

PKF IZMIR Haftalık Bülten

4 | 8
Eylül



Sayın Okuyucularımız,

Haftalık makroekonomik ve finansal gelişmelerin Türkiye makrofinansal göstergeleri üzerindeki etkilerine dair değerlendirmelerimizi bilgilerinize sunarız. İlişkili ilave analizlere <http://www.gozlemgazetesi.com/Yazar/170/Yazarin-diger-haberleri.html> bağlantısından ulaşabilirsiniz.

Saygılarımızla,

PKF İzmir

İçindekiler

- ABD EKONOMİK GELİŞMELERİ
- EURO BÖLGESİ EKONOMİK GELİŞMELERİ
- TÜRKİYE EKONOMİSİ FİNANSAL VE REEL GELİŞMELERİ
- ANALİZ: KREDİ HACMİ BÜYÜMESİ, FAİZ VE KIRILGANLIK

ABD ekonomisi: Harvey kasırgası Fed üst yönetiminde esen ters rüzgarları geride bıraktı...

Fed başkan yardımcısı Stanley Fischer geçtiğimiz hafta 13 Ekim itibarıyla banka meclisindeki görevini kişisel nedenlerle bırakacağını ilan etti. Fischer'in istifasına anlık piyasa tepkisi sınırlı oldu. Yeni bir atama olmadığı takdirde banka meclisi üye sayısı üçe inecek.

6 Eylül'de açıklanan Beige Book özet raporunda Temmuz-Ağustos döneminde ekonomik büyümenin mütevazı ve ılımlı olduğu, emek piyasalarında görülen sıkılığın ücretlere yeterince yansımadağı ve fiyatların ılımlı ölçüde arttığı belirtildi.

Eylül'ün ilk haftasında dükkan satışları yıllık bazda **%4,4 artarken** Bloomberg tüketici güven endeksi ise **0,7 puan azalarak 52,6** düzeyine geriledi. Tüketici kredilerinin aylık bazda **18,5 milyar dolar arttığı** Temmuz'da fabrika siparişleri **%3,3** oranında **sert düştü**. PMI hizmetler endeksi ise Ağustos ayında **56'ya yükselirken**, tarım dışı verimlilik endeksi de ikinci çeyrekte bir önceki çeyreğe göre **%1,5** oranında arttı. İşsizlik sigortası başvurularının **298 bine fırladığı** haftada Harvey kasırgasının birinci derecede etkilediği Texas eyaletinde yapılan **50 bin** başvuru belirleyici oldu. Bu gelişmeler ışığında Dolar endeksi ve ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin sırasıyla **91 ve %2,05'e gerilediğini** görüyoruz.

Euro bölgesi: Avrupa Merkez Bankası (AMB) faizlerde değişikliğe gitmedi...

AMB başkanı Draghi 7 Eylül tarihli basına açık toplantıda Euro bölgesinin yılın ilk yarısında beklentilerin üzerinde büyüdüğünü (ikinci çeyrekte **%2,3**) ve büyümenin bölge geneline yayıldığını belirtti. Euro'daki oynaklığın fiyat istikrarına ilişkin etkileri açısından takip edileceğini not eden Draghi, AMB'nin Eylül ayı itibarıyla yıl sonu büyüme ve enflasyon oranlarını sırasıyla **%2,2** ve **%1,5** olarak tahmin ettiğini kaydetti. AMB varlık alım programına ilişkin görünümü sonbaharda belirleyecek.

Üretici fiyatları bölgede Temmuz ayında yıllık bazda **%2** oranında artarken perakende satışlar da aynı dönemde **%2,6** oranında **yükseliş** gösterdi. Ağustos ayında **55,7** gelen bileşik PMI değerlendirildiğinde Euro-Dolar paritesinin **yüksek düzeylerde kalacağını** öngörüyoruz.

Türkiye ekonomisi: Enflasyon görünümü bozulurken finansal koşullar da sıkılaştı...

Geçtiğimiz hafta iç ve dış finansal koşullarda oynaklığın arttığı bir veri akışına şahit olduk. Temmuz ayından itibaren yukarı yönlü ve dalgalı bir seyir izleyen Brent petrol fiyatları **55 Dolara** dayandı. Kredi temerrüt takası primlerinin **163'e yükseldiği** haftada zayıf Dolar endeksinin katkısıyla Türk Lirası Dolar'a karşı **değer kazanırken** Euro'ya karşı **yatay ve dalgalı** seyretti.

