

PKF IZMIR Haftalık Bülten

2 | 6
Ekim



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
- EKONOMİ POLİTİKASINDA METAL YORGUNLUK

ABD ekonomisi: Enflasyon beklentileri yükseldi...

Minneapolis Fed başkanı ve FOMC üyesi Kashkari, Fed'in faiz politikasında sıkılaşmaya gitmesinin **beklentiler kanalı** ile enflasyon açısından aşağı yönlü riskler ima edeceğini savundu. San Francisco Fed başkanı Williams ise düşük enflasyon üzerinde geçici faktörlerin rol oynadığını belirterek, faizlerin orta vadede **'yeni normal'** olan **%2,5'lere** yaklaşması gerektiğini not etti. FOMC üyelerinin yaptıkları iletişim Aralık ayındaki toplantının tartışmalı geçebileceğine işaret ediyor.

Geçtiğimiz hafta ABD ekonomik veri akışı tüketici beklentilerinde olumsuz, istihdamda nötr ve büyüme ile enflasyon görünümünde pozitif bir tablo ortaya koydu. Gallup ekonomik güven endeksi Eylül'de **2 puan düşüşle 4** olurken Ekim'in ilk haftasında Bloomberg tüketici güven endeksi de **1,7 puan düşerek 49,9'a indi**. Aynı dönemde **260 bin** yeni işsizlik sigortası başvurusu yapılırken Eylül ayı tarım dışı istihdamında ise **33 bin azalış** geldi. Ancak işsizlik oranının Eylül'de **%4,2'ye düşmesi** ve ortalama saatlik kazançların yıllık bazda **%2,9** oranında **artması**, bu gelişmeleri gölgede bırakarak Dolar endeksi (**94**) ve ABD uzun vadeli tahvil faizlerindeki (**%2,35**) **yükselişi** destekledi. Büyüme cephesinde ise imalat PMI ve ISM imalat endekslerinin sırasıyla **53,1** ve (**2 puan artışla**) **60,8** değerlerini alması ve dükkan satışlarının yıllık bazda **%4,1** artması Dolar endeksindeki yukarı yönlü harekete pozitif katkı verdi.

Euro bölgesi: İşsizlik oranı yatay, büyüme beklentileri ve enflasyon görünümü güçlü...

Eylül ayında imalat PMI endeksinin (**58,1**) öncülüğünde bileşik PMI endeksi **1 puan artışla 56,7** düzeyine yükseldi. Euro bölgesindeki büyüme momentumu sürüyor. İşsizlik oranı da aynı dönemde **%9,1** düzeyinde **sabit** kaldı. Ağustos ayında bölge ekonomisindeki toparlanmanın aksine yıllık bazda perakende satışlar büyümesi **0,9 yüzde puan azalışla %1,2'ye gerilerken** ÜFE enflasyonu **0,5 yüzde puan artışla %2,5** düzeyinde gerçekleşti. Bölgedeki reel gelişmeler Türk Lirasının Euro'ya (**4,24**) karşı değer kaybetme eğilimini güçlendirirken, Türkiye büyümesine net ihracat kanalıyla **yukarı yönlü** destek vermeye devam ediyor.

Türkiye ekonomisi: Finansal koşullardaki sıkılaşma eğilimi sürüyor...

ABD ekonomisi kaynaklı güçlü büyüme/istihdam ve yükselen enflasyon sinyalleri **Aralık** ayında küresel finansal koşullarda **sıkılaşma** ihtimalini artırdı. Bununla beraber, artan jeopolitik riskler ve yurt içi enflasyon görünümünün olumsuz seyrini koruması, Türkiye finansal piyasalarının geçen hafta olumsuz etkilenmesine yol açtı. Nitekim, Türkiye tahvilleri getiri eğrisi geçtiğimiz hafta tüm vadelerde ortalama **15 baz puan artışla yukarı kayarken** (1 yıl vadeli faizler **%12,05**), Türk Lirası, hem Euro (**4,24**) hem de Dolara (**3,61**) karşı değer kaybetmeye devam etti.

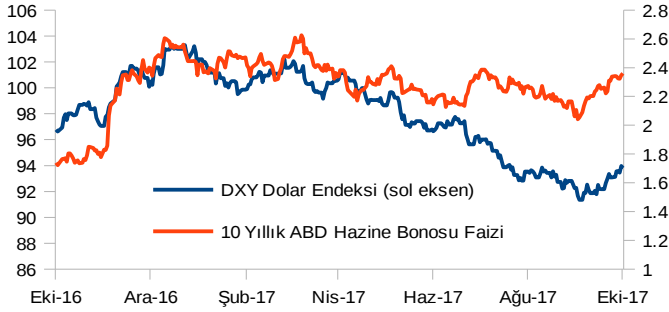
Brent petrol fiyatlarının **56 Dolar'a gerilemesi ve** kredi temerrüt takası primlerinin **176 baz puana inmesi ise** riskleri dengeleyerek BİST 100 endeksinin tekrar **104.000** düzeyini aşmasına zemin hazırladı. Bu bağlamda 1 yıllık vadeye ilişkin temerrüt olasılıklarından türetilen kurumsal kırılma endeksinin de **24** seviyesine gerilediğini gördük. TCMB geçen hafta likidite duruşunda değişikliğe gitmeyerek ortalama gecelik piyasa fonlama maliyetini **%12'de sabit** tuttu.

Geçtiğimiz hafta açıklanan Eylül ayı enflasyon verilerine göre tüketici fiyat endeksi yıllık bazda (geçen aya göre **0,5 yüzde puan yükselişle**) **%11,2** oranında **artarken** üretici fiyatları enflasyonu da **%16,3** oldu. Çekirdek TÜFE artışı ise **%10,98** değerini alarak **2004'ten** beri gözlenen en yüksek düzeye ulaştı. Üretici fiyatları enflasyonundaki son derece yapışkan görünüm çekirdek enflasyon göstergelerinin **kur geçişkenliği** üzerinden takip eden dönemde daha da kötüleşebileceğine işaret ediyor. Dolayısıyla TL faizlerinin önümüzdeki dönemde **yukarı yönlü** risklere maruz kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz. TCMB'nin söz konusu gelişmelere vereceği politika tepkisi ise TL'nin fiyatlanmasında belirleyici rol oynayacak.

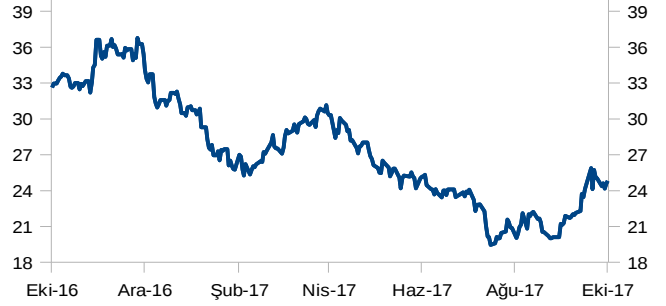
Reel efektif döviz kuru, Eylül'de **0,7 puan yükselerek (90,3)** Türkiye ihracatının rekabetçiliğini azalttı. Hazine nakit dengesi ise Ağustos'a göre **13 milyar TL'lik bozulmayla 9,9 milyar TL** açık vererek (birikimli **40 milyar TL**) faizler üzerinde yukarı yönlü riskleri artırdı.

Seçilmiş Makroekonomik ve Finansal Göstergeler

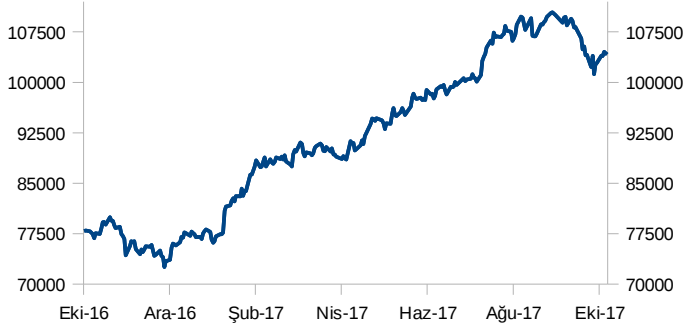
Temel Para Birimlerine Karşı ABD Doları ve Uzun Vadeli Faizler (Kaynak: investing.com)



