

2016-2018 Orta Vadeli Program

2015 yılının Ekim ayında açıklanan 2016-2018 dönemi OVP (Orta Vadeli Program), 1 Kasım 2015 tarihinde yapılan genel seçimin ardından 64.hükümetin kurulmasını takiben güncellenmiş ve 11 Ocak 2016 tarihinde Başbakan Yardımcısı Mehmet Şimşek'in yaptığı bir sunum ile kamuoyuna duyurulmuştur.

Açıklanan 2016-2018 revize OVP'nin temel amaçları; büyümeyi artırmak, enflasyonu düşürmek, cari açığa düşüş eğilimini korumak, ekonomide rekabet gücü, verimlilik ve istihdamı artırmak, mali disiplinin kalitesini artırarak kamu maliyesini güçlendirmek olarak ifade edilmiştir.

Yapısal reformlar tarafında ise; programda yapısal reformların 10.Kalkınma Planı kapsamında yer alan 25 öncelikli dönüşüm programının açıklanan takvim çerçevesinde takip edileceği belirtilmiştir. OVP'de Reform programı sektörel dönüşüm (mikro reformlar), yapısal reformlar (makro) ve AB'ye uyum süreci olarak 3 ana başlıkta ele alınmıştır.

OVP HEDEF VE GÖSTERGELERİ

1. Büyüme

GSYH Büyümesi (%)	2015		2016		2017		2018	
	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP
	3,0	4,0	4,0	4,5	4,5	5,0	5,0	5,0

Revize OVP'nin büyüme hedeflerine bakıldığında; Ekim ayındaki OVP'de yapılan aşağı yönlü revizyonların neredeyse tamamının geri alındığı söylenebilir. (Yalnızca 2015-2017 OVP'sinde %5 olan 2016 büyüme tahmini %4,5 ile yukarı revizyona rağmen hala aşağıdadır.)

2016-2018 OVP'sinde 2015 yılı gerçekleşme tahmini %4 olarak ifade edilirken 2016 yılında siyasi belirsizliklerin ortadan kalkmış olmasının ve de gelirler politikasının yurt içi talebi canlandırmasının vereceği destek ile büyümenin %4,5 seviyesine yükselmesi ve 2017 ile 2018 yıllarında ise özel kesim yatırımları ve yapısal reformlar kaynaklı verimlilik artışı ile büyümenin %5 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Program, jeopolitik risklerin yatışmasını, FED'in adımlarının kademeli olmasını ve finansal piyasalarda volatilitenin azalmasını temel varsayımlar olarak dikkate almaktadır. Siyasi belirsizliklerin ortadan kalkmasının ertelenen yatırım kararları için bir uyarıcı olarak büyümeyi desteklemesi öngörüsünü paylaşıyor olmamıza rağmen içinde bulunulan konjonktürde global resesyon kaygıları ve bunun finansal piyasalarda oynaklığa etkisini dikkate aldığımızda özellikle 2016 yılı büyüme tahmini karşısında aşağı yönlü riskler oluşmasının muhtemel olduğunu düşünmekteyiz.

Küresel ekonomide özellikle Çin ve Çin'in etkileri kaynaklı endişeler ile büyüme kaygılarını dikkate aldığımızda büyüme tarafında iyileşmenin OVP'de öngörülenden daha yavaş gerçekleşmesi söz konusu olabilir.

2016-2018 Orta Vadeli Program

Ekim ayında açıklanan OVP sonrası yayınladığımız değerlendirmede belirttiğimiz; “... ilerleyen dönem için kaydedilmesi beklenen kademeli artışın önünde enflasyon düzeyinin ve FED, Çin gibi küresel ekonomiye dair belirsizliklerin gerektirdiği sıkı para politikası ve yine dış talebe ilişkin endişelerin ihracatın katkısını daha da azaltma potansiyeli gibi riskler olduğunu düşünüyoruz.” görüşünü korumaktayız.

Diğer taraftan büyümenin önemli ölçüde iç talep kaynaklı gerçekleştirilmesi öngörülerini ise kendi beklentilerimizle uyumlu bulmaktayız.

