



FİNANSAL DANIŞMANLIK

# 2019 YILINA İLİŞKİN EKONOMİK RİSK DEĞERLENDİRMESİ

## A Finansal Piyasalar ve Kur

### 2018 Nasıl Geçti, 2019 Nasıl Başladı

2018 yılında Türkiye ekonomisinde yaşanan yüksek oynaklık finansal piyasalarda da büyük dalgalanmalara yol açmıştır. Yıla 3,77 seviyesinde başladıktan sonra Ağustos başında 5 seviyelerine yükselen USD/TRY kuru Ağustos-Ekim arasında 6-7 aralığında seyrederek ciddi bir belirsizlik unsuru hâline gelmiştir. Mayıs ayının son haftasındaki oynaklık dışında yüzde 2 civarında seyreden kur oynaklığı Ağustos ayında yüzde 10,7'ye çıktıktan sonra Eylül-Ekim döneminde de yüksek kalmaya devam etmiştir. Haftalık ortalama USD/TRY kurunun yıllık artış oranı 10 Ağustos-26 Ekim arası yüzde 50'nin üzerinde gerçekleşmiş, Eylül ayının ilk haftası itibarıyla yüzde 93,5 ile 1994 ve 2001 krizlerinden sonraki en yüksek değerine ulaşmıştır. Benzer şekilde Borsa İstanbul hisse senedi endeksi BIST100'ün aylık ortalama değeri, Ocak ayındaki zirvesinin yüzde 32,5'i kadar gerileyerek Ekim'de 90.200 seviyesine gerilemiş, endeksin oynaklığı %9,8 olmuştur.

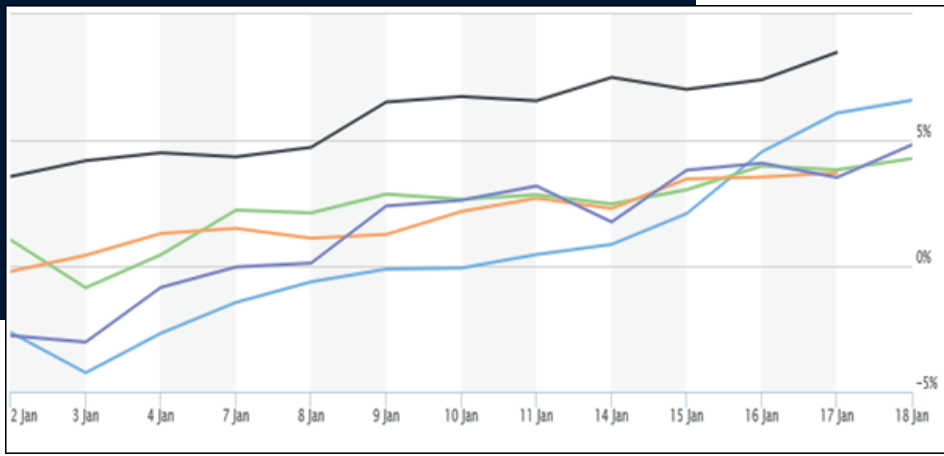
Türk lirası Kasım ayından beri görece istikrar kazanmışsa da USD/TRY kuru 2019 yılının ilk ayında bir önceki yıla göre yüzde 43,5 yukarıda kalmaya devam etmiştir. Öte yandan yıla kötü bir başlangıç yapan BIST 100 endeksi, gelişen ülke varlıklarına olan güçlü sermaye girişinin etkisiyle 3 Ocak'tan itibaren yükseliş yönelimine dönmüş, arka arkaya 11 gün yükseliş kaydederek Ocak 2016'dan bu yana görülen en uzun yükseliş serisini ve Temmuz 2016'dan beri görülen en güçlü haftalık artışı sergilemiştir.

