

18.02.2019

H. Erkin Işık, CFA
+(90) 212 318 5096
hasanerk.in.isik@qnbfinansbank.com

Deniz Çiçek
+(90) 212 318 5086
deniz.cicek@qnbfinansbank.com

- Geçtiğimiz hafta Merkez Bankası Başkanı Murat Çetinkaya'nın açıklamalarının ardından, haftasonu zorunlu karşılıklarda indirim kararı geldi. ROM kullanımı aynı kalırsa, bankalara 3.3 milyar TL ve 2.3 milyar dolar karşılığı döviz ve altın likiditesi sağlanmış olacağını tahmin ediyoruz.
- Merkezi yönetim bütçe açığı Ocak'ta GSYH'nin %1.8'i seviyelerinde, hedeflerle uyumlu gerçekleşti. Fakat tek seferlik gelirler dışarıda bırakılınca, bütçe performansında belirgin bozulma görülüyor.
- Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı, kamu istihdamında devam eden hızlı artışa rağmen önceki aya göre 0.4 yüzde puan yükseldi ve %12.0 oldu.
- Ciro endeksleri ve perakende satış hacim endeksi, geçen yılın son çeyreğinde sektörler geneline yayınlan sert daralma olduğunu gösterdi.
- Bu hafta Şubat ayı öncü göstergelerinden tüketici ve reel sektör güven endeksi ve kapasite kullanım oranı açıklanacak.

Merkez Bankası'ndan likidite desteği

Geçtiğimiz hafta Merkez Bankası Başkanı Murat Çetinkaya, Anadolu Ajansı'na bir röportaj vermiş ve finansal istikrarı desteklemek amacıyla bazı likidite adımları atabileceklerini ancak bunun parasal gevşeme anlamına gelmediğini söylemişti ([ayrıntılar için link](#)). Bunun ardından, haftasonu TL zorunlu karşılık oranlarının 1 yıla kadar vadeli mevduat ile 3 yıla kadar vadeli diğer yükümlülüklerde 100 baz puan, diğer vade gruplarında 50 baz puan indirilmesine karar verildiği duyuruldu. Ayrıca, TL zorunlu karşılıkların yurt içi yerleşiklerden toplanan işlenmiş veya hurda altın kaynaklı standart altın cinsinden tesis edilmesi imkânı üst sınırı %5'ten %10'a yükseltildi.

Aynı rezerv opsiyon kullanımı oranları ile, bu kararın bankalara 3.3 milyar TL ve 2.3 milyar dolar karşılığı döviz ve altın likiditesi sağlanmış olacağını tahmin ediyoruz. Miktarın nispeten sınırlı boyutta kalması, parasal koşullar üzerindeki etkinin de sınırlı kalabileceğini düşündürüyor. Ancak son dönemde kredi büyümesinde görülen ölçülü toparlanma eğiliminin devam etmesi konusunda destekleyici olacaktır.

Sonuç itibarıyla, aşağıda incelediğimiz gibi, son dönemde açıklanan ekonomik aktiviteye ve istihdam piyasasına yönelik olumsuz görünüm, Merkez Bankası'nı sınırlı da olsa bir adım atmaya itmiştir. Çetinkaya'nın açıklamaları, faiz indirimleri için acele edilmeyeceğini düşündürmektedir. Yine de parasal koşulları rahatlatacak daha güçlü adımlarla devam edilmesi durumunda, faizlerin yüksek seviyesine rağmen piyasa üzerinde negatif etki görülebilir.

Ocak bütçe gerçekleştirmeleri hedeflerle uyumlu, fakat 2019 zorlu geçecek

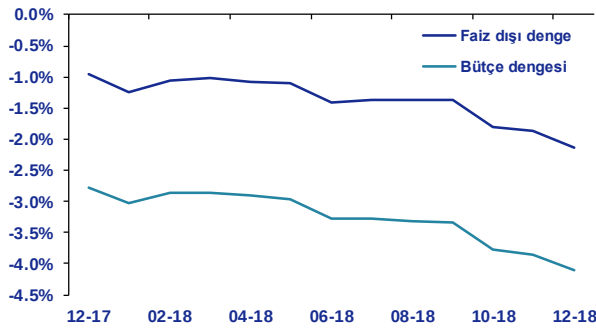
Ocak ayında merkezi yönetim bütçesi 5.1 milyar TL fazla vererek, geçen yılın aynı ayındaki 1.7 milyar TL'lik fazlaya göre daha olumlu performans gösterdi. Böylece 12 ay birikimli bütçe açığı 72.6 milyar TL'den 69.2 milyar TL'ye geriledi ki, bu da yaklaşık olarak GSYH'nin %1.8'ine karşılık geliyor.