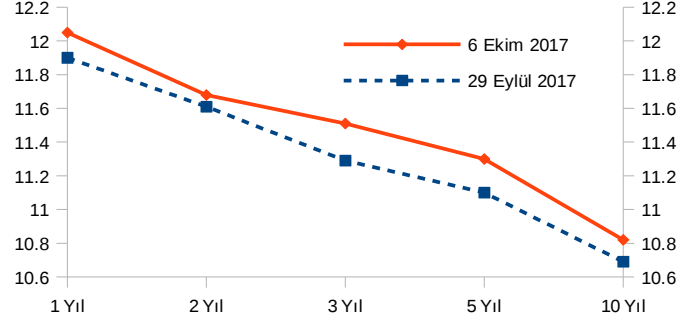
Kurumsal Kırılganlık Endeksi (Kaynak: NUS-RMI)



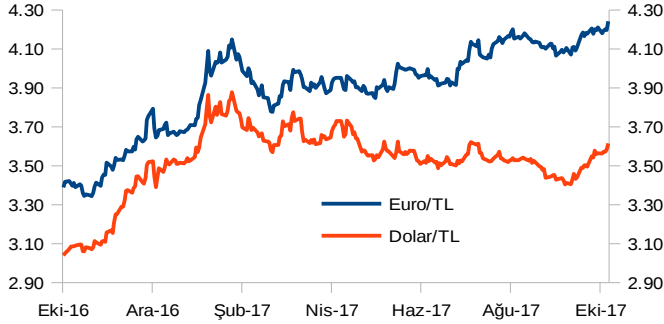
BIST 100 Endeksi (Kaynak: TCMB)



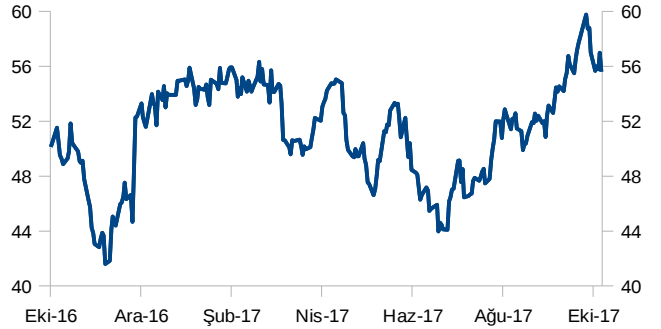
Getiri Eğrisi (Kaynak: investing.com)



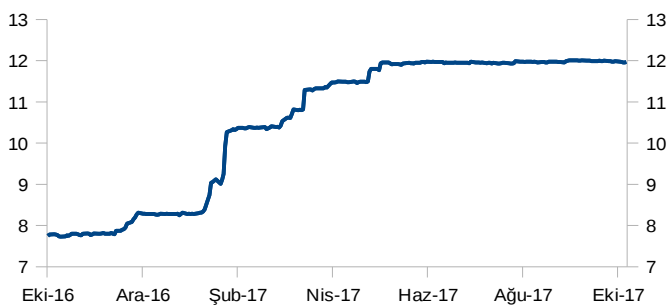
Döviz Kurları (Kaynak: investing.com)



