

PKF İZMİR  
Haftalık Bülten22 | 26  
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

- IMF DÜNYA EKONOMİK GÖRÜNÜMÜ RAPORU GÜNCELLEMESİ
- ABD EKONOMİK GELİŞMELERİ
- EURO BÖLGESİ EKONOMİK GELİŞMELERİ
- TÜRKİYE EKONOMİSİ FİNANSAL VE REEL GELİŞMELERİ
- FAİZ İNDİRİMİ VE KREDİBİLİTE SORUNU

### **IMF: Dünya Ekonomik Görünümü raporu Temmuz güncellemesi...**

DEG raporu Temmuz güncellemesinde küresel tedarik zincirinin sağlıklı işleyişini tehdit eden faktörler arasında (i) **ABD** kaynaklı korumacı **ticaret yaptırımları**, (ii) **Brexit** ile alakalı **belirsizlikler** ve (iii) **enerji fiyatlarında yükselen jeopolitik gerilim sonucu** gözlenen **oynaklık** sıralanıyor. Bu çerçevede IMF, 2019 yılı dünya çıktısının Nisan raporuna göre **%0,1 aşağı** yönlü revizyonla **%3,2** oranında **büyümesini** bekliyor. ABD için 2019 büyümesi Nisan raporuna göre **30 baz puan yukarı** güncellenerek **%2,6'ya çıkarılırken**, euro bölgesi büyüme beklentisinde (**%1,3**) ise **değişiklik yapılmamış (euro/dolar pozitif)**. Raporun Türkiye'den bahseden kısımlarında **genişlemeci maliye politikalarının** etkisiyle **birinci çeyrekte hızlanan** büyümenin, gerekli **politika ayarlamalarının etkisiyle** yılın **geri kalanında yavaşlayacağı** belirtilmiş.

### **ABD: Büyümedeki yavaşlama beklenenin gerisinde...**

Geçtiğimiz hafta dolar endeksi **70 baz puan artışla 97,9'a çıkarken (dolar/TL pozitif)**, 10 yıllık ABD hazine tahvili faizleri **%2,07'de yatay** seyretti. VIX oynaklık endeksi ise haftayı **2,3 puan azalışla 12,2** düzeyinde kapadı. Haftanın Mayıs ayı veri akışında FHFA konut fiyatları bir önceki aya göre **%0,1 yükseldi (dolar/TL negatif)**. Haziran ayında yeni konut satışları aylık **%7 büyürken**, dayanıklı tüketim malı siparişlerinde ise bir önceki aya göre **%2'lik artış oldu (dolar/TL pozitif)**. ABD ekonomisi 2019'un ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yıllıklandırılmış bazda **%2,1 büyüdü (bir önceki = %3,1, dolar/TL nötr)**. 20 Temmuz haftasında işsizlik sigortasına ilk defa başvurular sayısı **206 bine gerilerken**, Redbook mağaza satışları endeksi de yıllık **%4,9 yükseldi (dolar/TL pozitif)**.

### **Euro Bölgesi: AMB faizleri sabit tuttu...**

AMB merakla beklenen toplantısında politika faizlerini değiştirmede (**euro/TL pozitif**). Haziran ayında bölge genelinde tüketici kredilerinin yıllık büyüme oranı **%3,3'te sabit kaldı (euro/TL pozitif)**.

### **Türkiye: Merkez Bankası haftalık repo faizinde 425 baz puanlık önden yüklemeli indirimde gitti...**

Para Politikası Kurulu (PPK), TCMB yeni başkanı Murat Uysal yönetimindeki ilk toplantısında haftalık repo faizini **425 baz puan indirdi**. PPK karar duyuru metninde faiz indiriminin (i)