Tek seferlik gelirler bütçe performansını Ocak'ta da destekledi. TCMB'nin Nisan'dan bu aya kaydırılan 34 milyar TL tutarındaki kârı bütçe gelirlerine eklendi. TCMB kârı geçen sene 12.4 milyar TL tutarındaydı. Ayrıca Ocak ayında imar barışından kaydedilen gelir 0.3 milyar TL'de kalırken, vergi yapılandırmasından 2.1 milyar TL gelir kaydedildi. Bedelli askerlikten sağlanan gelirler ise sonlandı. (Grafik 1)

Hazine'nin tek seferlik gelirleri harcamalara aktarmasıyla, geçen yılın aynı ayına göre 34.1 milyar TL (%68) artan faiz dışı harcamalar 84.6 milyar TL'ye çıktı. Bu artışın 12.1 milyar TL'si cari transferler (sosyal güvenlik vb.), 5.9 milyar TL'si sermaye yatırımları (çoğunlukla inşaat), 4.4 milyar TL'si sermaye transferleri (demiryolu yatırım destek programı) ve 4.4 milyar TL'si kamu iktisadi teşebbüslerine borçlar şeklinde gerçekleşti.

Temel bütçe performansını takip etmek için tek seferlik kalemler hariç hesaplanan program tanımlı dengeden vergi yapılandırılmalarını da çıkarıyoruz. Bu doğrultuda, son 12 ayda 108 milyar TL'lik (GSYH'nin %2.8'i kadar) bir "çekirdek" faiz dışı açık ve 184 milyar TL'lik (GSYH'nin %4.8'i kadar) bir çekirdek bütçe açığı olduğunu hesaplıyoruz. Bunlar önceki ayki 80 milyar TL (GSYH'nin %2.1'i) ve 154 milyar TL (GSYH'nin %4.1'i) değerlerine göre belirgin yükselişe işaret ediyor. Mevcut görünümle tek seferlik kalemlerden 2019'un kalanında sağlanacak gelirler daha az olacak. Ayrıca GSYH büyümesinin muhtemelen %2.3'lük hedefin altında kalacak olması vergi gelirlerini olumsuz etkileyecek. Dolayısıyla geçen seneye yakın şekilde GSYH'nin %1.8'i olarak belirlenen 2019 bütçe açığı hedefine ulaşmak için yeni gelir kaynaklarının bulunması gerekecek ve hedefleri yakalamak daha zor olacaktır. Gelir artırıcı bir önlem olarak haftasonu Cumhurbaşkanı Tayyip Erdoğan'ın, bedelli askerliği kalıcı halen getirileceğini duyurması, bütçe dengeleri açısından destekleyici olacaktır.

Grafik 1: Çekirdek bütçe dengesi (% GSYH)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, QNB Finansbank

Grafik 2: Yıllık istihdam değişimi



Kaynak: TÜİK, QNB Finansbank

İşsizlik oranı, kamu istihdam artışına rağmen hızla yükseliyor

Kasım ayında (Ekim-Aralık ortalaması) işsizlik oranı, önceki yılın aynı ayına göre 2 puan yükselerek %12.3 oldu. Mevsimsel düzeltilmiş verilerde de bu oran, Şubat ayında itibaren 2.1 puanlık artışla % 12.0 seviyesine ulaştı ki bu da Aralık 2016'da görülen önceki tepe seviyesi ile aynı düzeye işaret etmektedir. İşsizlik verisi için öncü gösterge olan işsizlik maaşı alan kişi sayısının mevsimsel düzeltilmiş değerleri ile karşılaştırdığımızda, işsizlik oranının önümüzdeki aylarda da artmaya devam ederek, tarihi yüksek seviyelere çıkacağı anlaşılmaktadır.

Mevsimsel düzeltilmiş toplam istihdamın Kasım ayında, önceki aya göre 228 bin kişi azaldığı görülürken, bunun 54 bini tarım sektöründen, 40 bini sanayiden, 47 bini inşaat, 87 bini de hizmetler sektöründeki istihdam düşüşünden kaynaklanmıştır. Tarım dışı sektörlerdeki istihdam düşüşü Ağustos ayından beri 269 bin kişiye ulaşırken, bunun 108 bin kişilik önemli kısmı inşaat sektöründe gerçekleşmiştir.

