

2022-2024 dönemi Orta Vadeli Programı (OVP) hedefleri açıklandı. 2022-2024 dönemini kapsayan Orta Vadeli Programı (OVP) Pazar gecesi Resmi Gazete'de yayınlandı. **Programın bütününe bakıldığında, büyümeyi daha fazla önceliklendiren, ancak enflasyonda %5 hedefine ulaşmayı öteleyen bir program olduğunu söyleyebiliriz.** Şöyle ki, 2022-2024 döneminde son yıllardaki ortalamaların üzerinde %5,0-5,5 büyüme hedeflenirken, enflasyonda 2023 yılı içinde %5 hedefine yakınsanacağını öngören TCMB'nin aksine, enflasyonun 2024 sonunda bile ancak %7,6 seviyesine bir gerileyeceği belirtiliyor. Enflasyon 2022 sonu için de, TCMB'nin en son tahmini olan %7,8'in üzerinde %9,8 olarak öngörülüyor. Buna göre, büyüme ve enflasyon tahminleri bir arada değerlendirildiğinde, sıkı para politikasından taviz verilip verilmeyeceği sorusu akıllara geliyor.

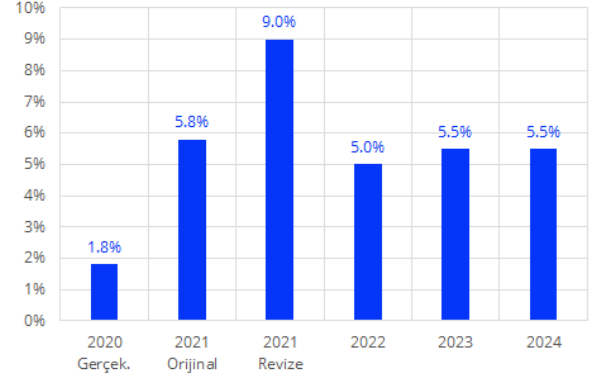
2021-2024 arası makro projeksiyonlara ilişkin görüşlerimiz. Hükümetin 2021 yılına ilişkin revize tahminleri ve 2022-2024 yılı hedeflerini 3.sayfadaki tablolarda bulabilirsiniz. Bu hedefleri ve genel değerlendirmelerimizi başlıklar halinde şöyle özetleyebiliriz:

\$/TL kuru varsayımları: 2022-2024 yılları için ortalama \$/TL kurunda 9,27, 9,77 ve 10,27 seviyeleri öngörüldüğünü görüyoruz. Büyüme ve enflasyon hedeflerini göz önünde bulundurduğumuzda, TL'nin görece stabil diyebileceğimiz bir trend izleyebilmesi için dış konjonktürün de yardımına ihtiyaç olduğunu düşünüyoruz.

Enflasyon: TÜFE enflasyonunun 2021 sonunda TCMB'nin temmuz sonunda yaptığı son tahmini olan %14,1'in üzerinde %16,2 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülüyor. TCMB'nin tahmininde kullandığı sene sonu gıda enflasyonu varsayımının %15,0 olduğu, buna karşın 8 aylık kümülatif artışın %16,5 olduğu ve hatta yıllık gıda enflasyonunun %29 seviyesinde bulunduğu dikkate alındığında, revizyonun kaynağının tamamen gıda enflasyonu olduğu söylenebilir. Bununla beraber, gıda enflasyonundaki son durum ile %16,2 tahmininin tutarlı olabilmesi için, halihazırda %16,8 seviyesindeki çekirdek TÜFE enflasyonunun (C grubu) kabaca %14,0 veya altına gerilemesi gerekiyor. 1 Eylül'deki yatırımcı toplantısında manşet enflasyondan ziyade çekirdek enflasyonu öne çıkaran TCMB'nin bu hamlesi son çeyrekte (hızlı) faiz indirimlerine bir ön hazırlık olarak değerlendirilebilir. TCMB'nin bu planını hayata geçirip geçiremeyeceği ve potansiyel faiz indirimi sürecinin hızı büyük ölçüde küresel risk iştahının gelişimini de bağlı olacaktır. Ancak, mevcut enflasyon görünümünde, TCMB'nin gıda enflasyonunu dışlayarak, hızlı olarak değerlendirilebilecek bir faiz indirim süreci başlatması, hemen olmasa bile ilerleyen dönemde (küresel risk iştahı biraz törpülediğinde) TL'yi olumsuz etkileyebilir.