2. Kamu Maliyesi

Bütçe Dengesi/GSYH (%)	2015		2016		2017		2018	
	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP
	-1,3	-1,2	-0,7	-1,3	-0,6	-1,0	-0,4	-0,8

Kamu kesimi genel dengesinin 2016 yılında GSYH’ya oran olarak yüzde 0,3 açık vermesi ve program dönemi süresince bu seviyede kalması öngörülmektedir.

Bütçe dengesi rakamlarında tahminleri kıyasladığımızda; Ekim ayında açıklanan OVP’de -0,7% olarak öngörülen “bütçe dengesi/GSYH” rasyosunun -1,3% seviyesine revize edilmesinde ise Başbakan Yardımcısı Şimşek’in de belirttiği üzere seçim vaatleri etkili olmuştur ki projeksiyonlar bu etkinin 2017 ve 2018 yıllarında da devam edeceğine işaret etmektedir.

Enflasyon üzerinde yansımalarını da görmeyi beklediğimiz bu unsurların bütçe dengesi üzerindeki bozucu etkisine rağmen tahminlere yansıtılmış olmasını olumlu karşılıyoruz. Diğer taraftan da asgari ücret gibi düzenlemelerin bütçe üzerindeki etkisine karşılık oluşan gelirler politikasının da büyümeye destek vermesi beklenmektedir.

Kural olarak, büyümeyi artırırken bütçede bozulma olmaması için ise kamu harcamalarının ve vergi gelirlerinin aynı oranda artırılması gerekmektedir. Bütçe açığının değişmeden kalması ise enflasyonist baskıların oluşumuna engel olur. Dolayısıyla seçim vaatlerinin büyümeye olumlu etkilerini ve bütçeye olumsuz etkilerinin OVP’ye yansıtılmış olmasını olumlu karşılasak da enflasyon tarafında da olası etkileri dikkate almak gerekmektedir.

2016-2018 Orta Vadeli Program**3. Ödemeler Dengesi**

11 Ocak 2016 tarihinde yayınlanan 2016-2018 OVP revizyonunda, cari işlemler dengesi/GSYH rasyosunda da tahminlerin iyileştirildiği görülmektedir.

11 Ekim'deki OVP'de %4,9 olarak tahminlenen 2016 cari işlemler dengesi/GSYH rasyosu, son OVP'de ise %3,9 olarak açıklanmıştır, bu orandaki kademeli iyileşmenin devam etmesi ile program dönemi sonunda %3,5 seviyesine ulaşılması beklenmektedir.

2016 yılında %3,9 olarak gerçekleşmesi beklenen cari açık/GSYH oranının temel varsayımları ise; artan yüksek katma değerli mal ve hizmet ihracatı, ihracatın ve yurt içi üretimin ithalata olan bağımlılığının azaltılması ve hizmet gelirlerinin artırılması olarak ifade edilmektedir. Ek olarak da en önemli ithalat kalemi olan enerji ithalatı tarafında ise petrol fiyatlarının 2016 yılında da azalma eğilimini koruması ve sonraki dönemde ise sınırlı olarak artması beklenmektedir.

Cari İşlemler Dengesi/GSYH (%)	2015		2016		2017		2018	
	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP
	-5,2	-4,4	-4,9	-3,9	-4,7	-3,7	-4,4	-3,5

2015 yılı Kasım sonu itibariyle cari işlemler açığını, bir önceki yılın aynı dönemi (Ocak-Kasım) ile kıyasladığımızda; yüzde 29,7 oranında gerileme görülmektedir. 2015 yılının tamamında ise döviz sepeti (%50 euro+%50 ABD doları) yüzde 17,7 değer kazanırken Brent petrol ise yüzde 34,5 değer kaybetmiştir. Bu rakamlar dikkate alındığında petrolde düşüş beklentisinin devamını ve bunun da cari açığa yansımalarına dair tahminleri olumlu karşılıyor olsak da petrol fiyatlarının düşüşe devam etmesinin arz fazlasına dayalı olması ve bunun da küresel büyüme beklentileri nedeniyle uyarılıyor olmasını unutmamak gerekiyor.

Petrolde stok birikiminin devamına neden olacak ivme kaybeden bir büyümenin ise finansal piyasalarda yaratacağı stres EM kurları üzerinde risk oluşturmaya devam edebilir ve bu taraftan bakıldığında da enerji fiyatlarının dış denge üzerindeki etkisinin bir kısmını nötralize edebilecektir.

Diğer taraftan cari denge büyük ölçüde dış ticaret dengesi tarafından şekillendirildiği için başta AB olmak üzere büyük ihracat pazarlarının performansın da bu tahminler üzerinde oldukça belirleyici olacaktır ki ECB tarafından uygulanan destekleyici para politikaları ile beraber özellikle 2016 yılının 2.yarisında daha belirgin hale gelmek üzere AB'de talebin toparlanması bizim beklentilerimizle uyumludur.

Ek olarak seyahat gelirleri tarafında ise;

Program dönemi boyunca ortalama %5,7 oranında artış projekte edilmiştir ancak programda da belirtilen yakın coğrafyada yer alan ülkelerdeki olumsuz siyasi dalgalanmaları dikkate aldığımızda (bizim de dahil olduğumuz başta Rusya ile ilişkiler olacak şekilde jeopolitik tansiyonun seyahat gelirlerine olumsuz yansımaları olacaktır.) bu tahmin üzerinde de aşağı yönlü riskler bulunduğunu düşünmekteyiz.

2016-2018 Orta Vadeli Program

Daha önceki değerlendirmemizde de belirttiğimiz üzere; global ekonomide devam eden zayıf performans ile Çin'in dahi ithalatının yavaşladığı ortamda ithalatta geri çekilme beklemek söz konusu olabilir ancak orta vadede gerekli yapısal reformlar ve dış ticaret yapısında gerekli dönüşümler tamamlanmadıkça ve güçlü makro ihtiyati tedbirler alınmadıkça, ithalat tarafında yukarı yönlü risklerle karşılaşmak olasıdır.

4. Enflasyon

Gecikmeli döviz kuru etkilerinin ve reel efektif döviz kurunun tarihi düşük seviyelerde devam eden seyrini dikkate aldığımızda; Ekim 2015'te açıklanan 2016-2018 OVP'de 2015 yılı için tahminlenen yüzde 7,6'lık yıl sonu TÜFE rakamı üzerinde yukarı yönlü riskler bulunduğunu belirtmiştik ve yıl sonu enflasyonu %8,81 olarak %7,6'lık tahminin üzerinde gerçekleşti.

Yeni enflasyon tahminleri dikkate alındığında Ekim ayında yayınlanan OVP'de %6,5 olarak ilan edilen TÜFE beklentisi 11 Ocak 2016 tarihinde yapılan revizyon ile %7,5 seviyesine yükseltilmiştir ki son yapılan fiyat düzenlemeleri ile beraber asgari ücret artışı gibi seçim vaatlerinin etkisi nedeniyle bu yukarı yönlü revizyonun yapıldığını düşünmekteyiz.

Revize OVP'de gıda enflasyonunun 2016 yılında %9 olarak gerçekleşmesi ve sonraki yıllarda tedrici olarak azalması beklenmekte, brent petrol yıllık ortalama fiyatının 2016 yılında 39,7 dolar/varil civarında olması tahmin edilmektedir ki petrol fiyatları tarafında bizim beklentilerimiz de global arz fazlasının devam edecek olması nedeniyle zayıflığın 2016 yılında devam etmesi yönündedir. (Brent Petrol – 2016 raporumuza ulaşmak için lütfen [tıklayınız](#).)

Önceki OVP ile kıyaslama yapıldığında orta vadede %5 hedefine ilerleyen TÜFE için 2016 ve 2017 yılları için yukarı yönlü revizyonların olumlu olduğunu düşünüyoruz ancak yukarı yönlü risklerin tahminlere yansıtılmasında özellikle 2016 yılı için temkinli davranılmış olabileceği görüşünderiz. FED'in faiz artırımlarının hızı, Çin başta olmak üzere global büyüme endişelerinin EM para birimlerini baskılaması ve jeopolitik riskler de kur üzerinden enflasyon üzerinde risk unsuru olarak sıralanmaktadır.

