarında görülen iyileşme ve sonrasında yapılabilecek halka arz, Şişecam için en önemli katalistler arasında sıralanabilir. Şişecam'ın yeni bir iş kolunda alacağı yeni bir yatırım kararının hisse performansına pozitif yansiyacağını düşünüyoruz.

Türk Telekom: 'Güçlü operasyonel performans'

TTKOM			
Fiyat (TL)			3,46
12 aylık hedef fiyat (TL)			4,77
Yukarı potansiyel			37,9%
Piyasa değeri (Mn TL)			12.110,00
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	-3,89	-47,58	-46,27
BIST100 Relatif Getir	-5,29	-37,96	-28,21
Beta			1,05

*04.10.2018 kapanış itibarıyla

Güçlü abone tabanı daha yüksek büyüme potansiyeli vadediyor

2018 yılında şirketin uyguladığı stratejik girişimler doğrultusunda tüm iş segmentlerinde görülen büyümenin 2019 yılında da devam edeceğini düşünüyoruz. Bu bağlamda, 2019 yılında şirketin abone tabanının (Tivibu Go kullanıcıları hariç) 9% artış kaydederek 46,6 milyon seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Penetrasyonu artırma bağlamındaki girişimler sabit genişbant abone sayısının büyüme hızını güçlendirecek

'İnternet Bizden' kampanyasının beraberinde, penetrasyonun düşük olduğu bölgelerde yapılan kampanyaların da etkisiyle, 2018 yılında penetrasyonda görülen artış sonucu, sabit genişbant abone tabanında yükseliş gözlemlediğimiz şirketin, 2019 yılında da mevcut performansını sürdüreceğini ve böylece sabit genişbant abone tabanının %12 artış kaydederek 12,17 milyon seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

Güçlü FAVÖK ve diğer operatörlerle yürütülen altyapı projelerinin şirketin serbest nakit akımı performansını olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz

Diğer operatörlerle yürütülen projelerin mobil segmentte verimlilik artışı sağlayacağına inanıyoruz. Sabit segmentte ise, bu projelerin hem yeni yatırımları artıracığını hem de tekrar eden yatırımları minimuma indireceği düşüncesiyle, şirketin operasyonel karlılığını olumlu etkileyeceğini öngörüyoruz. Ayrıca, uygun altyapının bulunmadığı lokasyonlarda ek yatırım ihtiyacının yeni altyapıyı talep eden operatörler tarafından finanse edilecek olmasının şirketin serbest nakit akımlarını pozitif etkileyeceğini tahmin ediyoruz.

Riskler

Zayıf TL, şirketin karlılığı ve borç görünümü üzerinde risk oluşturabilir.

Hisse Önerilerimiz

Tüpraş: "Güçlü karlılık ve cazip temettü verimi"

TUPRS			
Fiyat (TL)			138,10
12 aylık hedef fiyat (TL)			156,30
Yukarı potansiyel			13,2%
Piyasa değeri (Mn TL)			34.582,89
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	16,05	26,38	28,05
BIST100 Relatif Getir	14,65	36,00	46,11
Beta			0,46

*04.10.2018 kapanış itibarıyla

Artan ürün fiyatları gelirlerini destekleyecek

TL'de yaşanan yüksek değer kaybının ve ham petrol fiyatlarında üç yıl üst üste yaşanan yükselişin Tüpraş'ın TL bazında muhasebeleştirilen gelirlerini önemli ölçüde desteklemesini bekliyoruz. Şirketin, 2018 yılsonu net satış gelirlerinin 2017'ye göre %80'e yakın artış göstermesini beklerken sonraki üç yıl boyunca da satışların ortalama %9,2 büyümesini bekliyoruz.

Rafineri bakım süreçlerinin tamamlanması ile tekrar tam kapasiteye ulaşılacak

2017'nin Ekim ayında İzmir rafinerisinde meydana gelen kaza nedeniyle uzun süreli bir rafineri bakım programı başlatan Tüpraş'ın 2018'in son çeyreği itibarıyla tam kapasiteye ulaşmasını ve 2019'da da yüksek kapasite kullanım oranı ile faaliyetlerini sürdürmesini bekliyoruz. Bu durumun, 2019'da şirketin üretim ve satış hacimleri ile maliyetlerine de olumlu yansımalarının olabileceğini düşünüyoruz.

Güçlü rafineri marjları 2019'da da devam edecek

Tüpraş, 2018'in ilk yarısında 8,9 dolar/varil net rafineri marjı elde etti. Aynı dönemde Akdeniz kompleks rafineri marjı ise 5,3 dolar/varil seviyesinden 4,2 dolar/varil seviyesine geriledi. Tüpraş'ın, yüksek rafineri marjlarını 2019'da da sürdürmesini ve ortalama Akdeniz kompleks rafineri marjlarının iki katına yakın seyreden marjlarını korumasını bekliyoruz.