Geçtiğimiz ay ÜFE yıllık bazda **%16,3** gibi çok yüksek bir oranda artarken TÜFE de **%10,7** oranında yükseldi. Enflasyon görünümü **TL faizler** üzerinde **yukarı yönlü baskı** yapmaya devam ediyor. Nitekim, Ağustos ayında Hazine iç borç ortalama faizi bir önceki aya göre **40 baz puan artarak %11,2'ye yükseldi**.

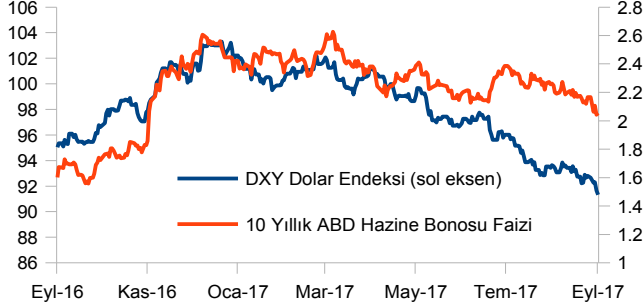
Ağustos ayında **89,7** gelen reel efektif döviz kuru net ihracata **olumlu** katkı vermeye devam ediyor. Haftanın en olumlu gelişmesi ise Temmuz ayında sanayi üretim endeksinin yıllık bazda **%14,5'lik** bir **artış** kaydetmesi oldu. Yıllık artışın ardında geçtiğimiz yıla göre **baz etkisi** öne çıkarken aylık **artışın da %2,3** oranında olduğuna dikkat çekiyoruz. Saatlik kazanç endeksi ise ikinci çeyrekte bir önceki çeyreğe göre **%3,2** oranında **artarken** yıllık bazda **%12,3 yükseldi**.

Risk primleri kısmen artarken döviz kurlarının istikrarlı seyrettiği haftada Türkiye tahvilleri **getiri eğrisinde** geçtiğimiz haftaya kıyasla hemen hemen hiçbir değişiklik olmadı. BİST 100 endeksinin **108.500'e gerilediği** haftada 1 yıllık vadeye ilişkin temerrüt olasılıklarından türetilen kurumsal kırılma endeksi de tekrar **21** seviyesine **yükseldi**. Tahvil faizlerinde kayda değer değişim olmayan haftada Merkez bankası ağırlıklı ortalama fonlama faiz oranı da **%12** düzeyinde **sabit** tutuldu.

Reel döviz kurunun rekabetçi düzeyine rağmen enerji fiyatlarında son dönemde görülen artış ve Türk Lirasındaki istikrardan güç alan iç talep önümüzdeki dönemde **cari açıkta bozulma** meydana getirebilir. Özellikle mali görünümün faizler üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturduğu bir dönemde söz konusu gelişmeler **ikiz açıklar** riski barındırıyor.

Seçilmiş Makroekonomik ve Finansal Göstergeler

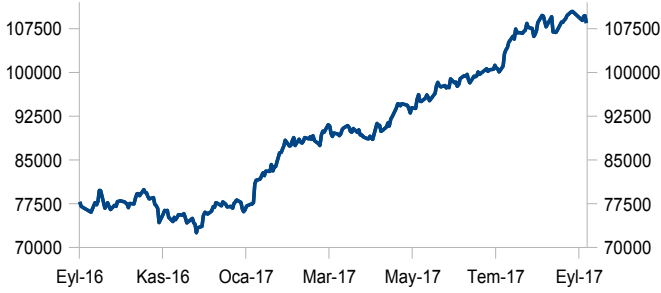
Temel Para Birimlerine Karşı ABD Doları ve Uzun Vadeli Faizler (Kaynak: investing.com)



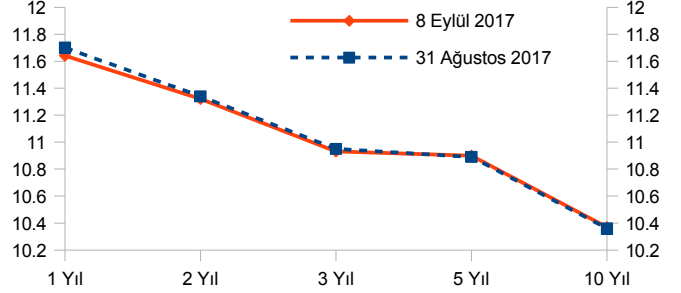
Kurumsal Kırılganlık Endeksi (Kaynak: NUS-RMI)



