

Orta Vadeli Ekonomik Program

Maliye politikası genişlemeci olmaya devam ediyor

Başbakan Yardımcısı Mehmet Şimşek Maliye Bakanı Naci Ağbal ve Kalkınma Bakanı Lütfi Elvan'ın katılımıyla düzenlediği basın toplantısında, Orta Vadeli Programı (2018-2020) açıkladı.

Burada dikkatimizi çeken en önemli nokta, önümüzdeki dönem beklenen kısmi mali normalleşme döneminin beklediğimizden daha sınırlı bir düzeyde gerçekleşeceği yolundaki açıklamalar oldu. Bununla birlikte, hükümet bütçe açığı / GSYİH oranının yıl sonuna doğru %2 olacağını öngörmekle birlikte – kurum beklentimiz %2,3- gelecek sene %1,9'a doğru hafif bir düzeltme yaşanmasını öngörüyor – kurum beklentimiz %1,8 düzeyinde. Maliye politikasındaki normalleşmenin 2020 yılına kadar oldukça kademeli bir biçimde ilerleyerek 2020'de %1,6'ya ulaşması bekleniyor. Ağbal, planlanan önlemlerin bazılarının gelir yaratmanın yanı sıra maliyet azaltma çabalarını da desteklemeyi amaçladığını belirtti.

Ağbal'ın altını çizdiği farklı sektörleri etkileyen vergi düzenlemeleri 1 Ocak 2018'den itibaren geçerli olacak.

- Finans sektörüne yönelik uygulanan kurumlar vergisi %20'den %22'ye yükselecek. Vergi artışının bankacılık sektörü karlılığını %2 ve bankaların hedef fiyatlarını %3 azaltacağını tahmin etmekteyiz.
- Binek araçlara uygulanan motorlu taşıtlar vergisi 2018'den itibaren %40 yükselecek ve yüksek baz fiyatlı araçlarda daha yüksek oranda vergilendirme olacak. Düzenlemenin 4Ç17'de talebi öne çekeceğini, ancak 2018'de talepte bozulmaya yol açabileceğini düşünüyoruz.
- Enerji içecekleri ve meyve suyu aromalı gazlı içeceklerde %25 ÖTV uygulanacak. Coca-Cola İçecek açısından hafif olumsuz.
- Telekom sektöründe %25, %15 ve %5 şeklinde farklı oranlarda uygulanan ÖTV, %7,5 olarak tek oranda birleştiriliyor. Yapılan sadeleştirmenin orta vadede operator karlılıklarına olumlu yansımaları bekliyoruz. Türk Telekom'un mobil gelirleri toplam konsolide gelirleri içerisinde göreceli daha düşük bir paya sahip olduğundan vergi değişikliği etkileri Turkcell'e göre daha sınırlı kalacaktır.
- Şirketler, aktiflerinde 2 yıldan fazla tuttıkları gayrimenkulleri elden çıkarmaları halinde elde edilen kazancın %75'i kurumlar vergisinden istisna olup, yapılan düzenleme ile istisna oranı %50'ye indiriliyor.

Söz konusu vergi artışlarının enflasyon etkisinin sınırlı olması ve önümüzdeki enflasyon etkisi çok daha yüksek olan yılbaşı zamları ihtimalini azaltıcı nitelikte olduğu düşünülebilir. Ağbal dün yaptığı açıklamalarda da tedbirleri enflasyon üretmeyen kalemlerde seçtiklerini, maliye politikasının para politikası hedeflerine aykırı bir uygulama içinde olmayacağını belirttiğini gördük. Bu çerçevede kur tarafında önemli bir baskı görmememiz durumunda, 2018 yılı ilk yarısında %7,5'lara kadar gelen bir yıllık enflasyon verisi görebileceğimizi düşünmeye devam ediyoruz.