2018 yılını 5,26 seviyesinde kapatan USD/TRY kuru, 10 Ocak'ta 5,50 seviyesine çıktıktan sonra 16 Ocak günü 5,33'e kadar gerilemiştir. Benzer şekilde 3 Ocak'ta 87.399 ile yılın en düşük değerini kaydeden BIST 100 endeksi 18 Ocak'ta 98.455'e kadar yükselmiştir. Yılın ilk üç haftalık döneminde finansal piyasalarda gözlenen bu yüksek oynaklık, yılın geri kalanına ait riskleri belirlemek ve risk değerlendirmesi yapabilmek açısından önemli bilgiler sağlamaktadır.



## 2019'da Finansal Piyasalar İçin Temel Riskler Nelerdir?

2019 yılının ilk üç haftalık dönemi, hem ABD'nin yüksek piyasa değerine sahip büyük firmalarını içeren S&P 500 hem de küçük ölçekli firmaların yer aldığı Russel 2000 endeksi açısından 1987 yılından beri en iyi yıl başlangıcı olarak kaydedildi. Aynı şekilde gelişen piyasa ekonomileri borsa yatırım fonlarına (ETF) son bir yıllık dönemin en güçlü sermaye girişi oldu.



— BOVESPA (Brezilya)  
— BIST 100 (Türkiye)  
— Warsaw WIG (Polonya)  
— JAKARTA SX (Endonezya)  
— HANG SENG (Çin)



14 Ocak'a kadar diğer gelişmekte olan piyasa ekonomilerinden negatif ayrışmakta olan Türk lirası varlıkların performansı o tarihten itibaren bu sefer pozitif ayrışarak Brezilya'nın ardından ikinci sıraya yükseldi. Bu görünümü etkileyen faktörlerin başında dış politika kaynaklı risk algısının yer aldığı anlaşılmaktadır. ABD Ulusal Güvenlik Danışmanı Bolton'un 6 Ocak'ta yaptığı açıklamayla başlayan ve 8 Ocak günü Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın AK Parti Meclis Grubu toplantısındaki mesajlarıyla artan gerilim, Türkiye ile ABD ilişkilerinde bir kriz yaşanması olasılığını akıllara getirmiş ve hem TL hem de TL varlıklar bu gelişmelerden olumsuz etkilenmiştir. ABD Başkanı Donald Trump'ın Suriye'de Kürtlere saldırması halinde, Türkiye'yi ekonomik yıkımla tehdit ettiği Twitter mesajı ile zirveye ulaşan gerilim, 14 Ocak'ta iki liderin telefon görüşmesi gerçekleştirmesi ve ardından verilen mesajlarla yerini olumlu bir havaya bırakmıştır.

TL'nin ve TL cinsi varlıkların değerini etkileyen en belirgin ikinci etken Merkez Bankası politikaları olarak görülmektedir. 16 Ocak'taki Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısı öncesinde her ne kadar geniş bir konsensüs ile faiz oranlarında değişiklik yapılması beklenmiyorduydu da karar metnindeki açıklamaya ilişkin kuşku söz konusuydu. Duyuru metninde yer alan ve temkinli duruşa işaret eden "ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabilecektir" ifadesinin korunmuş olması, yatırımcılar tarafından Merkez Bankası'nın siyasî müdahalelere maruz kalmadığı ve enflasyon sebebiyle TL'nin değer kaybetmesi riskini önemseyen şekilde algılanmıştır. PPK kararının açıklanmasının ardından gün içi işlemlerde USD/TRY kuru sabah açılışına göre yüzde 2 gerileyerek 5,3330'lu seviyeleri görmüştür.

Yatırımcı algısı üzerinde belirleyici olan bir diğer etkenin kamu maliyesine ilişkin gelişmeler olduğu anlaşılmaktadır. Faiz dışı kamu harcamalarını artırıcı, kamu maliyesi görünümünde kalıcı olarak bozulmaya yol açıcı kararlar ile kamu finansmanına ilişkin (Merkez Bankası temettü ödemelerinin erkene alınması veya finansman programında duyurulmayan dış borçlanmaya gidilmesi ve bu suretle iç borçlanma miktarının düşürülmesi yoluyla faiz oranlarının aşağı çekilmesi gibi) piyasa ekonomisi kurallarıyla çeliştiği izlenimi uyandırabilecek uygulamalar finansal piyasalarda oynaklığı artırıcı etki yaratmaktadır. Bununla birlikte bu son etkenin ilk ikisi kadar olumsuz sonuç doğurmadığı ve etkilerinin nispeten kısa sürdüğünü hatırlatmakta yarar vardır.

