

PKF İZMİR
Haftalık Bülten15 | 19
Temmuz

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 HEDEFLEMESİ "OUT" FAİZ HEDEFLEMESİ "IN"

ABD: Temmuz toplantısına yaklaşırken faiz indirimi yönündeki fiyatlamalar güçleniyor...

St. Louis Fed başkanı James Bullard geçen hafta verdiği televizyon mülakatında, hem getiri eğrisinin yataylaştırılması hem de enflasyon beklentilerinin çıpalandırılması açısından faiz Temmuz toplantısında faiz indiriminin gerekliliğini tekrar vurguladı. Geçtiğimiz hafta dolar endeksi **40 baz puan artışla 97,2'ye çıkarken**, 10 yıllık ABD hazine tahvili faizleri ise **6 baz puan azalışla %2,06'ya indi (dolar/TL negatif)**. VIX oynaklık endeksi ise haftayı **1,1 puan artışla 14,5** düzeyinde kapadı.

Haftanın Mayıs ayı veri akışında ABD'ye yönelen yabancı sermaye akımları **32,9 milyar dolara yükseldi (bir önceki = -9 milyar dolar, dolar/TL pozitif)**. Haziran ayında perakende satışlar ve sanayi üretimi yıllık bazda **%3,4 ve %1,3 büyüdü (dolar/TL nötr)**. Temmuz ayında ise konut piyasası endeksi **1 puan artışla 65'e yükseldi (dolar/TL pozitif)**. İşsizlik sigortasına ilk defa başvuranlar sayısının **216 bine çıktığı** 13 Temmuz haftasında Redbook mağaza satışları endeksi de yıllık **%4,7 yükseldi (dolar/TL pozitif)**.

Euro Bölgesi: Enflasyon kısmen yükselirken reel göstergeler yavaşlıyor...

AMB banka meclisi üyesi Benoît Cœuré geçen hafta yaptığı konuşmada euro bölgesinde **mali birlik** kurulmadan, kriz dönemlerinde **genişleyici para politikası** uygulamalarının **etkisinin azalacağı** uyarısını yaptı. Cœuré aynı zamanda euro bölgesinde bankaların (taşıdıkları devlet riskleri ile ağırlıklandırılan) katkıları ile fonlanacak bir **mevduat sigorta fonunun** kurulmasını **finansal istikrar** açısından zorunlu görüyor.

Mayıs ayında euro bölgesi genelinde inşaat üretimi yıllık **%2 büyüdü (bir önceki = %3,1, euro/TL negatif)**. Aynı dönemde dış ticaret dengesi **23 milyar euro fazla** verirken, cari işlemler fazlası ise **13,3 milyar euro** oldu (**euro/TL nötr**). Tüketici fiyatları Haziran ayında yıllık **%1,3 arttı (çekirdek = %1,1, euro/TL nötr)**. Temmuz ayında ise Zew ekonomik güven endeksi **-20,3'te yatay** seyrediyor (**euro/TL negatif**).

Türkiye: Borç yapılandırma sorunları çözülmedi...

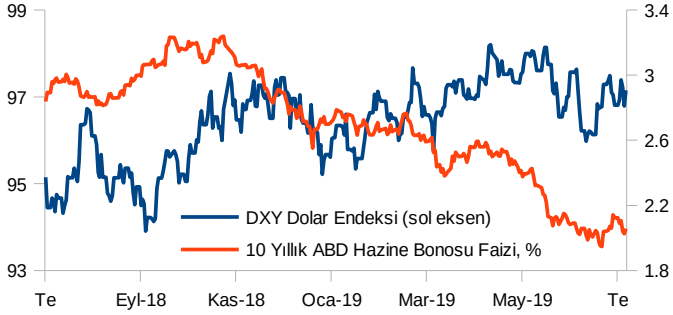
2018 krizi sonrası her ne kadar tahsili gecikmiş alacaklar oranı **%4,5'lerle** sınırlı kalmış olsa da yeniden yapılandırılacak krediler içinde sorunlu krediler oranının **%12'ye** ulaşmış olması bu kredi grubunun çok dikkatli yönetilmesi gereğini ortaya çıkarıyor. Zira **konut ve enerji** sektörlerinde yeniden yapılandırılacak kredi meblağı **40 milyar dolara** yaklaşırken söz konusu yapılandırmanın henüz ne şekilde gerçekleşeceğini anlaşılmadığı görülüyor. Merkez bankasının bu hafta gerçekleşmesine kesin gözüyle bakılan **faiz indirimi** ekonomik büyümeye destek verecek. Ancak **agresif** bir indirim gerçekleşirse, **dolarizasyonun** güçlenmesi sonucu bankaların TL mevduat bulması zorlaşabilir.

Türkiye'nin kredi temerrüt takası primleri geçen hafta **38 baz puan düşerek 373 baz puana geriledi**. Brent petrol fiyatları ise **63 dolara indi (dolar/TL negatif)**. Borsada işlem gören firmaların 1 yıl vadeli temerrüt ihtimalini yansıtan kurumlar kırılma endeksinin **35 puana gerilediği** haftayı BIST 100 endeksi **101.800 puanın** üzerinde kapadı (**haftalık bazda %4,9 artıda, dolar/TL negatif**). MSCI Türkiye endeksi ise yükselen piyasalar MSCI endeksinde göre son bir yıllık dönemde sadece **%2,5 iskontolu** seyrediyor (**dolar/TL negatif**). Türk Hazine tahvilleri getiri eğrisi geçtiğimiz hafta tüm vadelerde ortalama **132 baz puan aşağı** kaydı. Liranın son bir yıllık dönemde benzeri gelişmekte olan ülkeler ortalamasına göre dolara karşı **fazladan değer kayıpları** ise geçen hafta **%18'de sabit kaldı (dolar/TL = 5,66, euro/TL = 6,35, sepet kur = 6,01)**.

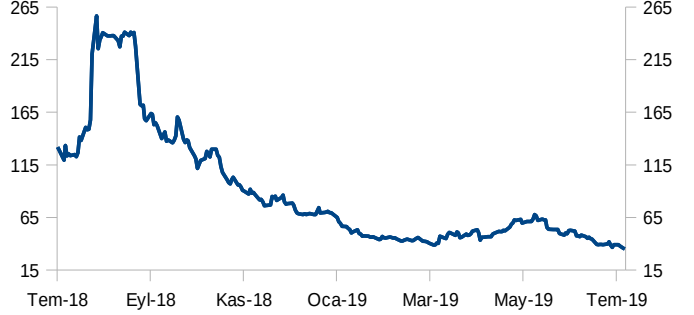
Mart-Nisan-Mayıs döneminde işsizlik oranı **%13'e geriledi (bir önceki = %14,1, istihdam pozitif)**. Mayıs ayında ise perakende satışlar yıllık **%3,7 daralırken**, konut fiyatları yıllık **artışı** ise sadece **%1,6** oldu (**reel bazda %14,4 ekside, büyüme negatif**). Uluslararası yatırım kısa pozisyonu ise sermaye çıkışları etkisiyle aynı dönemde **323,1 milyar dolara geriledi (dolar/TL pozitif)**. Haziran ayında merkezi yönetim bütçesi **12,1 milyar TL açık** verirken (**faizler pozitif**), yeni konut satışları **23,3 binde kaldı (büyüme negatif)**.

Seçilmiş Makroekonomik ve Finansal Göstergeler

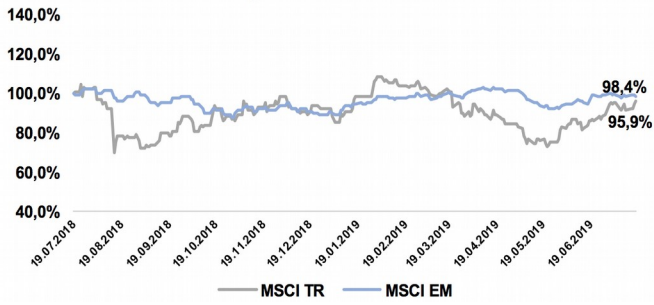
Temel Para Birimlerine Karşı ABD Doları ve Uzun Vadeli Faizler (Kaynak: investing.com)



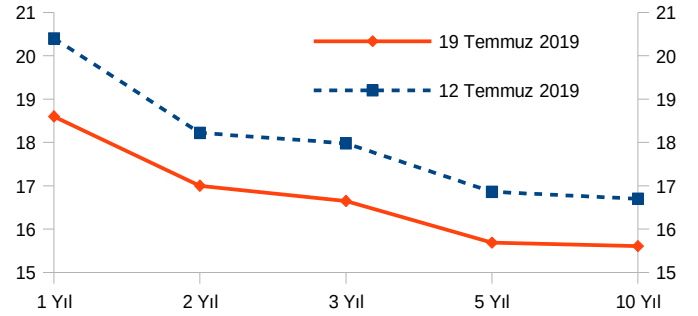
Kurumlar Kırılganlık Endeksi (Kaynak: NUS-RMI)