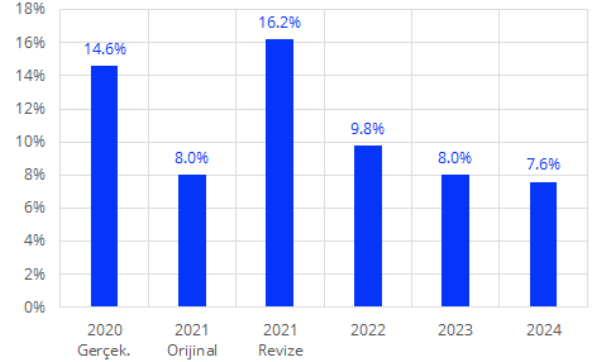
Öte yandan, 2022 yılı için %9,8'lik TÜFE enflasyonu öngörüsü, TCMB'nin %7,8'lik tahmininin üzerinde olsa da, halen piyasanın ve bizim beklentilerimizin oldukça altında kaldığı görülüyor. Biz 2022 yılında, TL görece stabil seyretse bile, yurtiçi ÜFE enflasyonundan TÜFE enflasyonuna geçişkenliğin ileriki aylarda da (biraz da gecikmeli olarak) etkili olabileceğini ve hizmet enflasyonunun katılığını koruyacağını düşündüğümüzden, enflasyonda bu derece keskin bir düşüşün zor olabileceğini düşünüyoruz. Bu seviyeye bir düşüş için \$/TL kurunda programda öngörülenden daha olumlu bir seyir (daha güçlü bir TL) ve/veya küresel gıda ve emtia fiyatlarında ciddi bir düzeltmenin yardımına ihtiyaç bulunduğunu düşünüyoruz.

Grafik 1: GSYH Büyümesi Hedefleri



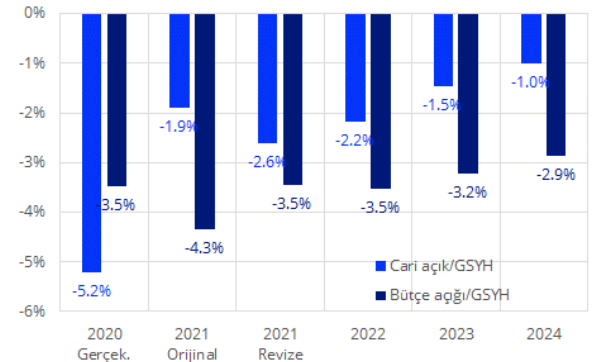
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Grafik 2: TÜFE Enflasyonu Hedefleri



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Grafik 3: Cari Denge ve Bütçe Dengesi Hedefleri



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Serkan Gonencler
Ekonomistserkan.gonencler@gedik.com
+90 212 385 42 38

GSYH Büyümesi: Yılbaşından bu yana yaşanan büyüme gerçekleşmesi ve aktivitede yeniden açılmalar ve ihracatın desteğiyle devam eden ivmelenme dikkate alınırsa, 2021 için %9,0'luk GSYH büyümesi açıkçası makul sayılabilir. Ancak, bu rakam gelecek yıl için de olumsuz bir baz etkisi yaratmış durumda. 2022 yılında hem iç talep, hem de ihracatın artış hızında bir yavaşlama, hatta bir miktar geri çekilme beklemek de makul görünüyor. Bu yüzden, 2022 yılı özelinde %5,0'lik GSYH büyüme hedefinin oldukça iddialı görüldüğünü düşünüyoruz. 2022 yılı için, bu büyüme hedefine ulaşmak için ilerleyen aylarda ek parasal teşviklerin (hızlı parasal gevşeme, KGF destekli kredi genişlemesi adımları, vb.) yeniden gündeme gelmesini önemli bir risk unsuru olarak değerlendiriyoruz. Böyle bir durumda, finansal risklerin artması ve geçtiğimiz yıllarda yaşadığımız döngülerin yeniden yaşanması söz konusu olabilir.

