

PKF İZMİR Haftalık Bülten

30 Ekim | 3 Kasım



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
- ENFLASYON DÜŞMEDEN FAİZ DÜŞMEZ

ABD ekonomisi: Trump, Fed başkanlığı için Jerome Powell'ı önerecek...

Başkan Trump piyasaların merakla beklediği kararını açıklayarak Yellen sonrası Jerome Powell ile yola devam edeceğini ilan etti. Fed politikalarında **devamlılık** yönünde algılanan bu gelişme beraberinde ABD 10 yıllıkları faizinde **düşüş (%2,3)** ve dolar endeksinin yukarı yönlü hareketinde **yavaşlama (95)** getirdi. Ancak birtakım yorumcular Powell'ın finansal istikrarı gözeten reformları kısmen geriye döndürmesinin piyasalar açısından varlık balonları oluşturma riski taşıdığını değerlendiriyor. Geçtiğimiz hafta toplanan FOMC, politika faizinde değişikliğe gitmezken bilanço küçültmenin de başlayacağını ilan etti (**dolar-TL nötr**).

Ağustos ayı yıllık Case-Shiller konut fiyatları artışı **%5,9** gelirken, Eylül ayı kişisel tüketim harcamaları enflasyonu (faiz kararını teyit eder şekilde) **%1,6** oldu (**çekirdek %1,3**). Yılın üçüncü çeyreğinde istihdam maliyetleri ve tarım dışı verimlilik sırasıyla **%2,5** ve **%3** oranında **yükseldi**.

Ekim'in dördüncü haftasında mağaza satışları yıllık **%3,6** ile **büyürken** Bloomberg tüketici güven endeksi de **51,7'ye çıktı**. Yeni işsizlik sigortası başvuruları ise **229 bin** düzeyinde geldi (**dolar-TL yukarı**). Ekim ayı tüketici güveni (**125,9**), işsizlik oranı (**%4,1**), tarım dışı istihdam artışı (**235 bin**) ve imalat PMI'ı (**54,6**) da bu verileri destekledi. Ortalama kazanç endeksi artışı ise yıllık bazda **%2,4** gelerek bu gelişmeleri kısmen gölgede bıraktı.

Euro bölgesi ekonomisi: İşsizlik oranı düşüşte...

Eylül ayında tüketici güveni **0,2 puanlık artış ile -1'e yükselirken** işsizlik oranı da **0,1 yüzde puan azalış ile 2009 Ocak sonrası dönemin en düşüğü olan %8,9'a geriledi**. Ekim ayında ticari ortam göstergesi **1,4'e yükselirken** tüketici güveni fiyat eğilimleri de **0,5 puan artışla 14,7** oldu. Aynı dönemde PMI imalat endeksi de **58,5** gelerek Euro bölgesi reel göstergelerindeki olumlu görünümü perçinledi (**Euro-TL yukarı, net ihracat yukarı**). Euro bölgesi enflasyon gelişmeleri tüketici beklentilerini teyit ederse varlık alım programından çıkış hızlanabilir.

Türkiye ekonomisi: Finansal piyasalarda oynaklık sürüyor. Reel riskler dengeli...

Türkiye finansal piyasalarında son dönemde gözlenen oynaklık geçtiğimiz hafta artarak devam etti. Dış faktörleri incelediğimizde Powell'ın Fed başkanlığına önerilecek olması (**dolar-TL aşağı**) uzun vadeli faizleri kısmen frenlerken, Brent petrol fiyatlarındaki artış (**62 dolar**) ise dış dengeyi tehdit ediyor (**dolar-TL yukarı**).

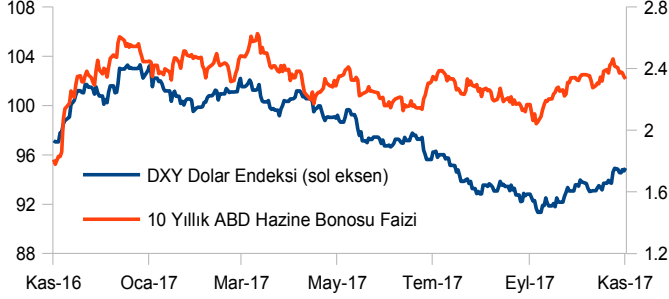
Ekim ayı ÜFE enflasyonu yıllık bazda **1 yüzde puan artışla %17,3'e yükseldi**. Alt kırılımda imalat sektörü ve ara malı enflasyonu öne çıkıyor. TCMB'nin referans aldığı manşet TÜFE enflasyonu ise son 9 yılın en yüksek değeri olan **%11,9'a çıktı (faizler-yukarı, dolar-TL yukarı)**. Alt kırılımda ulaştırma grubu fiyat artışları dikkat çekiyor. Gıda, enerji ve yönetilen fiyatları dışlayan çekirdek TÜFE ise yıllık bazda **%11,8** artarak kur geçişkenliği ve bozulan beklentiler kaynaklı risklerin altını çizdi. Ekim ayı ekonomik güven endeksi ise tüketici, hizmet ve perakende ticaret güvenindeki düşüşler nedeniyle **1,6 puan azalarak 101,4'e** geriledi.