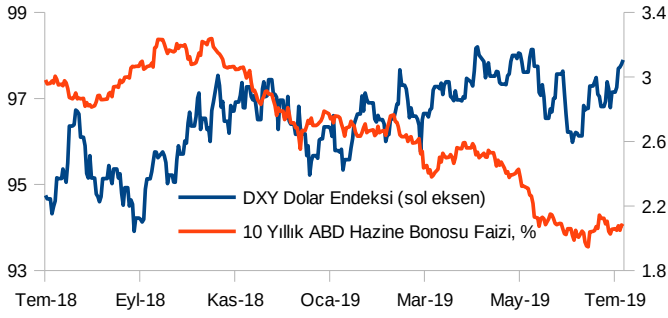
**gelişmiş ülkeler** para politikalarının daha **destekleyici** yönde uygulanacağına dair beklentilerin güçlenmesi ve (ii) **zayıf iç talep görünümü ve ithalat fiyatlarının** enflasyonu düşürücü etkisi ile motive etti. Özellikle **tahvil piyasası faizleri** ve **ülke risk primlerindeki** son dönem gerilemeleri de gözlemleyen PPK, bu kararlar Türkiye reel politika faizini daha gerçekçi bir düzeye getirdi. Karar sonrası lirada kısa süreli ani değer kaybı gözlenirken, takip eden dönemde Türk lirası tekrar istikrarlı bir patikaya girdi. Bu noktada her ne kadar haftalık repo faizi **%19,75'e gerilemiş olsa da**, merkez bankasının gecelik piyasadaki ağırlıklı ortalama fonlama faizini (AOFF) geçen hafta sonunda **%21,40'ta** tayin ettiğinin de altını çizmemiz gerekiyor. Zira, AOFF bu düzeyde devam ettiği takdirde merkez bankası likidite piyasalarını etkileyen faiz oranını efektif olarak sadece **250 baz puan indirmiş** olacak.

Türkiye'nin kredi temerrüt takası primleri geçen hafta **18 baz puan düşerek 355 baz puana geriledi (dolar/TL negatif)**. Brent petrol fiyatları ise dalgalı seyretse de haftayı **63,4 dolarda** kapadı (**dolar/TL nötr**). Borsada işlem gören firmaların 1 yıl vadeli temerrüt ihtimalini yansıtan kurumlar kırılma endeksinin **35 puanda yatay** seyrettiği haftayı BIST 100 endeksi **102.800'ün üzerinde** kapadı (**dolar/TL negatif**). MSCI Türkiye endeksi ise yükselen piyasalar MSCI endeksinde göre son bir yıllık dönemde **%3 iskontolu** seyrediyor (**dolar/TL negatif**). Türk Hazine tahvilleri getiri eğrisi geçtiğimiz hafta tüm vadelerde ortalama **90 baz puan aşağı** kayarken, liranın son bir yıllık dönemde benzeri gelişmekte olan ülkeler ortalamasına göre dolara karşı **fazladan değer kayıpları da %14'e geriledi (dolar/TL = 5,67, euro/TL = 6,31, sepet kur = 5,99)**.

Nisan ayında uluslararası doğrudan yatırımlar **544 milyon dolara geriledi (Ocak-Nisan döneminde yıllık %0,2 artıda, dolar/TL pozitif)**. Mayıs ayında ise inşaat maliyet endeksi yıllık **%24,9 arttı (büyüme negatif)**. Net resmi rezervlerin **25,2 milyar dolara gerilediği (dolar/TL pozitif)** Haziran ayında, program tanımlı merkezi yönetim bütçesi faiz dışı açığı da yıl başından beri birikimli olarak **78,1 milyar TL'ye ulaştı (2018 yılında = 36,8 milyar TL, faizler pozitif)**. Temmuz ayında hizmetler (**83,5**) ve perakende ticaret (**90,4**) sektörlerinde güven endeksleri **%2,2** ve **%3 azalırken (büyüme negatif)**, inşaat (**52,4**) sektörü güven endeksi **%3,8 yükseldi**. Tüketici güven endeksinin **56,5'e gerilediği** aynı dönemde, reel kesim güven endeksi de **96,6'ya indi (büyüme negatif)**.

## Seçilmiş Makroekonomik ve Finansal Göstergeler

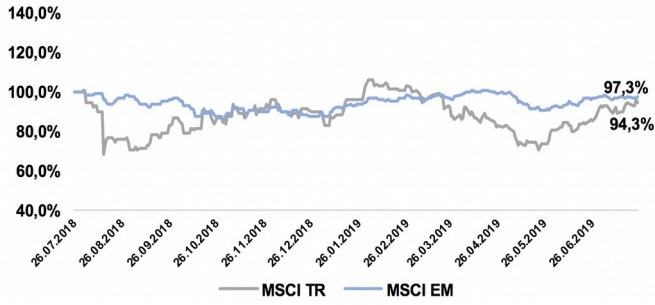
Temel Para Birimlerine Karşı ABD Doları ve Uzun Vadeli Faizler (Kaynak: investing.com)