Yüksek karlılık ve tatminkar temettü verimliliği

Tüpraş'ın net satış gelirinin 2018'de %79 büyüme ile 96,9 milyar TL'ye ulaşmasını, FAVÖK ve net kar rakamlarında da sırasıyla %91,7 ve %109,6 artış elde etmesini bekliyoruz. Tüpraş'ın ortalama FAVÖK ve net kar marjlarının ise, gelecek üç yılda sırasıyla %9,5 ve %6,6 olmasını bekliyoruz. Gelir ve karlılık tarafında güçlü performansını korumasını ve yüksek oranlı temettü dağıtım politikasının 2019'da da sürmesini beklediğimiz Tüpraş için 2019'a dair temettü verimi tahminimiz %16,7 ile Borsa İstanbul ortalamalarının tatminkar derecede üzerinde bulunuyor.

Kardemir: "Yatırımların katkısıyla daha değerli"

KRDMD			
Fiyat (TL)			3,87
12 aylık hedef fiyat (TL)			5,36
Yukarı potansiyel			38,5%
Piyasa değeri (Mn TL)			3.019,47
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	-12,24	56,68	20,56
BIST100 Relatif Getir	-13,65	66,29	38,63
Beta			1,36

*04.10.2018 kapanış itibarıyla

Hem hammadde maliyeti avantajı hem de küresel çelik fiyatları marjları desteklemeye devam ediyor

Yurt içi tedarikçilerden sağlanan demir cevherinin fiyat avantajı sağlaması ve küresel savaş endişelerine karşılık Çin'de kapasite azaltımlarının küresel çelik fiyatlarını desteklemeye devam etmesi, şirketin marjlarını belirli seviyede tutmasına olanak sağlıyor. Ayrıca, 2019 yılı ikinci yarısında devreye girmesi beklenen enerji verimliliği yatırımının da katkısıyla 2018-2020 döneminde ortalama FAVÖK marjının, son 5 yıllık ortalama marjı olan %16,9 seviyesinden %24,3 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

Satış hacminde 2019 yılı daha iyi bir yıl olacak

Hem piyasalardaki dalgalanma hem de üretim konusunda yaşanan teknik problemler nedeniyle 2018 ikinci çeyrekte itibaren zayıflayan üretim ve satış aktivitesinin, 2019'da ray ve kangal çelik satışlarının artan katkılarıyla iyileşmesini ve 2,24 milyon seviyesinde satış ile tamamlanmasını beklediğimiz 2018 yılının ardından satış hacminin 2019 yılında 2,4-2,5 milyon ton seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.

Tren tekeri yatırımı uzun vadede şirket değerine katkı sağlayacak

Yıl sonunda testleri tamamlanması planlanan yatırım ile birlikte yıllık 200 bin adet tren tekeri üretim kapasitesine sahip olacak şirketin, 2019'da ilk teslimatlarını gerçekleştirmesini bekliyoruz. Artan destinasyonlar ile birlikte demiryolu ulaşımının daha sık tercih edilmesinin, tekerlerde yıpranma ve yenilenme ihtiyacı doğuracak olmasının teker satışlarını destekleyeceğini düşünüyoruz.

Riskler

Küresel ticaret savaşlarının büyüme üzerinde yavaşlatıcı etki yaratması durumunda emtia ve bu doğrultuda çelik fiyatlarında yaşanabilecek düşüş, modelimiz açısından başlıca risk unsuru olarak ön plana çıkıyor. Ayrıca, 2019 yılında ekonomide beklenen yavaşlamanın beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi de iç talepte baskı yaratabilir.

Hisse Önerilerimiz

Bim: 'Defansif mali yapı'

BIMAS			
Fiyat (TL)			83,00
12 aylık hedef fiyat (TL)			92,00
Yukarı potansiyel			10,8%
Piyasa değeri (Mn TL)			25.198,80
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	14,01	14,81	8,05
BIST100 Relatif Getir	12,61	24,42	26,12
Beta			0,41

*04.10.2018 kapanış itibarıyla

Yükselen gıda fiyatları hissede potansiyel yaratıyor

Türkiye'de yüksek indirimli gıda perakendeciliği kanalında, pazar payı ve mağaza sayısı bakımından lider konumda bulunan Bim'in, hem mağaza genişlemesi hem de enflasyonun yüksek seyrine bağlı olarak, güçlü büyüme hikayesine 2019 yılında da devam edeceğini düşünüyoruz.