Kredi temerrüt takası primlerinin **198 baz puana çıktığı** haftada, Türkiye tahvilleri getiri eğrisi de 1 yıldan uzun vadelerde ortalama **41 baz puan yukarı kaydı**. TCMB'nin ise fonlama maliyetini **%12'de sabit** tutmasıyla TL diğer yükselen piyasa para birimlerinden negatif ayrılarak dolar (**3,89**) ve euro'ya (**4,51**) karşı değer kayıplarını sürdürdü (**sepet kur = 4,20**).

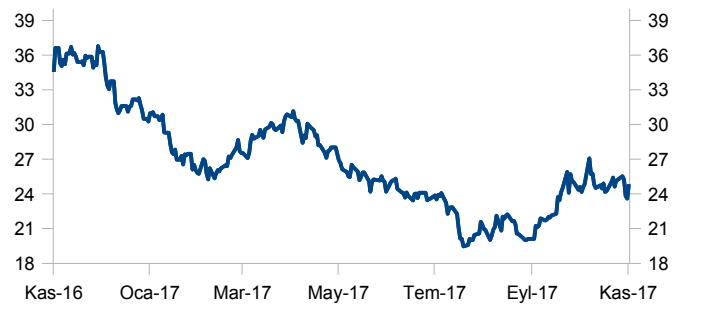
Haftanın büyüme ve cari açık açısından olumlu gelişmesi üçüncü çeyrekte turizm gelirleri yıllık büyümesinin yaklaşık **30 yüzde puan artışla %37,6'ya çıkması** oldu. Bununla beraber Eylül ayı brüt elektrik enerjisi üretiminin de yıllık bazda **%13,4 arttığını** not ediyoruz (**büyüme-yukarı**). Ancak dış ticaret açığı Eylül'de (**8,1 milyar dolar**) yıllık **%85 büyüyerek** cari açık görünümünü bozuyor. Zira ihracatın ithalatı karşılama oranı 2017 Eylül ayında geçtiğimiz yıla göre **12 yüzde puan düşüşle %59,3** geldi. Yatırımcıların BİST'e olan güveni reel sektör olumlu verilerinden güç alıyor. Nitekim, bir yıllık temerrüt ihtimalinden türetilen kurumsal kırılma endeksi **25'in altına gerilerken**, BİST 100 endeksi de haftayı **111.000'in üzerinde kapattı**.

Seçilmiş Makroekonomik ve Finansal Göstergeler

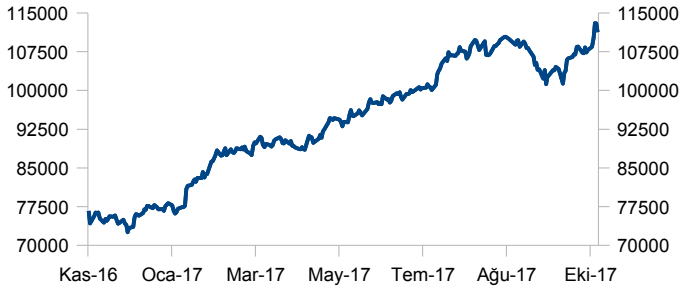
Temel Para Birimlerine Karşı ABD Doları ve Uzun Vadeli Faizler (Kaynak: investing.com)



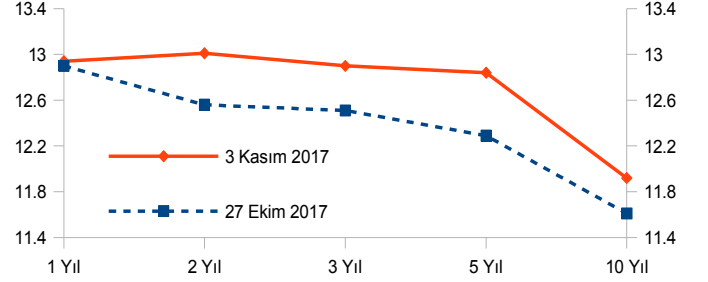
Kurumsal Kırılganlık Endeksi (Kaynak: NUS-RMI)



