

# PKF İZMİR Haftalık Bülten

## 21 | 25 Mayıs



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
- PARA POLİTİKASINDA ZAMAN TUTARSIZLIĞI PROBLEMİ

### **ABD: Uzun vadeli faizlerdeki artış kesintiye uğradı...**

Fed başkanı Powell, İsveç Merkez Bankası Sveriges Riksbank'ta yaptığı konuşmada stres testi gibi finansal istikrarı gözeten uygulama sonuçlarının kamuoyu ile **şeffaf bir biçimde paylaşılmasının** merkez bankası bağımsızlığının gereksinimi olduğunu vurguladı. New York Fed başkanı William Dudley ise İngiltere'de yaptığı konuşmada küresel referans faizi olan LIBOR'a ilişkin, bu oranın **sığ bir piyasada ve öznel süreçlerle** belirlenmesinden kaynaklanan sorunları (2012 yılında yaşanan skandala da değinmek suretiyle) dillendirdi. **2021** yılında LIBOR'un **terk edilmesi** halinde **küresel finansal istikrarın riske** edileceğini belirten Dudley; referans faiz oranının **risksiz varlıkların teminat** gösterildiği **derinlikli işlemlerde** oluşması gerektiğini öneriyor.

Geçtiğimiz haftanın görece olumsuz veri akışı nedeniyle dolar endeksi (**94,2**) kısmen artsa da ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin (**%2,93**) bir miktar gerilediğine şahit olduk (**dolar/TL negatif**). Mart ayında FHFA konut fiyat endeksi yıllık artışı bir önceki aya göre **%0,7** oranında **gerileyerek %6,7** oldu (**dolar/TL negatif**). Nisan ayına ilişkin verilerde ise Chicago Fed ulusal faaliyet endeksi **0,34'te yatay** seyrederken; 12 ay birikimli yeni konut satışları sayısı **10 bin azalışla 662 bine geriledi (dolar/TL negatif)**. Dayanıklı tüketim malı siparişleri ise aynı dönemde yıllık bazda **%1,7** oranında **küçüldü (dolar/TL negatif)**. U. of Michigan tarafından oluşturulan tüketici algı endeksinin **0,8 puan gerilemeyle 98'e indiği** Mayıs ayının son haftasında, işsizlik sigortasına ilk defa başvurular sayısı **11 bin artışla 234 bine yükselirken**; Redbook mağaza satışları büyümesi ise bir önceki haftaya göre **1,7 yüzde puan azalışla %3,2** oldu (**dolar/TL negatif**).

### **Euro bölgesi: Almanya'da büyüme yavaşladı...**

AMB banka meclisi üyesi Benoît Cœuré, demokratik rejimlerde merkez bankası hesap verebilirliğini temin etme açısından **etkin iletişimin ve finansal okur-yazarlığın** artırılması gerektiğini belirtti. Haftanın veri akışında Mayıs ayı PMI imalat ve hizmet öncü göstergeleri gerilerken; Almanya GSYİH yıllık büyümesi ise 2018'in ilk çeyreğinde **%2,3 (bir önceki çeyrek = %2,9)** oldu (**euro/TL negatif**).

### **Türkiye: TCMB en zoru geride bıraktı mı?...**

Merkez Bankası para politikası kurulu geçtiğimiz hafta olağanüstü toplanarak **geç likidite penceresinde 300 baz puanlık faiz artırımına** gitti. Kararın açıklanmasıyla **4,55** düzeylerine **gerileyen dolar/TL** kuru haftayı **4,70** düzeylerinde istikrara kavuşarak kapattı. Bu hamleyle merkez bankasının TL'deki **serbest düşüşü** engellediğini teslim ederken, enflasyon beklentilerindeki **bozulmanın** tamir edilmesi için hükümet tarafından **mali disiplinin restore** edileceğine dair net güvencelerin verilmesi ve merkez bankasının önümüzdeki dönemde fiyat istikrarı için **faiz aracını tekrar kullanabileceği** algısının piyasalarda oluşması gerektiğini değerlendiriyoruz.

Brent petrol fiyatlarının **76,4 dolara indiği** haftada, Merkez Bankası kararıyla Türkiye kredi temerrüt takası primleri **13 baz puan düşerek 269 baz puan** düzeyine **geriledi (dolar/TL negatif)**. Borsada işlem gören firmaların 1 yıl vadeli temerrüt oranından türetilen kurumsal kırılma endeksi ise daha yapışkan bir eğilim izleyerek **109'a yükseldi (dolar/TL pozitif)**. BIST 100 endeksinin **103.200'e çıktığı** haftada, MSCI endeksleri bazlı ileriye dönük fiyat/kar oranları da yükselen piyasalara göre **%44** oranında **iskontolu** işlem görmeye devam etti (**dolar/TL nötr**). Türkiye tahvilleri getiri eğrisi gösterge faize yakın olan 2 ve 3 yıllık vadeler dışındaki vadelerde ortalama **73 baz puan aşağı kayarken (dolar/TL negatif)**, Türk lirası bu gelişmeler ışığında haftayı hem euro (**5,48**) hem de dolara (**4,71**) karşı değer kaybederek tamamladı (**sepet kur = 5,10**).

