

PKF IZMIR Haftalık Bülten

9 | 13
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

- IMF DÜNYA EKONOMİK GÖRÜNÜMÜ-EKİM RAPORU
- ABD EKONOMİK GELİŞMELERİ
- TÜRKİYE EKONOMİSİ FİNANSAL VE REEL GELİŞMELERİ
- AŞIRI BORÇLANMA

IMF Dünya Ekonomik Görünümü (DEG)-Ekim raporunu yayımladı...

DEG-Ekim raporunda IMF, genele yayılan yukarı yönlü revizyonlar sonucu 2017 büyüme tahminini (Nisan raporuna kıyasla **0,1 yüzde puan artırarak**) **%3,6** olarak duyurdu. Öte yandan, **gelişmiş ülkelerde enflasyonun** hedeften **uzaklığı** ve **emtia ihracatçılarının** maruz kaldığı **düşük fiyat şokları** kısa vadeli riskler arasında sıralanıyor. Ancak IMF'ye göre bu riskler, Euro bölgesi, Japonya, yükselen Asya, yükselen Avrupa ve Rusya gibi bölge/ülkelerdeki güçlü momentum ile dengelenirken; yukarı yönlü revizyonlar orta vadede değerlendirilmesi gereken fırsatlara dönüşüyor.

Orta vadeli riskler arasında küresel **finansal koşullarda** beklenenden **daha erken sıkılaşma**, **Dolar endeksinde** görülebilecek **değerlenmeyle yükselen piyasalarda finansal güçlüklerin** belirmesi, **gelişmiş** ülkelerde **düşük enflasyonun** devam etmesi, **finansal istikrar** ve **dış ticaret esnekliğini** gözetken politikaların **terk edilmesi** ve **jeopolitik** riskler sıralanmış.

Rapor ABD için 2017'de büyüme, enflasyon ve işsizlik oranlarını sırasıyla **%2,2**, **%2,4** ve **%4,4** olarak tahmin ederken, söz konusu projeksiyonlar Euro bölgesi için sırasıyla **%2,1**, **%1,5** ve **%9,2** olarak tayin edilmiş.

ABD ekonomisi: Enflasyon ve istihdam gelişmeleri olumlu...

Geçtiğimiz hafta açıklanan ABD ekonomik verilerine göre Ağustos ayında açık iş sayısı **6,1 milyon** olurken, yeni işsizlik sigortası başvuruları da Ekim ayının ikinci haftasında **243 bine geriledi**. Bloomberg tüketici güven endeksinin **49,5** değerini aldığı aynı dönemde U. of Michigan tüketici algısı endeksi de **6 puan artışla 101,1'e çıktı**. Eylül ayında ÜFE ve TÜFE enflasyon oranları yıllık bazda sırasıyla **%2,6** ve **%2,2 (çekirdek oranlar %2,2 ve %1,7)** gelerek Fed'in Aralık ayında faiz artırma ihtimalini artırdı. Ancak küçük işletme iyimserlik endeksinin Eylül'de **2,3 puan düşerek 103'e gerilemesi** ve mağaza satışları yıllık büyümesinin Ekim'in ikinci haftasında **0,8 yüzde puan azalışla %3,2'ye gerilemesi** sonucu Dolar endeksi (**93**) ve ABD uzun vadeli tahvil faizlerindeki (**%2,28**) yükseliş kesintiye uğradı.

Türkiye ekonomisi: IMF büyüme tahminini yükseltti...

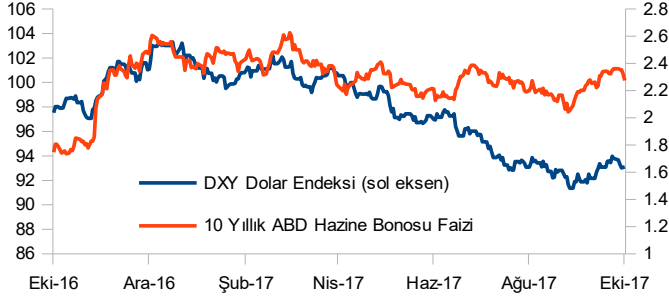
DEG raporu Türkiye atıflarında, 2017 için büyüme, enflasyon ve işsizlik tahminleri sırasıyla **%5,1**, **%10,9** ve **%11,2** olarak belirlenmiş. 2017 cari açık/GSYİH oranı ise **%4,6** olarak tahmin edilmiş. Nisan raporu büyüme tahminine yapılan **%2,6'lık yukarı yönlü revizyonun** ardında **ihracatın** yılın ilk yarısında **beklenenden fazla** büyümesi ve **maliye politikası** duruşunun **genişlemeci** yöne evrilmesi sıralanıyor. Öte yandan **TL'deki değer kayıplarına** bağlı olarak **enflasyonun** önemli ölçüde **yükseldiği** belirtilirken, enflasyonun **tahmin ufkunda %5'lik** hedefi bulamayacağına işaret ediliyor. Bu bağlamda **sıkı para politikası duruşunun korunması** gerektiği de vurgulanmış.