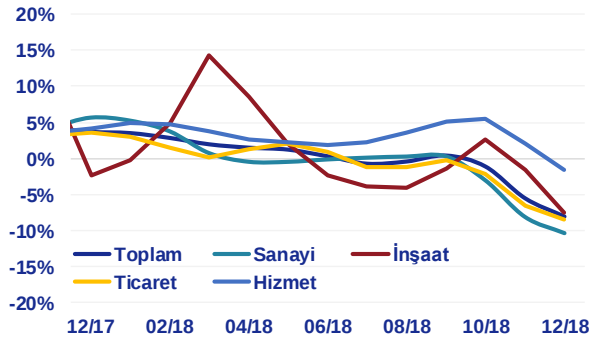
Ayrıca son dönemde, istihdam piyasasında daha da olumsuz bir görünüm oluşmasını, kamu sektörü istihdamındaki belirgin artış engellemiş gözükmemektedir. Taşeron işçilerin kadroya alınmasının da belirgin etkisi ile kamu sektörü istihdamı 2018'in son çeyreğinde, önceki yıla göre 749 bin kişi artmıştır. Tarım dışı sektörlerde özel sektör istihdamı ise yıllık bazda 676 bin kişi düşüşle tarihi yüksek seviyede daralma göstermiştir. (Grafik 2)

Sonuç olarak, istihdam piyasasındaki olumsuz görünüm sebebiyle, finansal koşullar destekleyici kalsa bile iç talep koşullarında hızlı bir toparlanma ihtimalinin zayıf olduğunu düşünüyoruz. Diğer taraftan, kamu istihdamındaki hızlı artış, istihdam piyasasında daha olumsuz bir görünümün önüne geçerken, bütçenin önümüzdeki dönemde harcama esnekliğini azaltacaktır. Enflasyon açısından ise, zayıf talep koşulları destekleyici olmakla birlikte, işsizlik oranının tarihi yüksek seviyelere çıkması, ekonomi yönetiminin genişlemeci politikalara dönme riskini gündeme getirmektedir ki bu da enflasyon açısından yukarı yönlü riskleri artırabilir.

Ciro ve perakende satış endeksleri, geçen sene son çeyrekte sert düştü

Sektörel ciro endeksleri, 2018 yılının son çeyreğinde ekonomik aktivitedeki sert daralmayı teyit etti. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ciro endeksini, fiyat değişimlerinden arındırarak baktığımızda, son çeyrekte %8 oranında düşüş hesaplıyoruz. Bu düşüşte başlıca etkiyi sanayi sektörü yapmış görünüyor. İnşaat ve ticaret sektörlerinde de belirgin daralma göze çarparken, nispeten iyi görünen hizmet sektörü aktivitesinin de önceki çeyreğe göre yavaşladığı görülüyor. (Grafik 3) Hatırlanacağı gibi dün açıklanan sanayi üretim endeksi de, 4. çeyrekte çeyreklik bazda %5.2 düşmüştü. Ciro endeksleri ekonomik aktivitedeki daralmanın sektörler geneline yayıldığını gösteriyor. Bununla beraber sanayi dışındaki sektörlerdeki düşüşün daha sınırlı olması, GSYH'deki daralmanın da muhtemelen sanayiden daha düşük olacağını gösteriyor. Biz de bu doğrultuda GSYH'nin son çeyrekte çeyreklik bazda %4 civarı daralmasını bekliyoruz. Bu durumda GSYH yıllık bazda %3 civarı küçülecek ve 2018 yılı büyümesi %2.5 civarında gerçekleşecek.

Grafik 3: Ciro endeksleri (MTEA, reel, 3ay/3ay %)



Kaynak: TÜİK, QNB Finansbank

Grafik 4: İç talep öncü göstergeleri (MTEA, 2015=100)



Kaynak: İŞKUR, TÜİK, QNB Finansbank

Mevsimsellikten arındırılmış perakende satış hacim endeksi, Aralık'ta aylık %0.6, yıllık %8 oranında geriledi. Son çeyrek itibarıyla da, perakende satış hacmi bir önceki çeyreğe göre %5.6, bir önceki yıla göre %6.5 daraldı. Gıda ve otomotiv yakıtı hariç bakıldığında ise çeyreklik bazda %3 daralma ve yıllık bazda %0.5 artış görüldü. 2019 yılında ise, Ocak ayında gelen öncü göstergelerde bir miktar iyileşme görüyoruz. Ticaret Bakanlığı'nın yayınladığı öncü dış ticaret verileri, mevsim ve takvim etkileri arındırıldığında, tüketim ve ara malı ithalatında aylık bazda artışa işaret ediyor. Devlet Hava Meydanları İşletmesinin yayınladığı iç hat yolcu sayısı da Ocak'ta mevsim etkisi arındırılmış olarak toparlandı. (Grafik 4) Toparlanmanın ekonomik göstergelerin geneline yayılması ve bundan sonraki dönemde de sürmesi büyük ölçüde finansal koşullardaki gidişata bağlı olacaktır. Bu gelişmelerden sonra da %1 olan 2019 yılı GSYH büyümesi tahminimizi koruyoruz.