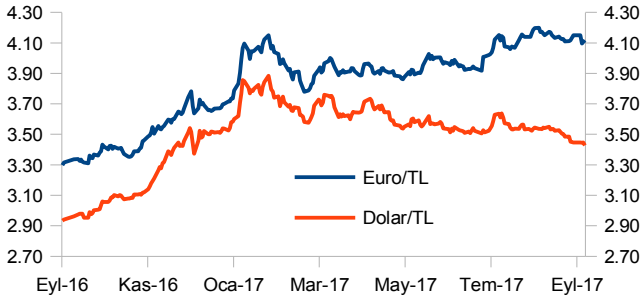
BIST 100 Endeksi (Kaynak: TCMB)



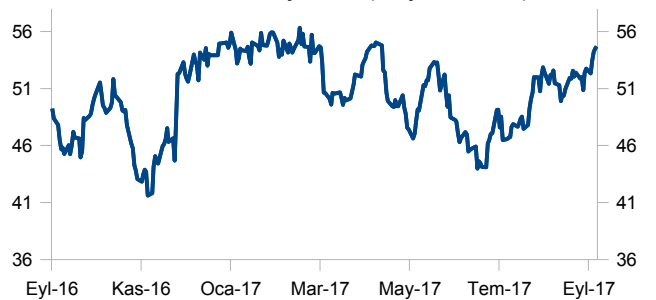
Getiri Eğrisi (Kaynak: investing.com)



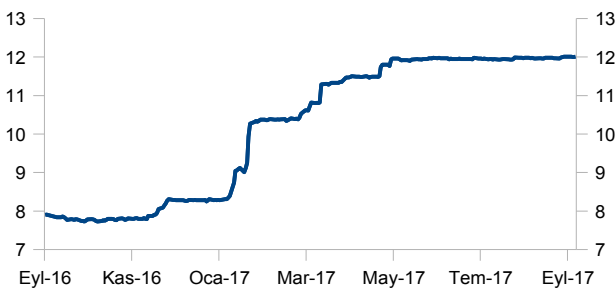
Döviz Kurları (Kaynak: TCMB)



Brent Petrol Fiyatları (Kaynak: EIA)



TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti (Kaynak: TCMB)



Kredi Temerrüt Takası Primleri (Kaynak: BloombergHT)



Geçtiğimiz Haftanın Veri Akışı

Açıklanan veri (Kurum)	Bir Önceki Dönem Düzeyi	Düzy	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
Yurt İçi ÜFE Y/Y (TÜİK)	%15,5	%16,3	Ağustos 2017	05.09.17	Enflasyon-Yukarı
TÜFE Y/Y (TÜİK)	%9,8	%10,7	Ağustos 2017	05.09.17	Enflasyon-Yukarı
Reel Efektif Döviz Kuru (TCMB)	89,5	89,7	Ağustos 2017	06.09.17	Net İhracat-Yukarı
Saatlik Kazanç Endeksi (TÜİK)	222,7	230	2017:Ç2	07.09.17	Büyüme-Yukarı
Sanayi Üretim Endeksi (TÜİK)	%3,4	%14,5	Temmuz 2017	08.09.17	Büyüme-Yukarı
Merkezi Yön. İç Borç Ort. Maliyeti (HM)	%10,8	%11,2	Ağustos 2017	08.09.17	Faizler-Yukarı
Fabrika Siparişleri A/A (ABD)	%3,2	-%3,3	Temmuz 2017	05.09.17	Dolar/TL-Aşağı
Redbook Y/Y Değişim (ABD)	%4,3	%4,4	2 Eylül H.	06.09.17	Dolar/TL-Yukarı
PMI Hizmetler (ABD)	54,7	56	Ağustos 2017	06.09.17	Dolar/TL-Yukarı
İşsizlik Başvuruları (ABD)	236 bin	298 bin	2 Eylül H.	07.09.17	Dolar/TL-Aşağı
Tarım Dışı Verimlilik Ç/Ç (ABD)	%0,9	%1,5	2017:Ç2	07.09.17	Dolar/TL-Yukarı
Bloomberg Tüketici Güven E. (ABD)	53,3	52,6	3 Eylül H.	09.07.17	Dolar/TL-Aşağı
Tüketici Kredileri A/A (ABD)	11,8 milyar \$	18,5 milyar \$	Temmuz 2017	08.09.17	Dolar/TL-Yukarı
ÜFE Y/Y (AB)	%2,4	%2	Temmuz 2017	04.09.17	Euro/TL-Aşağı
Bileşik PMI (AB)	55,8	55,7	Ağustos 2017	05.09.17	Euro/TL-Yukarı
Perakende Satışlar Y/Y (AB)	%3,3	%2,6	Temmuz 2017	05.09.17	Euro/TL-Yukarı
GSYİH Y/Y (AB)	%2	%2,3	2017:Ç2	07.09.17	Euro/TL-Yukarı

