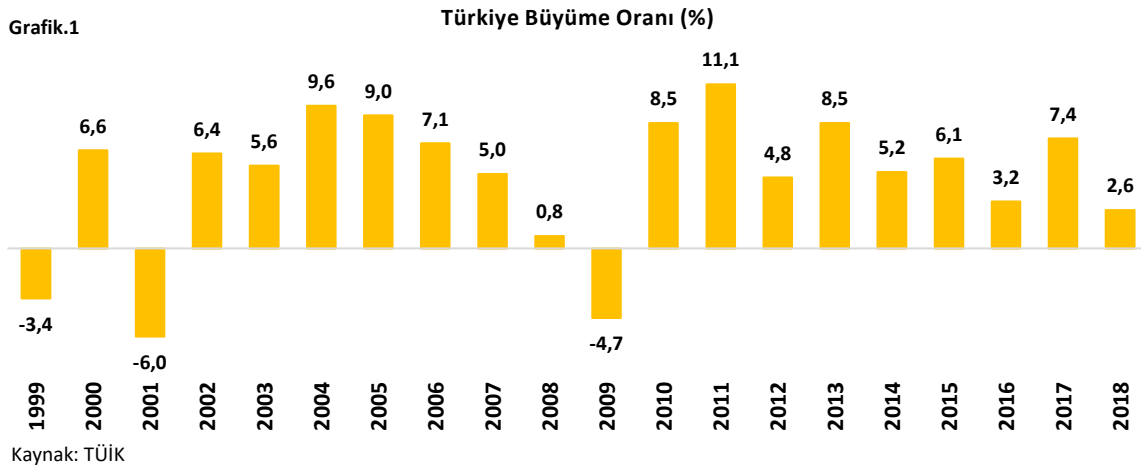


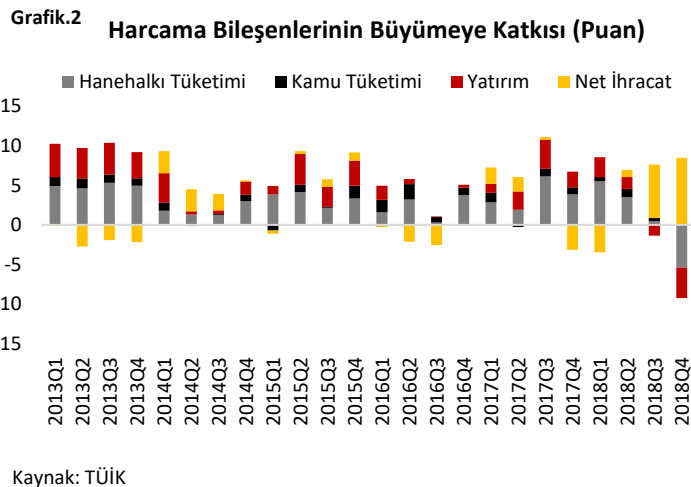
Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Piyasa Beklentileri Arasındaki Uyumsuzluk

Türkiye ekonomisi 2018 yılının son çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %3 daraldı ve böylece 2009 yılının ikinci çeyreğinden bu yana gerçekleşen en yüksek daralmayı kaydetti. Ağustos ayında kurda yaşanan sert hareketler göz önünde bulundurulduğunda, üçüncü çeyrekteki yavaşlamanın ardından son çeyrekte görülen ekonomik daralma ile 2018 yılında Türkiye ekonomisi %2.6 büyümüş oldu. Bu haftaki raporumuzda 2018 yılı Türkiye ekonomisi büyümesini ve piyasa beklentileri arasındaki çelişkileri değerlendirmiş olacağız.

1- Türkiye’de Ekonomik Büyümenin Değerlendirilmesi



Türkiye ekonomisi 2018 yılının son çeyreğinde 2009 yılının ikinci çeyreğinden bu yana gerçekleşen en yüksek daralmayı kaydetti ve bir önceki yılın aynı dönemine göre %3 daraldı. Böylece Türkiye ekonomisi 2018 yılında yıllık bazda %2.6 büyüdü (Grafik.1). Gayrisafi yurtiçi hasıla büyüklüğü ise, 2018 yılının son çeyreğinde cari fiyatlarla %13.4 artarak 1 trilyon 10 milyar 114 milyon TL oldu. Takvim etkisinden arındırılmış GSYH, 2018 yılının son çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %3.2 azaldı. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH ise bir önceki çeyreğe göre %2.4 azaldı. 2018 yılının ilk çeyrek büyümesi %7.2’den %7.4’e, üçüncü çeyrek büyümesi ise %1.6’den %1.8’e yukarı yönlü revize edildi.



Harcama bileşenlerine göre değerlendirme yapıldığında, büyümenin sürükleyici gücü olan ve yılın ilk iki çeyreğinde büyümeye en yüksek artış yönlü katkıyı yapan hane halkı tüketim harcamalarının (1.çeyrek katkısı: 5.54 puan ve 2.çeyrek katkısı: 3.51 puan) katkısı yılın üçüncü çeyreğinde (0.47 puan) sert düşüş göstermişti. Yılın son çeyreğinde ise bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %8.9 daralan hane halkı tüketim harcamalarının büyümeye katkısı 5.41 puan azalış yönlü oldu. Böylece hane halkı tüketim harcamaları yılın son çeyreğinde 2009 yılının ilk çeyreğinden

(5.72 puan azalış) sonraki en yüksek negatif katkıyı yapmış oldu. Hane halkı tüketim harcamalarının yanı sıra

büyümeye negatif katkı yapan bir diğer kalem ise yatırım harcamaları kalemi oldu. Yılın ilk iki çeyreğinde büyüme pozitif katkı yapan yatırım harcamalarının (1.çeyrek katkısı: 2.54 puan ve 2.çeyrek katkısı: 1.47 puan) katkısı yılın üçüncü çeyreğinde negatife döndükten sonra (3.çeyrek katkısı: 1.38 puan azalış), yılın son çeyreğinde derinleşti ve 3.85 puan azalış yönlü oldu. Bu katkı 2009 yılı üçüncü çeyreğinden sonraki en yüksek negatif katkı (4.44 puan azalış) oldu. Yılın son çeyreğinde büyümedeki sert düşüşe karşın büyüme en yüksek pozitif katkının bir önceki çeyrekte olduğu gibi net ihracat kaleminden geldiği görüldü. Net ihracatın katkısının yüksek gerçekleşmesinde iç talepteki zayıflama ve TL'deki sert değer kaybı etkili olurken, net ihracatın büyüme katkısı 1998 bazlı serideki en yüksek seviyede 8.39 puan oldu. Net ihracatın bileşenleri olan ihracat ve ithalat kalemleri ayrı ayrı değerlendirildiğinde ise, mal ve hizmet ihracatı bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %10.6 artarken, mal ve hizmet ithalatı ise bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %24.4 azaldı. Bunun sonucunda ise, ihracatın büyüme katkısı 2.21 puan artış olurken, ithalatın katkısı 6.19 puan artış oldu. Net ihracat kaleminden sonra yılın son çeyreğinde büyüme pozitif katkı yapan bir diğer kalem ise geçtiğimiz yılın aynı çeyreğine göre %0.5 büyüme kaydeden kamu harcamaları oldu. Ancak kamu harcamalarının katkısının geçtiğimiz çeyreklere kıyasla 0.07 puan ile çok sınırlı kaldığı görüldü (Grafik.2, Tablo.1, Tablo.2).

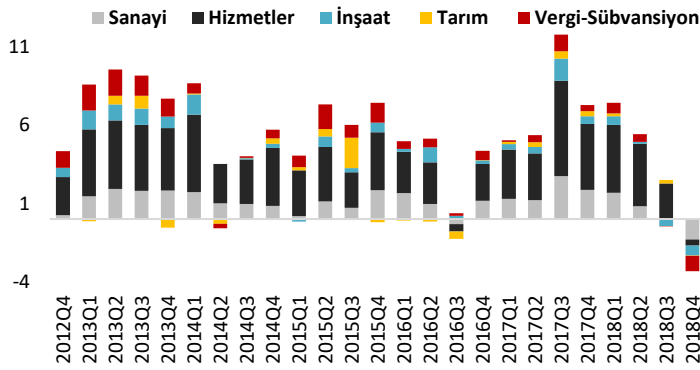
Tablo.1

Harcama Bileşenleri	Bir önceki yılın aynı dönemine göre % değişim									
	2017Ç1	2017Ç2	2017Ç3	2017Ç4	2018Ç1	2018Ç2	2018Ç3	2018Ç4	2017Ç4 Pay (%)	2018Ç4
GSYH	5.27	5.3	11.49	7.34	7.36	5.35	1.84	-2.98	100	-
Hane halkı Tüketimi	4.54	3.13	10.26	6.27	8.95	5.84	0.79	-8.9	60.8	-
Kamu Harcamaları	9.04	-1.82	7.62	5.89	3.49	7.8	3.42	0.46	14.9	-
Yatırım	3.92	7.65	12.75	6.6	8.81	4.78	-4.75	-12.9	29.8	-
Net ihracat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İhracat	10.03	10.95	17.74	9.22	0.74	4.15	13.64	10.56	20.9	-
İthalat	0.87	2.17	14.97	22.8	15.38	0.14	-16.76	-24.4	25.4	-
Stok Değişimi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Tablo.2

Harcama Bileşenleri	Katkı Puanı (2018 4.çeyrek)							
	2017Ç1	2017Ç2	2017Ç3	2017Ç4	2018Ç1	2018Ç2	2018Ç3	2018Ç4
GSYH	5.27	5.3	11.49	7.34	7.36	5.35	1.84	-2.98
Hane halkı Tüketimi	2.83	1.93	6.14	3.85	5.54	3.51	0.47	-5.41
Kamu Harcamaları	1.24	-0.26	0.95	0.89	0.5	1.04	0.41	0.07
Yatırım	1.15	2.31	3.66	1.98	2.54	1.47	-1.38	-3.85
Net ihracat	2.05	1.81	0.35	-3.16	-3.47	0.91	6.74	8.39
İhracat	2.27	2.35	3.63	1.89	0.17	0.94	2.95	2.21
İthalat	0.21	0.54	3.28	5.06	3.64	0.03	-3.79	-6.19
Stok Değişimi	-2	-0.48	0.4	3.79	2.26	-1.59	-4.39	-2.19

Grafik.3 Sektörlerin Büyüme Katkısı (puan)



Kaynak: TÜİK

vergi gelirlerinin ekonomik daralmaya katkısı -0.98 puan oldu. Bu durumda kamu otoritesinin söz konusu dönemde yaptığı ÖTV ve KDV indirimler, vergi afları ve ekonomik aktivitedeki yavaşlama etkili oldu. Öte yandan ekonomideki küçülmeye en yüksek katkı -1.3 puan ile kur atağı sonrasında ara ve sermaye maliyetlerindeki artıştan etkilenen sanayi sektöründen geldi. Kura duyarlı sanayi sektörü, 2018 yılının son çeyreğinde %7.5'lik daralma kaydeden sanayi üretim endeksine paralel bir görünüm sergiledi ve bir önceki yılın aynı dönemine göre %6.36 küçüldü. Geçmiş dönemlerde büyüme en yüksek katkısı sağlayan hizmetler sektörü yılın son çeyreğinde turizmden beklenen olumlu katkıya rağmen ekonomik daralmaya -0.38'lik katkı yaptı. Hizmetler sektörünün altında yer alan finans ve sigorta faaliyetleri %16.2 ile tarihinin en sert gerilemesini kaydetti ve sektör büyüme

Sektörler bazında bakıldığında, en sert daralma kaydeden sektörün faiz hadlerine duyarlı olan inşaat sektörü olduğu görüldü. İnşaat sektörü, 2018 yılının Ağustos ayında yaşanan kur atağı sonrasında faizlerdeki yükseliş ile birlikte sektörel bozulmaların etkisiyle bir önceki yılın aynı dönemine göre %8.7 gerileyerek, 2018 yılında en sert daralma kaydeden sektör oldu. İnşaat sektörü yılın son çeyreğinde ekonomik daralmaya -0.64 puan katkıda bulundu. İnşaat sektörünün ardından yıllık bazda %8.13 daralma ile vergi gelirleri geldi ve

-0.63 negatif katkı yaptı. Mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri ise %10.2 ile finans sektöründen sonra en sert küçülmeyi kaydeden sektör oldu (Grafik.3, Tablo.3, Tablo.4).

Tablo.3

Sektörler	Bir önceki yılın aynı çeyreğine göre % değişim								
	2017Ç1	2017Ç2	2017Ç3	2017Ç4	2018Ç1	2018Ç2	2018Ç3	2018Ç4	2017 Ç4 PAY (%)
Tarım	5.02	7.01	3.63	6.13	7.27	-1.07	1.84	-0.46	6.28
Sanayi	6.14	5.94	15.45	9.25	7.9	4	0.13	-6.36	20.04
İnşaat	5.1	5.08	18.76	6.48	7.99	1.5	-5.57	-8.7	7.57
Hizmetler	5.41	5.4	11.85	7.75	7.44	7.18	4.38	-0.71	54.71
Vergi-Sübvansiyon	0.86	3.7	9.21	3	5.99	4.22	-0.13	-8.13	11.6

Tablo.4

Sektörler	*Katkı Puanı (2018 4.çeyrek)							
	2017Ç1	2017Ç2	2017Ç3	2017Ç4	2018Ç1	2018Ç2	2018Ç3	2018Ç4
Tarım	0.13	0.29	0.47	0.33	0.19	-0.05	0.22	-0.02
Sanayi	1.29	1.2	2.74	1.86	1.68	0.81	0.02	-1.3
İnşaat	0.35	0.41	1.41	0.48	0.55	0.12	-0.45	-0.64
Hizmetler	3.14	2.99	6.07	4.21	4.32	3.98	2.25	-0.38
Vergi-Sübvansiyon	0.1	0.44	1.06	0.37	0.68	0.5	-0.01	-0.98

2- Türkiye Ekonomisi Büyümesi ve Beklentiler Arasındaki Çelişkiler

2017 yılında yüksek büyüme oranı ile dünya ekonomileri arasında ilk sıralarda yer alan Türkiye ekonomisi 2018 yılının ilk yarısında da yüksek büyüme performansını sürdürdü ve OECD ülkeleri arasında en hızlı büyüyen ekonomilerden biri oldu. Özellikle gelişmiş ülkelerin yavaş yavaş genişleyici para politikalarını terk etmeye başlaması ve Dünya'nın en büyük iki ekonomisi olan ABD ve Çin arasında yaşanan ticaret savaşı gelişmelerinin yanı sıra Ağustos ayında yaşanan kur atağı Türkiye ekonomisinde yavaşlamaya neden oldu ve Türkiye ekonomisi 2018 yılını %2.6 ile tamamladı. 2018 yılının ikinci yarısında başlayan dengelenme sürecinin 2019 yılında da devam edeceğini ve Türkiye ekonomisinin 2019 yılında ılımlı büyüme performansını sürdürerek %2.3 oranında büyüyeceğini düşünüyoruz.

Ekonomide başlayan dengelenme süreci sadece büyüme oranlarında değil Türkiye ekonomisi için önemli göstergeler olan enflasyon ve cari açık verilerine de yansdı. 2018 yılında yüksek iç talep, kurlardaki yükseliş ve maliyetlerdeki artışın etkisiyle enflasyon sert bir yükseliş gösterdi ve Ekim ayında %25'in üzerine çıktı. Ancak ekonomi yönetiminin aldığı yerinde tedbirler sonucu enflasyonda düşüş başladı ve enflasyon 2019 yılının Şubat ayında son altı ayın en düşük seviyesi olan %19.67'ye geriledi. Enflasyonda 2019 yılının ilk yarısında baz etkisi nedeniyle yeniden yükseliş yaşanacak olsa da 2019 yılının ikinci yarısında enflasyonda aşağı yönlü hareket başlayacaktır. Bu nedenle enflasyonun 2019-2021 Yeni Ekonomi Programı (YEP)'ndeki tahmine paralel olarak 2019'da %15.9'a gerilemesi beklenmektedir. Cari denge ise Ocak ayında 817 milyon dolar açık verdi ve 12 aylık gelişime bakıldığında, 21.6 milyar dolar ile cari açığın Nisan 2010'dan sonra gördüğü en düşük seviyeye çekildi. Cari açıktaki düşüşün 2019 yılında da devam etmesi beklenmektedir.

Son dönemde 2019 yılına ilişkin açıklanan piyasa beklentilerine bakıldığında özellikle büyüme beklentilerinin VakıfBank beklentilerine kıyasla çok düşük olduğu, kur beklentilerinde ise belirgin bir yükseliş olmadığı görülüyor. Söz konusu iki göstergeye ilişkin yönün birbirinin tersi şeklinde olmasının beklentiler açısından çelişki oluşturduğunu düşünüyoruz. Söz konusu düşüncemizin birincil nedeni finansal piyasaların makroekonomik gelişmeleri önden fiyatlamasıdır. Finansal piyasalara ilişkin gelişmeler ve beklentiler makroekonomik gelişmelerde belirleyici rol oynamaktadır. Örneğin, ABD'de makroekonomik gelişmeler açısından en önemli belirleyiciler borsa, tahvil faizleri veya getiri eğrisinin hareketi iken Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ise kur ve faizlerdeki harekettir. Kurda dengeli ve sakin bir seyir ve faizlerde düşüş beklentisi finansal koşullarda rahatlatma beklendiğini göstermektedir. Piyasadaki büyüme beklentileri ise kur ve faizlerdeki beklentilere tezat bir görünüm çizmektedir.

Tablo.4

Türkiye'ye İlişkin Büyüme Beklentileri ve Gerçekleşme Rakamları					
	IMF		Dünya Bankası		Gerçekleşme
	İlk Beklenti	Son Beklenti	İlk Beklenti	Son Beklenti	
2019	0.4	--	1.6	--	2.3*
2018	4.4	3.5	4.5	3.5	2.6
2017	2.5	5.1	3.5	6.7	7.4
2016	3.8	3.3	3.5	2.5	3.2
2015	3.1	3	3	4.2	6.1
2014	2.3	3	2.4	3.1	5.2
2013	3.4	3.8	3.6	3.4	8.5
2012	2.3	3	2.9	2.9	4.8
2011	4.6	6.6	6.1	8.2	11.1
2010	5.2	7.8	3.3	8.1	8.5
2009	-5.1	-6.5	1.7	-5.8	-4.7

Kaynak: IMF, Dünya Bankası, TÜİK
*YEP beklentileridir.

Piyasa beklentilerinin yanı sıra uluslararası kurumlar tarafından yapılan Türkiye büyüme tahminlerinin gerçekleştirmeye kıyasla kötümser olduğunu görmek için geçmiş yıllarda açıklanan beklentilerle Türkiye büyüme oranlarını karşılaştırmak faydalı olacaktır. Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası gibi uluslararası kurumların geçmiş yıllarda yaptıkları büyüme tahminleriyle Türkiye ekonomisinin gerçekleşen büyüme rakamları karşılaştırıldığında, kuruluşların son yaptıkları büyüme tahminlerinin 2018 yılı gerçekleşmesine kadar Türkiye büyümesinin altında kaldığı görülmektedir. 2018 yılına ilişkin olarak ise yapılan ilk tahminlerin gerçekleşmesini beklediğimiz büyüme rakamından daha yüksek olduğu görülmektedir (Tablo.4). Bunun sebebi ise Ağustos'ta yaşanan kur atağı sonucu oluşan yavaşlamadır. Yukarıda da

belirttiğimiz gibi finansal gelişmeler makro ekonomik gelişmeler açısından belirleyici olmaktadır. Ağustos'ta yaşanan sert kur atağı ve yükselen faizler Türkiye ekonomisinde büyümenin yavaşlamasına neden olmuştur. Ancak alınan önlemler sayesinde kurda yeniden başlayan sakin seyir ekonomiye olan güvenin yavaş da olsa yükselmeye başlamasını sağladı. Böyle bir durumda Türkiye ekonomisinin %2.3'ün altında büyümesi için bir sebep olmadığını ve bu nedenle 2019 yılına ilişkin hali hazırda kötümser olan büyüme beklentilerinde yılın ikinci yarısında yukarı yönlü güncellemeye gidilebileceğini düşünüyoruz.

1- Türkiye'nin Potansiyel Büyümesi

Potansiyel Büyüme Nedir?

Potansiyel büyüme, ülke ekonomisinin tüm kaynaklar en verimli şekilde kullanıldığında ulaşabileceği büyüme hızıdır. Açıklanan büyüme oranının potansiyel büyüme oranından yüksek olması durumunda enflasyon, düşük olması durumunda da işsizlik söz konusu olabilir. Potansiyel büyüme oranını hesaplamının çeşitli yolları olmakla birlikte, ülkelerin gerçekleşen büyüme oranlarının yaklaşık 10 ile 20 yıllık ortalamalarının alınması, bu oranı yaklaşık olarak elde etmeye yardımcı olmaktadır.

Türkiye'de politika yapımcılar tarafından önceliklendirilen konu potansiyel büyüme oranına yaklaşmak ve işsizliğe sebep olmayacak bir büyüme oranı yakalamaktır. Bu nedenle ekonomiye yönelik alınan önlemler büyüme destekleyecek şekilde yapılmaktadır.

Tablo.5

	Brezilya	Rusya	Güney Afrika	Türkiye
2016	-3.47	-0.20	0.57	3.18
2017	0.98	0.55	1.32	7.44
2018 (Beklenti)	1.44	1.71	0.76	2.60
20 Yıllık Ortalama	2.34	3.83	2.76	4.68
10 Yıllık Ortalama	1.23	0.75	1.53	5.27

Kaynak: Dünya Bankası, VakıfBank


Türkiye'nin geçmiş yıllardaki büyüme rakamlarına baktığımızda geçmiş 10 yıllık ortalamasının %5.27, 20 yıllık ortalamasının ise %4.68 olduğunu görüyoruz. Böylece Türkiye ekonomisi için potansiyel büyüme oranının %4.5-%5 civarında olduğunu söylemek mümkün. 2018 yılı büyümesi %2.6 ile potansiyel büyümenin oldukça altında kaldı. Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch Rating'e göre 2018 yılı için %4.8 olan bu oran, yatırımlardaki sert düşüşün dikkate alındığı belirtilerek 2019 yılında %4.3'e indirildi. Analistler tarafından Türkiye ekonomisine benzetilen Brezilya, Güney Afrika ve Rusya gibi gelişmekte olan ülkelerin potansiyel büyüme oranlarının Türkiye potansiyel büyüme oranının oldukça altında olduğu görülüyor. (Tablo.5) Öncelikli olarak Türkiye'nin jeopolitik yeri düşünüldüğünde Avrupa Birliği ile ilişkiler (Gümrük Birliği) ve Türkiye'nin dinamik bir yapıya sahip olması nedeniyle diğerlerine kıyasla daha hızlı toparlanan bir ülke olduğunu

düşünüyoruz. Ayrıca piyasada konuşulan özel sektör borçluluğunun yüksek olmasından dolayı önümüzdeki dönemde büyümenin düşük kalmaya devam edeceğini düşünmüyoruz. Bize göre özel sektörün en büyük sorunu borcunun yüksekliği değil, kısa vadede çevrilmesi gereken borcun göreceli yüksek olması ve özel sektörün döviz pozisyonunun yüksek olmasıdır. Yurtdışı piyasalarda risk alma iştahında herhangi bir sorun yaşanmadığı bir ortamda, yurtdışından gelecek olan fon akımında bir sorun yaşanmayacağı için özel sektörün söz konusu borç ve döviz açık pozisyonunda da bir sorun yaşanmayacaktır. Bununla birlikte kamu sektörünün borcu da dahil edildiğinde Türkiye'nin borçluluk oranı bir çok ülkeye kıyasla sürdürülebilir düzeyde bulunmaktadır. 2019 yılında da büyümeyi destekleyecek politikaların uygulanmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Türkiye ekonomisinin potansiyel büyüme oranının %4.5-5 seviyelerinde olduğu göz önüne alındığında kurun sakin seyrettiği ve faizlerin düştüğü bir ortamda yapılan politika desteklerinin de etkisiyle Türkiye ekonomisinin %2.3'ün üzerinde bir büyüme oranı yakalaması mümkün görünüyor. Ancak kurlarda 2018 yılı Ağustos ayına benzer şekilde beklenmedik sürpriz bir artış yaşanması büyümenin %2.3'ün altında kalmasına neden olabilir.

Sonuç olarak;

2018 yılının son çeyreğinde beklentilerin üzerinde yıllık bazda %3.3 daralan Türkiye ekonomisi, 2018 yılında 2019-2021 Yeni Ekonomi Programı tahmininin altında (YEP Büyüme Tahmini:%3.8) %2.6 büyüme kaydetti. Türkiye ekonomisi böylece 2009 yılının ikinci çeyreğinden bu yana gerçekleşen en sert düşüşü kaydetmiş oldu. Ağustos ayında yaşanan sert kur hareketleri ve TCMB'nin faiz artırımları sonrasında finansal koşulların sıkılaştığı bir dönemde ekonominin hızla daraldığı ve bu daralmanın özellikle inşaat ve üretim sektörlerine olumsuz yansıdığı görüldü. Aynı dönemde kamu otoritesince alınan önlemlerin ve başta kamu bankaları olmak üzere kredi artış oranlarındaki dengelenmenin 2018 yılı son çeyrek rakamlarına henüz yansımamış olduğu görüldü. Her ne kadar 2008 krizi 2018'de yaşanan gelişmelere benzetilse de, 2008 kriz döneminde ekonomide yaşanan sert daralma ve daha sonrasındaki toparlanma sürecinin mevcut duruma kıyasla daha sert olduğu görülmekte. 2008 ve 2018 yıllarındaki dış ekonomik koşullar kıyaslandığında, içinde bulunduğumuz dönemde dış finansal koşulların nispeten iyi olması 2018 yılında beklenen ekonomik daralmayı nispeten sınırladı. Bu kapsamda, 2018 yılında yaşanan aşağı yönlü hareketlerin iç koşullar kaynaklı olması nedeniyle büyümenin 2008 yılı ve sonrasında yaşanan döneme kıyasla 2019 yılında daha hızlı toparlanma kaydedeceğini düşünüyoruz. Ayrıca yılın son çeyreğinde yapılan vergi indirimleri ve kredi destekleri başta olmak üzere hükümetin ekonomiyi desteklemek adına aldığı tedbirlerin gecikmeli etkilerinin 2019 yılının ilk çeyreğine olumlu yansımaları bekliyoruz. Yılın son çeyreğinde yaşanan sert daralma sonrasında 2019 yılının ilk çeyreğinde daralmanın devam edeceğini ancak jeopolitik nedenlerle bir çok yaşanmadığı sürece 2018 son çeyrek gerçekleşmesine göre daha sınırlı olacağını düşünüyoruz. Ancak, finansal piyasaların makro ekonomik gelişmeler üzerindeki belirleyiciliği de göz ardı edilmemelidir. Bu bağlamda Türkiye finansal göstergelerinde Ağustos ayından sonra yaşanan bozulma sonrası büyümenin yavaşlaması, 2019 yılına ilişkin beklentilerin de olumsuz olmasına yol açsa da kur için beklenen sakin seyrin ve enflasyon ve faizde yılsonu düşüş beklentilerinin mevcut büyüme beklentilerini desteklemediğini ve büyüme beklentileriyle tezat oluşturduğunu düşünüyoruz. Küresel finansal koşulların olumlu olacağı bir ortamda, iç dinamikler nedeniyle oluşabilecek kur ve faiz hareketlerinde görece yüksek faiz veren Türkiye'nin yurtdışından gelecek fon akımlarından olumlu etkilenme ihtimali yüksek görünüyor. İlimli beklenen küresel piyasalardaki risk alma iştahının yaratacağı sermaye akımlarının başta kredi piyasası olmak üzere büyüme üzerinde olumlu etkisinin olacağını düşünüyoruz. Büyümeyi öncelikli hedef olarak kabul eden kamu otoritesinin varlığı göz önüne alındığında, 2018 yılı Ağustos ayında yaşanan kur ve faizlerdeki sert hareketlerin yarattığı ekonomideki sert yavaşlama sonrası daralan kredi piyasasının son dönemde kamu bankaları öncülüğünde tekrar genişlediği görülüyor. Kur ve faizlerde görülen olumlu ortamın finansal koşullarda yarattığı rahatlığın önümüzdeki dönemde devam edeceği ve daha kar odaklı çalışan özel bankaların da yılın ikinci yarısında kredi büyümesine pozitif katkı yapacağı düşüncesi 2019 yılı büyüme beklentisinde ana unsurları oluşturuyor.

Ekonomi Bilimi sayılar ve modeller ihtiva etse de diğer bilimlerden ayrılan en önemli özelliği davranışsal psikolojinin iktisat biliminde önemli bir yer tutmasıdır. “İnsan anı yaşar” ifadesinin ekonomi biliminde çok önemli



bir yer tuttuğunu görüyoruz ve hâlihazırda oluşan beklentilerin bu durumdan çok etkilendiğini düşünüyoruz. Beklentilerden düşük gelen 2018 yılı son çeyrek büyüme verisi ve son açıklanan sanayi üretim endeksi verisi gibi faktörlerin etkisiyle analistlerin ve kurumların son günlerde 2019 yılsonu için büyüme beklentilerini aşağı güncellemelerini doğal karşılıyoruz. Ancak söz konusu analistlerin ve kurumların hâlihazırdaki yerel finansal ve küresel finansal koşullarla ilgili beklentilerini değiştirmeden, makro verilerdeki aşağı yönlü güncellemelerini “*insan anı yaşar*” psikolojisi altında oluşturduklarını düşünüyoruz. Nitekim tarihsel olarak bakıldığında geçmiş dönemlerde analistlerin her yılın başında verilerle ilgili beklentileri yılın sonuna doğru birçok kez revize ettiklerini göz önüne aldığımızda, halihazırda yılın başında 2019 yılsonuna ilişkin olumsuz bakış açılarını yılın 2.yarisında düzelme gerçekleştiği takdirde tekrar yukarı yönlü güncelleyeceklerini düşünüyoruz. Göreceli olarak daha istikrarlı ve tahmin edilebilirliği kolay olan gelişmiş olan ekonomilerde bile analistlerin yıl içinde birçok kere revize yaptığını göz önüne aldığımızda, Türkiye gibi daha volatil bir ekonomiye sahip olan bir ekonomide, bu revizelerin rahatlıkla gelebileceği düşüncemizi koruyoruz. Bu bağlamda, kısa vadeli olumsuz verilere odaklanan piyasaların bu havada oluşturdukları 2019 yılsonu beklentilerine şu an için katılmıyoruz ve %2.3 olan 2019 yılsonu beklentimizi küresel ve yerel finansal koşullarda bir şok olmadığı sürece değiştirmiyor ve koruyoruz.