Piyasalarda bugün

Beklediğimiz gibi S&P Türkiye'nin uzun vadeli kredi notunu B+ ve görünümü durağan olarak değiştirmede. Not Fitch ve Moody's notlarının bir kademe altında bulunuyor.

Bu hafta içinde, Şubat ayı öncü göstergelerinden **tüketici güven endeksi (Çarşamba)**, **sektörel sektör güven endeksleri ve kapasite kullanım oranı (Cuma)** açıklanacak. Bunların yanında Ocak ayı konut satışları ve Aralık ayı konut fiyat endeksleri bugün yayımlanacak. Yurtdışında ise Çarşamba açıklanacak Fed Ocak toplantısı tutanaklarıyla, AB ve ABD öncü PMI göstergeleri önemli olacak.

Bu sabah **USD/TL** 5.29, **EUR/USD** 1.1310 civarında başladı. **10 yıllık tahvil faizi** Cuma günü %14.92'den, **2 yıllık tahvil faizi** %18.60'tan son işlem geçti. Geçtiğimiz hafta 7 puan düşen 5 yıllık Türkiye **CDS'i** ise 313 oldu.

Haftalık Veri Gündemi

Tarih	Saat	Ülke	Gösterge	Dönem	QNB FB Beklenti	Reuters Anketi	Önceki
18 Şub	10:00	Türkiye	Konut satışları	Oca			
20 Şub	10:00	Türkiye	Tüketici güven endeksi	Şub			58.2
	17:30	Türkiye	MY borç stoku (trilyon TL)	Oca			1.1
	18:00	Euro Bölgesi	Tüketici güven endeksi	Şub		-7.9	-7.9
	22:00	ABD	Fed toplantısı tutanakları	Oca			
21 Şub	12:00	Euro Bölgesi	Markit imalat sanayi PMI	Şub		50.3	50.5
	12:00	Euro Bölgesi	Markit hizmet PMI	Şub		51.4	51.2
	12:00	Euro Bölgesi	Markit bileşik PMI	Şub		50.8	51.0
	16:30	ABD	Dayanıklı mal siparişleri (%)	Ara		1.7	0.7
	16:30	ABD	Haftalık işsizlik maaşı başvuruları (bin)	Haftalık		225.0	239.0
	16:30	ABD	Philadelphia Fed güven endeksi	Şub		15.0	17.0
	17:45	ABD	Markit imalat sanayi PMI	Şub		54.7	54.9
	18:00	ABD	Mevcut konut satışları (milyon)	Oca		5.0	5.0
22 Şub	13:00	Euro Bölgesi	TÜFE - aylık (%)	Oca		-1.1	0.0
	13:00	Euro Bölgesi	TÜFE - yıllık (%)	Oca		1.4	1.4
	13:00	Euro Bölgesi	Çekirdek TÜFE - yıllık (%)	Oca		1.1	1.1
	14:30	Türkiye	Kapasite kullanım oranı (%)	Şub			74.4
	14:30	Türkiye	Reel sektör güven endeksi	Şub			93.0

Piyasalara Bakış

Döviz Piyasası

Spot	Son fiyat	Günlük değ.	Haftalık değ.	TL Reel Kur Endeksi (2003=100)
USDTRY	5.2854	0.2%	0.1%	
EURTRY	5.9820	0.3%	0.5%	
SEPET	5.6325	0.2%	0.3%	
EURUSD	1.1311	0.1%	0.4%	
GBPUSD	1.2910	0.8%	0.4%	
USDJPY	110.530	0.1%	-0.1%	
EURCHF	1.1354	0.0%	-0.3%	
CNHUSD	6.7680	0.2%	0.5%	

Global Hisse Senetleri

	Son	Günlük	Haftalık
VIX	14.9	-8.1%	-5.2%
S&P 500	2775.6	1.1%	2.5%
DJ Ind.	25883.3	1.7%	3.1%
DAX	11299.8	1.9%	3.6%
FTSE	7236.7	0.6%	2.3%
NIKKEI	21284.7	1.8%	4.7%
IMKB 100	102715.0	0.6%	0.3%