2016 Global Bakış raporumuzda belirttiğimiz üzere; kur geçişkenliğindeki azalmaya karşın asgari ücret artışının yanında talep yönlü fiyat artışı neticesinde enflasyonda çok ciddi bir gerileme görülmesini de beklememekteyiz. Bizim 2016 yıl sonu enflasyon tahminimiz ise mevcut durumda %8,6 seviyesinde bulunmaktadır.

(Global Bakış – 2016 raporumuza ulaşmak için lütfen [tıklayınız](#).)

TÜFE Yılsonu Değişimi (%)	2015		2016		2017		2018	
	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP
	7,6	8,8	6,5	7,5	5,5	6,0	5,0	5,0

2016-2018 Orta Vadeli Program**5. İstihdam**

İstihdam tarafına geldiğimizde ise; Ekim ayında yayınlanan OVP'ye kıyasla daha olumlu bir tahmin seti ile karşılaşmaktayız.

2015 Ekim OVP'de 2016-2017-2018 yılları için %10,3, %10,2 ve %9,9 olarak tahminlenen işsizlik oranı için 11 Ocak 2016 tarihinde yayınlanan OVP'de ise beklentileri sırasıyla %10,2, %9,9 ve %9,6 olacak şekilde aşağı yönlü güncellenmiştir.

Program döneminde işgücüne ve istihdama katılımın artırılmasına yönelik uygulanacak politikalar bu aşağı yönlü revizyonun temel gerekçesini oluşturmaktadır.

Ekim ayında yayınlanan 2016-2018 dönemi OVP ile kıyaslama yapıldığında; Ocak 2016'da yayınlanan revize OVP'de nüfus tahminlerinin değiştirilmediği ancak buna karşılık işsizlik oranı tahminlerinin tamamının hafifçe aşağı yönlü revize edildiği görülmektedir ve bunun da Türkiye ekonomisinin büyüme performansının önceki OVP'ye göre aşağı yukarı yönlü revize edilmesi nedeniyle normal bir durum olduğunu düşünmekteyiz.

TÜİK verilerine göre; 2015 yılı Aralık verilerinde işsiz sayısı beklentisi endeksi bir önceki aya göre %7,4 oranında azalarak, Aralık ayında 78,41 değerine gerilemiştir, düşüş, gelecek 12 aylık dönemde işsiz sayısında azalış bekleyenlerin azalmasından kaynaklanmaktadır.

Eylül 2015 işgücü istatistiklerinde ise; 15-64 yaş grubunda tarım dışı işsizlik oranının geçen yılın aynı dönemindeki %12,8'den %12,5 seviyesine gerilemiştir, kayıt dışı çalışanların oranı Haziran döneminde %34,6 iken Eylül döneminde %34,8'e yükselmiş, işgücü piyasası hakkında daha net sinyaller almak için baktığımız mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı %10,4 seviyesinde sabit kalmaya devam etmiştir.

Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranındaki katılık ve kayıt dışı çalışanların oranında devam eden yükseliş istihdam piyasası önündeki en önemli riskler olduğundan hedeflenen toparlanma açısından işgücüne ve istihdama katılımın artırılmasına yönelik uygulanacak politikaların yanı sıra kayıt dışılık ile mücadelenin de daha etkin hale getirilmesi gerekmektedir.

İşsizlik Oranı (%)	2015		2016		2017		2018	
	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP	OVP	Revize OVP
	10,5	10,2	10,3	10,2	10,2	9,9	9,9	9,6

KÜNYE :

Mehmet Baki Atılal Araştırma Bölüm Başkanı
m.baki@turkishyatirim.com 0 (212) 315 10 71

Başak Erçevik Araştırma Uzmanı
b.ercevik@turkishyatirim.com 0 (212) 315 10 61

Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin diğer raporlarına;

www.turkishyatirim.com

www.turkborsa.net

<https://twitter.com/turkishyatirim>

<https://twitter.com/turkborsanet>

<https://tr-tr.facebook.com/turkborsa>

adreslerinden ulaşabilirsiniz.

ÇEKİNCE :

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 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.

Bu rapordaki bilgi ve fikirler, Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek ve sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar, raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve personeli, bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz