

PKF IZMIR Haftalık Bülten

25 | 29
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
- ORTA VADELİ PROGRAM VE TRUMP'IN VERGİ REFORMU

ABD ekonomisi: Enflasyon görünümü olumsuz...

Geçtiğimiz hafta Fed başkanı Yellen da dahil olmak üzere birçok FOMC üyesi yaptıkları konuşmalarda ABD enflasyon görünümüne ilişkin aşağı yönlü risklere dikkat çekti. Azalan işsizlik oranına karşın enflasyonun bir türlü yükselme eğilimine girememesi piyasa profesyonelleri ve Fed yetkilileri arasında tartışma konusu olmaya devam ediyor. Bu çerçevede, **tam istihdam oranı ve nötral faizlerin doğru tahmin edilmesi/hesaplanması** konuları öne çıkarken bu belirsizlik olgularına bağlı olarak **bilanço küçültme takviminde değişiklikler** yapılabilir. Bir başka önemli belirsizlik kaynağı da önümüzdeki haftalarda Yellen'ın yerine Fed'e başkan olarak atanacak ismin kim olacağı.

Dolar endeksi (**93**) ve ABD uzun vadeli tahvil faizlerindeki (**%2,35**) artış eğilimi sürüyor. Öte yandan ABD ekonomisi ikinci çeyrekte yıllıklandırılmış **%3,1** oranında büyüme kaydederken, kişisel tüketim harcamaları fiyat endeksi de Ağustos ayında yıllık bazda **%1,4** oranında **yükseldi** (çekirdek enflasyon **%1,3**). Referans enflasyon oranındaki hedeften uzak bu seyir, Fed yetkililerinin kaygılarını artırır nitelikte. Aynı dönemde Chicago Fed ulusal faaliyet endeksi de **-0,3** değeri ile **trendin altında** ekonomik aktiviteye işaret etti. Eylül'ün son haftasında dükkan satışları yıllık bazda **%4** oranında **artarken** Bloomberg tüketici güven endeksi de **1 puan yükselerek 51,6'ya çıktı**. Case-Shiller konut fiyat endeksi ise yıllık bazda **%5,8 artarak** yukarı yönlü Dolar-TL hareketini destekledi. ABD'yi vuran kasırgaların devam eden etkisiyle Eylül'ün son haftasında **272 bin yeni işsizlik sigortası başvurusu** yapıldı.

Euro bölgesi: Güven endeksleri yükselişte...

Ağustos ayında hanehalkı kredileri Euro bölgesinde yıllık bazda **%2,7** oranında **arttı**. Eylül ayına ilişkin beklenti anketi verilerinin açıklandığı geçtiğimiz hafta tüm bekleyişlerin **olumlu** yönde geliştiğini gözlemledik. Tüketici güven endeksi **0,3 puan artarak -1,2'ye gelirken** iş ortamı beklenti endeksi **0,2 puan artışla 1,3** oldu. Ekonomik algı göstergesinin ise **1,1 puan artışla 113'e yükseldiği** haftada tüketici enflasyon beklentisi endeksinin de **11,6'dan 14,2'ye çıktığı** görülüyor.

Türkiye ekonomisi: Orta Vadeli Program (OVP) açıklandı...

OVP önümüzdeki üç yıllık dönemde ortalama **%5,5** büyüme ve kademeli şekilde **%5'e** inen TÜFE enflasyonu öngörüyor. Bununla beraber, ortalama Dolar-TL kuru beklentilerinin ima ettiği kur artışı enflasyon oranından altta kaldığı için Türk lirasının **reel bazda değer kazanarak iç talebin desteklenmesi** hedeflenmiş. Fed'in bilanço küçültmesi üzerine küresel finansal koşulların yükselen piyasalar aleyhine sıkışması programın **içsel tutarlığını tehdit ediyor**. Zira öngörülen **Dolar-TL patikasını** temin edecek TCMB **politika faiz oranları** yine programın hedeflediği **büyüme** oranlarının yakalanmasını **zorlaştırabilir**.