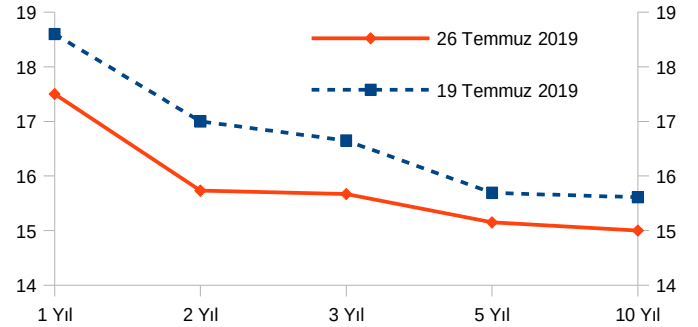
Kurumlar Kırılganlık Endeksi (Kaynak: NUS-RMI)



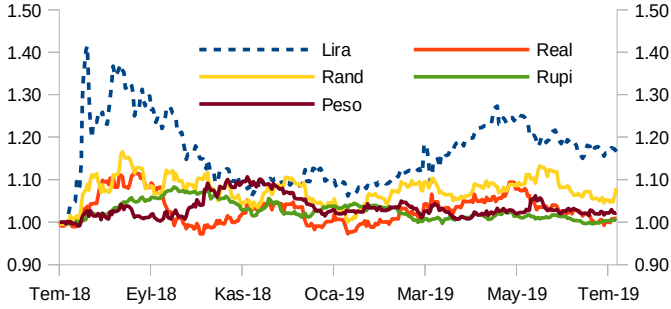
BIST'in Yükselen Piyasa Borsalarına Karşı Performansı (Kaynak: Bizim Menkul Değerler A.Ş.)



Getiri Eğrisi (Kaynak: investing.com)



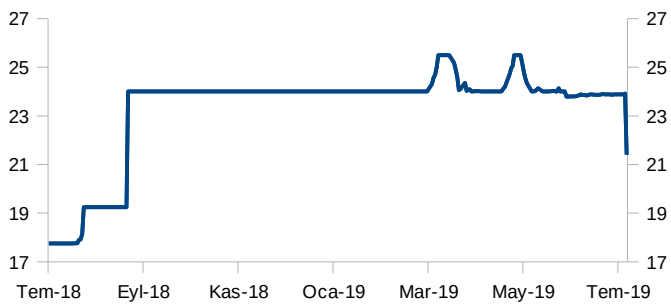
ABD Dolarının Yükselen Piyasa Para Birimlerine Karşı Performansı (Kaynak: investing.com)



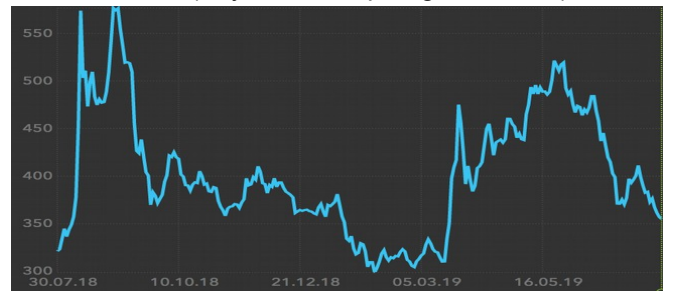
Brent Petrol Fiyatları (Kaynak: EIA)



TCMB Politika Faizi (Kaynak: TCMB)