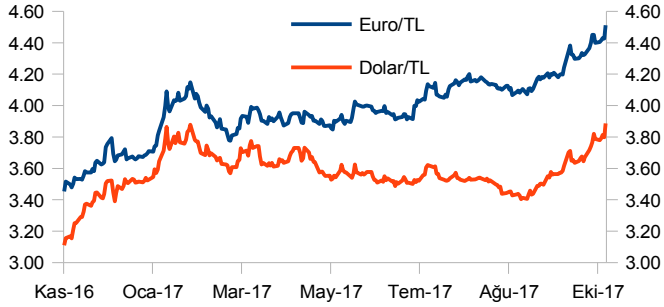
BIST 100 Endeksi (Kaynak: TCMB)



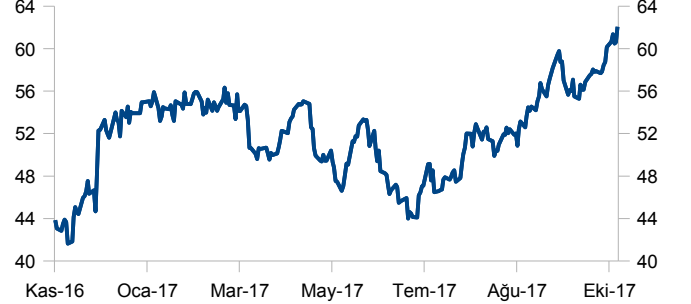
Getiri Eğrisi (Kaynak: investing.com)



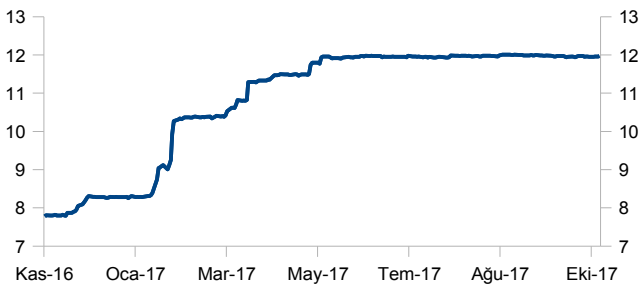
Döviz Kurları (Kaynak: investing.com)



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	Düzye	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
Ekonomik Güven Endeksi (TÜİK)	103	101,4	Ekim 2017	30.10.17	Büyüme-Aşağı
Turizm Gelirleri Y/Y (TÜİK)	%8,7	%37,6	2017:Ç3	31.10.17	Büyüme-Yukarı
Dış Ticaret Açığı Y/Y (TÜİK)	%22,8	%85	Eylül 2017	31.10.17	Cari Açık-Yukarı
Brüt Elektrik Enerjisi Üretimi Y/Y (ETKB)	%6,6	%13,4	Eylül 2017	31.10.17	Büyüme-Yukarı
Yurt İçi ÜFE Y/Y (TÜİK)	%16,3	%17,3	Ekim 2017	03.11.17	Enflasyon-Yukarı
TÜFE Y/Y (TÜİK)	%11,2	%11,9	Ekim 2017	03.11.17	Enflasyon-Yukarı
Kişisel Tüketim Harc. End. Y/Y (ABD)	%1,4	%1,6	Eylül 2017	30.10.17	Dolar/TL-Yatay
İstihdam Maliyet Endeksi Y/Y (ABD)	%2,4	%2,5	2017:Ç3	31.10.17	Dolar/TL-Yukarı
Redbook Mağaza Satışları Y/Y (ABD)	%3,5	%3,6	28 Ekim H.	31.10.17	Dolar/TL-Yatay
S&P Case-Shiller Konut Fi. E. Y/Y (ABD)	%5,8	%5,9	Ağustos 2017	31.10.17	Dolar/TL-Yatay
Tüketici Güven Endeksi (ABD)	120,6	125,9	Ekim 2017	31.10.17	Dolar/TL-Yukarı
PMI İmalat Endeksi (ABD)	53,1	54,6	Ekim 2017	01.11.17	Dolar/TL-Yukarı
İşsizlik Sigortası Başvuruları (ABD)	234 bin	229 bin	28 Ekim H.	02.11.17	Dolar/TL-Yukarı
Tarım Dışı Veri. Artışı Ç/Ç Yılk. (ABD)	%1,5	%3	2017:Ç3	02.11.17	Dolar/TL-Yukarı
Bloomberg Tüketici Güven E. (ABD)	51	51,7	29 Ekim H.	02.11.17	Dolar/TL-Yukarı
Tarım Dışı İstihdam A/A (ABD)	18 bin	261 bin	Ekim 2017	03.11.17	Dolar/TL-Yukarı
İşsizlik Oranı (ABD)	%4,2	%4,1	Ekim 2017	03.11.17	Dolar/TL-Yukarı
Ortalama Saatlik Kazanç Y/Y (ABD)	%2,8	%2,4	Ekim 2017	03.11.17	Dolar/TL-Yukarı
Tüketici Güveni (AB)	-1,2	-1	Eylül 2017	30.10.17	Euro/TL-Yukarı
Ticari Ortam Göstergesi (AB)	1,3	1,4	Ekim 2017	30.10.17	Euro/TL-Yukarı
Tüketici Güveni Fiyat Eğilimleri (AB)	14,2	14,7	Ekim 2017	30.10.17	Euro/TL-Yukarı
İşsizlik Oranı (AB)	%9	%8,9	Eylül 2017	31.10.17	Euro/TL-Yukarı
PMI İmalat Endeksi (AB)	58,1	58,5	Ekim 2017	02.11.17	Euro/TL-Yukarı

Bu Hafta Açıklanacak Veriler

Kurum	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
Reel Efektif Döviz Kuru (TCMB)	Ekim 2017	06.11.17	Cari Açık
Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (HM)	Ekim 2017	07.11.17	Faizler
Sanayi Üretim Endeksi (TÜİK)	Eylül 2017	08.11.17	Büyüme
Perakende Satış Endeksleri (TÜİK)	Eylül 2017	08.10.17	Büyüme
Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri (HM)	Ekim 2017	08.11.17	Faizler
Motorlu Kara Taşıtları (TÜİK)	Eylül 2017	09.11.17	Büyüme
Dış Ticaret Endeksleri (TÜİK)	Eylül 2017	10.11.17	Net İhracat

Enflasyon düşmeden faiz düşmez – Gözlem Gazetesi – 03.11.2017

2017 yılının son enflasyon raporu Merkez Bankası Başkanı Sn. Murat Çetinkaya tarafından açıklandı. 2017 yılı enflasyon beklentisini revize ederek %8.7'den %9.8'e yükseltti: 2018 için tahminini de %7 olarak açıkladı. Enflasyon raporunda; döviz kuru oynaklığı ve risk primi göstergelerinin diğer gelişmekte olan ülkelere nazaran daha olumsuz bir seyir izlendiği, talep düşüşünün enflasyona verdiği katkının ortadan kalktığı ve ÜFE kaynaklı baskıların arttığı belirtilerek, bu olumsuzluklara petrol fiyatlarının artmasının eklenmesiyle enflasyondaki yükselmenin devam ettiği açıklanmıştır.

Bankanın sıkı para politikası duruşunun devam edeceği, beklentiler ve fiyatlama davranışlarının izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılacağı da belirtilmiş bulunmaktadır.

Merkez Bankası orta vadeli enflasyon hedefini uzun yıllardır %5'ler seviyesinde ilan etmesine rağmen gerek iç, gerekse dış koşullar (bazen her iki koşulun bir araya gelmesiyle) nedenleriyle hiçbir zaman hedefini tutturamamakta, sürekli revize etmek zorunda kalmaktadır. 2012 yılından itibaren tek haneli enflasyon hedeflerini hiçbir zaman realize edememiştir. Son altı yılın enflasyon, hedef ve realizasyonları aşağıya çıkarılmıştır.

YIL	TAHMİN	GERÇEKLEŞME
2012	%5.2	%6.2
2013	%5.3	%7.4
2014	%5.3	%8.2
2015	%6.3	%8.8
2016	%7.5	%8.5
2017	%6.7	%9.8 (Tahmini)

Görüldüğü üzere Merkez Bankası tek haneli enflasyon hedeflediği yıllarda hedefini realize edemediği gibi hedef-gerçekleşme aralığı da gittikçe açılmaktadır. Bunun başlıca nedeni; makroekonomik politikalar saptanırken

politikalar arasındaki uyumun ve politika uygulayıcılar arasındaki koordinasyonun eşgüdümlü olamayışıdır. Örneğin; son dönemde 2016 yılında hükümetin uyguladığı vergi indirimi, teşvik ve kredi garanti fonu uygulamaları ile Merkez Bankasının uygulamaya çabaladığı sıkı para politikası çelişkisi gibi. Nitekim enflasyon raporunda bu genişlemeci kredi politikasının olumsuz etkisi de vurgulanmış durumdadır. Bütçe politikasındaki gevşeklik ve gittikçe artan bütçe açığı da bir diğer çelişki örneği olarak verilebilir. Bu çelişkiler sıkı para politikası ifadelerine rağmen tam anlamıyla bir sıkılaştırma olmadığını göstermektedir. Manşet enflasyonu %11.2'lerde iken ortalama fonlama faizinin %11.95-%12'lerde olması sıkı bir para politikası vurgulamasını doğrulamamaktadır. Tam anlamıyla sıkı para politikası uygulanmaması da enflasyonun kalıcı halde düşmesini engelliyor.

Hükümet yetkilileri son günlerde bankaların kaynak maliyetlerinin indirilmesiyle faiz oranlarında düşüş sağlama konusunu ve kredi garanti fonu uygulamasının devamlı hale geleceğini gündeme getiriyorlar. Zorunlu karşılık oranları, sermaye yeterlilik oranları, vergi, resim ve harç yüklerindeki azaltmalar finansal istikrar ve enflasyon politikaları açısından ters sonuçlar doğurabilir.

Bankalara faiz oranlarının sürekli düşürülmesinin söylenmesine rağmen, Hazine'nin ihtiyacından fazla borçlanıp Merkez Bankasında 30 Milyar TL'yi aşkın nakit biriktirmesinin yüksek faizlerin önemli bir nedeni olduğu hususu göz ardı edilebiliyor.

Birbiriyle çelişkili bu politikaların uyumlu olamayışı hem enflasyonun hem de faizlerin düşmesini engelliyor.

Enflasyonu düşürmeden faizleri düşürmek ve sürdürülebilir potansiyel büyüme yaratmak mümkün değildir.

Ülkemizdeki enflasyon hem maliyet ve hem de talep kaynaklı nedenlerin bir araya gelmesiyle oluşmaktadır. Doğrudan yabancı kaynakları uzun vadeli olarak çekebilmenin yolu; güven ve istikrar ortamı ile beraber düşük enflasyon ortamı yaratmak ile mümkün olur. Zira,

enflasyon ve faizlerin düşmesini engelleyen yapısal sorunlarımız var. Düşük tasarruf oranımız ve süreklilik arz eden döviz ihtiyacımız gibi.

Enflasyon ve faizlerin düşmesini engelleyen başlıca faktörleri şöyle özetleyebiliriz;

- İç ve dış siyasi belirsizlikler, demokrasi ve hukuk alanındaki bozulmalar, jeopolitik gelişmeler ile AB ve A.B.D. ile olan gergin ilişkilerin riski priminin yükselmesine neden olması.

- Kredi-mevduat oranının aşırı yükselmesi (%120 leri aştı). Bankaların dışarıdan eski maliyet oranlarıyla borçlanamaması,

- Hazinenin ihtiyacından %67 oranında fazla borçlanarak Merkez Bankasında nakit fazlası biriktirmesi

- Yurtdışından gelen kısa vadeli yabancı kaynağın artışı uzun vadeli yabancı kaynağın azalışı,

- Bütçe açığının milli gelire oranının %1'lerden %2'lere yükselmesi,

- Kurlardaki aşırı oynaklık ve Türk Lirasının değer kaybında (Kendi skalasındaki diğer ülkelere nazaran) negatif ayrışması,

- İhracatın olumlu artışına rağmen cari açık oranında ciddi iyileşmeler yaratılamaması

- Bir yıl içinde ödenecek kısa vadeli borç ve cari açık toplamı olan 200 milyar dolar paraya sürekli ihtiyaç duyulması, bütün bunlar enflasyon faiz sarmalında ciddi risk faktörleri. Ülkemiz gibi yüksek dış finansman ihtiyacı olan ekonomilerde yabancı paraların yerli para ile ilişkisi faiz ve risk dengeleriyle belirlenir.

Dalgalı kur rejiminin uygulandığı açık ekonomilerde riskler (yukarıda maddeler halinde sıralanan) bir araya gelmişse enflasyonu önlemenin yegane yolu reel faiz oranını yükselterek dış kaynağı ülkeye çekmekten geçer. Yabancı kaynak artışıyla kurlar tekrar düşüşe geçecek, böylece enflasyon düşmesi söz konusu olabilecektir.

Ayrıca Amerika'daki FED Başkan seçimi, vergi reformu, FED bilançosunu küçültmesi, küresel risk iştahının

azalması ve FED faizlerinin yükselişe geçmesi, işimizi daha da zorlaştıracak faktörler olarak önümüzde duruyor.

Ekonomik karar mercilerinin bu ortamda politikalar arasında uyuma azami dikkat göstermeleri ve çelişkili algılanabilecek uygulama ve açıklamalardan kaçınmaları sonuç almayı kolaylaştıracaktır.

Yeminli Mali Müşavir

M.Saim Uysal

uysalsaim@gmail.com