Emtia

	Son	Günlük	Haftalık
Brent	66.4	2.8%	7.9%
WTI	55.9	2.7%	6.6%
Bakır	48850	1.1%	0.8%
Altın	1324	0.8%	1.2%
Gümüş	15.8	1.2%	0.7%
Buğday	507.0	-3.6%	-2.4%
Mısır	382.8	-1.0%	0.1%

Tahvil ve Eurobond Piyasaları

Gösterge devlet tahvilleri (% bileşik)	Son	Günlük	Haftalık	Türkiye eurobondları	Fiyat	Getiri	Spread
2 yıllık	18.60	0.07	0.23	05/06/20	102.6	4.76	207.5
5 yıllık	15.67	-0.06	0.05	24/10/28	94.9	6.82	414.9
10 yıllık	14.92	-0.12	0.34	16/04/43	76.4	6.87	406.6
				14/05/47	83.4	7.10	430.1

Para ve swap piyasaları

TCMB ort.	24.00	0.00	0.00
ON swap	23.17	0.28	0.26
1 ay swap	22.98	0.07	-0.27
1 yıl swap	21.22	-0.06	-0.60

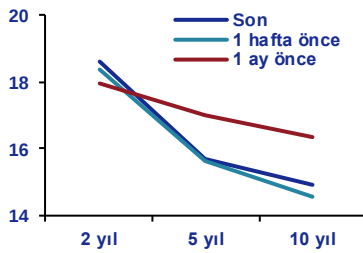
Şirket tahvilleri

Garanti22	97.0	6.10	350.9
YKB24	92.3	7.54	495.7
Akbank25	90.5	6.99	439.0

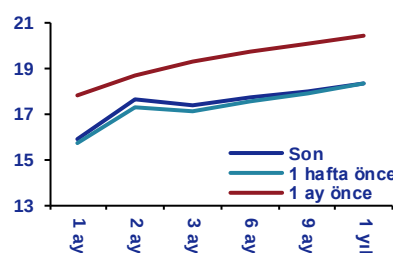
Global 10-Yıllık Faiz Oranları

	Son	Günlük	Haftalık
ABD	2.66	0.00	0.01
Avr. Birliği	0.10	-0.02	0.02
İngiltere	1.16	-0.02	0.01
İtalya	2.80	0.01	-0.16
Japonya	-0.03	-0.01	0.01

Tahvil Faizleri



Dolar/TL Opsiyon Volatilitesi



Kredi Riski

	Son	Günlük	Haftalık
EMBI+	395.2	9.3	3.3
5Y CDS Spreadleri			
Türkiye	313.3	-1.8	-7.3
Rusya	143.6	-5.7	5.1
Brezilya	163.0	-4.9	-11.0
G.Afrika	189.7	-5.8	2.1

Kaynak: Bloomberg, TCMB, QNB Finansbank

Bu rapor, QNB Finansbank Hazine Bölümü ekonomistleri tarafından müşterilerini bilgilendirmek amacıyla düzenlenmiştir. Raporun QNB Finansbank ile ilişkili bir kuruluşun müşterisi tarafından kullanılabilirliği, alan kişi ve bu kuruluş arasındaki akdi ilişkiye tabi olacaktır. Bu raporda sunulan bilgi, yorum ve tavsiyeler raporu hazırlayanların görüşlerini yansıtmakta olup yatırım danışmanlığı hizmeti kapsamında değildir. Mali durum ile risk ve getiri tercihlerinin çeşitliliğini göz önünde bulundururken sadece bu raporda yer alan görüşlere dayanarak verilecek yatırım kararları beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapordaki bilgilerin derlenmesinde güvenilirliğine inanılan sağlam kaynaklardan faydalanılmıştır; ancak bilgilerin doğruluğu bağımsız olarak teyit edilmemiştir. QNB Finansbank bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti vermemekte ve doğabilecek hatalarda sorumluluk üstlenmemektedir. Raporda sunulan bilgiler üzerinde önceden belirtilmeksizin değişiklik yapma hakkı saklıdır. QNB Finansbank ve ilişkili kuruluşlar ile bu kurumlarda çalışan personel araştırma raporlarında sözü edilen menkul kıymetlere yatırım yapabilir ve zaman içerisinde pozisyonlarını değiştirebilir. Bu raporda yer alan bilgilerin bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz ya da dağıtılamaz.