OVP Temel makro büyüklükleri (%)

	2017G1	2018T	2019T	2020T
GSYİH büyüme oranı	5,5	5,5	5,5	5,5
TÜFE	9,5	7,0	6,0	5,0
Cari İşl. Açığı / GSYİH	-4,6	-4,3	-4,1	-3,9
Bütçe açığı / GSYİH	-2,0	-1,9	-1,9	-1,6
Faiz dışı denge / GSYİH	-0,1	0,2	0,3	0,6

Kaynak: Hazine, Tacirler Yatırım

Tacirler Yatırım Araştırma

research@tacirler.com.tr

+90 212 355 4646

Vergi artışlarına rağmen maliye politikası genişlemeci olmaya devam ediyor

Başbakan Yardımcısı Mehmet Şimşek Maliye Bakanı Naci Ağbal ve Kalkınma Bakanı Lütfi Elvan'ın katılımıyla düzenlediği basın toplantısında, Orta Vadeli Programı (2018-2020) açıkladı.

Burada dikkatimizi çeken en önemli nokta, önümüzdeki dönem beklenen kısmi mali normalleşme döneminin beklediğimizden daha sınırlı bir düzeyde gerçekleşeceği yolundaki açıklamalar oldu. Bununla birlikte, hükümet bütçe açığı / GSYİH oranının yıl sonuna doğru %2 olacağını öngörmekle birlikte – kurum beklentimiz %2,3- gelecek sene %1,9'a doğru hafif bir düzeltme yaşanmasını öngörüyor – kurum beklentimiz %1,8 düzeyinde. Maliye politikasındaki normalleşmenin 2020 yılına kadar oldukça kademeli bir biçimde ilerleyerek 2020'de %1,6'ya ulaşması bekleniyor. Ağbal, planlanan önlemlerin bazılarının gelir yaratmanın yanı sıra maliyet azaltma çabalarını da desteklemeyi amaçladığını belirtti.

Sonuç olarak açıklanan maliye politikası dinamikleri çerçevesinde bütçenin halen büyüme yanlısı olmaya devam edeceği açılıyor. Ancak bu noktada halen KGF'nin nasıl ilerleyeceğinin henüz bilinmemesi yılsonu büyüme tahminimiz tarafında bir belirsizlik faktörü olarak kendini gösteriyor. Gelecek yıl söz konusu sistemin ek bir limit artırımı ile devam etmesi, özellikle mevduat faizi üzerinde baskı yaratarak bankacılık sistemindeki fiyatlandırma mekanizması üzerinde bozucu bir etki oluşturması potansiyeli nedeniyle gündemde alt sırada yer alıyor. Ancak, KGF kapsamında verilen 250 milyar TL'lik limitin 2020 yılına kadar geçerliliğini devam ettirmesi söz konusu olabilir. Diğer bir deyişle, KGF kredilerinin ortalama vadesinin 40 ay olduğunu göz önünde bulundurursak, her yıl 60 milyar TL'lik kredi itfası karşılığında, bankacılık sektörünün bu limitten boşalan kısmı tekrar KGF kapsamında kullandırma imkanı söz konusu olabilir. Bu durumun, 2018 büyümesi üzerinde ek bir ivme sağlaması ve özellikle kredilerdeki trend büyüme üzerinde olabilecek aşağı yönlü bir baskıyı hafifletmesi beklenebilir.

OVP çerçevesinde merkezi bütçe bütüklük tahminleri

(milyar TL)	2016	2017GT	2018T	2019T
Toplam Harcamalar	584.0	673.7	762.8	838.5
Faiz dışı harcamalar	533.8	616.2	691.1	753.5
Faiz harcamaları	50.2	57.5	71.7	85.0
Toplam Gelirleri	554.1	612.1	696.8	765.3
Vergi Gelirleri	459.0	520.5	599.4	663.9
Diğer Gelirler	95.1	91.6	97.4	101.4
Bütçe Dengesi	-29.9	-61.6	-66.0	-73.2
Faizdışı dengesi	20.3	-4.1	5.7	11.8
(GSYİH'ya oranı)	2016	2017E	2018E	2019E
Toplam Harcamalar	%22.4	%22.2	%22.1	%22.2
Faiz dışı harcamalar	%20.5	%20.3	%20.1	%19.9
Faiz harcamaları	%1.9	%1.9	%2.1	%2.2
Toplam Gelirleri	%21.2	%20.2	%20.2	%20.2
Vergi Gelirleri	%17.6	%17.1	%17.4	%17.6
Diğer Gelirler	%3.6	%3.0	%2.8	%2.7
Bütçe Dengesi	-%1.1	-%2.0	-%1.9	-%1.9
Faizdışı dengesi	%0.8	-%0.1	%0.2	%0.3

Kaynak: Hazine, Tacirler Yatırım

Ağbal'ın altını çizdiği farklı sektörleri etkileyen vergi düzenlemeleri 1 Ocak 2018'den itibaren geçerli olacak.

- **Finans sektörü:** Finansal kurumların kurumlar vergisi oranının %20'den %22'ye çıkarılmasının bankacılık sektörü karlılığını %2 azaltacağını ve bankaların hedef fiyatlarını da %3 azaltacağını tahmin etmekteyiz. Ayrıca, Orta Vadeli Program'da Emlak Bankası'nın yeniden yapılandırılacağı da belirtildi. Sigorta sektöründe yurtiçi tasarruf oranlarının artırılması için, Bireysel Emeklilik Sistemi gözden geçirileceği ve kapsamı genişletilip erken ayrılmamayı teşvik edici düzenleme yapılarak katılımcı sayısı artırılması planlanmaktadır.
- **Otomotiv sektörü:** Ağbal, Ocak 2018'den itibaren binek araçlardan alınan motor taşıt vergisinin %40 artacağını açıkladı. 1.301-1.600cc motor hacmine sahip araçlarda (binek araç talebinin %78'i) MTV 1.035TL'den 1.449TL'ye yükselecek. 1 Ocak 2018'den itibaren satılan araçlar için MTV hesabında motor hacminin yanında aracın baz fiyatı dikkate alınırken, baz fiyatı daha yüksek olan araçlarda %10-20 ek vergi artışı söz konusu olabilecek. Bilindiği üzere MTV yıllık iki taksitle tahsil edilmekte ve ilk taksidi araç satın alındığında fiyata yansıtılmaktadır. Vergi artışının talebi 4Ç17'de öne çekeceğini ancak 2018'de binek araç talebi üzerinde olumsuz etkisi olabileceğini düşünüyoruz. Bilindiği üzere 8A17'de binek araç satışları yıllık %3 daraldı.

Motor taşıt vergisi

Binek araç - 1-3 yıl		Motor taşıt vergisi - TL/birim		
Motor hacmi	Binek araçta oranları (2015)	Eski vergi	Yeni vergi	Değişim
1.300cc ve altı	17%	646	904	40%
1.301-1.600cc	78%	1.035	1.449	40%
1.601-1.800cc	4%	1.827	2.557	40%
1.801-2.000cc		2.878	4.029	40%
2001-2.500cc	2%	4.317	6.043	40%
2501-3.000cc		6.019	8.426	40%
3001-3.500cc		9.166	12.832	40%
3501-4.000cc		14.411	20.175	40%
4.001cc ve üstü		23.586	33.020	40%

Kaynak: Gelir İdaresi Başkanlığı

Doğuş Otomotiv (TUT, hedef fiyat 9.4TL) – Doğuş Otomotiv'in satışlarında kısa vadeli canlanma bekliyoruz. Bilindiği üzere 8A17'de Doğuş Otomotiv'in binek araç satışları %15 yıllık daralmıştı. 2018'de binek araç satışlarında zayıflama öngörüyoruz.

Tofaş (TUT, hedef fiyat 33 TL) – Egea modelinde üst segmentteki araçlara göre nispeten daha düşük MTV artışı değer bazında gerçekleşecek olmasına rağmen, bu segmentte fiyat duyarlılığı yüksek olduğundan satışların 2018'de hafif olumsuz etkilenebileceğini düşünüyoruz.

Ford Otosan (TUT, hedef fiyat 48TL) – Binek araç talebinde beklenen bozulmanın Ford Otosan'a etkisinin sınırlı olacağını düşünüyoruz. Bilindiği üzere binek araç satışları Ford Otosan'ın toplam satışlarının %8'ini oluşturmaktadır. Düzenlemenin binek araçtan ticari araca kayışı destekleyebileceğini ve Ford Otosan'ın hafif olumlu etkilenebileceğini tahmin ediyoruz.

- **İçecek sektörü:** Kolalı gazozu uygulanan %25 ÖTV'nin, enerji içeceği ve meyve suyu aromalı gazlı içeceklerde de uygulanacağı açıklandı. Coca-Cola İçecek'in Türkiye satışlarının %70'ini gazlı içecek kategorisi oluştururken, meyve aromalı gazlı içecek ve enerji içeceğinin payı gazlı içecek satışları içerisinde %30 seviyesindedir. Vergi artışı sonrası Coca-Cola İçecek'in raf fiyatlarına zam yapmasını ve bu kategorilerdeki satışların olumsuz etkilenmesini bekliyoruz. Türkiye'de satılan meyve aromalı gazlı içecek ve enerji içeceğinin toplam satışlara payı yaklaşık %10 seviyesinde olduğundan Coca-Cola İçecek'e etki hafif olumsuz olacaktır.
- **Gayrimenkul sektörü:** Şirketler, aktiflerinde 2 yıldan fazla tuttıkları gayrimenkulleri elden çıkarmaları halinde elde edilen kazancın %75'i kurumlar vergisinden istisna olup, yapılan düzenleme ile istisna oranı %50'ye indiriliyor. Yeni uygulamanın gayrimenkul sektörü değerlemelerinde hafif olumsuz etkisi olmasını bekliyoruz.
- **Telekom sektörü:** Vergi kanunlarında yapılacak değişiklikler içerisinde telekom operatörlerini de etkileyecek önemli kısımlar bulunuyor. İlk olarak, %25, %15 ve %5 şeklinde farklı oranlarda uygulanan özel iletişim vergisi, %7,5 olarak tek oranda birleştiriliyor. Yapılan sadeleştirimin etkisini kısa-orta vade ve uzun vade olarak incelediğimizde, kısa-orta vadede operatör karlılıklarına cep telefonu görüşmelerinden alınan yüksek verginin düşürülmesiyle daha fazla dakika konuşma etkisi olarak yansması varsayımıyla olumlu yansıma olacağını ancak uzun vadede internet hizmetlerinden alınan %5 verginin artmasıyla, son dönemde operatörlerin ana büyüme segmentlerinde fiyatlara hafif bir olumsuz yansıma beklenebilir. Öte yandan, Telekom sektöründeki operatörlerin aylık net hasılatları üzerinden %5 oranında telsiz ücreti alınacak. Daha önce karmaşık bir hesaplama yöntemiyle hesaplanan ve yatırımlarla alakalı olan telsiz ücreti sadeleştirilmiş olacak. Son olarak yurtdışında gerçekleşen telefon konuşmaları ve data hizmetleri için yurtdışındaki operatöre ödenen bedeller üzerinden KDV ve Özel İletişim Vergisi alınmayacak. Burada operatörleri doğrudan etkileyen bir durum söz konusu olmamakta ve daha çok roaming servis sağlayıcılarını ilgilendirmektedir. Sonuç olarak açıklanan vergi değişikliğinin telekomlar üzerinde hafif olumlu bir etkisi olabileceğini tahmin ediyoruz. Türk Telekom'un mobil gelirleri toplam konsolide gelirleri içerisinde göreceli daha düşük bir paya sahip olduğundan vergi değişikliği etkileri Turkcell'e göre daha sınırlı kalacaktır.

Söz konusu vergi artışlarının enflasyon etkisinin sınırlı olması ve önümüzdeki enflasyon etkisi çok daha yüksek olan yılbaşı zamları ihtimalini azaltıcı nitelikte olduğu düşünülebilir. Ağbal dün yaptığı açıklamalarda da tedbirleri enflasyon üretmeyen kalemlerde seçtiklerini, maliye politikasının para politikası hedeflerine aykırı bir uygulama içinde olmayacağını belirttiğini gördük. Bu çerçevede kur tarafında önemli bir baskı görmememiz durumunda, 2018 yılı ilk yarısında %7,5'lara kadar gelen bir yıllık enflasyon verisi görebileceğimizi düşünmeye devam ediyoruz

Sunumda yer alan diğer önemli notları şu şekilde sıralayabiliriz:

- Dağıtılmayan karlar üzerinden %1 gelir vergisi stopajı alınacak. Temettünün sermayeye eklendiği durumlarda stopaj alınmayacak.
- Küresel görünüm gelişmekte olan ülke piyasaları için destekleyici olmaya devam ederken ve senkronize olmayan daraltıcı para politikaları normalleşmeye yönelik kademeli bir alan yaratıyor.
- Ekonomik büyüme tahminler: 2017 için GSYİH büyüme oranı tahmini: %5,5, hükümet 2018 – 2020 dönemi için aynı oranı öngörmekte. 2017 yılı büyüme tahminimiz hükümet beklentilerine yakın bir yeri işaret ederken (%5,3), gelecek sene için %4,1 büyüme tahmini ile çalışıyoruz.
- İşsizlik oranının 2019 yılı itibarıyla tek haneye düşmesi bekleniyor.
- 2018 yılı için petrol tahmini varil başına USD55 – 60 arasında değişiyor. Bu da, 2017'ye göre oldukça hafif bir artış beklentisini işaret ediyor.
- Hükümet cari işlemler açığı / GSYİH oranının %4 -%5 oranında olmasını ve 2020'ye kadar %3,9 oranına doğru azalma kaydetmesini bekliyor.
- Hükümet 2017 yıl sonu TÜFE oranının %9,5 olacağını öngörüyor. TCMB'nin tahmini ise %8,7'yi işaret ediyor. TCMB'nin 1 Kasım'da açıklanacak olan bir sonraki çeyrek dönemlik enflasyon raporunda yukarı yönlü bir revizyon görmeyi beklemek gerekir. 2018 yılı için %7 oranında bir enflasyon beklentisi olduğu görülüyor. Kurum beklentimiz yılsonu TÜFE'nin %8,6 oranında olacağı yolunda. Ancak yılın ilk yarısında %7,5 seviyelerinin altına girmenin mümkün olduğunu düşünüyoruz.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 7-9
Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana

Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul.
Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4 ADANA

(0 322) 457 77 55

Ankara

Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad.
Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9
Kavaklıdere Çankaya - ANKARA

(0 312) 435 18 36

Antalya

Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden
Apt. No:82/6 Muratpaşa - ANTALYA

(0 242) 248 45 20

Bakırköy

İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No:
6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy - İSTANBUL

(0 212) 570 52 59

Bursa

Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt.
No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi - BURSA

(0 224) 225 64 10

Denizli

Saraylar Mah. 2. Ticari Yol No: 32 Kat: 5
DENİZLİ

(0 258) 265 87 85

Erenköy

Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333
Kat: 2 D: 4 Kadıköy - İSTANBUL

(0 216) 348 82 82

Gaziantep

İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul.
Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No:
18 Kat: 1 D: 5 GAZİANTEP

(0 342) 232 35 35

Girne

Şehit Necati Gürkaya Mevkii Çağdaş Apt.
Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC

(0 392) 815 14 54-55-56

İzmir

Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi
No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya - İZMİR

(0 232) 445 01 61

İzmit

Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit
KOCAELİ

(0 262) 323 11 33

İzmit İrtibat

Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı
Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit KOCAELİ

(0 262) 260 01 01

Karadeniz Ereğli

Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat
Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2
Karadeniz Ereğli - ZONGULDAK

(0 372) 316 40 50

Kartal

Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No:
26 Kat: 4 D: 8 Kartal - İSTANBUL

(0 216) 306 22 71 - 306 22 06

Kayseri

Cumhuriyet Mah. Sultan Hamam Cad.
Kavuncu İş Merkezi No: 17 Kat: 1 D: 2
KAYSERİ

(0 352) 221 08 68 - 222 82 51

Mersin

Çankaya Mah. Bahri Ok İş Merkezi B
Blok No: 78 MERSİN

(0 324) 238 11 89

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.