Bu çerçevede 2019 yılına ilişkin finansal piyasalarda etkili olabilecek risk unsurları önemlerine göre şöyle sıralanabilir:

- Dış politika kaynaklı gerilimler sonucu uluslararası ilişkilerde ciddi bir kriz olarak tanımlanabilecek ölçekte sorunlar yaşanması ve buna bağlı olarak risk algısının bozulması,
- Bölgesel gelişmelerin jeopolitik risk algısında önemli ölçüde bozulmaya yol açacak bir mahiyet kazanması,
- Merkez Bankası politikalarına müdahale edildiği izlenimi uyanması veya Merkez Bankasının fiyat istikrarı önceliğini kaybettiği görüntüsü sergileyecek şekilde zamanından önce ve hızlı parasal gevşemeye gitmesi,
- Kamu maliyesinde kalıcı bozulma yaratacağı düşünülen uygulamaların enflasyon görünümünü bozması.

Son dönemde yaşanan gelişmeler, karar alıcıların bu konularla ilgili piyasaların duyarlılıklarını gözeterek bir tavır sergilediklerini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla yukarıda sayılan risklerin gerçekleşme olasılığı yüzde 30'un altında değerlendirilmektedir. Bu varsayım altında USD/TRY kurunda reel olarak bir değer kaybı yaşanması riskinin düşük olduğu, kur artışının enflasyonun altında kalacağı öngörülmektedir. Bir başka deyişle yüzde 70 olasılıkla; USD/TRY kurunun yılın ilk 6 aylık döneminde 5,90 ve yıl sonunda da 6,40 seviyelerinin altında kalması beklenmelidir.

Bu görünümü bozabilecek ve TL'nin değer kaybetmesine yol açabilecek önemli bir risk unsuru, Çin ekonomisinden kaynaklanabilecek bir dalgalanma sonucunda küresel yatırımcılarda gelişen piyasa ekonomilerine ilişkin genel risk algısının bozulması olabilir. Çin ekonomisindeki yavaşlama ve Çin şirketlerinin borç geri ödemelerinde yaşanabilecek sorunlar, bütün gelişen piyasa ekonomilerine küresel sermaye akımlarının olumsuz etkilenmesine neden olacak gelişmeleri tetikleyebilecektir. Türkiye ekonomisinin yurt dışı yükümlülüklerini çevirmede ve ihtiyaç duyduğu dış finansmanı sağlamada karşılaşılabileceği sorunlara karşı duyarlılığı ve geçtiğimiz yılın Ağustos-Ekim döneminde yaşanan gelişmeler ışığında piyasalardaki kırılganlık göz önüne alındığında bu risklerin de yakından izlenmesi gerektiği değerlendirilmektedir.