Türk Lirası geçen hafta küresel finansal piyasalardaki sıkışmanın sürmesi ve Brent petrol fiyatlarının **57 Doların üzerinde** kalması üzerine hem Euro (**4,21**) hem de Dolara (**3,58**) karşı **kayıplar** yaşadı. Kredi temerrüt takası primlerinin **187** değerini koruduğu haftada BİST 100 endeksi haftayı yaklaşık **103.000** düzeyinde tamamladı. Bu bağlamda, 1 yıllık vadeye ilişkin temerrüt olasılıklarından türetilen kurumsal kırılma endeksi yukarı yönlü hareketini sürdürerek **25** seviyesini **aştı**.

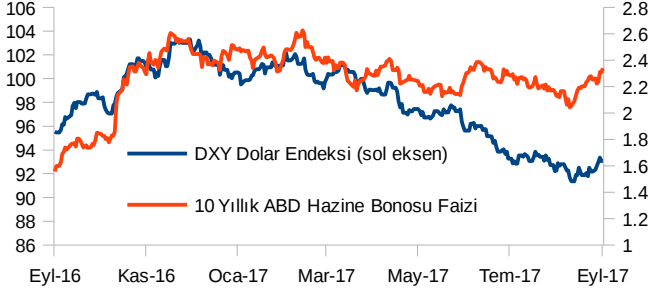
Ağustos ayında konut satışları yıllık bazda **%4,7 artarken** elektrik üretimi büyümesi de baz etkisinin ortadan kalkmasıyla **%6,6'ya geriledi**. Net uluslararası rezervlerin **2,8 milyar dolar yükseldiği** bu dönemde dış ticaret açığının yıllık bazda **%22,8** oranında **artması** ise Dolar-TL üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırdı.

Temmuz ayında hedonik konut fiyat endeksi yıllık bazda **%9,9** oranında **arttı** (reel bazda **%0,1**). Doğrudan yabancı yatırımlar ise Haziran'a göre **1 milyar dolar artsa** da, uluslararası sermayeli firmaların yabancı ortaklarından aldığı kredilerdeki azalış nedeniyle Ocak-Temmuz döneminde geçtiğimiz yıla göre **%9,7 azaldı**.

Eylül ayı ekonomik güven endeksindeki **3,2 puanlık gerileme** reel kesim dışındaki endekslerde gözlenen olumsuz görünümünden (tüketici **-%3,4** inşaat **-%5,5**) kaynaklanıyor. AB tanımlı borç stoku/GSYİH oranı ise yılın ikinci çeyreğinde **%28,5** düzeyinde olarak TL faizleri üzerinde **yatay** etki yaptı.

Seçilmiş Makroekonomik ve Finansal Göstergeler

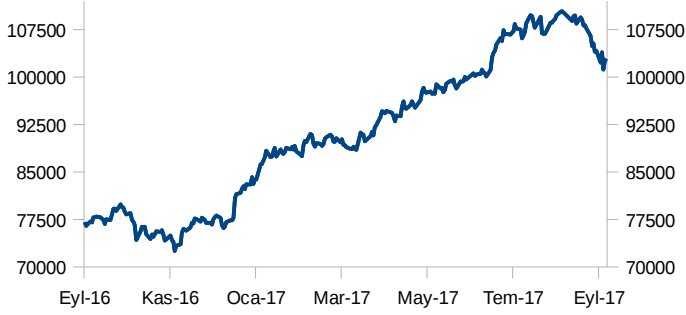
Temel Para Birimlerine Karşı ABD Doları ve Uzun Vadeli Faizler (Kaynak: investing.com)



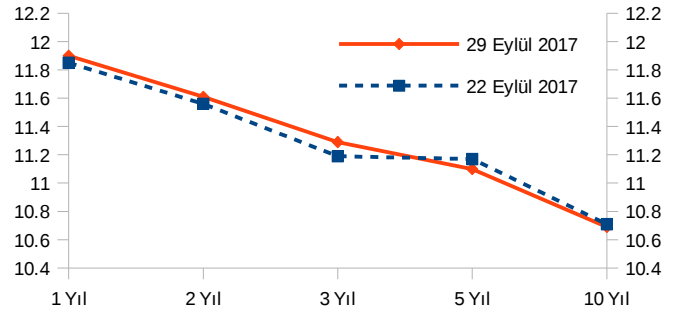
Kurumsal Kırılganlık Endeksi (Kaynak: NUS-RMI)