Bu Hafta Açıklanacak Veriler

Kurum	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
GSYİH (TÜİK)	2017:Ç2	11.09.17	Büyüme
Perakende Satış Endeksi (TÜİK)	Temmuz 2017	12.09.17	Büyüme
Verimlilik İstatistikleri (BSTB)	2017:Ç2	12.09.17	Büyüme
Sanayi Ciro Endeksi (TÜİK)	Temmuz 2017	13.09.17	Büyüme
Motorlu Kara Taşıtları (TÜİK)	Temmuz 2017	13.09.17	Büyüme
Dış Ticaret Endeksleri (TÜİK)	Temmuz 2017	15.09.17	Büyüme-Cari Açık
İnşaat Ciro ve Üretim Endeksleri (TÜİK)	2017:Ç2	15.09.17	Büyüme
İşgücü İstatistikleri (TÜİK)	Haziran 2017	15.09.17	İstihdam
Açık İş İdari Kayıtları (ÇSGB)	Ağustos 2017	15.09.17	İstihdam
Kayıtsız İşsiz İstatistikleri (ÇSGB)	Ağustos 2017	15.09.17	İstihdam
Ödemeler Dengesi İstatistikleri (TCMB)	Temmuz 2017	15.09.17	Cari Açık-Dolar/TL
Merkezi Yönetim Bütçe Denge Tablosu (MB)	Ağustos 2017	15.09.17	Faizler
Toplam Sanayide Birim Ücret İstatistikleri (KB)	2017:Ç2	15.09.17	Büyüme

Kredi hacminin büyümesi, faiz ve kırılganlık– Gözlem Gazetesi – 08.09.2017

Genel ekonomik denge belirli parametreler altında birden fazla değişkenin eş zamanlı olarak optimum seviyeye ulaşmasıyla yaratılır. Sürdürülebilir makroekonomik denge ise, büyüme, istihdam (işsizlik), cari açık, borcun milli gelire oranı ve bütçe açığı gibi birden fazla değişkenin makul seviyelere getirilmesiyle mümkün olur. Aksi halde büyümeyi sağlarken cari açık veya (ve) bütçe açığına (ikiz açıklar) yol açıldığında kalkınma ve refah artışını yakalamak bir yana kırılganlıkların artmasına yol açılır. Bu yazımızda söz konusu kırılganlık unsurları arasında olan “aşırı hızlı kredi hacmi büyümesi”ne dikkat çekmek istiyoruz.

Dünya Bankası tarafından hazırlanan en güncel “Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu” Haziran ayının sonunda TÜSİAD ile ortaklaşa düzenlenen bir konferansla tanıtıldı. Dünya Bankası ülkemizde son dönemde gerçekleşen büyüme rakamlarının KGF (Kredi Garanti Fonu) kefaletiyle arttırılan kredi büyümesi ile sağlandığını belirtti. Özellikle yüksek kredi artış hızının dikkat çekici olduğunu belirten Türkiye Direktörü Johannes Zutt, aşırı hızlı kredi büyümesinin (borç artışı nedeniyle) takip eden dönemde güven ve beklentilerin bozulmasına ve hatta bir finansal krize yol açabileceğini belirtmektedir.

Kredi hacmi büyümesi ve artış hızı neden önemli?