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



### Geçtiğimiz Haftanın Veri Akışı

Açıklanan Veri (Kurum)	Bir Önceki Dönem Düzeyi	Düzy	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
<b>Prog. Tanımlı Merk. Yön. FDD (HMB)</b>	-4,8 milyar TL	-12,2 milyar TL	Haziran 2019	22.07.19	Faizler-Yukarı
Tüketici Güven Endeksi (TÜİK)	57,6	56,5	Temmuz 2019	23.07.19	Büyüme-Aşağı
<b>İnşaat Maliyet Endeksi Y/Y (TÜİK)</b>	<b>%26,4</b>	<b>%24,9</b>	<b>Mayıs 2019</b>	<b>23.07.19</b>	<b>Büyüme-Aşağı</b>
Uluslararası Doğrudan Yatırımlar (STB)	1.057 milyon \$	544 milyon \$	Nisan 2019	23.07.19	Dolar/TL-Yukarı
<b>Mev. Ar. Reel Kes. Güven En. (TCMB)</b>	<b>99,6</b>	<b>96,6</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>25.07.19</b>	<b>Büyüme-Aşağı</b>
Mev. Ar. İmalat Sanayi KKO (TCMB)	%76,6	%75,9	Temmuz 2019	25.07.19	Büyüme-Aşağı
<b>Net Resmi Rezervler (TCMB)</b>	<b>25,4 milyar \$</b>	<b>25,2 milyar \$</b>	<b>Haziran 2019</b>	<b>26.07.19</b>	<b>Dolar/TL-Yukarı</b>
Redbook Mağaza Satışları Y/Y (ABD)	%4,7	%4,9	20 Temmuz H.	23.07.19	Dolar/TL-Yukarı
<b>FHFA Konut Fiyatları End. A/A (ABD)</b>	<b>%0,4</b>	<b>%0,1</b>	<b>Mayıs 2019</b>	<b>23.07.19</b>	<b>Dolar/TL-Aşağı</b>
Yeni Konut Satışları A/A (ABD)	-%8,2	%7	Haziran 2019	24.07.19	Dolar/TL-Yukarı
<b>Dayanıklı Tük. Malı Sip. A/A (ABD)</b>	<b>-%2,3</b>	<b>%2</b>	<b>Haziran 2019</b>	<b>25.07.19</b>	<b>Dolar/TL-Yukarı</b>
İşsizlik Sig. İlk Defa Bşv. Say. (ABD)	216 bin	206 bin	20 Temmuz H.	25.07.19	Dolar/TL-Yukarı
<b>Yıllıklandırılmış GSYİH Ç/Ç (ABD)</b>	<b>%3,1</b>	<b>%2,1</b>	<b>2019Ç2</b>	<b>26.07.19</b>	<b>Dolar/TL-Yatay</b>
Hanehalkı Kredileri Y/Y (AB)	%3,3	%3,3	Haziran 2019	24.07.19	Euro/TL-Yukarı

### Bu Hafta Açıklanacak Veriler

Açıklanacak Veri (Kurum)	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
<b>Ekonomik Güven Endeksi (TÜİK)</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>30.07.19</b>	<b>Büyüme</b>
Elektrik Enerjisi Üretim İstatistikleri (ETKB)	Haziran 2019	31.07.19	Büyüme
<b>Dış Ticaret İstatistikleri (TÜİK)</b>	<b>Haziran 2019</b>	<b>31.07.19</b>	<b>Cari Açık</b>
Turizm İstatistikleri (TÜİK)	2019Ç2	31.07.19	Dolar/TL
<b>Motorlu Kara Taşıtları (TÜİK)</b>	<b>Haziran 2019</b>	<b>02.08.19</b>	<b>Büyüme</b>



## **Faiz indirimi ve kredibilite sorunu – Gzlem Gazetesi – 26.07.2019**

Merkez Bankası son PPK toplantısında politika faizi beklentilerin ötesinde (piyasa ortalaması 250-300 puan) 425 baz puan indirilerek haftalık repo faizi %19,75'e geldi. Piyasadaki ilk tepki dövizin yatay, faizlerin ise düşüşü yönünde oldu. Geçen haftaki yazımızda belirttiğimiz üzere, eski başkanın istenilen yüksek faiz indirimine yanaşmaması nedeniyle hem hukuki ve hem de teamüllere uygun olmayan bir şekilde görevden alınışı sonrası yeni başkanın yönetimindeki PPK icraatının bu yönde oluşacağı bekleniyordu.

Merkez Bankası yaptığı açıklamada bu kararı alınış gerekçelerini şöyle açıkladı; "İktisadi faaliyet ılımlı bir toparlanma eğilimindedir. Enflasyonda düşüş eğilimi devam ediyor. Cari işlemler dengesindeki iyileşme eğiliminin sürmesi bekleniyor. Gelişmiş ülke merkez bankalarının genişleyici para politikalarının gelişmekte olan ülke finansal varlıklarına destek vereceği bir dönem oluşuyor. Yıl sonu enflasyon oranı beklentilerin altında bile kalabilir. Bu nedenle 425 baz puan indirime gidilmiştir. Ancak enflasyondaki düşüşün hedefle uyumlu gerçekleşmesi için para politikasındaki temkinli duruşun da sürdürülmesi gerekir. Parasal sıkılığın düzeyi de enflasyondaki düşüşün sürekliliğini sağlayacak şekilde belirlenecektir."