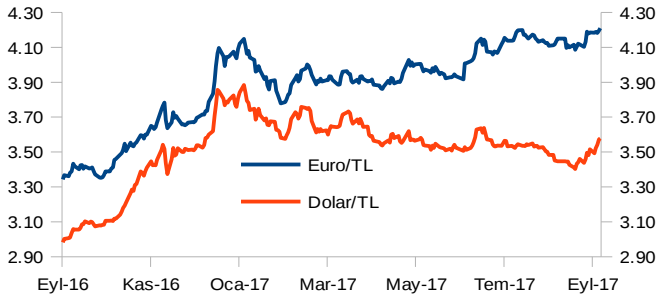
BIST 100 Endeksi (Kaynak: TCMB)



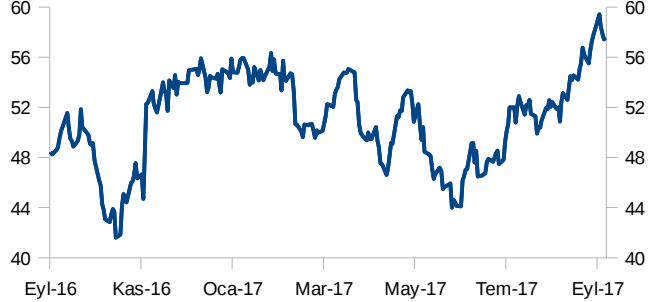
Getiri Eğrisi (Kaynak: investing.com)



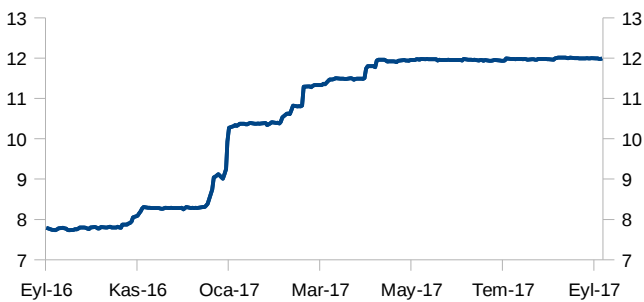
Döviz Kurları (Kaynak: TCMB)



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	Düzen	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
Konut Satış İstatistikleri (TÜİK)	115,9 bin	120,2 bin	Ağustos 2017	25.09.17	Büyüme-Yukarı
Reel Kesim Güven End. (TCMB)	110,2	110,8	Eylül 2017	25.09.17	Büyüme-Yukarı
Uluslararası Dođ. Yatırım Bült. (EB)	-282 milyon \$	808 milyon \$	Temmuz 2017	26.09.17	Dolar/TL-Aşağı
Ekonomik Güven Endeksi (TÜİK)	106,0	102,8	Eylül 2017	28.09.17	Büyüme-Aşağı
Net Uluslararası Rezervler (TCMB)	32,3 milyar \$	35,1 milyar \$	Ağustos 2017	28.09.17	Dolar/TL-Aşağı
Konut Fiyat Endeksi Y/Y (TCMB)	%10,8	%9,9	Temmuz 2017	28.09.17	Büyüme-Yatay
Dış Ticaret Açığı Y/Y (TÜİK)	%82,5	%22,8	Ağustos 2017	29.09.17	Büyüme-Aşağı Dolar/TL-Yukarı
Elektrik Enerjisi Üretim İstat. (ETKB)	%15,7	%6,6	Ağustos 2017	29.09.17	Büyüme-Aşağı
AB Tanımlı Borç Stoku/GSYİH (HM)	%28,7	%28,5	2017:Ç2	29.09.17	Faizler-Yatay
Chicago Fed Ulusal Faal. End. (ABD)	0,0	-0,3	Ağustos 2017	25.09.17	Dolar/TL-Aşağı
Redbook Dükkan Satışları Y/Y (ABD)	%3,6	%4,0	23 Eylül H.	26.09.17	Dolar/TL-Yukarı
Case-Shiller Konut Fiyat Endeksi (ABD)	%5,6	%5,8	Temmuz 2017	26.09.17	Dolar/TL-Yukarı
Tüketici Güveni (ABD)	120,4	119,8	Eylül 2017	26.09.17	Dolar/TL-Yatay
GSYİH Ç/Ç (ABD)	%3,0	%3,1	2017:Ç2	28.09.17	Dolar/TL-Yukarı
İşsizlik Başvuruları (ABD)	260 bin	272 bin	23 Eylül H.	28.09.17	Dolar/TL-Aşağı
Bloomberg Tüketici Güven E. (ABD)	50,6	51,6	24 Eylül H.	28.09.17	Dolar/TL-Yukarı
Kişisel Tüketim Harc. Enf. Y/Y (ABD)	%1,4	%1,4	Ağustos 2017	29.09.17	Dolar/TL-Aşağı
Hanehalkı Kredi Büyümesi Y/Y (AB)	%2,7	%2,7	Ağustos 2017	27.09.17	Euro/TL-Yukarı
Tüketici Güveni (AB)	-1,5	-1,2	Eylül 2017	28.09.17	Euro/TL-Yukarı
İş Ortamı Beklenti Endeksi (AB)	1,1	1,3	Eylül 2017	28.09.17	Euro/TL-Yukarı
Ekonomik Algı Göstergesi (AB)	111,9	113	Eylül 2017	28.09.17	Euro/TL-Yukarı
Tüketici Enflasyon Beklentileri (AB)	11,6	14,2	Eylül 2017	28.09.17	Euro/TL-Yukarı