2009 krizinden sonra yapılan akademik araştırmalarda krizlerin önceden nasıl tahmin edilebileceği üzerinde durulmaya başlandı. Amerika ve Avrupa’da (özellikle merkez bankalarının bankası denen BIS’te) yapılan araştırmalarda krizlerin erken belirtileri arasında cari açık, kamu borcu/milli gelir oranı ve bütçe açığı gibi göstergeler arasından “kredi artış hızının GSMH büyümesinden yüksek olması”nın öne çıktığı açıklandı.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) son enflasyon raporunda açıkladığı üzere kur etkisinden arındırılmış kredilerin yıllık büyüme hızı %17’ler civarındadır. Nitekim aynı raporda “yılın ikinci çeyreğinde teşvik ve önlemlerin etkisiyle kredi kullanımlarının ivmelendiği ve kredi standartlarının gevşediği” belirtilmiştir.

GSYİH'nin birinci çeyrekte büyüme hızı yıllık bazda %5'tir. Uzun dönemli eğilime bakıldığında 2011 yılından itibaren hızla artan krediler nedeniyle BDDK çeşitli önlemler almış ve aşırı ısınan ekonomi soğutulmaya çalışılmıştır. Hükümetin aldığı teşvik kararları ve desteklerle 2016 yılı Ekim ayından itibaren kredi genişlemesi tekrar hız kazanmış ve 2017 yılındaki KGF desteği ve garantisi ile kredi büyüme oranı %20'lere ulaşmıştır. Ülkemizdeki kredi artış hızı benzer gelişmekte olan ülkelere göre uzun vadeli dönemde (2006-2016) daha yüksek olup bu kırılganlık göstergesi açısından ülkemizin negatif ayrıştığı ifade edilmektedir (Selva Demiralp'ın 30.06.2017 tarihli yazısında bahsedilen BIS tespitleri). 2017’de bu ayrışmanın daha da hızlandığını ve kırılganlığın arttığını söyleyebiliriz. Bu tespitleri Türkiye Bankalar Birliği Başkanı Sn. Hüseyin Aydın'ın “Elde avuçta ne varsa krediye verdik.” şeklindeki açıklaması da teyit etmektedir.

İşte bu noktada kredi artış hızı cari açık ve enflasyon açısından sorun olarak tartışılmanın yanında artık bankacılık riski açısından da tartışılmaya başlanmıştır. Öncelikle yüksek enflasyon ve düşük tasarruf eğilimi/imkanı nedeniyle bankalar mevduat toplamakta zorlanmakta ve bu nedenle kredi-mevduat oranları hızla yükselmektedir (BDDK verilerine göre Haziran ayı itibarıyla %125). Artan kredi-mevduat oranları bankaları (yabancılardan borçlanma gibi) çekirdek dışı yükümlülüklerle yöneltmekte ve mevduatları cazip kılmak için mevduat faiz oranlarını yükseltmeye itmektedir. Mevduat oranları kredi faizlerine baz teşkil ettiği için de ironik biçimde KGF politikası kredi faizlerini artırmaktadır.

Problemin diğer bir tarafında ise tüm KGF kredilerine kamu kesiminin garantörlük yapmasının yanında KGF kapsamında özellikle kamu bankaları payının artış hızının özel bankalardan yüksek olması da kamunun yüklendiği riskleri artırmaktadır (krediler özel bankalarda %20 oranlarında artarken kamu bankalarında %30'lar civarında bir hızla büyümektedir). Söz konusu kredi risklerinin realize olması ihtimaline binaen KGF kredilerinin menkul kıymetleştirilip merkez bankasına satılması önerisi ise karşılıksız para basmaya tekabül edecek ve enflasyon hedeflemesi rejimini tamamen terk etmemize yol açacaktır.

Kredi hacmi büyümesinin yarattığı sonuçlar

Gelişmiş ülke şirketlerinde kredi/öz sermaye oranı %50-70 arasında (ABD'de %50, Avrupa'da %70) iken İstanbul Sanayi Odası'nın (İSO) sıralamasına göre Türkiye'de ilk 500'e giren firmalarda bu oranın %100'ü aştığı görülmektedir. Türk şirketlerinin iş ve mali kaldıraç riskinin gelişmiş ülke şirketlerinden yüksek olması küresel veya yerel dalgalanmalardan daha çok etkileneneceği gerçeğini bir kırılganlık unsuru olarak karşımıza çıkarıyor. Diğer yandan Türk şirketlerinin öz sermaye maliyetlerinin de yüksek olduğu göz önünde bulundurulursa katma değer yaratmada ne denli zorlandığı görülmüş olur.