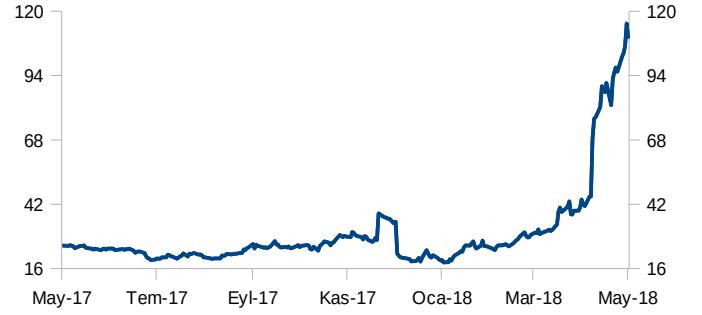
Haftanın veri akışında 2018 yılı birinci çeyreğinde net uluslararası yatırım açık pozisyonu bir önceki çeyreğe göre **11,7 milyar dolar azalışla 443,7 milyar dolara gerilerken** Mart ayında doğrudan yabancı yatırımlar **600 milyon dolar artışla 1,1 milyar dolara yükseldi (dolar/TL negatif, Ocak-Mart dönemi girişler bir önceki yılın aynı dönemine göre %28,1 ekside)**. Mayıs ayında tüketici güven endeksi **2 puan azalışla 69,9'a inerken** reel kesim güven endeksi **106,7'de yatay** seyretti. Hizmetler (**92**), perakende (**97,1**) ve inşaat (**77,2**) sektörü güven endeksleri ise bir önceki aya göre sırasıyla **%5,3, %3,2 ve %2,1** oranlarında **geriledi (büyüme negatif)**.

## Seçilmiş Makroekonomik ve Finansal Göstergeler

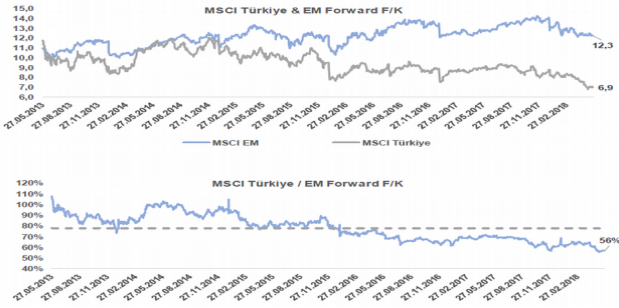
Temel Para Birimlerine Karşı ABD Doları ve Uzun Vadeli Faizler (Kaynak: investing.com)



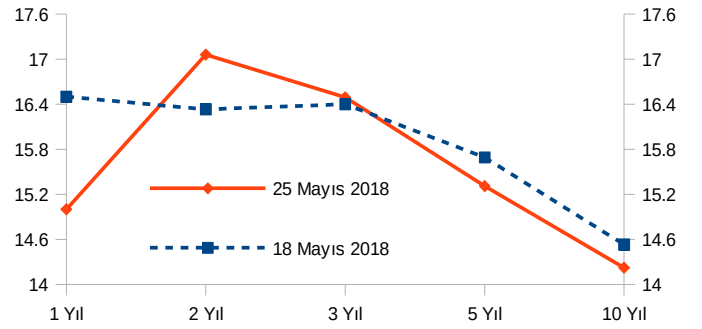
Kurumsal Kırılganlık Endeksi (Kaynak: NUS-RMI)



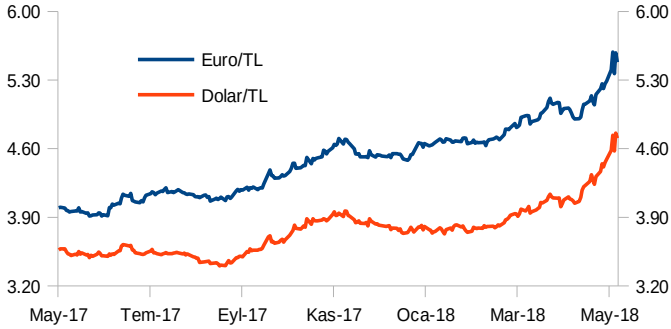
İleriye Dönük F/K Oranları (Kaynak: Bizim Menkul Değerler A.Ş.)



