

PKF İZMİR Haftalık Bülten

15 | 19 Nisan



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 FINANSAL VE REEL GELİŞMELERİ
- MAKROEKONOMİK GÖRÜNÜM VE BÜYÜME MODELİMİZ

ABD: Büyüme potansiyel düzeyine yaklaşıyor...

Bölgesel Fed'lerin anektodal gözlemlerine dayanan Beige Book raporu Nisan sayısı yayımlandı. Raporda genel ekonomik faaliyet artışı 'hafif-ılımlı' olarak betimlenirken, istihdam artışları 'ılımlı-mütevazı' olarak tarif edilmiş. Ücretler ve fiyatların ise geçen sene aynı dönemde görülen 'ılımlı' ve 'mütevazı' hızlarda arttığı belirtiliyor (**dolar/TL nötr**). Bu gelişmeler, ABD ekonomisinin **potansiyel büyümesine doğru gerilediği** anlatımla tutarlı olarak karşımıza çıkıyor. ABD 10 yıllık hazine tahvil faizlerinin **%2,56'da yatay seyrettiği** haftada dolar endeksi de **97,5'te yatay ve dalgalı** seyretti. VIX oynaklık endeksi ise **12 düzeyinde sabit (dolar/TL nötr)**.

Şubat ayında yabancı sermaye çıkışları bir önceki aya göre **120 milyar dolar azalışla 21,6 milyar dolara gerilerken**, aylık dış ticaret açığı ise **1,7 milyar dolar azalışla 49,4 milyar dolar** oldu (**dolar/TL pozitif**). Mart ayında ise sanayi üretimi ve perakende satışlar sırasıyla yıllık **%2,8 ve %3,6 büyürken**, yeni konut başlangıçları sayısı ise bir önceki aya göre **%0,3 azaldı (dolar/TL nötr)**. Nisan ayında konut piyasası endeksi **1 puan artarak 63 puan** oldu (**dolar/TL pozitif**). 13 Nisan haftasında işsizlik sigortasına ilk defa başvurular sayısı **192 bine gerilerken (49 yılın rekoru)**, Redbook mağaza satışları endeksi de yıllık **%5 arttı (dolar/TL pozitif)**.

Euro Bölgesi: Uzun süreden sonra reel sektörde olumlu görünüm...

İnşaat üretimi Şubat ayında yıllık **%5,2 büyürken (bir önceki = -%0,1)**, cari işlemler dengesi de bir önceki aya göre **5 milyar euro artarak 15,5 milyar euro fazla** verdi (**euro/TL pozitif**). Dış ticaret dengesinin ise Ocak ayına göre **16 milyar euro** daha artarak **17,9 milyar euroya yükseldiği** görülüyor (**euro/TL pozitif**). Mart ayında tüketici fiyatları yıllık **%1,4 arttı (çekirdek = %0,8, euro/TL negatif)**. Enflasyon görünümünün henüz istenen gücü yakalayamaması dikkat çekiyor. Ancak Nisan ayında Zew ekonomik güven endeksinin bir önceki ay **-2,5 düzeyinden 6 puan artışla 4,5** gelmesi euro bölgesi iç talebi ve Türkiye net ihracatı açısından umut verici (**euro/TL pozitif**).

Türkiye: Teknik resesyondan çıkıyor muyuz?...

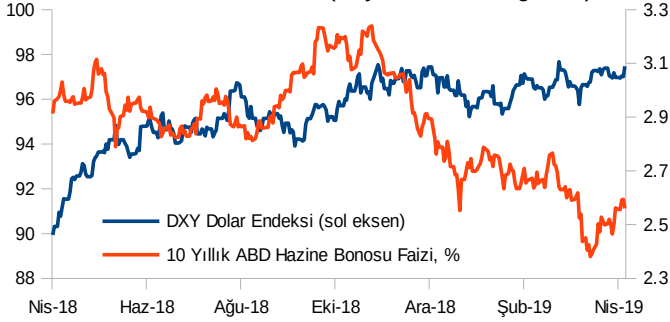
Birinci çeyreğe ilişkin veri akışı istihdam, konut piyasaları ve üretim alanlarında **yıllık bazda daralmanın sürdüğüne** işaret ederken, özellikle kamu bankaları aracılığıyla ekonomiye sağlanan krediler sayesinde perakende satışlar (**-%4,9, bir önceki = -%6,7**) ve sanayi üretimi yıllık artışı (**-%5,1, bir önceki = -%7,3**) '**en kötü geride bırakıldı mı?**' sorusunu akla getiriyor. TCMB'nin yerel seçimler sonrası haftalık repo fonlamasına dönerek faizleri **%24'e indirmesi** de bu politika duruşuna destek vermekte. Öte yandan, ekonomi yönetimi Washington ziyareti sonrası, hızla yükselen döviz mevduat oranını azaltma amacıyla bankaların mevduat faizlerini **%20,5'ten %22,5'e çıkarmalarına** da izin verdi. Önümüzdeki dönemde merkez bankası **rezerv yeterliliği** kaynaklı riskler sonucu **liradaki değer kaybının hızlanması enflasyonu dizginleme-büyümeye destek** verme ödünleşimini tekrar karşımıza çıkaracak.

Brent petrol fiyatlarının **72 doları** yakaladığı (**dolar/TL pozitif**) geçtiğimiz hafta kredi temerrüt takası primleri **12 baz puan gerilemeye rağmen 437 baz puan** gibi oldukça yüksek bir düzeyde kaldı (**dolar/TL pozitif**). Borsada işlem gören firmaların 1 yıl vadeli temerrüt ihtimalini yansıtan kurumlar kırılma endeksi **46 puana inerken**, BIST 100 endeksi de bir miktar yükselerek haftayı **96.800'ün üzerinde** kapadı. Ancak MSCI Türkiye endeksi yükselen piyasalar MSCI endeksine görece **4 yüzde puan daha gerileyerek** son bir yıllık dönemde **%32,5 iskontolu seyrediyor (dolar/TL pozitif)**. Türk Hazine tahvilleri getiri eğrisinin tüm vadelerde ortalama **30 baz puan aşağı** kaydığı geçtiğimiz hafta, liranın son bir yıllık dönemde benzeri gelişmekte olan ülkeler ortalamasına göre dolara karşı **fazladan değer kayıpları %34** oldu (**dolar/TL = 5,81, euro/TL = 6,54, sepet kur = 6,18**).

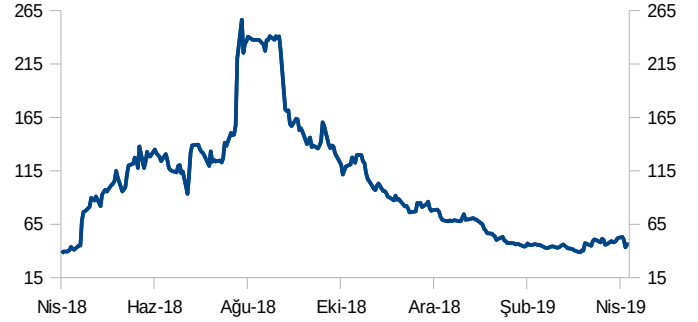
Ocak 2019 döneminde işsizlik oranı bir önceki aya göre **1,2 yüzde puan artarak %14,7'ye yükseldi (istihdam negatif)**. Şubat ayında konut fiyatları yıllık **%3,8 artarken**, reel bazda **%13,3 geriledi (büyüme negatif)**. Mart ayında merkezi yönetim bütçe açığı **8 milyar TL artışla 24,5 milyar TL'ye yükselirken (faizler pozitif)**, kayıtlı işsiz sayısı ise **4 milyon 48 bine çıktı (istihdam negatif)**.

Seçilmiş Makroekonomik ve Finansal Göstergeler

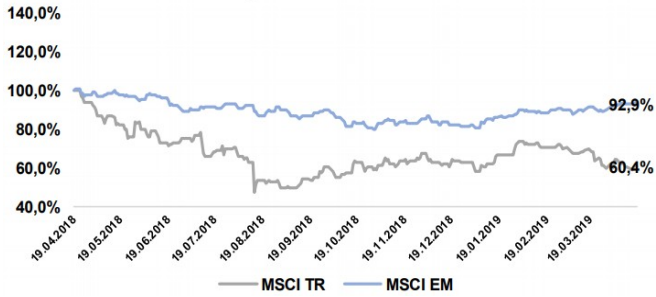
Temel Para Birimlerine Karşı ABD Doları ve Uzun Vadeli Faizler (Kaynak: investing.com)