Cari denge: Hükümet 2021 sonunda cari açığı 21,0 milyar \$ olarak öngörüyor. Hatırlanacağı gibi, TCMB son dönemde yaptığı yönlendirmeyle, yılın geri kalanında (Temmuz-Aralık döneminde) cari fazla beklediğini açıklamıştı. Ocak-Haziran döneminde cari açığın 13,6 milyar \$ seviyesinde bulunduğu dikkate alındığında, hükümetin cari açık konusunda da TCMB'den önemli ölçüde ayrıştığını söyleyebiliriz. Ancak, hükümetin bu projeksiyonunun piyasanın 23 milyar \$ medyan beklentisi ve bizim kabaca 19 milyar \$'lık tahminimize yakın olduğu söylenebilir. Hükümet, 2022-2024 döneminde cari açığın nominal bazda gerilemesini (sırasıyla 18,6 milyar \$, 13,5 milyar \$ ve 10 milyar \$'a) ve 2024 sonunda GSYH'nin %1,0'i seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyor. Turizm gelirlerinin 17 milyar \$ seviyesinden iyileşerek salgın öncesi seviyelere dönmesi (25 milyar \$, 30 milyar \$ ve 33 milyar \$'a) cari açığıdaki gerileme beklentisinin en önemli parametrelerinden biri olarak öne çıkıyor. Fakat, turizm gelirlerindeki bu iyileşme beklentileri gerçekleşse dahi, cari açıda 3 yıl boyunca gerileme öngörüsünün mevcuttaki büyüme tahminleri ile çok da tutarlı olmadığı düşünülüyor.

Bütçe dengesi: 2020'nin ikinci yarısından itibaren iç talepteki ivmelenme ile güçlü vergi tahsilatı ve özellikle yılın ilk 4 aylık bölümündeki harcama disiplininin yardımıyla, bütçe açığı/GSYH oranı Temmuz itibarıyla aslında %2,0'nin de altında bir seviyede bulunuyor. Hükümet bütçedeki bu olumlu gidişatı göz önünde bulundurarak 2021 sonu bütçe açığı projeksiyonunu daha önce GSYH'nin %4,3'ünden %3,5'ine, nominal olarak da 245 milyar TL'dan 200 milyar TL'ye revize etmişti. GSYH büyümesindeki yukarı yönlü revizyon ve iyileşen vergi geliri beklentisine karşılık, bütçe açığı projeksiyonunun şimdi 230 milyar TL'ye revize edildiği, ancak bütçe açığı/GSYH için %3,5'lik oranın korunduğu görülüyor. Buna göre, hükümetin gelirlerdeki iyileşmeyi harcamak yönünde tercih kullandığı da söylenebilir. Bu tercihe karşın, mevcut büyüme temposu dikkate alındığında, 2021 sonunda bütçe açığına ve faiz dışı açığa ilişkin gerçekleştirmeler, önceki yıllarda olduğu gibi, OVP hedeflerinin altında (daha olumlu) kalabilir. Bütçe açığına ilişkin ileriki yıllardaki hedeflerin tutturulması da büyük ölçüde, büyüme hedeflerinin tutturulması ile doğru orantılı olacaktır.

İstihdam: 2022 yılına ilişkin istihdam projeksiyonlarını, geçtiğimiz yılın OVP'si (geçen yılki adıyla Yeni Ekonomi Programı; YEP) ile karşılaştırdığımızda, istihdam tahmininin sadece 300 binlik artışla 28,6 milyon kişiye yükseltildiği görülüyor. 2020 yılında GSYH büyümesinin YEP'deki %0,3 öngörüsünün üzerinde %1,8 seviyesinde gerçekleştiği ve 2021 yılı büyümesine ilişkin tahminin, geçen yıl yapılan %5,8 tahmininin çok üzerine, %9,0'a revize edildiği dikkate alındığında, güçlü büyüme performansının istihdama yansımalarının çok sınırlı kaldığı söylenebilir.