Getiri Eğrisi (Kaynak: investing.com)



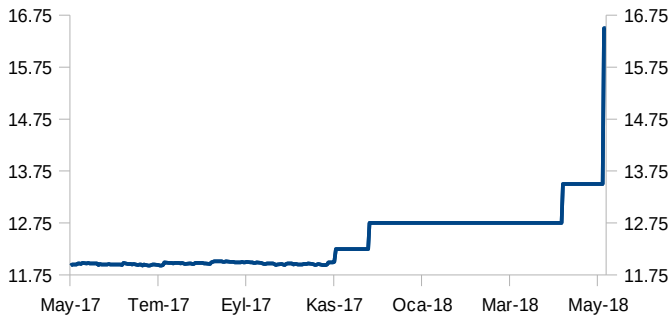
Döviz Kurları (Kaynak: investing.com)



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
<b>Net Uluslararası Yatırım Pozis. (TCMB)</b>	<b>-455,4 milyar \$</b>	<b>-443,7 milyar \$</b>	<b>2018Ç1</b>	<b>21.05.18</b>	<b>Dolar/TL-Aşağı</b>
Merkezi Yönetim Borç Stoku (HM)	913,2 milyar TL	921,1 milyar TL	Nisan 2018	21.05.18	Faizler-Yukarı
<b>Tüketici Güven Endeksi (TÜİK)</b>	<b>71,9</b>	<b>69,9</b>	<b>Mayıs 2018</b>	<b>23.05.18</b>	<b>Büyüme-Aşağı</b>
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (EB)	0,5 milyar \$	1,1 milyar \$	Mart 2018	24.05.18	Dolar/TL-Aşağı
<b>MA İmalat Sanayi KKO (TCMB)</b>	<b>%77,7</b>	<b>%78,2</b>	<b>Mayıs 2018</b>	<b>25.05.18</b>	<b>Büyüme-Yukarı</b>
MA Reel Kesim Güven Endeksi (TCMB)	106,8	106,7	Mayıs 2018	25.05.18	Büyüme-Yatay
<b>Chicago Fed Ulusal Faaliyet En. (ABD)</b>	<b>0,32</b>	<b>0,34</b>	<b>Nisan 2018</b>	<b>21.05.18</b>	<b>Dolar/TL-Yukarı</b>
Redbook Mağaza Satışları Y/Y (ABD)	%4,9	%3,2	19 Mayıs H.	22.05.18	Dolar/TL-Aşağı
<b>Yıllıklandırıl. Yeni Konut Satışları (ABD)</b>	<b>672 bin</b>	<b>662 bin</b>	<b>Nisan 2018</b>	<b>23.05.18</b>	<b>Dolar/TL-Aşağı</b>
Yeni İşsizlik Sigortası Başvur. (ABD)	223 bin	234 bin	19 Mayıs H.	24.05.18	Dolar/TL-Aşağı
<b>FHFA Konut Fiyat Endeksi Y/Y (ABD)</b>	<b>%7,4</b>	<b>%6,7</b>	<b>Mart 2018</b>	<b>24.05.18</b>	<b>Dolar/TL-Aşağı</b>
Dayanıklı Tüketim Malı Sipariş. Y/Y (ABD)	%2,7	-%1,7	Nisan 2018	25.05.18	Dolar/TL-Aşağı
<b>Tüketici Algı Endeksi (ABD)</b>	<b>98,8</b>	<b>98,0</b>	<b>Mayıs 2018</b>	<b>25.05.18</b>	<b>Dolar/TL-Aşağı</b>
GSYİH Y/Y (Almanya)	%2,9	%2,3	2018Ç1	24.05.18	Euro/TL-Aşağı

### Bu Hafta Açıklanacak Veriler

Kurum	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
<b>Net Uluslararası Rezervler (TCMB)</b>	<b>Nisan 2018</b>	<b>28.05.18</b>	<b>Dolar/TL</b>
İnşaat Maliyet Endeksi (TÜİK)	Mart 2018	29.05.18	Büyüme
<b>Ekonomik Güven Endeksi (TÜİK)</b>	<b>Mayıs 2018</b>	<b>30.05.18</b>	<b>Büyüme</b>
Elektrik Enerjisi Üretim İstatistikleri (ETKB)	Nisan 2018	31.05.18	Büyüme
<b>Dış Ticaret İstatistikleri (TÜİK)</b>	<b>Nisan 2018</b>	<b>31.05.18</b>	<b>Cari Açık</b>
Motorlu Kara Taşıtları (TÜİK)	Nisan 2018	25.05.18	Büyüme

## **Para politikasında zaman tutarsızlığı problemi – Gözlem Gazetesi - 25.05.18**

Hafta içinde gelişmekte olan ülke paralarında yaşanan dalgalanma ve kayıplar sonucunda Türk Lirası Arjantin pesosundan sonra en çok değer kaybeden para oldu. Japonların carry trade işlemlerindeki zarar-kes programlarının otomatik çalışması sonucu Türk Lirası önemli oranlarda satılıp dolar 4,92 TL, döviz sepeti de 5,30'lara kadar çıkınca piyasaların beklentisi içinde olduğu Merkez Bankası hamlesi gündeme geldi. TCMB, Geç Likidite penceresi faiz oranını 300 baz puan arttırarak yüzde 13,5'ten yüzde 16,5'e yükseltti. Gecelik faiz oranları değiştirilmeyerek marjinal fonlama oranı yüzde 9,25, Merkez Bankası borçlanma faiz oranı yüzde 7,25 düzeyinde sabit tutuldu.

