

# PKF İZMİR Haftalık Bülten

## 29 Ekim 2 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 RAPORU VE VERGİ İNDİRİMİ

### **ABD: Faizler tekrar yükselişte...**

VIX oynaklık endeksinin **4 puan azalışla** Nisan ayı düzeyi olan **19,5'e gerilediği** haftada ABD 10 yıllık tahvil faizlerindeki (**%3,22**) artış dikkat çekti. Dolar endeksi ise yukarı yönlü trend doğrultusunda **96,6'ya yükseldi (dolar/TL pozitif)**. Uzun vadeli faizlerdeki yükseliş ağırlıklı olarak piyasaların ABD ekonomisi için olumlu büyüme projeksiyonlarını yansıtırken, dolar endeksindeki ivme Euro bölgesinden gelen iç talep göstergelerindeki son dönem aşağı yönlü eğilimden de güç alıyor.

Ağustos ayında S&P/Case-Shiller konut fiyatları endeksi yıllık bazda **%5,5** oranında **yükseldi (dolar/TL pozitif)**. Fed'in faiz artırımlarıyla beraber yükselen mortgage faizlerinin konut fiyat artışları üzerindeki negatif etkisi net olarak görülebiliyor. Eylül ayında kişisel tüketim harcamaları enflasyonu **%2'ye geriledi (çekirdek oran = %2, dolar/TL nötr)**. Dış ticaret açığı ise korumacı politikalara rağmen **yükselerek Eylül ayında 54 milyar dolar oldu (dolar/TL negatif)**. İnşaat harcamalarının aylık bazda **sabit kaldığı** aynı dönemde fabrika siparişleri aylık büyümesi ise yaklaşık **2 yüzde puan gerilemeyle %0,7'ye indi (dolar/TL negatif)**. Ekim ayında tüketici güven endeksi **2,6 puan artışla 137,9'a yükselirken imalat PMI'ı da 55,7** gelerek **büyüme yönünde gelişti (dolar/TL pozitif)**. Ekim ayı istihdam raporunda işsizlik oranı **%3,7'de sabit** kalırken, ortalama saatlik ücret enflasyonu yıllık **%3,1'e yükseldi**. Tarım dışı istihdamın ise **250 bin arttığını görüyoruz (dolar/TL pozitif)**. 27 Ekim haftasında işsizlik sigortasına ilk defa başvuranlar sayısı **214 binde yatay gelirken**, Redbook mağaza satışları endeksi da yıllık **%5,9 büyüdü (dolar/TL pozitif)**.

### **Euro Bölgesi: Büyüme yavaşlıyor...**

Euro bölgesi üçüncü çeyrekte ilk tahminlere göre yıllık **%1,7 büyüdü (önceki = %2,2, euro/TL negatif)**. Eylül ayında işsizlik oranının **%8,1'de sabit** kaldığı bölgede Ekim ayında imalat PMI'ı **1 puan azalışla 52'ye indi (euro/TL negatif)**. Aynı dönemde tüketici (-2,7) ve sanayi (3) güven endeksleri de **0,2 ve 1,7 puan azalırken**, ekonomik algı endeksinin de **1,1 puan azalışla 109,8'e indiği** görülüyor (euro/TL negatif).

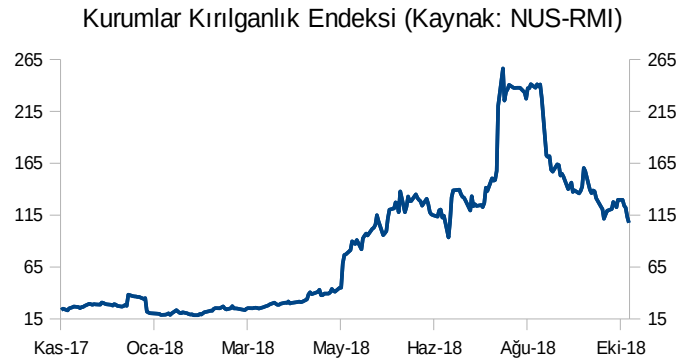
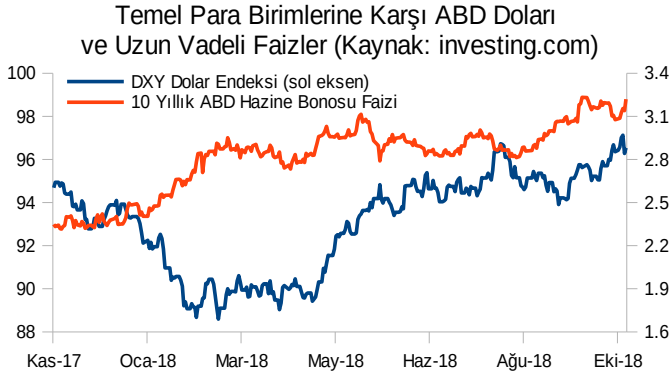
### **Türkiye: Finansal koşullardaki gevşeme sürüyor...**

Yılın son enflasyon raporu tanıtım konuşmasında TCMB başkanı Çetinkaya, bankanın yıl sonu enflasyon tahminini **%23,5** olarak açıklarken, fiyatlama davranışlarındaki bozulmalar nedeniyle **sıkı para politikasının** bir süre daha **devam edeceğini** ilan etti. Piyasa göstergeleriyle nispeten uyumlu bu açıklamalara rağmen **çekirdek enflasyon ve üretici fiyatları enflasyonundaki eğilim** nedeniyle, **reel politika faizi** önümüzdeki dönemde **sıfır etrafında** dalgalanma riski taşıyor. Buna ek olarak, yıl sonuna kadar çeşitli **ÖTV/KDV oranlarının düşük tutulacak olması** mali disiplin açısından piyasalara **olumsuz sinyaller verdi (dolar/TL pozitif)**.

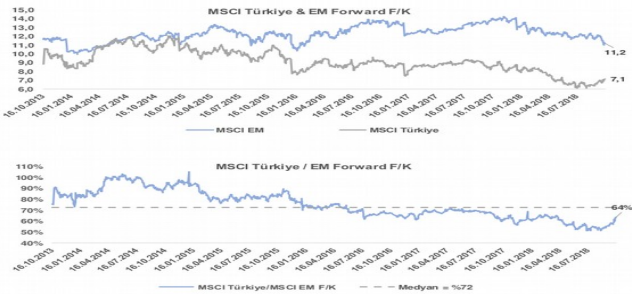
Türkiye kredi temerrüt takası primleri geçen hafta **390 baz puanda sabit kaldı (dolar/TL nötr)**. Brent petrol fiyatları ise yaklaşık **5 dolarlık azalışla 72,8 dolara inerek** dış kaynaklı riskleri azaltmaya devam ediyor (dolar/TL negatif). Borsada işlem gören firmaların 1 yıl vadeli temerrüt oranından türetilen kurumlar kırılma endeksi risk primlerindeki düşüşe paralel **22 puan azalarak 108 puana inerken (dolar/TL negatif)**, BIST 100 endeksi de haftayı **94.100'ün üzerinde** kapadı. MSCI endeksleri bazlı ileriye dönük fiyat/kar oranları ise yükselen piyasalara göre **%36 iskontolu** işlem görmeye devam ediyor. Türkiye tahvilleri getiri eğrisinin tüm vadelerde ortalama **150 baz puan aşağı** kaydığı geçtiğimiz hafta (**gösterge faiz = %23,1**), Türk lirasının son bir yıllık dönemde benzeri gelişmekte olan ülkeler ortalamasına göre dolara karşı fazladan kayıpları da **%35'e geriledi (dolar/TL = 5,43, euro/TL = 6,18, sepet kur = 5,81)**.

Haftanın veri akışında genel yönetim bütçe açığı yılın ikinci çeyreğinde **10,4 milyar TL artışla 37,3 milyar TL'ye yükseldi (faizler pozitif)**. Eylül ayında dış ticaret açığı yıllık **%77,1 daralırken**, net turizm gelirleri de üçüncü çeyrekte yıllık **%5 arttı (cari açık negatif)**. Elektrik enerjisi üretiminin yıllık bazda **%2,5 yükseldiği** Eylül ayında (**büyüme pozitif**), trafiğe kaydı yapılan motorlu kara taşıtlar sayısı ise yıllık **%47,7 küçüldü (büyüme negatif)**. Son olarak, Ekim ayında ekonomik güven endeksi **3,5 puan azalışla 67,5'e düştü (büyüme negatif)**.

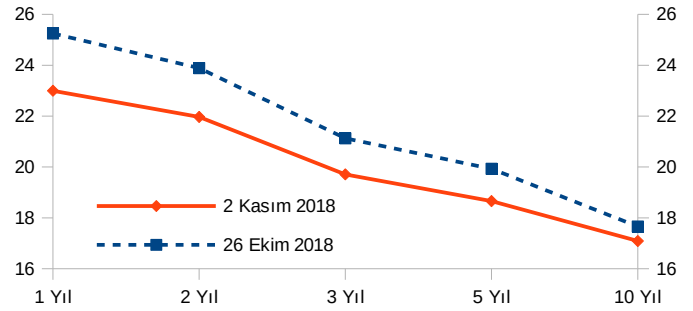
## Seçilmiş Makroekonomik ve Finansal Göstergeler



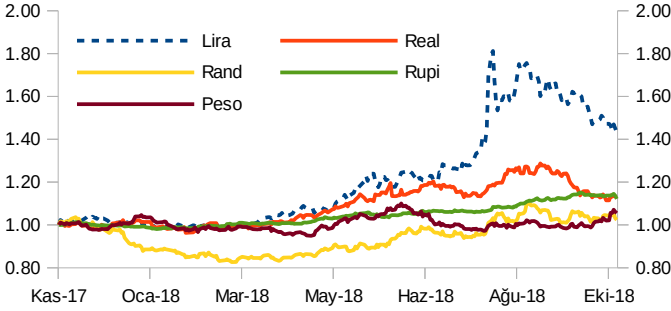
### İleriye Dönük F/K Oranları (Kaynak: Bizim Menkul Değerler A.Ş.)



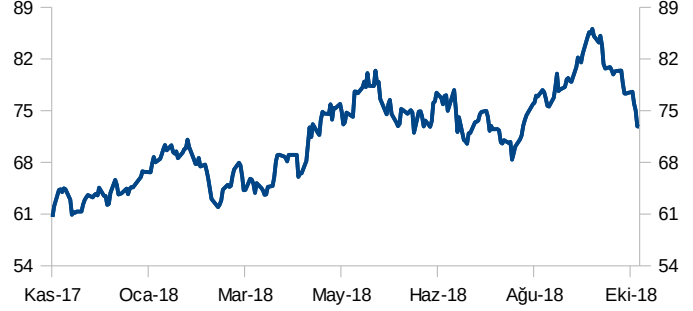
### Getiri Eğrisi (Kaynak: investing.com)



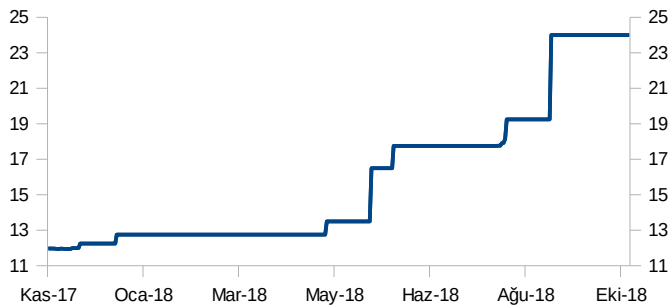
### ABD Dolarının Yükselen Piyasa Para Birimlerine Karşı Performansı (Kaynak: investing.com)



### Brent Petrol Fiyatları (Kaynak: EIA)



### TCMB Politika Faizi (Kaynak: TCMB)



### Kredi Temerrüt Takası Primleri (Kaynak: Bizim Menkul Değerler A.Ş.)



### Geçtiğimiz Haftanın Veri Akışı

Açıklanan Veri (Kurum)	Bir Önceki Dönem Düzeyi	Düzye	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
<b>Genel Yönetim Bütçe Açığı (HMB)</b>	26,9 milyar TL	37,3 milyar TL	2018Ç2	29.10.18	Faizler-Yukarı
Dış Ticaret Açığı Y/Y (TÜİK)	-%59	-%77,1	Eylül 2018	31.10.18	Cari Açık-Aşağı
<b>Net Turizm Gelirleri Y/Y (TÜİK)</b>	%20	%5,1	2018Ç3	31.10.18	Cari Açık-Aşağı
Ekonomik Güven Endeksi (TÜİK)	71	67,5	Ekim 2018	31.10.18	Büyüme-Aşağı
<b>Elektrik Enerjisi Üretimi Y/Y (ETKB)</b>	-%1,7	%2,5	Eylül 2018	31.10.18	Büyüme-Yukarı
Motorlu Kara Taşıtları Y/Y (TÜİK)	-%40,9	-%47,7	Eylül 2018	02.11.18	Büyüme-Aşağı
<b>Kişisel Tüketim Harc. Fiy. Y/Y (ABD)</b>	%2,2	%2	Eylül 2018	29.10.18	Dolar/TL-Yatay
Redbook Mağaza Satışları Y/Y (ABD)	%5,5	%5,9	27 Ekim H.	30.10.18	Dolar/TL-Yukarı
<b>Case-Shiller Konut Fiy. En. Y/Y (ABD)</b>	%5,9	%5,5	Ağustos 2018	30.10.18	Dolar/TL-Yukarı
Tüketici Güven Endeksi (ABD)	135,3	137,9	Ekim 2018	30.10.18	Dolar/TL-Yukarı
<b>İşsizlik Sig. İlk Defa Baş. Sayısı (ABD)</b>	216 bin	214 bin	27 Ekim H.	01.11.18	Dolar/TL-Yukarı
PMI İmalat (ABD)	55,6	55,7	Ekim 2018	01.11.18	Dolar/TL-Yukarı
<b>İnşaat Harcamaları A/A (ABD)</b>	%0,8	%0	Eylül 2018	01.11.18	Dolar/TL-Aşağı
Motorlu Kara Taşıtları (ABD)	17,4 milyon	17,6 milyon	Ekim 2018	01.11.18	Dolar/TL-Yukarı
<b>Ortalama Saatlik Ücretler Y/Y (ABD)</b>	%2,8	%3,1	Ekim 2018	02.11.18	Dolar/TL-Yukarı
Tarım Dışı İstihdam Artışı (ABD)	118 bin	250 bin	Ekim 2018	02.10.18	Dolar/TL-Yukarı
<b>İşsizlik Oranı (ABD)</b>	%3,7	%3,7	Ekim 2018	02.11.18	Dolar/TL-Yukarı
Fabrika Siparişleri A/A (ABD)	%2,6	%0,7	Eylül 2018	02.11.18	Dolar/TL-Aşağı
<b>Dış Ticaret Açığı (ABD)</b>	53,3 milyar \$	54 milyar \$	Eylül 2018	02.11.18	Dolar/TL-Aşağı
GSYİH Y/Y (AB)	%2,2	%1,7	2018Ç3	30.10.18	Euro/TL-Aşağı
<b>Tüketici Güven Endeksi (AB)</b>	-2,9	-2,7	Ekim 2018	30.10.18	Euro/TL-Aşağı
Ekonomik Algı Endeksi (AB)	110,9	109,8	Ekim 2018	30.10.18	Euro/TL-Aşağı
<b>Sanayi Güven Endeksi (AB)</b>	4,7	3	Ekim 2018	30.10.18	Euro/TL-Aşağı
İşsizlik Oranı (AB)	%8,1	%8,1	Eylül 2018	31.10.18	Euro/TL-Yukarı
<b>PMI İmalat (AB)</b>	53,2	52	Ekim 2018	02.11.18	Euro/TL-Yukarı

### Bu Hafta Açıklanacak Veriler

Açıklanacak Veri (Kurum)	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
<b>Üretici Fiyat Endeksi Y/Y (TÜİK)</b>	Ekim 2018	05.11.18	Enflasyon
Tüketici Fiyat Endeksi Y/Y (TÜİK)	Ekim 2018	05.11.18	Enflasyon
<b>Reel Efektif Döviz Kuru (TCMB)</b>	Ekim 2018	06.11.18	Cari Açık
Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (HMB)	Ekim 2018	07.11.18	Faizler
<b>Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri (HMB)</b>	Ekim 2018	08.11.18	Faizler
Dış Ticaret Endeksleri (TÜİK)	Eylül 2018	09.11.18	Cari Açık

## **Enflasyon raporu ve vergi indirimi – Gözlem Gazetesi - 02.11.18**

TCMB yılın son enflasyon raporunu yayınladı. Enflasyon rakamlarını artık alışık olduğumuz şekilde yine yukarı yönlü revize etti. Bu yıl sonu tahminini %13,4'ten %23,5'e, 2019 sonunu da %9,3'ten %15,2'ye yükseltti.

Yılın üçüncü çeyreğinde %24,5 seviyesine ulaşan enflasyondaki yükselişin başlıca nedenlerinden biri enflasyon raporunda da belirtildiği gibi %37 civarındaki Türk lirasındaki değer kaybıdır. Döviz kurundaki oynaklık oranı bu dönemde oldukça yüksek seyretti. Beklentiler bozuldu, risk primi arttı, belirsizlikler çoğaldı. Kendi skalamızdaki ülkelere göre negatif ayrıştık. Bunun sonucunda da portföy çıkışları hızlandı, piyasa faizleri yükseldi, bankaların fonlama maliyetlerindeki artışlar nedeniyle kredi-mevduat faiz farkı üçüncü çeyrekte tarihsel ortalamaların üzerinde gerçekleşti. Kur şokuna ilaveten faiz şoku geldi. Bu gelişme de reel sektörün ister döviz kredisi kullansın ister TL kredi kullansın tümünü etkiledi ve bilançoları tahrip oldu. Bu dönemde gıda enflasyonundaki sert yükselişler (yaz dönemi olmasına rağmen) ve enerji fiyatlarına yapılan zamlar da fiyat artışlarını kamçıladi.

Merkez Bankasınca politika faizinin %24'e yükseltilmesi ile sıkı para politikası uygulaması sonuçlarını henüz yeni vermeye başladı. Dış piyasa oyuncuları da yükselen enflasyon nedeniyle beklentilerini bozduklarından reel faiz oranını yeterli bulmadılar. Üretici enflasyonunun %46,2'ler de seyretmesi kur geçişkenliğinin hala devam edeceği beklentisini oluşturmaktadır. Çekirdek enflasyondaki bozulma süreci enflasyonun daha da yükseleceğine ışık tutuyor.

Yeni ekonomi programında maliye politikasının fiyat istikrarına katkı verecek şekilde uygulanacağını belirtilmesine karşın, "Enflasyon Raporu"nun açıklandığı gün mobilya, beyaz eşya, otomotiv ve konutta KDV, ÖTV ve Tapu Harcı indirimlerine gidileceği açıklanınca piyasalarda bir kafa karışıklığı oluştu.

Bilindiği üzere maliye politikası ile para politikasının hatta ekonomi politikasının tüm unsurlarının birbirleriyle uyumlu

ve bütünleşik olması gerekir. Aslında iki aylık bu vergi indiriminin bütçeye çok büyük bir yük getirmeyeceği gerçeği biliniyordu. Ancak piyasalarda 2018 genel seçimler öncesi uygulanan gevşek mali politikaya tekrar geri döneleceği kuşkusu gündeme geldi. Farklı politika uygulamalarının iletişimi iyi yapılamadığından beklentilerin bozulmasına yol açıldı.

Kanaatimiz; 2019 yerel seçimlerine kadar hükümetin büyüme öncelikli, fiyat istikrarını öteleyen bir politika izleyeceği yönünde. İktisadi güven endeksleri, PMI'ler, sanayi üretim tahminleri, kapasite kullanım oranları ve ithalattaki düşüşler iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın hızlandığını ve risklerin aşağıya doğru yoğunlaştığını gösteriyor. Söz konusu vergi indirimleri yoluyla iç talebin artırılması ve böylece büyüme ve işsizlik oranlarındaki bozulma ihtimallerinin önlenmesi amaçlanmakta.

Gelişmeler bu yönde artarak devam ederse enflasyon oranlarında yılsonu itibarıyla %25'lerin aşılacağını, en az birkaç yıl çift haneli enflasyonun devam edeceğini düşünüyoruz. Merkez Bankasının orta vadedeki %5 enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi zor bir hedef olduğunu söylemeliyiz.

Son enflasyon raporunda fiyat istikrarı açısından belirtilen riskleri önemine binaen burada tekrar uygulamakta yarar görüyoruz.

### **Makro İktisadi Riskler**

- Fiyatlama davranışında ve beklentilerde olabilecek ilave bozulma
- Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının zayıflaması
- Banka kredilerinin (mevduat artışının zayıflaması ve sendikasyon problemleri) kaynak problemleri nedeniyle daha da azalması,
- Para ve maliye politikasındaki eşgüdümsüzlük (son vergi indirimleri, ücret ve fiyatlama riskleri gibi)
- Geçmiş enflasyona göre endeksleme
- Petrol ve gıda fiyatlarındaki ani yükselişler

Merkez Bankalarının prestiji ve kredibiliteleri artık uzun vadeli beklentileri doğru yönde oluşturabilmeleriyle ölçülmektedir. Merkez Bankamızın bu konuya ağırlık vermesinde yarar var.

2019 zor bir yıl olacak. Yerel seçimlere kadar büyüme endeksli politika izlenmesi fiyat istikrarı problemlerini ötelemek anlamına gelecektir. Bu nedenle genişleyici mali politikalardan ziyade yüksek enflasyonsuz, dengeli, sürdürülebilir bir orandaki büyümenin yolunu bulmalıyız. Acil olan iç talep artışı yaratmak değil, bankaların kredi verme imkanlarını arttıracak önlemleri düşünmek gerekiyor.

***Yeminli Mali Müşavir***

***M.Saim Uysal***

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