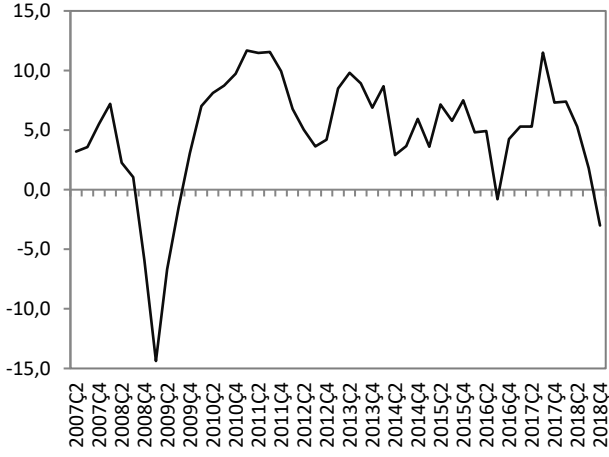
Haftalık Veri Takvimi (18 – 22 Mart 2019)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
18.03.2019	Türkiye	Konut Satışları (Şubat, y-y)	-%24.8	--
		Konut Fiyat Endeksi (Ocak, y-y)	%9.69	--
	Euro Bölgesi	Dış Ticaret Dengesi (Ocak)	17 milyar €	--
	Japonya	Sanayi Üretim Endeksi (Ocak, a-a)	-%3.7	-%3.4
19.03.2019	ABD	Fabrika Siparişleri (Ocak)	%0.1	%0.0
		Dayanıklı Mal Siparişleri (Ocak)	%0.4	%0.4
	Almanya	Zew Endeksi (Mart)	-13.4	-11.0
	İngiltere	İşsizlik Oranı (Ocak)	%4	%4
20.03.2019	Türkiye	Merkezi Yönetim Borç Stoku (Şubat)	1,098.1 milyar TL	--
	ABD	Fed Toplantısı ve Faiz Kararı (Mart)	--	--
	İngiltere	TÜFE (Şubat, y-y)	%1.8	%1.8
	Almanya	ÜFE (Şubat, y-y)	%2.6	%2.9
21.03.2019	Türkiye	Tüketici Güven Endeksi (Mart)	57.8	--
	ABD	Philadelphia FED Endeksi (Mart)	-4.1	5.0
		Haftalık İşsizlik Başvuruları (Mart)	229 bin kişi	225 bin kişi
	Euro Bölgesi	Tüketici Güven Endeksi (Mart, öncül)	-7.4	-7.1
	Japonya	TÜFE (Şubat, y-y)	%0.2	%0.3
22.03.2019	ABD	İmalat PMI (Mart, öncül)	53	53.6
		Hizmet PMI (Mart, öncül)	56	55.8
		İkinci El Konut Satışları (Şubat, a-a)	-%1.2	%3.2
		Bütçe Dengesi (Şubat)	8.7 milyar \$	-227.0 milyar \$
	Euro Bölgesi	Hizmet PMI (Mart, öncül)	52.8	52.7
		İmalat PMI (Mart, öncül)	49.3	49.5
	Almanya	Hizmet PMI (Mart, öncül)	55.3	54.8
		İmalat PMI (Mart, öncül)	47.6	48.0
	Fransa	Hizmet PMI (Mart, öncül)	50.2	50.6
		İmalat PMI (Mart, öncül)	51.5	51.4
	Japonya	İmalat PMI (Mart, öncül)	48.9	--

TÜRKİYE

Türkiye Büyüme Oranı

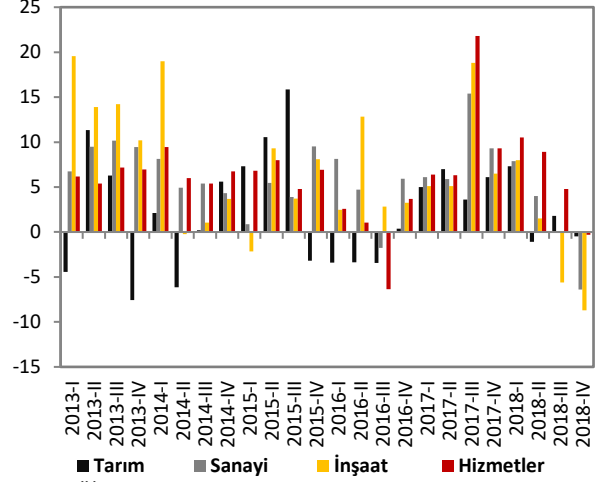
Reel GSYH (y-y, %)



Kaynak:TÜİK

Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)

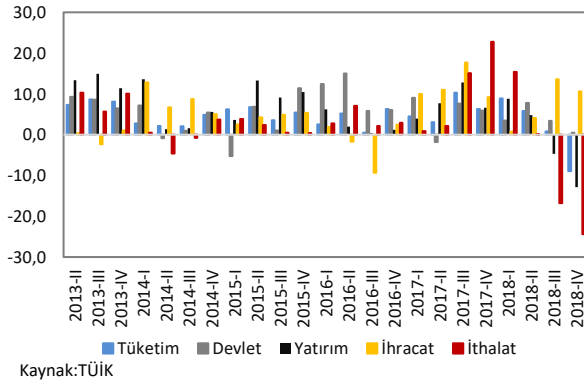
Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)



Kaynak:TÜİK

Harcama Bileşenlerinin Büyüme Hızları (y-y, %)

Harcama Bileşenleri Büyüme Hızları (%)

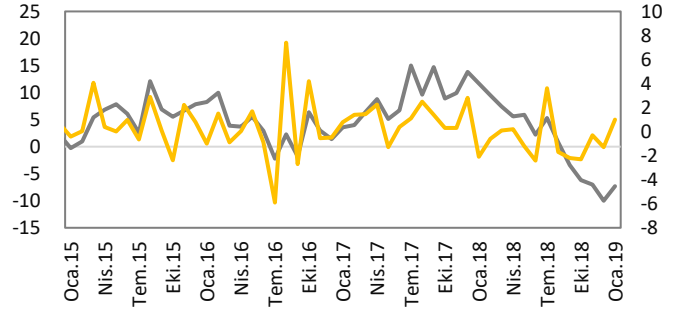


Kaynak:TÜİK

Sanayi Üretim Endeksi

Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %)

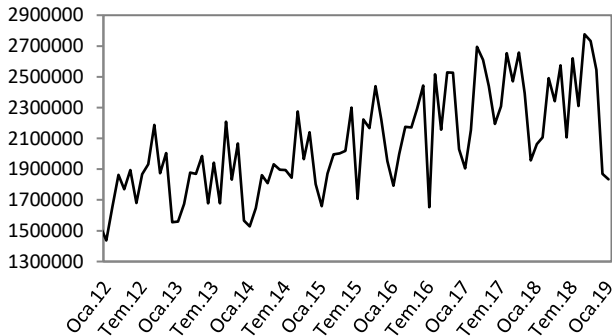
Mevsim ve Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (a-a, %) (Sağ Eksen)



Kaynak: TÜİK

Beyaz Eşya Üretimi

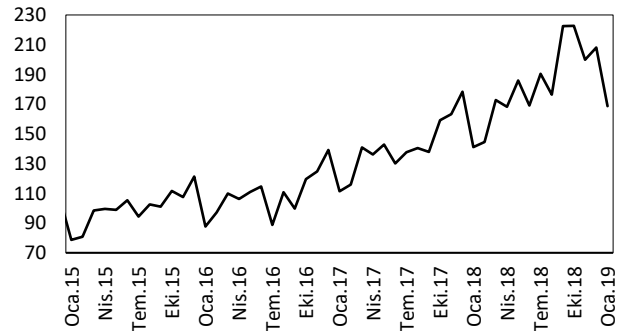
Beyaz Eşya Üretimi (Adet)



Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

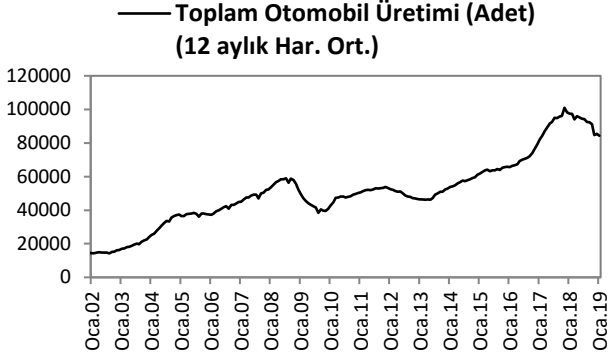
Sanayi Ciro Endeksi

Aylık Sanayi Ciro Endeksi (2015=100)