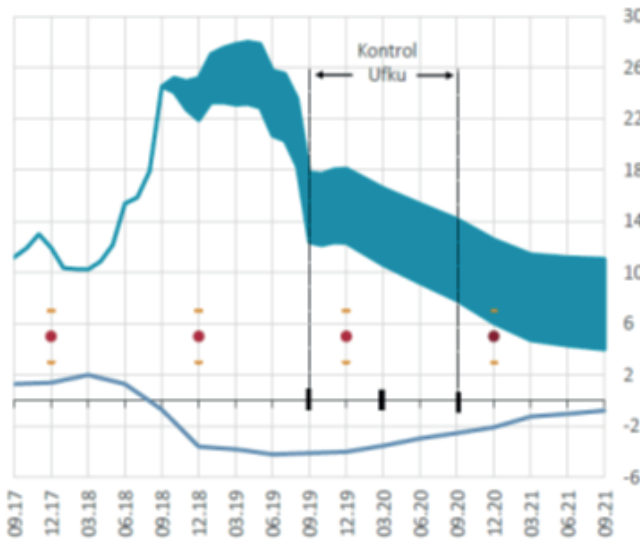
## B Reel Sektör Gelişmeleri

### Büyüme, Enflasyon, Kamu Maliyesi

Son açıklanan veriler, 2018 yılı son çeyreğinde Türkiye ekonomisinin reel olarak küçüleceğini ortaya koymaktadır. Bu çerçevede son çeyrek büyüme rakamının yüzde -3,5 civarında olacağı öngörülmektedir. Makroekonomik veriler ışığında yapılan tahminlerde 2019 yılının ilk çeyreği için iktisadî faaliyette daralmanın süreceği ve yılın tamamında eksi büyüme gözleneceği hesaplanmaktaydı. Bununla birlikte son dönemde alınan harcama artırıcı ve yurt içi talebi destekleyici bazı kararlar bu tahminlerin gözden geçirilmesini gerektirmektedir. Asgari ücretin yüzde 26,05 artırılması, otomotiv, beyaz eşya, mobilya ve konutta uygulanan KDV ve ÖTV indirimlerinin 3 ay daha, imar barışı başvurularının 15 Haziran'a kadar uzatılması, Ziraat Bankası tarafından kredi kartı borçları ile tarım kredisi borçlarının yeniden yapılandırılması imkânı sunulması, Halkbank tarafından 2019 yılında esnafa sağlanacak 22 milyar TL tutarındaki kredi desteğinin 10 milyarlık kısmının ilk üç ayda kullanılması, KOBİ Değer Kredisi'yle yıllık cirosu 25 milyon liranın altındaki mikro ve küçük ölçekli KOBİ'lere piyasa faizinin altında maliyetle 35 ay vadeli 20 milyar TL finansman desteği sağlanması, düzenli sosyal yardım alan yaklaşık 2,5 milyonun üzerindeki hanenin elektrik tüketimini devlet karşılayacak olması gibi kararlar ve politika uygulamaları, yurt içi tüketim talebini desteklemektedir. Öte yandan ABD ve Çin arasında sürdürülen ticaret görüşmelerinde son dönemde izlenen yumuşama ve ABD ekonomisinden gelen güçlü veriler küresel ekonomiye dair risk unsurlarının en azından bu konuyla ilgili ve görece olarak iyileşmesine sebep olmuştur. Bununla birlikte İngiltere'nin AB'den ayrılmasına ilişkin süreçte yaşanan gelişmeler, Almanya ekonomisine ilişkin büyüme beklentilerinin aşağı yönlü revize edilmesi, Fransa'da siyasal ve toplumsal gelişmelerin ekonomi üzerinde yaratabileceği olumsuz etkiler, İtalya'da kamu maliyesine ilişkin kayda değer bir iyileşme sağlanmasının uzun sürebileceği algısı Euro bölgesi ve AB ekonomisi risklerinin hâlâ yüksek seyrettiğini düşündürmektedir. Her ne kadar son dönemde gelişen piyasa ekonomilerine olan sermaye akımlarında artış kaydedilmiş ve bu ekonomilerin finansal varlık fiyatlarında toparlanma gözlenmişse de mevcut veriler henüz aşağı ve yukarı yönlü risklerde bir değişiklik öngörmemektedir. Hatırlanacağı üzere Yeni Ekonomi Programı ismiyle hazırlanan Orta Vadeli Program'da 2019 yılı için Hükümetin büyüme tahmini yüzde 2,3 olarak açıklanmıştır. Yukarıda çizdiğimiz çerçevede, dış talebin 2018 yılına göre sabit kalacağı, TL'nin reel olarak değer kaybetmeyeceği varsayımı altında 2019 yılının tamamı için daha önce yüzde (-2,5)  $\pm$ 1 olan büyüme tahminini yüzde 0  $\pm$ 1 (yüzde -1 ile yüzde 1 aralığında) şeklinde yukarı yönlü revize etmekteyiz.