Devletin KGF kanalıyla verdiği desteğin bütçe açığının arttığı bir döneme rastlaması iç borç çevirme oranlarını da olumsuz etkilemektedir. Artık ödenen borç miktarından fazla yeni borçlanma yapılmaktadır (iç borç çevirme oranı son aylarda %120-144 arasında değişmektedir).

Son açıklanan verilere göre devlet gelirleri %8,8 oranında artarken harcamalar %18,5 oranında artmış ve faiz dışı denge de sonuç olarak %93,6 oranında azalmıştır. 2016 yılı itibarıyla 29,3 milyar TL bütçe açığı verilmişken bu yıl sonu bu açığın 55,6 milyar TL olacağı tahmin edilmektedir. Nitekim toplam borç stoku 2016 Temmuz ayında 496,8 milyar TL iken bu yılın aynı ayında 550,4 milyar TL'ye yükseldi. Bu bütçe açığı ve takip eden borçlanma artışı faizlerin %12 gibi yüksek bir oranda çakılı kalmasına yol açıyor. Kamu faizleri referans kabul edildiğinde de banka faiz oranlarının daha da yüksek olacağını görüyoruz.

İstedığımız kadar bankaları suçlamaya devam edelim, ekonominin temel kuralı olan arz-talep kuralı gereğince (kamu kaynaklı kredi genişlemesi sonucu artan) para talebi para arzından fazla olduğu için faizler yüksek kalmaya devam ediyor. Enflasyon oranının da %9 düzeylerinde yapışkanlık göstermesi de merkez bankasının faiz politikası yönünden elini kolunu bağlıyor.

Yukarıdaki tespit ve değerlendirmelerimizi özetleyecek olursak (kamu kaynaklı) kredi hacmi genişlemesi enflasyon ve işsizlik oranlarının %10'larda gezindiği,

faizlerin %12-14 aralığında aşağı yukarı sabitlendiği, iç borç çevirme oranlarının %120'leri aştığı ve bütçe açığının artmaya başladığı bir ortamda kırılganlık yaratabilir.

Yapısal tasarruf yetersizliği altında özel sektör yatırımlarının arttırılmayıp reel bazda ucuz olan döviz avantajına dönüştürerek sadece inşaat ve kamu yatırımları kanalıyla özel tüketimin desteklenmeye çalışıldığı bir büyüme modeli, bünyesinde ciddi kırılganlıklar barındırmaktadır. Bu bağlamda Dünya Bankası'nın "Küresel Ekonomik Beklentiler 2017 Raporu"nun TÜSİAD ile beraber yapılan lansmanında başkan Sn. Erol Bilecik'in vurgulamalarına katılmamak mümkün değil: Kredi teşviği ve desteklerle piyasaya yüklü miktarda likidite sunulması kaynak maliyetleri gittikçe artan bankacılık sistemi üzerinde önemli baskılar oluşturdu. Mevduat faizleri artarken kredi/mevduat oranları da %125'leri aştı.

Sorunlu dönemleri geride bırakmak için bu politikalara kısa vadede ekonomik büyümeyi sürdürme amacıyla başvurulabilir. Hızlı kredi artışı ve likidite bolluğu ile büyümenin sonuna geldik. Likidite fazlası ile büyüme hem politika yapıcılar hem de reel sektöre zaman zaman cazip gelebilir. Ancak yüksek enflasyon yaratan bu politikaların bir diğer yan etkisi ise bağımlılık yaratma potansiyelidir.

Devlet müdahalesinin en aza indiği, piyasa düzenlemelerinin bağımsız kurumlarca yapıldığı sağlıklı bir serbest piyasa ekonomisi işleyişi için;

- Demokrasi ve özgürlükleri gözetilen bir hukuk devleti,
- AB'ye katılım ve Gümrük Birliği anlaşması revizyon süreçlerinin en etkin şekilde yürütülmesi,
- Dijital dönüşüm ve yüksek teknolojiye adaptasyon

gibi alanlarda reformların süratle hayata geçirilmesi gerekiyor.

Yeminli Mali Müşavir

M.Saim Uysal

uysalsaim@gmail.com