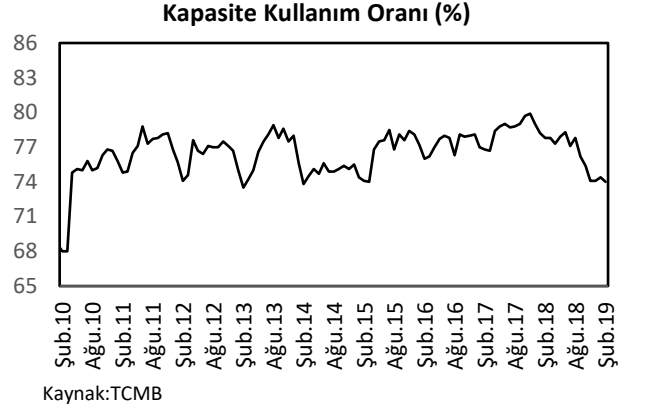
Kaynak: TÜİK

Toplam Otomobil Üretimi



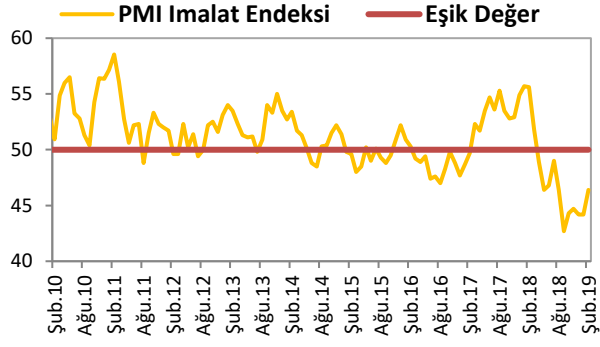
Kaynak: OSD, VakıfBank

Kapasite Kullanım Oranı



Kaynak: TCMB

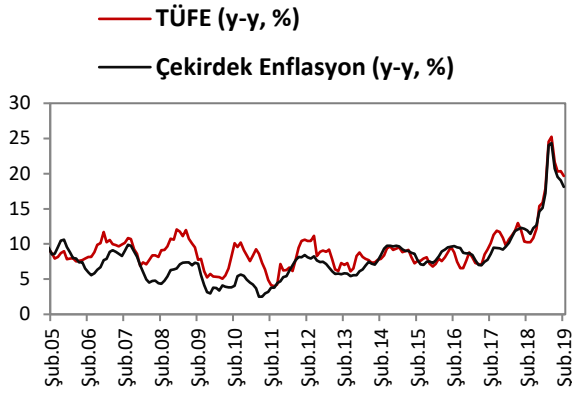
PMI Endeksi



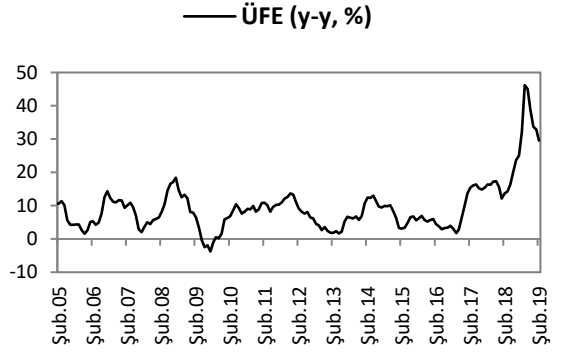
Kaynak: Reuters

ENFLASYON GÖSTERGELERİ

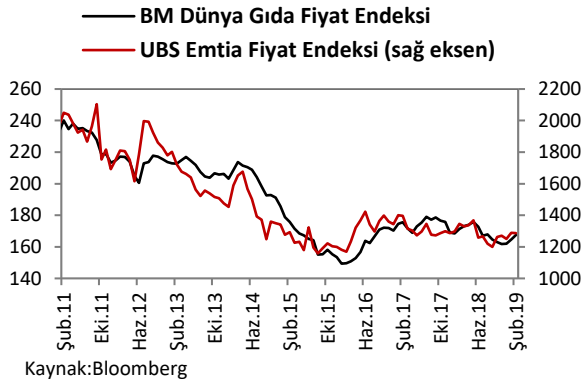
TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



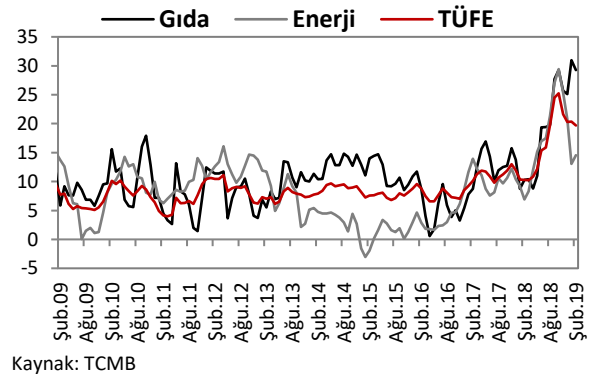
ÜFE



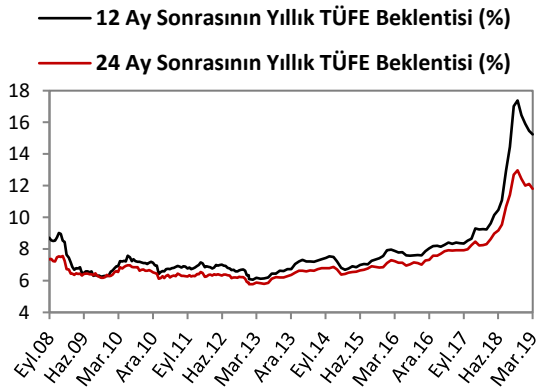
Dünya Gıda ve Emtia Fiyat Endeksi



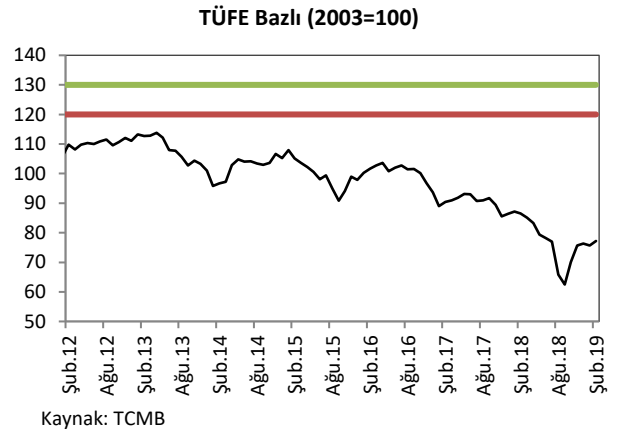
Gıda ve Enerji Enflasyonu (y-y, %)



Enflasyon Beklentileri



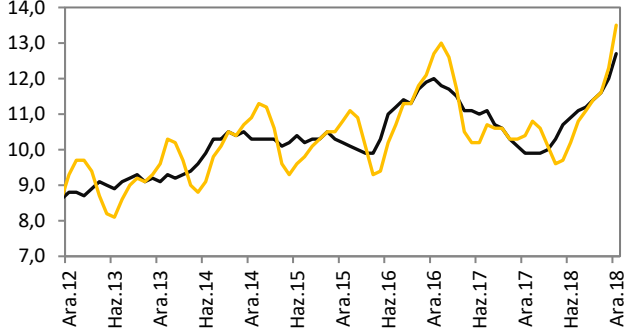
Reel Efektif Döviz Kuru



İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

İşsizlik Oranı

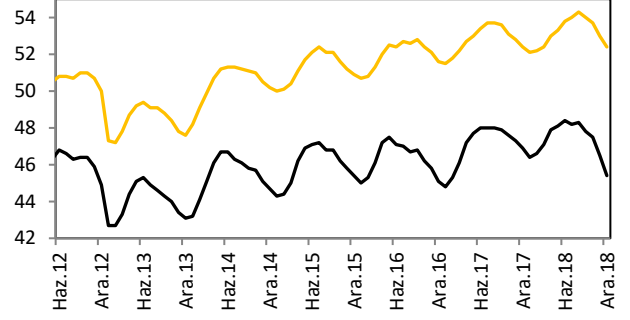
— Mevsimsellikten Arındırılmış İşsizlik Oranı (%)
— İşsizlik Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

İşgücüne Katılım Oranı

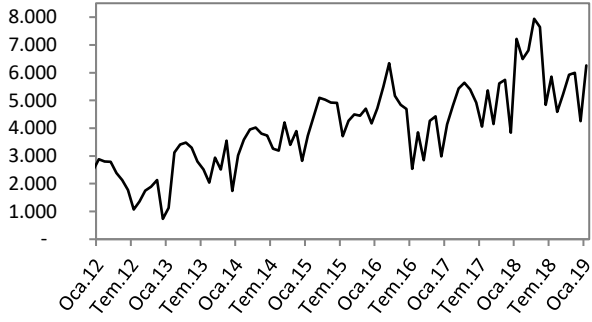
— İşgücüne Katılma Oranı (%)
— İstihdam Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı

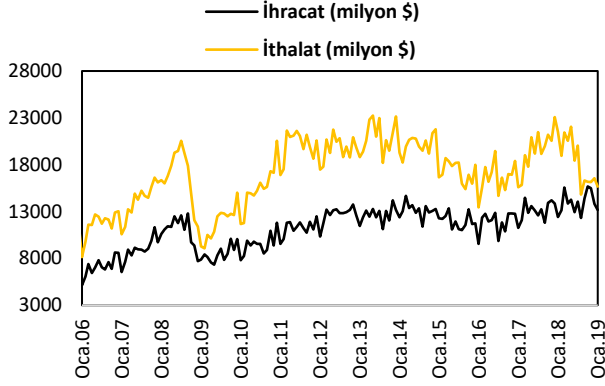
— Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı (Adet)



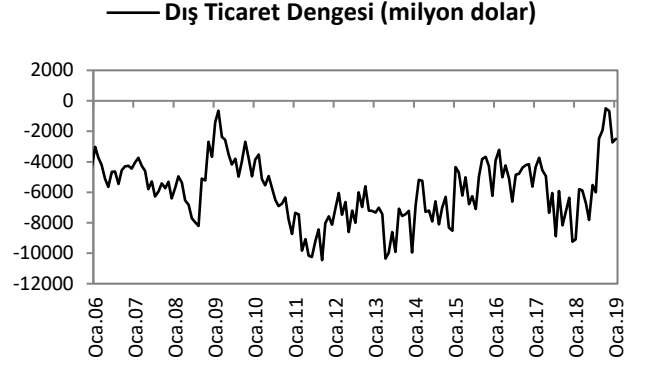
Kaynak: TOBB

DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

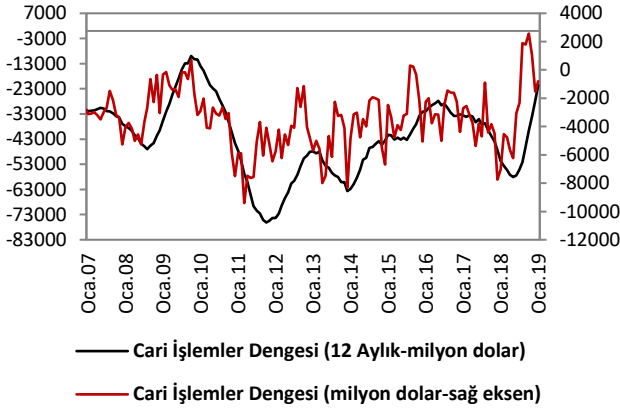
İthalat-İhracat



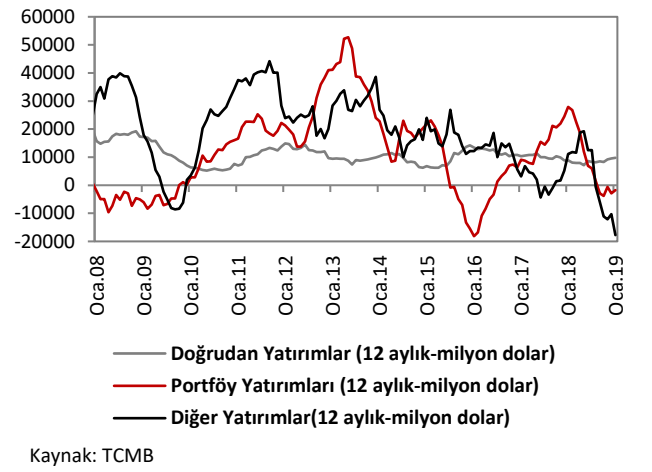
Dış Ticaret Dengesi



Cari İşlemler Dengesi

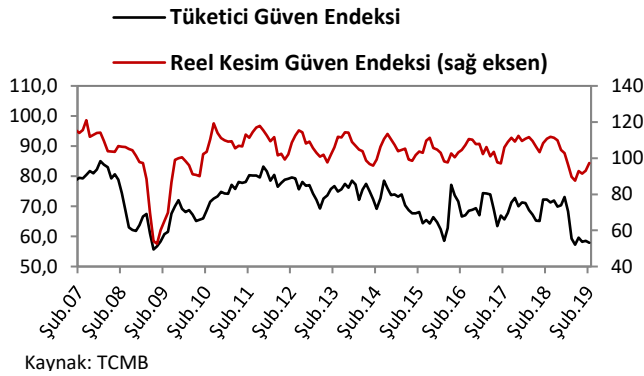


Sermaye ve Finans Hesabı



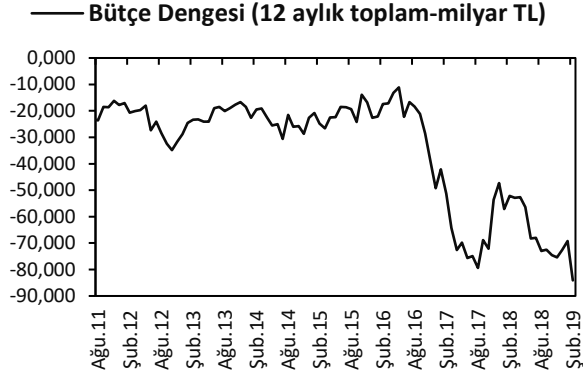
TÜKETİM GÖSTERGELERİ

Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni



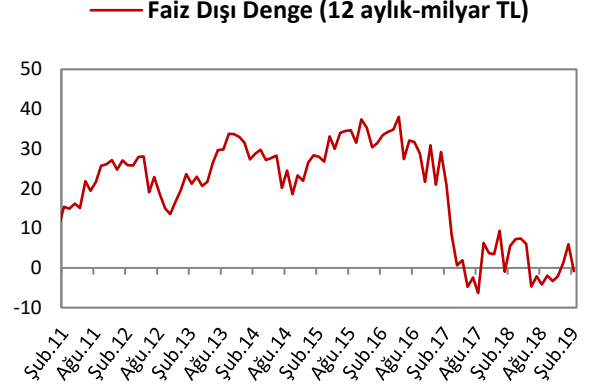
KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

Bütçe Dengesi



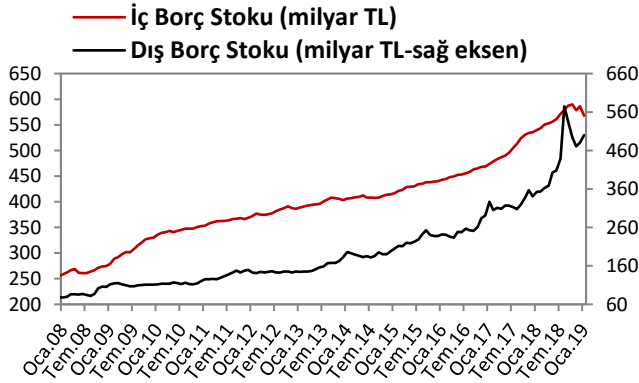
Kaynak: TCMB

Faiz Dışı Denge



Kaynak:TCMB

İç ve Dış Borç Stoku



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

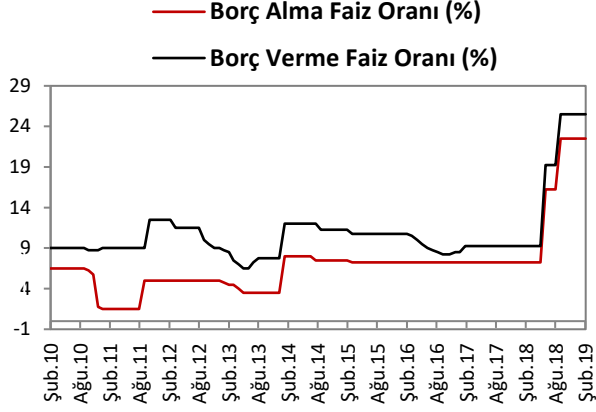
Türkiye'nin Net Dış Borç Stoku



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı,TÜİK

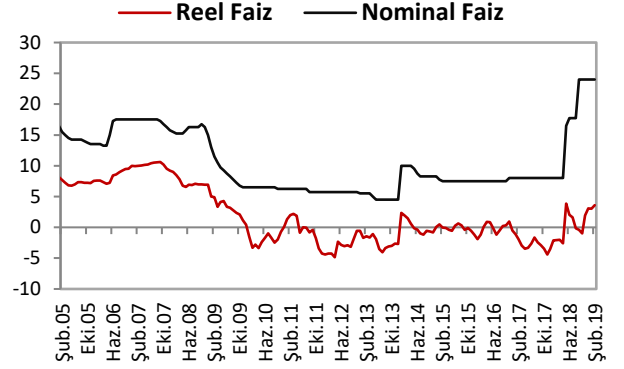
LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

TCMB Faiz Oranı



Kaynak:TCMB

Reel ve Nominal Faiz



Kaynak:TCMB, VakıfBank

Dünya Piyasalarında Son Açıklanan Ekonomik Göstergeler

	Reel Büyüme (y-y,%)	Enflasyon (y-y,%)	Cari Denge/GSYH (%)*	Merkez Bankası Faiz Oranı (%)	Tüketici Güven Endeksi
ABD	3.10	1.50	-2.30	2.50	131.40
Euro Bölgesi	1.10	1.50	3.50	0.00	-7.40
Almanya	0.60	1.70	8.05	0.00	103.00
Fransa	0.90	1.60	-1.42	0.00	-11.60
İtalya	0.49	1.10	2.80	0.00	112.40
Macaristan	5.10	3.10	3.58	0.90	-11.10
Portekiz	1.70	0.90	0.46	0.00	-9.90
İspanya	2.40	1.10	1.90	0.00	-5.40
Yunanistan	1.60	0.80	-0.82	0.00	-33.30
İngiltere	1.30	1.80	-4.07	0.75	-13.00
Japonya	0.30	0.20	4.01	0.10	41.50
Çin	6.40	1.50	1.37	4.35	123.00
Rusya	1.50	5.20	2.64	14.00	--
Hindistan	5.30	6.60	-1.96	6.00	--
Brezilya	1.07	3.89	-0.48	6.50	114.30
G. Afrika	1.10	4.00	-2.50	6.75	7.00
Türkiye	3.09	19.67	-5.60	24.00	57.90

Kaynak: Bloomberg. *Cari denge verileri IMF'den alınmaktadır ve 2017 yılı verileridir.

Türkiye Makro Ekonomik Görünüm

Reel Ekonomi					
	GSYH (Cari Fiyatlarla, milyon TL)	GSYH Büyüme Oranı (zincirleşmiş hacim endeksi, y-y, %)	İşsizlik Oranı (%)	Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %) (takvim etkisinden arındırılmış)	Kapasite Kullanım Oranı (%)
2016	2,608,526	3.2	10.9	1.6	78.1
2017	3,106,537	7.4	10.9	8.7	79.0
Son Yayınlanan	1,010,114 (2018Ç4)	-3.0 (2018Ç4)	13.5 (Aralık)	-7.3 (Ocak)	74.0(Şubat)
Fiyat Gelişmeleri (y-y, %)					
	TÜFE	Çekirdek TÜFE	Yİ - ÜFE		
2017	11.92	12.30	15.47		
2018	20.30	19.53	33.64		
(2019 Şubat)	19.67	18.12	29.59		
Parasal Göstergeler (Milyon TL)					
	M1	M2	M3	Emisyon	TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)
2017	449,632	1,624,675	1,675,831	119,198	84,110
2018	521,524	1,940,590	1,988,305		71,980
Son Yayınlanan (08.03.2019)	519,883	1,991,389	2,071,703	122,245	76,963
Faiz Oranları (%)					
	TCMB O/N (Borç Alma)	TCMB O/N (Borç Verme)	TCMB Haftalık Repo	TRLIBOR O/N	
2017	7.25	9.25	8.00	13.38	
2018	22.50	25.50	24.00	24.38	
Son Yayınlanan (15.03.2019)	22.50	25.50	24.00	24.14	
Mal Ticareti ve Cari Denge (Milyar \$)					
	Cari İşlemler Dengesi	İthalat	İhracat	Dış Ticaret Dengesi	
2017	-47.3	233.8	157.0	-76.8	
2018	-27.8	223.0	168	-55.1	
Son Yayınlanan	-0.81 (Ocak)	15.7 (Ocak)	13.2 (Ocak)	-2.5 (Ocak)	
Borç Stoku Göstergeleri (Milyar TL)					
	Merkezi Yön. İç Borç Stoku	Merkezi Yön. Dış Borç Stoku	Kamu Net Borç Stoku		
2016	468.6	291.3	219.2		
2017	563.4	341.0	262.2		
Son Yayınlanan	597.9 (Ocak)	500.2 (Ocak)	488.9 (2018Ç3)		
Kamu Maliyesi (Milyar TL)					
	Bütçe Giderleri	Bütçe Gelirleri	Bütçe Dengesi	Faiz Dışı Denge	
2017 (Şubat)	53.7	46.9	-6.8	-1.8	
2018 (Şubat)	62.9	61.0	-1.9	4.8	
2019 (Şubat)	83.7	67.0	-16.7	-2.1	
Rasyolar (%)					
	Bütçe Açığı/GSYH	Brüt Dış Borç Stoku/GSYH	Cari Açık/GSYH		
	1.9 (2018 Ç3)	53.4 (2018 Ç3)	5.6 (2018 Ç3)		

	GSYH (yıllık, %)	TÜFE (y-y, %)	Cari Açık (yıllık, milyar \$)	İşsizlik (%)
2019 Beklentilerimiz	2.30	15.90	18.80	12.1

Cem Erođlu	Müdü	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0216-724 30 80
Fatma Özlem Kanbur	Müdü Yardımcısı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0216-724 30 83
Naime Dođan Eriř	Uzman	naimedogan.eris@vakifbank.com.tr	0216-724 30 82
Bilge Pekçađlayan	Uzman	bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr	0216-724 30 84
Elif Engin	Uzman	elif.engin@vakifbank.com.tr	0216-724 30 85
Sinem Ulusoy Kasap	Uzman	sinemulusoy.kasap@vakifbank.com.tr	0216-724 30 86
Pınar Cansu Akargöl	Uzman Yardımcısı	pincarcansu.akargol@vakifbank.com.tr	0216-724 30 87
Seval Çelik	Yetkili Yardımcısı	seval.celik@vakifbank.com.tr	0216-724 30 88

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hişbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.