Yeni ekonomi programı 2019 yıl sonu için enflasyonu yüzde 15,9 olarak öngörmekteydi. Büyüme ile ilgili yaptığımız analiz doğrultusunda tüketim talebinin görece yüksek seyredeceği beklenmektedir. Aynı şekilde enflasyonun yıl içindeki seyrinde de önceki tahminlere göre değişiklik yapmayı gerektirecek gelişmeler kaydedilmiştir.

## TCMB 2018-IV Enflasyon Raporu Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahmini



Merkez Bankası Enflasyon Raporunda da görüldüğü üzere normal koşullarda yıllık enflasyonun 2019 yılı ilk çeyreği sonunda en yüksek düzeyine ulaştıktan sonra gerilemesi ve yıl sonunda orta noktası yüzde 15,2 olmak üzere yüzde 12,3 ile yüzde 18,1 aralığında gerçekleşmesi beklenmekteydi.

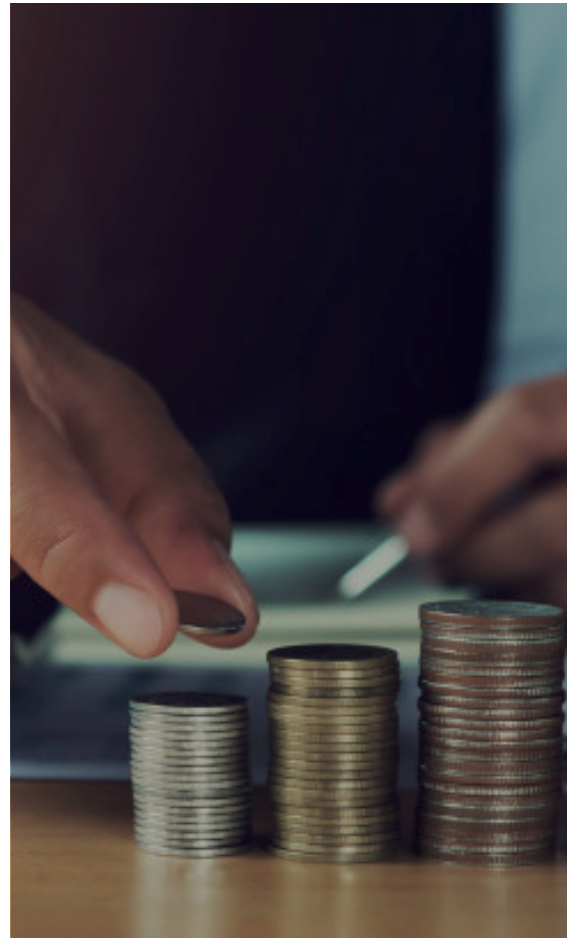
Enflasyonla Mücadele Programı çerçevesinde fiyat artışlarının ertelenmesi, vergi indirimleri ve benzeri uygulamalar sonucunda yıllık enflasyonun 2019 ilk çeyreğinde düşük seyredeceği tahmin edilmektedir. Yerel seçimlerin ardından vergi indirimlerinin sona ermesi, hatta bazı vergilerde ve fiyatı kamu tarafından yönetilen veya yönlendirilen mallarda yukarı yönlü ayarlamalar yapılması olasılığı artmıştır. Buna göre mevcut görünüm ışığında; yıllık enflasyonun Temmuz ayına kadar yatay seyretmesi, Ağustos -Ekim döneminde 8 puana yakın geriledikten sonra son iki ayda 4 puan artış kaydetmesi ve yılı yüzde 18±2 civarında bitirmesi beklenmektedir.