Cirodaki büyüme trendi devam edecek

Şirket yönetiminin ürün çeşitlendirmesini artıran aksiyonlar alması, olumlu talep koşulları, enflasyonda hızlanma ve fiyat artışları sonrası gerçekleşen marj iyileşmesinin karlılıktaki büyümede etkili olacağını düşünüyoruz. Yurt içinde enflasyon baskısının süreceğini, bu durumun özel markalı ('private label') ürün talebini desteklemeye devam edeceğini ve ciro üzerindeki olumlu etkisini sürdüreceğini düşünüyoruz.

Güçlü net işletme sermayesi ile kur ve faiz riskine maruz kalmayışı hisseyi güçlü kılıyor

Yurt içinde güçlü büyüme trendinin devamı, 1Ç18 itibarıyla yurt dışı operasyonlarından Fas ile FİLE operasyonlarında FAVÖK'te başa baş noktasına geçilmesiyle, 2018-2020 döneminde FAVÖK'ün yıllık ortalama %20,3 büyüme kaydedeceğini; operasyonel karlılıktaki iyileşmeye ek olarak, net işletme sermayesi tarafındaki güçlü pozisyonu ve finansal tarafta borç pozisyonunun olmaması nedeniyle kur ve faiz riskine maruz kalmayışı ile, 2018-2027 döneminde yıllık ortalama %20,2'lik net kar büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

Riskler

Müşteri trafiğinde sürdürülebilir iyileşme, ürün portföyündeki artışın tahminlerimizin üzerinde gerçekleşmesi, L-f-L satış ve mağaza genişlemesinde beklentimizin üzerinde büyüme, yurt içinde olası satın almalar tahminlerimizde yukarı yönlü potansiyel yaratacaktır. Trafikteki bozulma, yeni mağaza açılışlarının hızındaki yavaşlama, gıda enflasyonunda keskin bir düşüş, L-f-L satış büyümesinde beklentimizin üzerinde zayıflama, sektördeki rekabetin yoğunlaşması aşağı yönlü riskler arasında yer alıyor.

Akçansa: 'Stratejik konumu ayrıştırıyor'

AKCNS			
Fiyat (TL)			8,07
12 aylık hedef fiyat (TL)			10,90
Yukarı potansiyel			35,1%
Piyasa değeri (Mn TL)			1.544,98
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%)	-14,42	-24,70	-21,17
BIST100 Relatif Getir	-15,83	-15,08	-3,10
Beta			0,49

*04.10.2018 kapanış itibarıyla

2019'da daha ılımlı tablo görmek mümkün

Hem petrokok fiyatlarının dengelenme eğilimi göstermesi, hem de yurt içi gri çimento fiyatlarında yapılan fiyat artışları, 2019 yılı için daha iyimser bir görüntü ortaya koyuyor. Görece toparlanma gösteren talep ortamı ile birlikte çimento fiyatlarındaki aşağı yönlü trendin durduğunu söyleyebiliriz.

Enerji maliyetlerinin yatay kalmasını bekliyoruz

2019 yılı için, petrokok fiyatlarının düşüş eğilimi sergilemeyeceğini düşünmekle birlikte, yukarı yönlü sert hareketlerin de yaşanmayacağını ve petrokok fiyatlarının ortalama 80 dolar/ton seviyelerinde dengeleneceğini öngörüyoruz. Bu doğrultuda, 2018'de maliyet tarafındaki artışın marjlar üzerinde oluşturduğu baskı eğiliminin 2019'da gevşeme göstereceğini düşünüyoruz.

Stratejik konumu ayrıştırıyor

Şirketin alt yapı projeleri ve kentsel dönüşüm çalışmaları ile iç piyasa operasyonlarını önümüzdeki dönemde devam ettireceğini düşünürken; Marmara'daki talebin bölgede çok yoğun kapasite artışı yaşanmaması sebebiyle diğer çimento şirketlerine kıyasla fiyatlarla arasında daha korunaklı kalabileceğini düşünüyoruz. Büyük altyapı yatırımlarına yakın olması sayesinde sürekli canlı bir çimento talebi ile karşı karşıya kalmasını beklediğimiz Akçansa'nın stratejik konumu nedeniyle diğer çimento şirketlerinden ayrıştığını düşünüyoruz.

Yüksek temettü verimliliğine sahip

Akçansa son 5 yılda ortalama %89,2 temettü ödeme oranı yakaladı. Şirketin 2019-2025 arasında yıllık bazda ortalama %9,2 temettü verimliliği yakalayacağını hesaplıyoruz.

Riskler

Enerji fiyatlarında artış ve beklentilerin üzerinde kapasite artışı olması halinde fiyat savaşlarının artması ve bunun sonucunda çimento fiyatlarında oluşabilecek aşağı yönlü kırılmalar ana riskler arasında sıralanabilir.

ÇEKİNCE: Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın, rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

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



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim