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	Düzyer	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
TÜFE Y/Y (TÜİK)	%10,7	%11,2	Eylül 2017	03.10.17	Enflasyon-Yukarı
ÜFE Y/Y (TÜİK)	%16,3	%16,3	Eylül 2017	03.10.17	Enflasyon-Yukarı
Reel Efektif Döviz Kuru (TCMB)	89,6	90,3	Eylül 2017	04.10.17	Cari Açık-Yukarı
Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (HM)	3,0 milyar TL	-9,9 milyar TL	Eylül 2017	06.10.17	Faizler-Yukarı
İmalat PMI Endeksi (ABD)	52,8	53,1	Eylül 2017	02.10.17	Dolar/TL-Yukarı
ISM İmalat Endeksi (ABD)	58,8	60,8	Eylül 2017	02.10.17	Dolar/TL-Yukarı
Motorlu Taşıt Satışları (ABD)	16,1 milyon	18,6 milyon	Eylül 2017	03.10.17	Dolar/TL-Yukarı
Gallup Ekonomik Güven Endeksi (ABD)	6,0	4,0	Eylül 2017	03.10.17	Dolar/TL-Aşağı
Redbook Dükkan Satışları Y/Y (ABD)	%4,0	%4,1	30 Eylül H.	03.10.17	Dolar/TL-Yukarı
İşsizlik Başvuruları (ABD)	272 bin	260 bin	30 Eylül H.	05.10.17	Dolar/TL-Yukarı
Bloomberg Tüketici Güven E. (ABD)	51,6	49,9	1 Ekim H.	05.10.17	Dolar/TL-Aşağı
Tarım Dışı İstihdam A/A (ABD)	169 bin	-33 bin	Eylül 2017	05.10.17	Dolar/TL-Aşağı
İşsizlik Oranı (ABD)	%4,4	%4,2	Eylül 2017	05.10.17	Dolar/TL-Yukarı
Ortalama Saatlik Kazanç Y/Y (ABD)	%2,7	%2,9	Eylül 2017	05.10.17	Dolar/TL-Yukarı
İmalat PMI Endeksi (AB)	57,4	58,1	Eylül 2017	02.10.17	Euro/TL-Yukarı
İşsizlik Oranı (AB)	%9,1	%9,1	Eylül 2017	02.10.17	Euro/TL-Yatay
ÜFE Y/Y (AB)	%2,0	%2,5	Ağustos 2017	03.10.17	Euro/TL-Yukarı
Bileşik PMI Endeksi (AB)	55,7	56,7	Eylül 2017	04.10.17	Euro/TL-Yukarı
Perakende Satışlar Y/Y (AB)	%2,3	%1,2	Ağustos 2017	04.10.17	Euro/TL-Aşağı

Bu Hafta Açıklanacak Veriler

Kurum	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
Sanayi Üretim Endeksi (TÜİK)	Ağustos 2017	09.10.17	Büyüme
Perakende Satış Endeksleri (TÜİK)	Ağustos 2017	09.10.17	Büyüme
Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri (HM)	Eylül 2017	09.10.17	Faizler
Motorlu Kara Taşıtları (TÜİK)	Ağustos 2017	11.10.17	Büyüme
Ödemeler Dengesi İstatistikleri (TCMB)	Ağustos 2017	11.10.17	Dolar-TL
Sanayi Ciro Endeksi (TÜİK)	Ağustos 2017	13.10.17	Büyüme
Dış Ticaret Endeksleri (TÜİK)	Ağustos 2017	13.10.17	Büyüme
Özel Sektörün Yurtdışından Sağl. Kredi Borcu (TCMB)	Ağustos 2017	13.10.17	Dolar-TL

Ekonomi politikasında metal yorgunluk – Gözlem Gazetesi – 06.10.2017

Geçen haftaki yazımızda Orta Vadeli Plan'daki tutarsızlık ve çelişkilere değinmiştik. Eylül 2017 enflasyon rakamları açıklandı. Yıllık enflasyon (TÜFE) %11.20 ile yüksek kalmaya devam ediyor. Çekirdek enflasyon (Gıda ve içecek, içki, sigara, altın fiyatları artışları hariç) %10.98 ile 2004 sonrası yani 13 yılın en yüksek seviyesi. Üretici fiyatlarındaki artışı gösteren ÜFE ise %16.3 ile 2008 yılından bu yana yani dokuz yılın en yüksek oranına çok yakın. Tüketici fiyatlarındaki en yüksek artış kalemleri eğitim ve ulaştırma hizmetleri. Merkez Bankası, bu enflasyon gelişmelerine ilişkin duyurusunda; "mevsimsellikten arındırılmış verilerle çekirdek enflasyon göstergelerinin üç aylık ortalamaları incelendiğinde, enflasyonun ana eğilimindeki yükselişin Eylül ayında da sürdürdüğünü" gözlemlendiğini belirtmiş bulunmaktadır. Üretici fiyatlarındaki yükselişin devam ediyor olması henüz kur geçişkenliğinin tamamen tüketici fiyatlarında yansımadağını gösteriyor. Talep koşullarının elverişli olması durumunda bu yansıma gerçekleşecek.

Dokuz aylık TÜFE artışının % 7.29 olduğunu göz önüne alacak olursak geçen haftaki OVP da yıl sonu enflasyon tahmini olarak gösterilen % 9.5'un tutturulması şimdiden zorlaştı. Zira yılın son üç ayındaki toplam fiyat artışını bu koşullarda %2.43'te tutmak mümkün değil. Yıl sonunu çift hane ile kapatacağız. Aslında yılın son ayından itibaren 2018 in ilk çeyreğinde enflasyonu baz etkisiyle düşürebilmek mümkün. Ancak gerek büyüme politikası, gerekse gevşek maliye politikası bu düşürmeye izin vermeyecek gibi görünüyor. Ayrıca KGF kefaleti ile genişletilen kredi arzı da enflasyonun düşürülmesini zorlaştırıyor.

2016 son çeyreğinden itibaren fiyatlandırma davranışları bozuluyor. Enflasyon sepetindeki kalemlerin yaklaşık üçte ikisinin fiyatları sürekli artıyor. Bu da ÜFE geçişkenliğinin hala devam ettiğini gösteriyor. Orta Vadeli Program %5.5 büyümenin %7, %6 ve %5 enflasyonla gerçekleştireceğini öngörüyor. Bu, iki

yönden imkansız. Birincisi, potansiyel büyümenin ne olduğu belirsiz. Eski milli gelir hesaplamalarına göre potansiyel büyüme uzun yıllar ortalaması % 4.9. Ancak, yeni serilerle bu oran nedir, açıklanmadığı için bilmiyoruz. Eğer potansiyel büyüme oranı son yıllardaki düşüşe paralel %3'ler civarındaysa %5.5 büyüme kesinlikle talep artışı yaratacak ve enflasyon yüksek kalmaya devam edecek. İkincisi gevşek maliye politikası ve genişleyen kredi arzıyla enflasyonu düşürmek zor, neredeyse imkansız.

Bu açıdan Orta Vadeli Programın hazırlanışında tutarsız planlama ve hesaplamalar olduğunu görüyoruz. Ülkemizdeki dolarizasyon gerçeği ve kur değişkenliğinin fiyatlara aktarımı hususlarını göz önüne alacak olursak programdaki %4'ler civarındaki kur artışı öngörüsü hayali gibi.

Vergi artışlarından bazılarının tekrar kısmen geriye alınmaları da programın bir başka yönden hesaplama stratejilerinin hatalı olduğunu açıklıyor. Nitekim Sn. Cumhurbaşkanı bu konuda Meclis açılış konuşmasında eleştiride bulundu. Bütün bu çelişki ve tutarsızlıkların nedeninin 2013 yılından sonra başlayan ekonomi politikasındaki değişim ve yorgunluklar olduğunu düşünüyoruz. Küresel ekonomik koşulların gidişatında pasif bir politika izlemek bu sonuçları yaratıyor.

Enflasyonu önleme politikaları tespit edilirken daha gerçekçi olmamız gerekiyor. Döviz giderimizin döviz gelirimizden fazla olduğu, üretimimizin de ithalata bağımlılığının gittikçe arttığı, döviz kuru değişkenliğinin eninde sonunda fiyatlara yansıtacağı parametrelerini daima göz önünde tutmalıyız.

Bütçe açığı artışı

Merkezi Yönetim Bütçe Açığının GSYİH'ya oranı 2016 yılında %11 iken 2017 yılını %2 oranıyla kapatması beklenmektedir (Orta Vadeli Program). Bunun nedeni, kamu harcamalarında sosyal güvenlik, savunma harcamaları artışından kaynaklanıyor. Bunlara ilaveten kredi genişlemesine verilen desteklerin 2018'den

itibaren devreye girmesi bu harcama potansiyelini ayrıca arttıracaktır.

Ağustos ayında bütçe harcamaları geçen yılın aynı ayına kıyasla %24.4 oranında artarken bütçe gelirlerinin aynı dönemdeki artış oranı ancak %12 oranında kalmıştır. Yine aynı dönemde faiz dışı fazla %46.1 oranında daralarak 8.4 milyar TL'den 4.6 milyar TL düzeyine inmiştir. Dahilde alınan vergilerde zayıf görünüm devam etmiştir. Bu dönemde harcamalardaki %22.4'lük artışı 9.4 puanı cari transferlerden 5.8 puanı ise gayrimenkul sermaye ve üretim giderlerinden oluşmuştur.