Son dönemde açıklanan kararların kamu maliyesi üzerindeki etkileri şimdilik sınırlı görülmektedir. Bilindiği gibi Türkiye, 2003-2012 döneminde uygulanan basiretli maliye politikası sayesinde kamu borcunun ve bütçe açığının GSYH'ya oranı açısından son derece sağlam bir görünüm arz etmektedir. Ekonominin önemli çapalarından birini esasen bu güçlü kamu maliyesi görünümü oluşturmaktadır. Ekonomi yönetiminin burada sağlanmış olan yüksek performansa dayanarak düşük borçluluk oranlarının sağladığı maliye alanını kullanma yönündeki girişimleri bu çerçevede anlaşılabilir. Gerçekten de ekonomi dışsal bir şoka maruz kaldığı ve iktisadî faaliyetin geçici olarak daraldığı ortamlarda maliye politikasını kullanarak dengeleme yapmak sık rastlanan bir politika uygulamasıdır. Bununla beraber, Türkiye ekonomisinin iç tasarruf yaratabilme gücünün sınırlı olduğu ve uluslararası finansman imkânlarının kısıtlılığı dikkate alındığında bu yönde atılacak adımların son derece temkinli ve süreli olması gerektiği anlaşılmaktadır.

## © Bankacılık Kesimi ve Kredi

Türkiye ekonomisi açısından 2019 yılında en önemli konu, bankacılık sektörünün sorunlu hâle gelmiş alacaklarının bilançolardaki akışkanlığı azaltması, buna bağlı olarak kredi mekanizmasının aksaması ve bankaların reel sektöre yeni finansman sağlayamamasıdır. Kurlarda ve faizlerde yaşanan şok etkisini sürdürmektedir. Her ne kadar TL görece istikrar kazanmışsa da USD/TRY kuru 2019 yılının ilk ayında bir önceki yıla göre yüzde 43,5 yukarıda kalmaya devam etmiştir. Benzer şekilde Hazinesin temettü tahsilatlarını erken yapması ve dış borçlanmadan sağladığı kaynakla yüksek kasa bakiyesi tutması sayesinde 2 yıl vadeli gösterge Hazine tahvil faizlerinde 6 puan kadar iyileşme kaydedilmiş olmakla birlikte kredi faiz oranları ve finansman yükü reel sektör firmaları açısından ciddi bir sorun teşkil etmeyi sürdürmektedir.





İktisadî faaliyette kalıcı bir toparlanma gözlenmesi ve işletmelerin ödeme gücünü kaybetmesinin önüne geçilmesi açısından kredi mekanizmasına yeniden işlerlik kazandırılması büyük önem taşımaktadır. Bunun için ise bankaların sorunlu hâle gelmiş alacaklarından kaynaklanan sorunun çözülmesi gerekmektedir. Türkiye'nin muhtemelen seçim sonrası en önemli gündem maddesi bu konu olacaktır. Farklı kesimlerin tahminlerine göre yaklaşık olarak 300 milyar TL kadar bir kaynak gerektirdiği düşünülen bu sorunun, en azından bir kısmı için uluslararası finansal kuruluşlardan sağlanacak uzun vadeli ve düşük maliyetli finansmanla çözülmesi ekonominin genel performansını da son derece olumlu etkileyecektir.

Bankacılık sektörünün sorunlu alacaklarının, Hazine tarafından özel tertip olarak ve kendine özgü koşullarla sağlanacak devlet iç borçlanma araçları karşılığında satın alınması, bankaların bu kıymetlerle Merkez Bankasından ihtiyaç duydukları likiditeyi temin etmeleri de bir çözüm yöntemi olarak düşünülebilir. Bununla birlikte bu yola gidilmesi halinde hem kamu maliyesinde hem enflasyon görünümünde ortaya çıkabilecek olumsuz gelişmeler ve yatırımcıların risk algısında oluşabilecek bozulma sonucunda TL'nin değer kaybetmesi ve finansal piyasalardaki fiyatlamaların olumsuz etkilenmesi olasılığı yüksek görülmektedir.