Hükümet yetkilileri, "para politikası kredibilitesini yenileştirmenin ve yatırımcı güvenini tekrar kazanmanın tam zamanı olduğunu açıklayarak enflasyonu ve cari açığı düşürmek için mali disiplinin sürdürüleceğini ve yapısal reformların hızlandırılacağını" açıkladılar.

Bu gelişmelerin üzerine dolar 4,57'lere kadar düştü. Yazımızın yazıldığı tarihte 4,77'ler civarında dalgalanıyordu.

Daha önceki yazılarımızda sürekli tekrar ettiğimiz üzere önden yüklemeli yüksek bir faiz artırımını beklentisi bir ölçüde karşılanmakla beraber piyasalar 7 Haziran'da yapılacak Para Politikası Kurulu'nda tekrar bir faiz artırımını beklentisi içine girdiler. Bunun nedeni, uzunca bir süredir yaşanan döviz kuru dalgalanmalarında (değer kayıplarında) zamanında alınmayan faiz artırım kararlarıdır. Optimum zamanda alınmayan bu kararlar ileri bir tarihte alındığında hem yeterli ve istenen sonucu sağlamıyor hem de fatura ve maliyet daha da yüksek oluyor. Bu olaya para politikasında "Zaman Tutarsızlığı" problemi deniyor.

İktisat hocalarımızdan Sayın Prof. Dr. Selva Demiralp ile Sayın Prof. Dr. Ümit Özlale, makalelerinde bu konuya değindiler. Konunun önemine binaen kısaca bu konuyu özetlemeye çalışalım.

Ekonomist Kydland ve Prescott ekonomi alanında Nobel ödülleri "Zaman Tutarsızlığı" problemi konusundaki tespitleri ile almışlardır.

Para Politikası yapıcısı, (örneğin ülkemizde TCMB) optimal olan kararını (sıkı para politikası ve faiz) zamanında almazsa itibar kaybına uğramakta, bağımsız

kurum ve kurulların da yeterince iyi işlemediği ortamda ertelenen bu kararlar nedeniyle gelecekte daha yüksek bir maliyet (daha yüksek enflasyon ve daha yüksek kur seviyesine) sonucu ortaya çıkmaktadır.

Erken seçim kararı alındığından itibaren ülkemizde tam da bu yaşanmıştır. TCMB piyasalarla yeterince iyi iletişim kuramamış, politika faizi uygulaması yerine arıza uygulama olan geç likidite penceresi uygulamasını politika faizi aracı haline getirmiş, piyasalar yoğun bir şekilde dalgalanırken uzun süre sessiz kalmış, faiz kararını zamanında almayarak piyasa oyuncuları ile fiyat belirleyicilerin beklentilerini kötüleştirmeye imkan vermiştir. Sonunda istemeyerek de aldığı 300 baz puanlık faiz kararı da zamanında alınmaması nedeniyle istenilen optimal sonuçları tam anlamıyla yaratamamış ve faturanın büyütülmesiyle toplumsal refahımız olumsuz etkilenmiştir.

Merkez Bankası faiz artırım kararı istenilen sonucu vermeyince ilave önlemlere başvurulmuştur. Döviz satın alım miktarını 1,9 milyar dolar arttırmış ve reeskont kredileri geri ödemelerinde kur sabitleme (4,20TL) araçlarına başvurmuştur. Bu önlemlerle döviz kuru 4,70 TL düzeyine inmiştir. Hafta içinde TUSİAD Başkanı Sayın Erol Bilecik'in yapmış olduğu tespit ve uyarılar son derece önemli.

Özetle serbest piyasa kuralları çerçevesinde tam bağımsız bir Merkez Bankasının zamanında alacağı önlemler ile bütçede sıkı mali disipline ihtiyacımızın olduğu bir dönemi yaşıyoruz. Siyasilerin de son zamanlarda bu konulara önem vermeye başlamaları sevindirici. Unutmayalım ki bir daha zaman tutarsızlığı problemi yaşamanın maliyeti çok daha farklı olacaktır.

**Yeminli Mali Müşavir**

**M.Saim Uysal**

[uysalsaim@gmail.com](mailto:uysalsaim@gmail.com)