Tablo 1: Yeni Ekonomi Programı Hedefleri; Özet (2021-2024)

	2020 Gerçek.	2021 Orijinal	2021 Revize	2022	2023	2024
GSYH Büyümesi	1.8%	5.8%	9.0%	5.0%	5.5%	5.5%
TÜFE Enflasyonu (sene sonu)	14.6%	8.0%	16.2%	9.8%	8.0%	7.6%
Deflatör	14.8%	9.9%	20.9%	12.9%	8.8%	7.9%
Cari Denge/GSYH	-5.2%	-1.9%	-2.6%	-2.2%	-1.5%	-1.0%
Bütçe Dengesi/GSYH	-3.5%	-4.3%	-3.5%	-3.5%	-3.2%	-2.9%
Faiz Dışı Denge/GSYH	-0.8%	-1.2%	-0.8%	-0.5%	0.0%	0.3%

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Tablo 2: Yeni Ekonomi Programı Hedefleri (2021-2024)

	2020 Gerçek.	2021 Orijinal	2021 Revize	2022	2023	2024
GSYH (Milyar TL)	5,047	5,644	6,648	7,880	9,041	10,287
GSYH (Milyar USD)	717	735	801	850	925	1,002
GSYH Büyümesi	1.8%	5.8%	9.0%	5.0%	5.5%	5.5%
İç Talep Büyümesi Katkısı	4.1%	3.8%	7.5%	4.3%	4.9%	5.2%
Net İhracat Katkısı	-5.3%	2.0%	3.4%	1.1%	0.6%	0.5%
Stok Birikiminin Katkısı	3.0%	0.0%	-1.9%	-0.4%	0.0%	-0.2%
Kişi Başı GSYH (USD)	8,597	8,661	9,489	9,947	10,703	11,465
İstihdam Seviyesi (x1000 kişi)	26,812	28,331	28,641	29,918	31,036	32,152
İstihdam Oranı	42.8%	44.6%	44.9%	46.1%	46.9%	47.8%
İşsizlik Oranı	13.2%	12.9%	12.6%	12.0%	11.4%	10.9%
İşgücüne Katılım Oranı	49.3%	51.2%	51.4%	52.4%	53.0%	53.6%
TÜFE Enflasyonu (dönem sonu)	14.6%	8.0%	16.2%	9.8%	8.0%	7.6%
Deflatör	14.8%	9.9%	20.9%	12.9%	8.8%	7.9%
İhracat (Milyar USD)	169.6	184.0	211.0	230.9	242.0	255.0
İthalat	219.5	223.3	258.0	282.7	294.0	309.0
o/w: enerji	28.9	36.9	40.6	42.5	43.0	43.6
Dış Ticaret Dengesi	-49.9	-39.3	-47.0	-51.8	-52.0	-54.0
Turizm Gelirleri	10.2	19.8	17.0	25.0	30.0	33.0
Cari Denge	-37.3	-13.9	-21.0	-18.6	-13.5	-10.0
Cari Denge / GSYH	-5.2%	-1.9%	-2.6%	-2.2%	-1.5%	-1.0%
Memo:						
Brent Petrol	41.4	52.0	68.7	68.3	65.1	61.8
USD/TRY	7.04	7.68	8.30	9.27	9.77	10.27
Merkezi hükümet bütçesi (Milyar TL):						
Gelirler	1,028.4	1,101.1	1,276.3	1,472.6	1,684.5	1,873.5
Vergi gelirleri	833.3	922.7	1,057.9	1,258.3	1,446.1	1,649.7
Vergi-dışı gelirler	195.2	178.4	218.4	214.3	238.4	223.8
Harcamalar	1,203.7	1,346.1	1,506.3	1,751.0	1,974.7	2,167.5
Faiz harcamaları	134.0	179.5	179.5	240.4	290.9	320.4
Faiz-dışı harcamalar	1,069.8	1,166.6	1,326.7	1,510.6	1,683.8	1,847.1
Bütçe Dengesi	-175.3	-245.0	-230.0	-278.4	-290.2	-294
Faiz Dışı Denge	-41.3	-65.5	-50.5	-38.0	0.7	26.4
IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge	-124.3	-123.9	-120.5	-94.1	-57.9	-3.6
GSYH'ye oranı:						
Bütçe Dengesi	-3.5%	-4.3%	-3.5%	-3.5%	-3.2%	-2.9%
Faiz Dışı Denge	-0.8%	-1.2%	-0.8%	-0.5%	0.0%	0.3%
IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge	-2.5%	-2.2%	-1.8%	-1.2%	-0.6%	0.0%

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.