Görüldüğü üzere gelirler daha düşük, giderler daha yüksek oranda artmakta, dolayısıyla faiz dışı fazla da yaklaşık yarıya inmiş bulunmaktadır. Bu nedenle yıl sonunda bütçe açığı /GSYİH'nın geçen yıla (%1.1) göre yaklaşık bir misli artarak %2'ye yükselmesi beklenmektedir. Kuşkusuz, güvenlik ve büyüme amaçlı harcamaların bunda katkısı büyüktür. Orta Vadeli Programa göre vergi artışları planlamasına rağmen, vergi barışı hasılatlarının arızı olarak bu rakamlarda yer almasına rağmen bütçe açığı devam etmiştir.

Borçlanma'daki artış

Hazine Müsteşarlığının yayınladığı istatistiklere göre 2017 1.çeyreğindeki kamu net borç stoku 232.6 milyar TL'den 2. çeyrek sonu itibariyle 236.8 milyar TL'ye yükselmiştir. 2015 yılında 161 milyar TL'ye kadar düşen kamu net borcu 2016 yılından itibaren artmaya devam etmiş 2016 sonu itibariyle 219.2 milyar TL olan borç 2017/6 ay itibariyle 236.8 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2013 sonu itibariyle sıfıra inen reel borçlanma faiz oranı 2017 yılında tekrar %2'ler civarına yükselmiştir.

Ülkemizin brüt dış borç stoku ise 2016 sonu itibariyle (119.8'i kamu 283.8'i Özel sektöre ait olmak üzere toplam) 403.6 milyar dolar iken 2017 2.çeyrek itibariyle (129.3 milyar doları kamu 302.2 milyar doları özel sektöre ait olmak üzere toplam) 532.4 milyar dolara yükselmiş bulunmaktadır. Türkiye Brüt Dış Borç

stoku/GSYİH oranı 2011 yılında %36.5 iken 2017 2.çeyreğinde %51.8'e yükselmiş bulunmaktadır. Borçların bu artışının yansımaları borç servisi oranlarında da görüyoruz. Bu oran %140'ları aşmış durumdadır. Yani 100 lira ödeme yapılırken 140 lira borçlanılmaktadır.

Borçlanma konusuna değinmişken bir hususu daha burada belirtmekte yarar var. Kamu Finansman ve Borç Yönetimi yasasına göre kamunun ne kadar borçlanma yapabileceği koşullarıyla bu yasada belirtiliyor. Bu imkanların dışında limitin arttırılamayacağı hükme bağlanıyor. Bu yasaya göre bu seneki borçlanma limiti ek imkanlarda 52.3 milyar TL'dir. Ancak Hazine'nin ihtiyacı bu rakamdan da fazla olduğundan torba yasa değişikliği ile 37 milyar TL daha borçlanabileceği hükmü getiriliyor. Burada yapılması gereken ek bütçe yasası ile yeni bütçe açığı büyüklüğünü belirlemek olmalıydı. Aksi halde hukuki tartışmalar söz konusu olacaktır.

Küresel sermaye hareketlerinin elverişli olduğu ortamı maalesef kötü harcadık. 2009 sonrası gayri safi sabit sermaye oluşumunu azalttık, inşaat yatırımlarını sürekli arttırdık. Bu nedenle ihracatımız yaklaşık beş yıldır 150 milyar dolarlar civarında seyrediyor. Tasarruf açığı olan ülkemizde kalkınmanın finansmanı için yabancı kaynağa muhtacız. FED ve AMB'nin normalleşme koşullarını arttırdığı anda şimdi yüksek diye eleştirdiğimiz bu faizleri daha da yükseltmek zorunda kalabiliriz. Faiz konusunda yapılan eleştirileri öncelikle enflasyon konusunda yapmalıyız. Enflasyonu çözmeden hiçbir şey yapamayız. Bunu çözmenin yolu da sadece konuyu Merkez Bankasına yüklemekten geçmez. Kuşkusuz etkin para ve maliye politikalarının yanında katma değeri yüksek üretime odaklanmak, yapısal reformları tamamlamak (eğitim, vergi, hukuk vs) ve verimliliğimizi arttırmak, daha tutarlı, daha gerçekçi orta vadeli programlar yapmalıyız.

Yeminli Mali Müşavir

M.Saim Uysal
uysalsaim@gmail.com