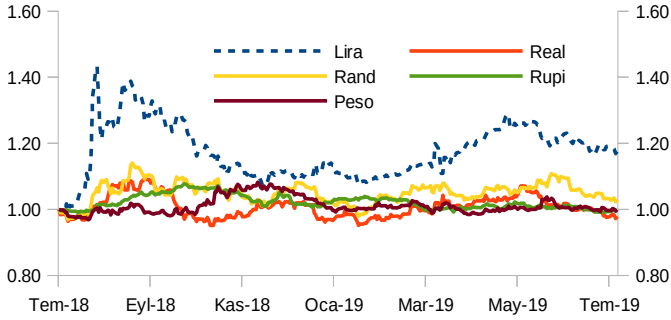
BIST'in Yükselen Piyasa Borsalarına Karşı Performansı (Kaynak: Bizim Menkul Değerler A.Ş.)



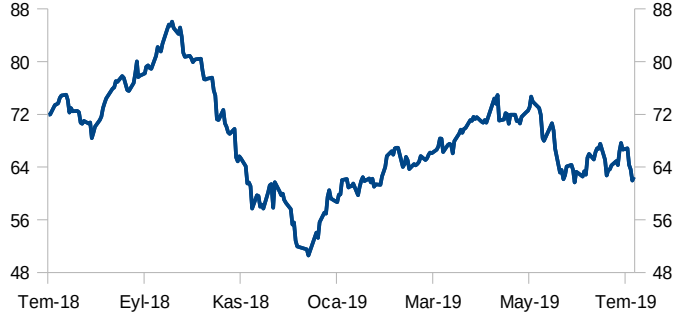
Getiri Eğrisi (Kaynak: investing.com)



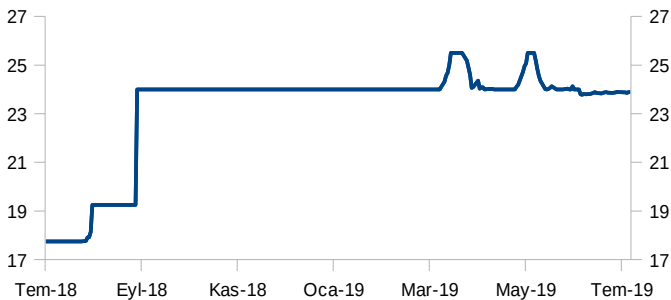
ABD Dolarının Yükselen Piyasa Para Birimlerine Karşı Performansı (Kaynak: investing.com)



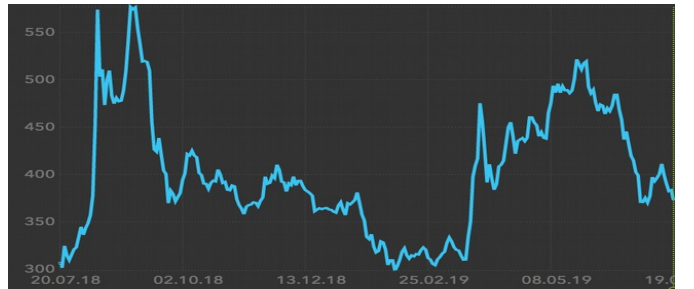
Brent Petrol Fiyatları (Kaynak: EIA)



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)	%14,1	%13	Nisan 2019	16.07.19	İstihdam-Yukarı
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (HMB)	-12,1 milyar TL	-12,1 milyar TL	Haziran 2019	16.07.19	Faizler-Yukarı
İlk Defa Satılan Konut Sayısı (TÜİK)	37,2 bin	23,3 bin	Haziran 2019	17.07.19	Büyüme-Aşağı
Perakende Satış Endeksi Y/Y (TÜİK)	-%6,9	-%3,7	Mayıs 2019	17.07.19	Büyüme-Aşağı
Özel Sek. Yurtd. Kredi Borcu (TCMB)	217,9 milyar \$	216,5 milyar \$	Mayıs 2019	17.07.19	Dolar/TL-Yukarı
Konut Fiyat Endeksi Y/Y (TCMB)	%2,5	%1,6	Mayıs 2019	17.07.19	Büyüme-Aşağı
Kısa Vadeli Dış Borç Stoku (TCMB)	120,6 milyar \$	120,4 milyar \$	Mayıs 2019	18.07.19	Dolar/TL-Yatay
Net Kurulan Şirket Sayısı (TOBB)	5.852	3.885	Haziran 2019	19.07.19	Büyüme-Aşağı
Uluslararası Yat. Kısa Poz. (TCMB)	331,9 milyar \$	323,1 milyar \$	Mayıs 2019	19.07.19	Dolar/TL-Yukarı
Perakende Satışlar Y/Y (ABD)	%2,9	%3,4	Haziran 2019	16.07.19	Dolar/TL-Yukarı
Redbook Mağaza Satışları Y/Y (ABD)	%6,2	%4,7	13 Temmuz H.	16.07.19	Dolar/TL-Yukarı
Sanayi Üretimi Y/Y (ABD)	%2,1	%1,3	Haziran 2019	16.07.19	Dolar/TL-Aşağı
Konut Piyasası Endeksi (ABD)	64	65	Temmuz 2019	16.07.19	Dolar/TL-Yukarı
Yabancı Sermaye Girişleri (ABD)	-9 milyar \$	32,9 milyar \$	Mayıs 2019	16.07.19	Dolar/TL-Yukarı
İşsizlik Sig. İlk Defa Bşv. Say. (ABD)	208 bin	216 bin	13 Temmuz H.	18.07.19	Dolar/TL-Yatay
Zew Ekonomik Güven Endeksi (AB)	-20,2	-20,3	Temmuz 2019	16.07.19	Euro/TL-Aşağı
Dış Ticaret Dengesi (AB)	15,9 milyar €	23 milyar €	Mayıs 2019	16.07.19	Euro/TL-Yukarı
İnşaat Üretimi Y/Y (AB)	%3,1	%2	Mayıs 2019	17.07.19	Euro/TL-Aşağı
Tüketici Fiyat Endeksi Y/Y (AB)	%1,2	%1,3	Haziran 2019	17.07.19	Euro/TL-Yatay
Cari İşlemler Dengesi (AB)	20,7 milyar €	13,3 milyar €	Mayıs 2019	16.07.19	Euro/TL-Yatay

Bu Hafta Açıklanacak Veriler

Açıklanacak Veri (Kurum)	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku (HMB)	Haziran 2019	22.07.19	Faizler
Tüketici Güven Endeksi (TÜİK)	Temmuz 2019	23.07.19	Büyüme
İnşaat Maliyet Endeksi (TÜİK)	Mayıs 2019	23.07.19	Büyüme
Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni (STB)	Mayıs 2019	23.07.19	Dolar/TL
Reel Kesim Güven Endeksi (TCMB)	Temmuz 2019	25.07.19	Büyüme
İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (TCMB)	Temmuz 2019	25.07.19	Büyüme
Sektörel Güven Endeksi (TÜİK)	Temmuz 2019	25.07.19	Büyüme
Net Resmi Rezervler (TCMB)	Haziran 2019	26.07.19	Dolar/TL

Enflasyon hedeflemesi "OUT" faiz hedeflemesi "IN" – Gzlem Gazetesi – 19.07.2019

Yeni atanan Merkez Bankası Başkanı Sn. Murat Uysal, izleyeceği para politikasının ana hatlarını açıkladı. İzlenecek politikanın başlıkları şöyle;

“Beklenen yıl sonu enflasyon ile politika faizi arasında açılan marj (%15-%24) nedeniyle geniş bir manevra alanı oluştu. İletişim kanalları eskiye oranla daha etkin kullanılacak, karar süreci ve gerekçelerine ilişkin daha çok bilgi paylaşılacak. Fiyat istikrarı ile finansal istikrar bir bütünün parçalarıdır. Fiyat istikrarı olmadan finansal istikrar sağlanamaz. Bu bağlamda yeni dönemde zorunlu karşılıklar daha etkin bir araç olarak kullanılacak. Bilanço içi ve dışı zorunlu karşılıklar hesabında birlikte dikkate alınacak. Sermaye piyasalarının derinleşmesine katkıda bulunulacak. Finansal kesim ve reel sektör etkileşimi yakından takip edilecek. Enflasyon ve iktisadi faaliyetlerin tümünü dikkate alan veri odaklı bütüncül bir politika izlenecek. Tüm paydaşlarla uyum içinde çalışılacak. Belirsizliklerin azaltılarak oluşturulacağı fiyat istikrarı ile faizlerin düşürülmesinin mümkün olacağı bir sürece geçilecek. 2019 yılında dezenflasyon sürecinin devamı bekleniyor. Küresel sermaye akımları çerçevesinde rezerv biriktirme araçlarında revizyona gidilerek uluslararası rezerv biriktirmeye gayret edilecek. Merkez Bankası'nın “araç bağımsızlığı”nda herhangi bir değişiklik yok. Makul bir reel getiri ve enflasyon beklentisine göre politika faizi oluşacak.”

Yeni başkanın atanma zamanlaması maalesef iyi bir döneme rastlamamıştır. Eski başkanın görevden alınış gerekçeleri (yeterli faiz indirimleri ile enflasyon-faiz önceliği konularında mutabık kalınmaması) dikkate alındığında 25 Temmuz toplantısında yeni başkana yüksek bir faiz indirimi dışında fazla bir seçenek kalmamıştır. Nitekim piyasalarda yaklaşık 300-400 baz puanlık bir indirimle başlayıp yıl sonuna kadar 900-1000 baz puana varacak bir indirim beklentisi oluştu. Siyasi otoritenin fiyat istikrarı-faiz indirimi önceliğinde “faiz indirimi”nin gerçekleştirilmemesi nedeniyle Sn. “Çetinkaya'nın görevden alınışı göz önünde

tutulduğunda yeni başkanın bu misyonla göreve başladığı algısı kendisi üzerinde “Demokles'in kılıcı” gibi sallanacaktır.

Merkez Bankamız uzunca bir süredir küresel merkez bankacılığındaki gelişmelere paralel “enflasyon hedeflemesi” politikası izliyordu. Zaman zaman siyasi baskılara boyun eğiyor zaman zaman da bu baskılara direnerek “araç bağımsızlığı”nı savunmaya çalışıyordu. 2018 yılında yaşanan “kur şoku” öncesi, zamanında faiz artırımını kararını (büyüme endişeleri ve seçimler nedeniyle) alamadığından halen yaşamakta olduğumuz çift dipli krizin büyümesine neden olan “kur şoku”na maruz kaldık. Bunun sonucunda enflasyon ve faizler başta olmak üzere tüm ekonomik göstergelerimiz bozuldu. Kuşkusuz hükümetin izlemiş olduğu gevşek maliye politikası bu bozulmaya yüksek katkı verdi. Enflasyon hedeflemesindeki ana ilke önce fiyat istikrarı temin edilerek belirsizliklerin azaltılması ve daha sonra ise faizlerin düşüşü ile beraber “sürdürülebilir büyümenin” sağlanabilmesidir (yeni başkanın açıklamalarının bu yönde olduğunu düşünmek istiyoruz. Ancak uygulama önemli).

Yeni başkanın ilk toplantısında yüksek bir faiz indirimi ile icraatına başlaması halinde (kalıcı bir fiyat istikrarı görmeden yüksek faiz indirimine gidilmesi enflasyon hedeflemesi politikasından vazgeçilmesi anlamına gelecektir) yerel para (TL) ile olan tasarrufların döviz talebine yönelmesi ihtimali yüksektir. Böyle bir durumda, dolarizasyon oranının %50'leri aştığı bugünkü tasarruf hacmimizin yapısı göz önünde alındığında yaşadığımız çift dipli daralmadan çıkış korkarız daha da gecikecektir. Zira yeni bir kur şoku tüm dengeleri alt üst eder. Enflasyonun baz etkisiyle düşecek olması, iç talebin düşen gelirler nedeniyle azalmış olması politika yapıcılarını rehavete sevk etmemeli. Yılın son aylarında baz etkisi tersine döneceği gibi ÜFE-TÜFE arasındaki %10'luk fark da potansiyel fiyat artışını barındırmaktadır. Ayrıca unutmayalım ki ülke risk primimiz hala 376'larda. Bu nedenle oldukça yüksek maliyetlerle borçlanıyoruz.

Korkarız ki görece dalgalanma oranı azalan döviz kuru ile düşmeye başlayan faiz ortamını arar hale geliriz. Zira her ne kadar F-35/CAATSA yaptırımlarının daha yumuşak geçeceği şeklinde piyasa algısı mevcut ise de hala bu konu bir risk unsurunu koruyor. Ayrıca yeni kabul edilen yasa ile "Bankacılık Sistemi"ndeki batık kredileri kurtarma maliyetinin minimum 400 milyar TL civarında olduğu, merkez bankası ihtiyat akçeleri yoluyla para arzının artacağı ihtimali karşısında para ve maliye politikalarında yeni maceralar aramamalı ve ekonomi literatürüne yeni icatlar yaratmaya çalışmamalıyız.

Yeminli Mali Müşavir

M. Saim Uysal

uysalsaim@gmail.com