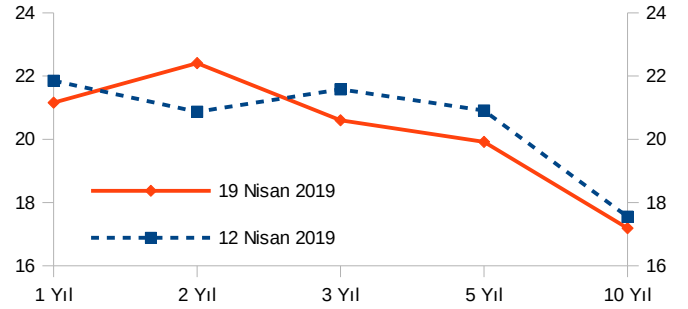
Kurumlar Kırılganlık Endeksi (Kaynak: NUS-RMI)



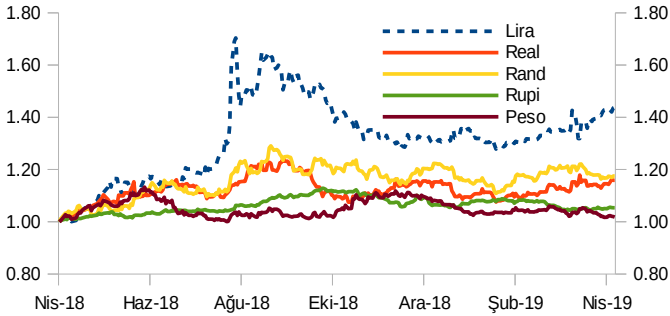
BIST'in Yükselen Piyasa Borsalarına Karşı Performansı (Kaynak: Bizim Menkul Değerler A.Ş.)



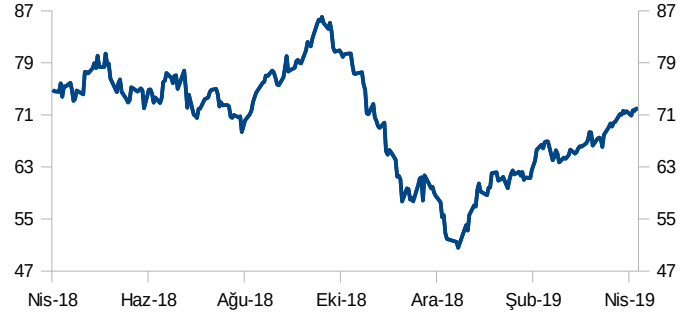
Getiri Eğrisi (Kaynak: investing.com)



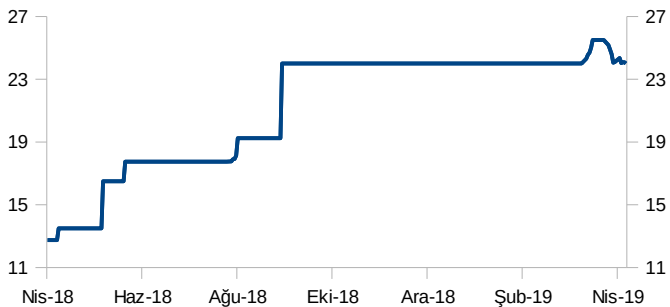
ABD Dolarının Yükselen Piyasa Para Birimlerine Karşı Performansı (Kaynak: investing.com)



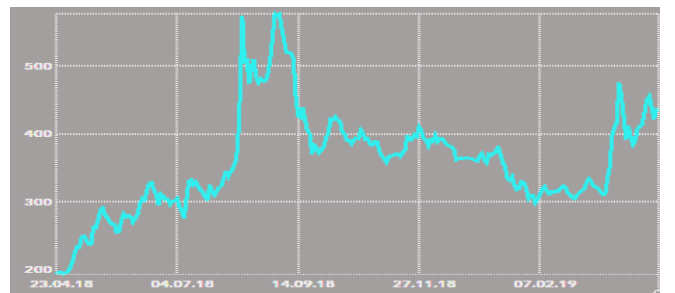
Brent Petrol Fiyatları (Kaynak: EIA)



TCMB Politika Faizi (Kaynak: TCMB)



Kredi Temerrüt Takası Primleri (Kaynak: www.paragaranti.com)



Geçtiğimiz Haftanın Veri Akışı

Açıklanan Veri (Kurum)	Bir Önceki Dönem Düzeyi	Düzye	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
İşsizlik Oranı (TÜİK)	%13,5	%14,7	Ocak 2019	15.04.19	İstihdam-Aşağı
Açık İşler Sayısı (AÇSHB)	147,7 bin	202,1 bin	Mart 2019	15.04.19	İstihdam-Yukarı
Kayıtlı İşsiz Sayısı (AÇSHB)	3.953 bin	4.048 bin	Mart 2019	15.04.19	İstihdam-Aşağı
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (HMB)	-16,8 milyar TL	-24,5 milyar TL	Mart 2019	15.04.19	Faizler-Yukarı
Perakende Satış Endeksi Y/Y (TÜİK)	-%6,7	-%4,9	Şubat 2019	16.04.19	Büyüme-Aşağı
Sanayi Üretim Endeksi Y/Y (TÜİK)	-%7,3	-%5,1	Şubat 2019	16.04.19	Büyüme-Aşağı
Özel Sek. Yurtdışı Kredileri (TCMB)	223,6 milyar \$	222,6 milyar \$	Şubat 2019	16.04.19	Dolar/TL-Yukarı
Konut Fiyat Endeksi Y/Y (TCMB)	%3,6	%3,8	Şubat 2019	16.04.19	Büyüme-Aşağı
İlk Defa Satılan Konut Sayısı (TÜİK)	32,6 bin	44,2 bin	Mart 2019	17.04.19	Büyüme-Yukarı
Kısa Vadeli Dış Borç (TCMB)	118,1 milyar \$	118,2 milyar \$	Şubat 2019	17.04.19	Dolar/TL-Yatay
Uluslararası Yatır. Kısa Poz. (TCMB)	367,7 milyar \$	362,9 milyar \$	Şubat 2019	18.04.19	Dolar/TL-Yukarı
Kurulan ve Kapanan Şirketler (TOBB)	6.107	6.458	Mart 2019	19.04.19	Büyüme-Yukarı
Yabancı Sermaye Girişleri (ABD)	-143,7 milyar \$	-21,6 milyar \$	Şubat 2019	15.04.19	Dolar/TL-Yukarı
Redbook Mağaza Satışları Y/Y (ABD)	%4,8	%5	13 Nisan H.	16.04.19	Dolar/TL-Yukarı
Sanayi Üretimi Y/Y (ABD)	%3,5	%2,8	Mart 2019	16.04.19	Dolar/TL-Aşağı
Konut Piyasası Endeksi (ABD)	62	63	Nisan 2019	16.04.19	Dolar/TL-Yukarı
Dış Ticaret Açığı (ABD)	-51,1 milyar \$	-49,4 milyar \$	Şubat 2019	17.04.19	Dolar/TL-Yukarı
İşsizlik Sig. İlk Defa Bşv. Say. (ABD)	197 bin	192 bin	13 Nisan H.	18.04.19	Dolar/TL-Yukarı
Perakende Satışlar Y/Y (ABD)	%2,2	%3,6	Mart 2019	18.04.19	Dolar/TL-Yukarı
Konut Başlangıçları A/A (ABD)	-%12	-%0,3	Mart 2019	19.04.19	Dolar/TL-Aşağı
İnşaat Üretimi Y/Y (AB)	-%0,1	%5,2	Şubat 2018	16.04.19	Euro/TL-Yukarı
Zew Ekonomik Güven Endeksi (AB)	-2,5	4,5	Nisan 2018	16.04.19	Euro/TL-Yukarı
Cari İşlemler Dengesi (AB)	10,6 milyar €	15,5 milyar €	Şubat 2018	17.04.19	Euro/TL-Yukarı
Dış Ticaret Dengesi (AB)	1,8 milyar €	17,9 milyar €	Şubat 2018	17.04.19	Euro/TL-Yukarı
Tüketici Fiyat Endeksi Y/Y (AB)	%1,5	%1,4	Mart 2018	17.04.19	Euro/TL-Aşağı

Bu Hafta Açıklanacak Veriler

Açıklanacak Veri (Kurum)	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
Tüketici Güven Endeksi (TÜİK)	Nisan 2019	22.04.19	Büyüme
Merkezi Yönetim Borç Stoku İstatistikleri (HMB)	Mart 2019	22.04.19	Faizler
Sektörel Güven Endeksleri (TÜİK)	Nisan 2019	24.04.19	Büyüme
Reel Kesim Güven Endeksi (TCMB)	Nisan 2019	24.04.19	Büyüme
Yatırım Eğilimi İstatistikleri (TCMB)	Bahar 2019	24.04.19	Büyüme
İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (TCMB)	Nisan 2019	24.04.19	Büyüme
İnşaat Maliyet Endeksi (TÜİK)	Şubat 2019	24.04.19	Büyüme
Uluslararası Doğrudan Yatırımlar (STB)	Şubat 2019	24.04.19	Dolar/TL
Net Uluslararası Rezervler (TCMB)	Mart 2019	26.04.19	Dolar/TL

Makroekonomik görünüm ve büyüme modelimiz - Gözlem Gazetesi - 19.04.19

Yerel seçimler sonrası makroekonomik görünümü ana hatlarıyla özetleyip bundan sonra dünyanın önemli finans kuruluşlarının kurmuş olduğu Uluslararası Finans Enstitüsü'nün (IIF) yayınladığı "Türkiye'nin Kredi Genişlemesine Dayanan Büyüme Modeli" konusundaki araştırma tespitlerini irdelemeye çalışacağız.

BAŞLICA MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER:

	2018	2019	
GSYH (Milyar \$)	784	706	IMF tahmini
KİŞİBAŞI GSYH (1000 \$)	9346	8507	IMF tahmini
BÜYÜME	%2,6	-%2,5	IMF tahmini
ENFLASYON (TÜFE)	%20,3	%19,71	Mart
ENFLASYON (ÜFE)	%33,64	%29,64	Mart
İŞSİZLİK	%13,5	%14,7	OCAK
BÜTÇE DENG./GSYH	-%2	-%0,9	
FAİZ DIŞI FAZLA/GSYH	%0,0	-%0,1	
KAMU+ÖZEL			
DIŞ BORÇ (Milyar \$)	445,9	-	
CARİ AÇIK/GSYH	-%3,5	-%2,4	
MB DÖVİZ REZ. (Milyar \$)	92	97,3	Nisan
MEVDUAT+FON(Milyar TL)	2,036	2204,7	Nisan
KREDİ STOKU (Milyar TL)	2,395	2516,5	Nisan
KREDİ/MEVDUAT ORANI	%117,6	%114,1	
CDS(ÜLKE RİSK PRİMİ)	360	450	Nisan
GÖSTERGE FAİZİ	%19,73	%21,25	Nisan
Özel sek. dış borç st./GSYH	%38	-	
TCMB Rez./Top. Brüt Dış Borç	%16	-	

Kuşkusuz bu göstergelere Tüketici Güven Endeksi, reel faiz ve PMI vs. gibi göstergeleri de eklemek mümkün. Bugünkü noktaya gelişimizi yukarıdaki göstergelerle özetlemeye çalışırsak şu sonuçları görüyoruz.

1. Ülke büyümesi 2018/Ağustos ayında yaşanan kur/faiz şoku sonrası gittikçe azalmakta hatta daralmaktadır. 2019 ilk çeyrek sonuçları resesyonda olduğumuzu açıkça gösteriyor. IMF, 2019 ülke büyümemizin (-)%2,5 olacağını öngörüyor. Moody's de benzer şekilde 2019 yılında ekonominin %2 daralacağı, bütçe açığının artacağı tahmininde bulundu. Reuters ekonomistleri anket sonuçları da bu tahminler paralelinde.

2. Resesyona rağmen özellikle %30'lara varan gıda enflasyonu ile %13-14'lerde sabitlenen çekirdek enflasyon nedeniyle TÜFE-ÜFE enflasyonu katı ve yapışkan bir hale gelmiştir. Bir başka deyişle stagflasyonu, hem enflasyonu hem durgunluğu bir arada yaşıyoruz. TÜFE-ÜFE farkı da süreç içinde manşet enflasyona yansiyacaktır.

3. Çift haneli giden işsizlik oranımız büyümeli yıllarda dahi düşmemişken 2018 sonu itibariyle %13,5'e, 2019 Ocak ayında ise %14,7'ye (son on yılın en yüksek oranı) yükselttik. Küçülme ve durgunluk sonucu bu oran daha da artabilecektir. Genç işsizlikteki oran ise daha da ürkütücü. Gençlerimizin dörtte birinden fazlası işsiz.

4. Jeopolitik riskler, S-400/F-35 konusunda A.B.D. ile yaşanan gerginlikler, TL/swap işlemlerindeki uygulamalar ile seçimler bitmesine rağmen kesin sonuçların açıklanamaması nedenleriyle 300 puanlara kadar inen kredi temerrüt risk primimiz 450'lere (5 yıllık ortalama 249) tekrar yükselmiş durumdadır. Açıklanan dönüşüm programının piyasalarca yeterli bulunmaması da bu primin yükselmesine etki etmiştir.

5. 2019 ilk çeyreğinde realize olan bütçe açığı geçen yılın aynı dönemine göre %77 oranında artmış, YEP teki hedef ihlal edilmiştir. Daha da önemlisi faiz dışı fazlalar açığa dönmüş vergi gelirleri artışı ise %19'luk enflasyona rağmen %5,8'de kalmıştır. Kamu bankaları kanalıyla kredi genişlemesinin devam etmesi, daralan ekonominin sonucu vergi gelirlerinin yeterince artamayacağı hususları mali disiplinin bozulmaya devam edeceğini ortaya koyuyor. Unutmayalım ki geçmiş dönemdeki ekonomik başarıların arkasında yüksek faiz dışı fazla verme gerçeği mevcuttur. 2002-2012 döneminde hem

enflasyonu dizginlemiş hem de risk primlerimizi ve dolayısıyla reel faizlerimizi düşürmeyi başarmıştık. Bugün küresel koşullar ve iç nedenlerden ötürü borçlanma maliyetlerimizin ciddi oranda artması kamu mali disiplini açısından bir handikap teşkil ediyor.

6. Ödemeler dengemizdeki cari açık iyileşmesi keskin ithalat düşüşünden kaynaklanıyor. İhracat artış oranı gittikçe azalmaktadır. İthalattaki keskin düşüş ve iç talebin çöküşü sonucu cari açığımız düşmüş ancak bunun pahalı faturası ekonomimizin daralması ve yüksek işsizlik ile sonuçlanmıştır. Ülkemizin bugünkü dış borç yapısı maalesef büyüme ve cari açığın azalmasını birlikte realize etmemizi engelliyor.

7. Son yıllarda izlenen hızlı kredi genişlemesi, inşaat ve enerji sektörleri tercih ağırlığı nedenleri ile borçlarımız hızla artmış, 2002 yılındaki toplam borç/GSYH oranı (%54,8) aşılıarak 2018 sonu itibarıyla bu oran %57'ye yükselmiştir. Bu borç yapısıyla sürdürülebilir büyüme ve kalkınmayı gerçekleştirmek çok zordur. Bugün 2002 den farklı olarak özel sektör borçlarımızın gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı %38'dir. Bu oran 2002 de %18'di. Biliyoruz ki kriz yıllarında bu orandaki borç yapısı bankacılık sistemini olumsuz etkilemekte ve bir anlamda bu borçlar kamunun borcu haline dönüşmektedir. Bu durum dış piyasalarda kırılganlık unsuru olarak değerlendiriliyor ve TL'deki volatilitiyi (%28) arttırıyor. Döviz konusunda istikrar sağlamadan ne enflasyonu kontrol altına alabilir ne güveni ne genel istikrarı sağlayabilir ve ne de dolarizasyona engel olabiliriz. Toplam mevduatlarımızın yarısından fazlası yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatlarından oluşmaktadır. Daha önceki başarılı dönemlerde bu oran %28'ler civarındaydı.

8. Bankacılık sistemindeki kredilerin yıllık (2018) büyüme oranı %13 civarındadır. Sistemdeki dolarizasyon oranının gittikçe artması para politikası etkinliğini azaltmaktadır. Bankacılık sektörünün çekirdek ve ana sermaye yeterlilik rasyoları güven verecek düzeydedir. Ancak batık kredi oranları (BDDK tahmini %6) ikinci grup krediler nedeniyle yükselecek olursa ekonominin resesyondan çıkması daha uzun süreli olacaktır.

BORÇ KAYNAKLI BÜYÜME YAPIMIZ

Uluslararası Finans Enstitüsü Türk ekonomisinin kredi genişlemesine dayalı büyüme yapısı arzettiği tespitinde bulunarak değişen küresel koşullarda artık bu patikadan giderek büyümenin mümkün olmadığını belirtiyor. Koşulların "tapering" sonrası değiştiğinin, küresel finans piyasalarının dış kaynağa dayalı büyüme modelini artık finanse etmek istemediğinin altı çiziliyor.

Türkiye'de enflasyon odaklı para politikasında kur istikrarı amacının azaldığı, buna karşın büyüme hedefli faiz istikrarı amacına yönelindiği, aynı anda genişlemeci maliye politikası uygulanarak (faiz dışı bütçe açıklarının yükselmesi, kamu bankalarının maliyet gözetmeksizin kredi genişlemesine gitmesi gibi) enflasyonun kontrolden çıktığı ve bu hususun kur-faiz şoklarıyla birleşerek ekonomiyi zaafa uğrattığı tespitinde bulunmaktadır.

Cumhuriyet öncesi yaklaşık 200 yıllık bir dönemden (Balta Limanı anlaşması ile başlayan Duyun-u Umumiye döneminde devam eden) bugüne kadarki dönemde ne zaman hesapsız-kitapsız borçlanma ile kalkınmaya çalışmışsak gelişmeler ya siyasi tavizler verilmesiyle ya da büyük miktarda iç kaynağın dışarıya transferiyle sonuçlanmıştır (Türkiye'nin 200 yıllık iktisadi tarihi Prof. Dr. Şevket Pamuk). Bugün ABD, ülkemize ekonomik tehditler savuruyorsa bunda kuşkusuz GSYH'mizin %57'sinden fazlasıyla dış borcumuz olduğu ve bu borcun da %38'inin özel sektöre ait olduğu sonucu oluşan kırılgan yapımız önemli bir husus olarak ortaya çıkıyor.

Bu çıkmaz modelden enflasyon içinde küçülmeden hızla uzaklaşmamız gerekiyor. Bunun yolu tasarrufları (gönüllü-zorunlu) arttırmaktan ve yapısal reformlarla (evrensel standartlarda hukuk, demokrasi, eğitim ve vergi ve üretim) desteklenen büyüme modelini yaratmaktan geçiyor. 2002-2010 dönemindeki başarının arkasında demokratikleşme ile AB ve IMF çıpaları mevcuttu. Tasarrufa kamudan başlanmalı, fizibilitesi tutarsız, çılgın projelerden vazgeçerek doğrudan yatırımları çekecek ortamı yaratmalıyız. Kredibilitesi artmış bir merkez bankasıyla gerçek anlamda sıkı ve uyumlu bir para ve maliye politikası uygulayarak risk

primlerimizi düşürmeli, iç ve dış piyasalara güven vermeliyiz. Dönüşüm programındaki BES ve kıdem tazminatı düzenlemeleri uzlaşarak gerçekleştirilirse bu fonlar borçlarımızın azalmasına katkı verecektir. Sadece bunları yapmamız da yetmez. İçte ve dışta gerginlikleri azaltan uzlaşmaya ve diyaloga dayalı tutum ve davranışlar sergilemeli ve bu politikaları kendi insanımıza açık açık anlatarak konsensüs sağlamalıyız. IMF'nin belirttiği gibi şeffaflık ve hesap verebilirlik büyük önem taşıyor.

Bütün bunları gerçekleştirebilirsek vergi alma-borç al politikası azalacak, piyasalara gelen güven ve istikrar ile tüketim ve yatırım talebi daha sağlıklı finansman yapısına, ithal ağırlığının azaldığı katma değeri yüksek ihracat odaklı bir üretime kavuşarak "dengelenme" ancak o zaman mümkün olabilecektir. Seçimsiz dört buçuk yıllık süreç içinde bu konularda mesafe almamız mümkündür. Türk toplumun demografik avantajı dezavantaja düşürülmemelidir.

Yeminli Mali Müşavir

M. Saim Uysal

uysalsaim@gmail.com