Bu Hafta Açıklanacak Veriler

Kurum	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
Genel Yönetim Bütçe Dengesi (MB)	2017:Ç2	02.10.17	Faizler
TÜFE Y/Y (TÜİK)	Eylül 2017	03.10.17	Enflasyon
ÜFE Y/Y (TÜİK)	Eylül 2017	03.10.17	Enflasyon
Reel Efektif Döviz Kuru (TCMB)	Eylül 2017	04.10.17	Cari Açık
Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (HM)	Eylül 2017	06.10.17	Faizler

Orta Vadeli Program vergi artışları ve Trump'ın vergi reformu – Gözlem Gazetesi – 29.09.2017

Ekonomiden sorumlu Başbakan Yardımcısı Sn. Mehmet Şimşek "Orta Vadeli Program'ı" açıklamış bulunuyor.

Bu programın ana hedefleri; daha dengeli, sürdürülebilir ve kapsayıcı büyüme politikası, etkin kamu harcaması, verimli kamu yatırımı ve atıl kamu taşınmazlarının (lojmanlar dahil) kiralanması veya satışı.

Programın ayrıntılarına girmeden önce 2017 ve 2018 yıl sonu hedeflerinin revize edildiğini görüyoruz. Ana makro hedeflerin önceki ve revize sonuçları aşağıya çıkarılmıştır.

	2017		2018	
	Önceki-Revize	Önceki-Revize	Önceki-Revize	Önceki-Revize
Büyüme (%)	4.4	5.5	5.0	5.5
Enflasyon (%)	5.5	9.5	5.0	7.0
İşsizlik (%)	10.2	10.3	10.1	10.5
Cari Açık (Milyar Dolar)	32	39.5	31.7	40
Bütçe Açığı (Milyar TL)	46.9	61.7	44.3	65.9

Görüldüğü üzere %5.5'lük sürekli bir büyüme hedeflenirken Enflasyon ve işsizlikte ciddi iyileşme görülemiyor. 2018 hedefi olan %7'lik hedefin çok gerçekçi olmadığını nedenleriyle aşağıda açıklamaya çalışacağız.

Orta Vadeli Programın 2018-2020 dönemi varsayımları da şu şekildedir.

	2017	2018	2019	2020
Milli Gelir (Dolar)	8.522	9.302	9.976	10.744
Ort. Kur Varsayımı	3.56	3.70	3.88	4.02
Enflasyon (%)	9.5	7.0	6.0	5.0
Büyüme (%)	5.5	5.5	5.5	5.5
İşsizlik (%)	10.8	10.5	9.9	9.6
Cari Açık	4.6	4.3	4.1	3.9

Program dönemi sonunda kişi başı gelirimizin yukarıda varsayılan kurlarla 13.000 doları aşacağı tahmin ediliyor. 2017 sonu itibarıyla Merkezi yönetim bütçe açığının milli gelire oranının %2'ye yükselmesi öngörülüyor. Bu oranın program sonunda %1,6'ya düşürülmesi hedeflenmektedir. Program dönemi sonunda Kamu kesimi borçlanma gereği hedefi %2,3, AB tanımlı borç stokunun milli gelire oranı ise %27,5 seviyesi öngörülüyor.

Programın Özeti

Orta vadeli Programda 5 politika alanı da önceliklendirilmiştir. Bunlar;

- Makro ekonomik istikrarın sürdürülmesi,
- Beşeri sermaye ve işgücü kalitesinin artırılması, yüksek katma değerli üretimin yaygınlaştırılması,
- İş ve yatırım ortamının iyileştirilmesi
- Ve kamuda kurumsal kalitenin artırılmasıdır.

Bunlardan her birinin ayrıntıları Sn. Bakan'ca açıklanmış bulunmaktadır. Bunlara bu yazı kapsamında giremiyoruz.

Programın hazırlanmasında iki ana unsurun dikkate alındığını görüyoruz. Bunlar: 2016 yılında başlayan vergi indirimleri, teşvik ve kredi garanti fonu kefaletlerinin bütçe açığını arttıracığı gerçeği ve savunma harcamalarının jeopolitik nedenlerle (Suriye ve Kuzey Irak sorunu) artacağı ve kredi genişlemesinin enflasyon yaratacağı hususları. Daha önceki yazılarımızda defalarca bu konuda uyarılarda bulunmuştuk.

İşte hükümet bu sakıncaları ortadan kaldırmak için bir taraftan sürdürülebilir %5,5'lik büyüme ve diğer taraftan %9,5'a ulaşan enflasyonu aşağılara çekmek için piyasaların şu anda beklemediği bir vergi artırım çalışmasını torba yasayla devreye soktu. Amaçlanan hem büyüme sağlamak ve diğer taraftan düşük enflasyon hedefine ulaşmak.

Vergi Düzenlemeleri:

Getirmek istenen vergi artışlarını başlıklar halinde özetleyerek olursak:

- Gelir Vergisi dilimlerinin üçüncü dilimi %27'den %30'a çıkarılıyor. Bu uygulama 2017 yılı kazançlarına da uygulanacak.
- Finans sektöründeki kurumların kurumlar vergisi oranı %20'den %22'ye yükseltiliyor.
- Gayrimenkul satış kazanç istisnasındaki %75'lik oran %50'ye, gayrimenkul sermaye iratlarına ait gelir vergisi uygulamasındaki götürü gider oranı %25'ten %15'e indiriliyor.
- Otomobillere ait motorlu taşıt vergileri %40 arttırılıyor.
- Cep telefonu, sabit telefon ve data hizmetlerine uygulanan farklı vergi artı uygulaması kaldırılarak %7,5 tek oranı uygulanıyor.
- Şans oyunlarındaki vergi kesintisi oranı %10'dan %20'ye çıkarılarak, meyveli gazozlara %25 vergi getiriliyor.
- Dağıtılmayan kar payları %1 vergilenecek.

Toplam 28 milyarlık bu vergi paketinin 8 milyarlık kısmı savunma sanayine aktarılacaktır. Ayrıca Savunma Sanayi Fonunu desteklemek amacıyla gelir, kurumlar, motorlu taşıtlar vergisi ve veraset ve intikal vergilerinin hasılatlarından doğrudan savunma sanayi fonuna aktarım yapılacağı öngörülmektedir.

Programın hazırlanmasındaki küresel varsayımların oldukça iyimser olduğu görülmektedir. Halen gelişmekte olan ülkelere mevcut net sermaye akışının pozitif devam edeceği, petrol fiyatlarında sınırlı artış olacağı, Amerika'nın faiz konusunda güvercin politikasının devam edeceği öngörülmüş. Orta vadeli program açıklanırken aynı anda Amerika'da Trump'ın vergi reformu ilan edilmekteydi.

Trump'ın Vergi Planı

Bu düzenlemelere göre kurumlar vergisi ve küçük şirketlerin vergi yükümlükleri azalıyor. En yüksek gelirli kişilere uygulanan vergi oranı düşürülüyor. Gelir vergisinde vergi dilim sayısı yediden üçe düşürülüyor. Yurt dışında faaliyet gösteren veya gelirlerinin yurt dışında Amerikalı şirketlerden bir defaya mahsus vergi

alınarak Amerikan ekonomisine katkı sağlanması amaçlanıyor.

Düşük gelirli ve orta sınıf için evli çiftlerde 24.000 dolarlık kazanç vergi dışı bırakılıyor. (Bu tutar bekarlarda 12.000 dolar uygulanacak). Trump'ın ifadesiyle A.B.D. tarihindeki en büyük vergi indirimi olacağı söyleniyor.

Bu planın uygulanıp başarılı olması halinde Amerikan bütçesi açık verecek ve Amerika daha çok borçlanacak bu da dolar faizinin yükselmesi ve gelişmekte olan ülkelere giden portföy hareketlerinin azalması anlamına gelecek.

Programa ilişkin eleştirilerimiz:

•Program hem cari açığın hem bütçe açığının milli gelire oranlarının düşmesini öngörüyor. FED'in faiz politikasında bu yıl sonu bir, 2018 de üç kez faiz arttıracığı yönünde gidişi var. Ayrıca ekimde başlayacak bilanço küçültmesinin de başlangıçta küçük rakamlar olsa bile gittikçe tutarlarının arttırılacağı öngörülüyor. İşte bu ortamda daha önce belirttiğimiz üzere küresel sermaye hareketlerinde gelişmekte olan ülkeler ve tabii ki ülkemiz de olumsuz etkilenecek. Tasarruf oranının çok düşük olduğu ülkemizde büyümenin finansmanı için kuşkusuz yabancı kaynağa ihtiyacımız var. Bu kaynağın daraldığı ve pahalandığı ortamda söz konusu büyüme nasıl gerçekleştirecek?

•Amerikan dolarındaki kur varsayımları oldukça fazla iyimser bulunmaktadır. Kurun 2018'te %4, 2019 da %4,8, 2020 yılında ise % 3,6 oranında artacağı varsayılıyor. Bu varsayım, kesinlikle gerçekçi değildir. Nedenleri bir önceki açıklamamızda mevcut. Düşük kurla hesaplanan dolar bazlı milli gelir hesabı da ne kadar gerçekçi olur?

Savunma harcamalarının gittikçe artacağı ve arttığı bir ortamda her yıl aşağı yukarı 200 milyar dolar civarında dış kaynak bulunması gereği de ortada dururken enflasyon tahminlerinin bile altında kalan kur artışları nasıl finanse edilecek?

•Amerika'nın faiz politikası yanında vergi reformunu da gerçekleştirmesi durumunda yabancı kaynağa ulaşmak hem zorlaşacak ve hem de ulaşılsa bile maliyetler yükselecek. Ayrıca Avrupa Merkez Bankası'nın da genişlemeyi azaltması söz konusu olursa bu konuda ilave bir negatiflik gelecek.

•28 Milyarlık bir ek vergi getirilmesi bütçe açığı açısından olumlu. Ancak daha önce uygulanan vergi barışı tahsilatlarının bu program döneminde azalacağı hesaplamalarda öngörülmüş müdür? Bilmiyoruz.

•Bir önceki "Orta Vadeli Program" hedefleri ve gerçekleştirmeleri karşılaştırmalı olarak incelenecek olursa (2016 ve 2017 revize rakamlar bunu göstermektedir) hedefler tam olarak realize edilememektedir. Örneğin yıllardır %5 enflasyon hedefliyoruz. Ancak bir türlü bu hedefe ulaşamadık.

•AB ile ilişkilerin olumsuz seyrettiği, Almanya ile gerginliğin devam ettiği, jeopolitik risklerin katsayısının arttığı, olağanüstü halin devam ettiği ve kalkması için bir tarih öngörülmediği ortamda %5,5'lik büyümenin sürdürülebilirliği tartışma yaratır.

•Faizlerin düşürülüp, yatırım harcamalarının arttırılacağı gerçeği karşısında finans kesimi vergi yükümlülüğünün artması ve 28 milyarlık ilave vergi salınması kredi kaynağını daraltıp pahalılaştırmayacak mı? Yüksek faiz ile yatırım harcamaları nasıl arttırılacak? Bu durumda faizler nasıl düşürülecek? Büyümenin kaynağı tüketim ve inşaat harcamaları mı olacak. Bunların ayrıntıları programın kendisi tam olarak açıklandığında ayrıca değerlendirmeye konu olacak. Eğer tüketim kaynaklı büyüyeceksek enflasyon nasıl düşürülecek?

Son olarak Orta Vadeli Programlar hazırlanırken hedeflerin tutarlı, varsayımların gerçekçi olması ve konjonktürel parametrelerin dikkate alınması hedeflere ulaşabilmeyi kolaylaştıracaktır.

Yeminli Mali Müşavir

M.Saim Uysal
uysalsaim@gmail.com