Geçtiğimiz hafta ABD ile yaşanan vize gerilimi jeopolitik riskleri ve TL üzerindeki baskıyı güçlendirdi. Nitekim Türkiye tahvilleri getiri eğrisi **1 yıldan uzun** olan tüm vadelerde ortalama **17 baz puan yukarı kaydı**. Ancak IMF büyüme revizyonu, Dolar endeksindeki yükselişin mola vermesi ve Brent petrol fiyatlarının **55,5 Dolar'a gerilemesinin** de katkısıyla kredi temerrüt takası primleri **178 baz puan** civarında **yatay** seyrederken, kurumsal kırılma endeksi de **24,5'e geriledi**. Bu gelişmelerden destek alan BİST 100 endeksi tekrar **106.200** düzeyini **aşarken**, TL'nin kur sepetine karşı (**3,97**) değer kayıpları da bir miktar yavaşladı.

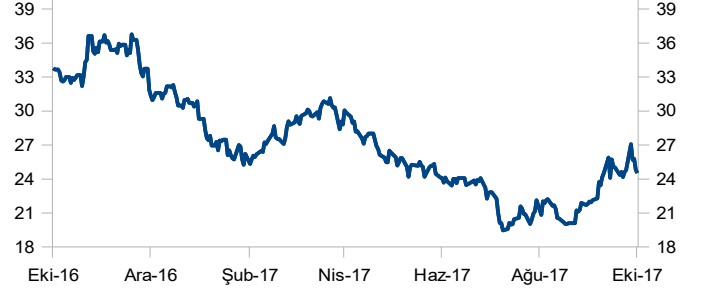
Ağustos ayında sanayi üretim (**ciro**) endeksi yıllık bazda **%5,2 (%26,6)** oranında **artarken** perakende satışlar hacim endeksi de **%2,6** oranında **büyüdü**. Trafığe kaydı yapılan motorlu taşıt sayısı ise **%12,8** oranında **yükseldi**. 12 aylık birikimli cari açık Ağustos'ta **37 milyar Dolar'da sabit** kalırken finans hesabında doğrudan yabancı yatırımdan DİBS kanallı girişlere yönelik dikkat çekiyor (**resmi rezerv artışı 3,4 milyar Dolar**). Özel sektörün yurtdışından sağladığı kredi borcu ise geçtiğimiz aya göre uzun ve kısa vadelerde sırasıyla **2,3** ve **0,6 milyar Dolar artış** gösterdi. Dolar-TL'yi **yukarı** yönlü baskılayan bu gelişmelerin yanında merkezi yönetim iç borç çevirme oranlarının da Eylül'de **%155** olarak gerçekleşmesi TL faizleri **yüksek** tutuyor (kümülatif nakit borçlanma maliyeti **%10,83**).

Seçilmiş Makroekonomik ve Finansal Göstergeler

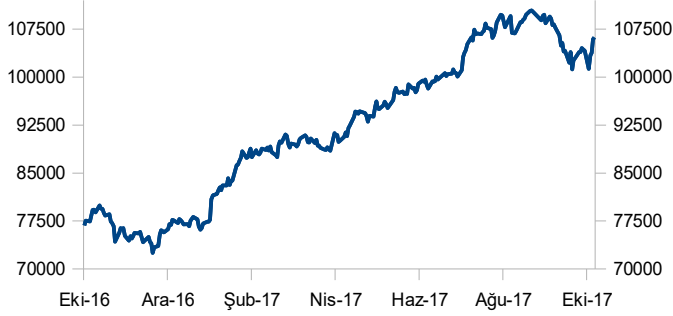
Temel Para Birimlerine Karşı ABD Doları ve Uzun Vadeli Faizler (Kaynak: investing.com)



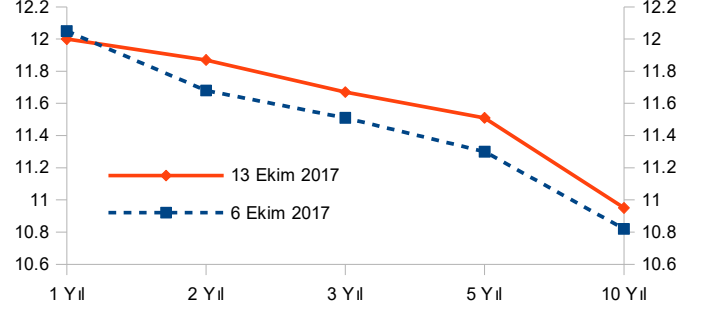
Kurumsal Kırılganlık Endeksi (Kaynak: NUS-RMI)



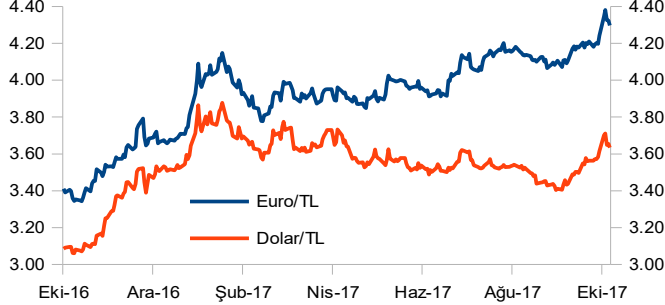
BIST 100 Endeksi (Kaynak: TCMB)



Getiri Eğrisi (Kaynak: investing.com)



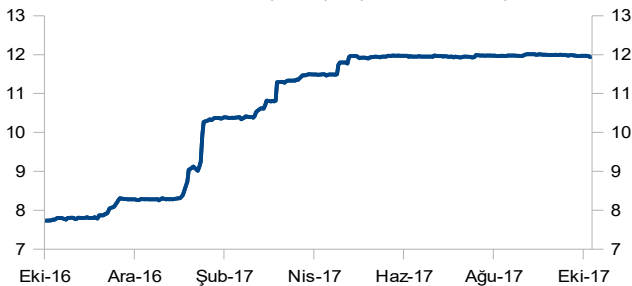
Döviz Kurları (Kaynak: investing.com)



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	Düzy	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
Sanayi Üretim Endeksi Y/Y (TÜİK)	%14,5	%5,2	Ağustos 2017	09.10.17	Büyüme-Yukarı
Perakende Sat. Hacim End. Y/Y (TÜİK)	%2,6	%2,6	Ağustos 2017	09.10.17	Büyüme-Yukarı
Merk. Yön. İç Borç Çevir. Oranı (HM)	%168,9	%154,6	Eylül 2017	09.10.17	Faizler-Yukarı
Yeni Motorlu Kara Taş. Y/Y (TÜİK)	%41,1	%12,8	Ağustos 2017	11.10.17	Büyüme-Yukarı
12 Aylık Birikimli Cari Açık (TCMB)	37,1 milyar \$	37,0 milyar \$	Ağustos 2017	11.10.17	Dolar/TL-Yatay
Sanayi Ciro Endeksi Y/Y (TÜİK)	%36	%26,6	Ağustos 2017	13.10.17	Büyüme-Yukarı
Dış Ticaret Haddi (TÜİK)	107,1	106,7	Ağustos 2017	13.10.17	Büyüme-Aşağı
Özel Sek. Yd. Kredi Borcu (TCMB)	230,6 milyar \$	233,5 milyar \$	Ağustos 2017	13.10.17	Dolar/TL-Yukarı
NFIB Küçük İşl. İyimserlik En. (ABD)	105,3	103,0	Eylül 2017	10.10.17	Dolar/TL-Aşağı
Redbook Mağaza Satışları Y/Y (ABD)	%4,1	%3,2	7 Ekim H.	10.10.17	Dolar/TL-Aşağı
Açık İşler (ABD)	6,14 milyon	6,08 milyon	Ağustos 2017	11.10.17	Dolar/TL-Yukarı
İşsizlik Sigortası Başvuruları (ABD)	258 bin	243 bin	7 Ekim H.	12.10.17	Dolar/TL-Yukarı
ÜFE Y/Y (ABD)	%2,4	%2,6	Eylül 2017	12.10.17	Dolar/TL-Yukarı
Bloomberg Tüketici Güven E. (ABD)	49,9	49,5	8 Ekim H.	12.10.17	Dolar/TL-Yatay
TÜFE Y/Y (ABD)	%1,9	%2,2	Eylül 2017	13.10.17	Dolar/TL-Yukarı
Perakende Satışlar A/A (ABD)	-%0,1	%1,6	Eylül 2017	13.10.17	Dolar/TL-Yukarı
U of Michigan Tüketici Algısı (ABD)	95,1	101,1	Ekim 2017	13.10.17	Dolar/TL-Yukarı
Sanayi Üretimi Y/Y (AB)	%3,6	%3,8	Ağustos 2017	12.10.17	Euro/TL-Yukarı

Bu Hafta Açıklanacak Veriler

Kurum	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
İşgücü İstatistikleri (TÜİK)	Temmuz 2017	16.10.17	İstihdam
Açık İş İstatistikleri (ÇSGB)	2017:Ç3	16.10.17	İstihdam
Kayıtlı İşsiz İstatistikleri (ÇSGB)	Eylül 2017	16.10.17	İstihdam
Merkezi Yönetim Bütçe Denge Tablosu (MB)	Eylül 2017	16.10.17	Faizler
Uluslararası Yatırım Pozisyonu (TCMB)	Ağustos 2017	17.10.17	Dolar/TL
Kurulan ve Kapanan Şirketler (TOBB)	Eylül 2017	20.10.17	Büyüme
Konsolide Kamu Sektörü Gelişmeleri (HM)	Eylül 2017	20.10.17	Faizler

**Borç yiyen bedelini öder – Gözlem Gazetesi –
13.10.2017**

Ülkemiz zor günlerden geçiyor. Jeopolitik gelişmeler güney ve doğu sınırlarımızda gerginlik katsayısını her geçen gün arttırıyor. Kuzey Irak referandumu ve Suriye'deki gelişmeler savunma harcamalarımızı da arttırdı. Artan savunma harcamalarının finansmanı için vergi artışlarını içeren “Torba yasa” geçen hafta TBMM'de görüşülmeye başlandı.

Bütün bu gelişmeler bütçe açığımızı zorluyor. Faiz dışı fazla oranı azalıyor, bütçe açığımız ise artıyor. Para politikasına oranla daha başarılı olduğumuz maliye politikasındaki avantajımızı yitirmeye başladık. Bütçe açığımızın milli gelire oranı itibarıyla geçen yılı %1,1 le kapattığımız sonuç maalesef bu yıl sonu %2'lere ulaşacak. Getirilen vergi artışlarına rağmen gelirlerimizin artışı giderlerin artışından daha az. Bu sonuçlar da ister istemez “borçlanma” artışı yaratıyor.

Ülkemizin brüt dış borç stoku 2016 sonu itibarıyla 404,5 milyar dolardır. Bu tutarın 283,8 milyar doları özel sektöre, 120,7 milyar doları kamu sektörüne (0,8 milyar doları T.C.M.B.) aittir. Bu tutar 2017 yılının 2. çeyreği itibarıyla 432,4 milyar dolara yükselmiştir. Altı aylık yükseliş oranı %6,89'dur. Burada mutlak rakam artışlarından ziyade borç stokunun milli gelire oranlarına bakmak daha sağlıklı analiz yapmayı sağlar.

Türkiye brüt dış borç stokunun gayrisafi yurtiçi hasılasına oranları ise sırasıyla;

2012	%39
2013	%41
2014	%43
2015	%46
2016	%46,9
2017/1. çeyrek	%48,6
2017/2. çeyrek	%51,8 olmuştur.

Aynı yıllarda Merkez Bankası rezervlerimizin toplam brüt dış borç stoku ile kısa vadeli brüt dış borç stokuna oranları da aşağıdaki gibi seyretmiştir.

T.C.M.B. Rezervlerinin		
Yıllar	Top. borca oranı %	Kısa vadeli dış borca oranı %
2012	29,4	99,8
2013	28,5	85,1
2014	26,6	81,3
2015	23,5	91,2
2016	22,8	94,1
2017/1.ç	21,5	86,6
2017/2.ç	20,9	83,0

Yukarıdaki tablolarda görüleceği üzere 2015 yılından itibaren borcumuzun milli gelire oranı artarak %46'dan %51,8'e çıkmış, bunun sonucunda da rezervlerimizin kısa vadeli dış borç stoku ile toplam borç stokuna oranları da düşmüştür.

Uluslararası borç analizlerinde kullanılan merkez bankası rezervlerinin kısa vadeli borç stokunun % kaçını karşıladığı ölçütünde de 2012 yılında yaklaşık %100 olan oranımız 2017 2. Çeyreği itibarıyla %83'lere düşmüş bulunmaktadır.

Brüt dış borç stokundan Merkez Bankası ve bankaların net dış varlıklarını düşerek bulunan net dış borç stokumuzun milli gelire oranları da aynı paralelde artış göstermiştir. 2012 yılında %21,8 olan 2017 2. çeyreği itibarıyla %33,9'a yükselmiştir.

Borçlanmadaki bu artışın bir başka yansımaları gerek faiz oranlarında gerekse iç borç servisi artış oranlarında da görüyoruz.

İç borç stokumuz 2010 yılında 352.841 milyon TL iken kümülatif faiz maliyeti %8,49 dur. 2016 yılı sonu itibarıyla borcun tutarı 468.644 milyon TL'ye ve kümülatif faiz maliyeti de %9,95'e ulaşmıştır. Gerek vergi indirimleri gerek teşvik, kredi garanti fon kefaletleri gerekse savunma harcamaları artışı nedeni ile 2017 yılında daha da kötüleşmiştir.

2017 yılı Ağustos itibarıyla iç borç stoku 513.260 milyon TL'ye yükselmiş kümülatif faiz maliyeti de %10,86'ya, Merkez bankası fonlama faizi de % 12'lere ulaşmıştır. Piyasadaki mevduat faizleri ise %14-15, kredi faiz oranları da %18,20'lere yükselmiştir.

Bütün bu rakamların sonucunu iç borç çevirme oranlarındaki keskin artışta da gözlemliyoruz. 2016 sonunda %90 olan bu oran 2017/8. ay itibarıyla %168,9'a yükselmiş bulunmaktadır. Hazine 100 TL'lik borç ödemesi yaparken 168,9 TL yeniden borçlanmaktadır. Bu gidişatın ilelebet sürdürülmesi mümkün değildir.

Bilindiği üzere kalkınmanın finansmanı ilke itibarıyla tasarruflarla karşılanır. Eğer iç tasarruflar yetersizse (ki ülkemizde tasarruf oranı düşüktür) dış tasarruflara yönelirsiniz. Tabii ki bu tasarrufların ilke itibarıyla doğrudan yabancı sermaye yoluyla (sabit sermaye yatırımı) gelmesi tercih edilir. Ancak gerek uluslararası koşullar ve gerekse ülkemizin kendine özgü koşulları bu yolla yeterince kaynağı sağlayamıyorsa borçlanmaya gidilir. Bunun da bir bedeli, faiz maliyeti vardır. Ülke içinde yarattığınız katma değerden bu maliyete pay ayırmak zorunda kalırsınız, borç yerseniz bedelini ödersiniz. Bu bedel makul bir faiz oranındaysa mesele yoktur. Ancak ulusların ekonomi tarihi göstermiştir ki borç veren koşullarını dikte ettirir. Bu nedenle özkaynak yabancı kaynak dengesinde bozulma yaratılmaması için azami dikkat sarf etmek gerekir.

İç borçlanmadaki maliyet oranları bakımından 29.09.2017 tarihi itibarı ile bir yabancı kuruluşun ülkeler karşılaştırmasında (borçlanma maliyetini gösteren 10 yıllık hazine tahvil faizi oranı %10,97 ile) ülkemiz Nijerya'dan sonra Venezuela ile birlikte en yüksek faiz ödeyen ülke konumundadır.

Seçtiğimiz ekonomik modelin tabii şartı olan sağlıklı, tabana yayılan doğrudan vergilemeye dayalı adil bir vergi sisteminin maalesef hala ülkemizde hayata geçirilmemiş olması vergi yerine kolay yol olan borçlanmanın tercih edilmesine yol açmaktadır. Zaman zaman yaşadığımız krizlerle bunun bedelini vergi sisteminden daha ağır biçimde ödüyoruz. Bunu önlemek için her yazımızda belirttiğimiz üzere uzun vadeli çözümlerden biri olan "Vergi Reformu"nu gerçekleştirmek zorundayız.

Son olarak şu hususu belirtmekte yarar var. Küresel risk iştahının ve likidite bolluğunun yaşandığı dönemleri kötü harcadık. Sabit sermaye yatırımlarını arttırmak yerine inşaat harcamalarını arttırdık. Katma değer yaratan üretim kapasitesi yaratmaya odaklanmadık. 2018 yılından itibaren FED 'in faiz artırımları ve bilanço küçültmesine Avrupa Merkez Bankasının da eşlik etmesi halinde bu borçlanma kaynaklarını hem daha zor hem de daha pahalı maliyetle bulacağız. Bunun için şimdiden önlem almazsak ödeyeceğimiz bedeller daha da yükselecektir.

(Not: Borç göstergelerine ilişkin rakamlar Hazine Müsteşarlığı sitesi ile Nevzat Saygılıoğlu'nun Dünya gazetesindeki makalesinden alınmıştır.)

Yeminli Mali Müşavir

M.Saim Uysal
uysalsaim@gmail.com