Ekonomi yönetiminin hareket noktası; küresel bazda gevşetici politikalar ortamında faizlerin düşürülmesi ile yatırımların hızlanacağı, işsizliğin düşeceği, döviz kurunun yükselmesi söz konusu olsa bile bunun ihracatın düşmeye başlayan ivmesini tekrar yukarı çekeceği, gayrimenkul ve otomotiv sektörünün durağanlıktan çıkacağı ve böylelikle büyüme ve istihdamın olumlu etkileneceği varsayımlarına dayanıyor. Bu varsayım riskli bir strateji taşıyor. Faiz indirimi sonrası kurların hemen artmamış olması bir anlam ifade etmez. Orta ve uzun vadeli yaşanacak muhtemel bir kur şoku ekonomimizi içinden çıkılması zor durumlara sokar.

Öncelikle belirtmek gerekir ki modern merkez bankacılığındaki en önemli politika aracı; başarılı bir

iletişim, beklenti yönetimi, faiz artırımı ve indirimi gibi radikal kararların zamanında alınması ile kredibilite oluşturulmasıdır. Bu kredibilite ve prestiji oluşturmakla iş bitmez. Ekonominin para politikası dışındaki çok önemli diğer unsurları var; maliye politikası, büyüme ve istihdam politikaları gibi. Eğer bu politikalar seti bir bütünlük sağlamaz, aksine çelişirse (örneğin 2019 ilk yarısındaki 78,6 milyar TL'ye ulaşan bütçe açığını önlemeyen gevşek maliye politikası gibi) istenen sonuçları sağlayamazsınız. Amerikan Merkez Bankası eski başkanı Bernanke, "başarılı merkez bankacılığın %98'i "konuşma" (iletişim) %2'si icraattır" diyor. 4,5 yıldır yapılan ilk büyük faiz indiriminde yeni başkanın bunu basına açık, soru-cevaplı bir toplantıda yapmayı bile bu iletişimdeki başlangıç eksikliğini yansıtıyor. Batı ülkelerindeki örneklerine bakılırsa bunu açıkça görmek mümkün olur.

Gelelim faiz indiriminin makul olup olmadığına. Yeni başkan makul bir reel faiz politikası izleyeceğini daha önce açıklamıştı. Yıl sonu enflasyonun %13-14'lerde olacağı öngörülüyor (ki bu düşüşün önemli bir oranı baz etkisiyle olacak). Önümüzdeki süreçte, Merkez Bankasının "geniş bir manevra alanı mevcut" görüşünden hareketle yıl sonuna kadar ilave yapılacak indirimlerle dış piyasaları tatmin edecek makul bir reel faiz kalmazsa dış kaynak dengelerini oluşturmanın zorluğu ortaya çıkar. Geçmiş yıllarda yaşanan tecrübeler göstermiştir ki makul bir reel faiz verilmediğinde anlamlı bir yatırım artışı olmamaktadır. Ayrıca önemli unsurlardan biri olan "risk primimizi" gösteren CDS lerimiz halen düşen faiz indirimi sonrasında 350'lerde. Bu göstergenin parametre dayanakları iç ve dış politika gerginlikleri, jeopolitik riskler ve büyüme ve istihdamdaki görünüm bozuklukları varlıklarını koruyor.

Ekonomideki tüm sorunların ana kaynağı olan "enflasyon" problemini öncelikle ele alıp, sorunun kalıcı olarak çözüleceği konusunda "güven" tesis etmeden fiyat istikrarında başarılı olmak mümkün değil. Yıl sonu hedeflenen enflasyon oranı, bizim skalamızdaki ortalama enflasyon oranının iki katından fazladır. Türk

tasarrufçusu bu güveni görmediğinden %55 oranında dolarize olmuştur. Bu nedenle bankalardaki TL kaynağı bu faiz indirimine rağmen kredi artışına yetmeyecektir. Bu durumda zorunlu olarak borçlanmaya gidileceğinden bütçe açığının daha da artma ihtimali var. Kalıcı bir fiyat istikrarı sağlamadan, kaybedilen merkez bankası kredibilitesini yeniden oluşturmadan sadece faiz indirimlerine başvurularak krizden çıkılamaz.

Doğulu toplumlarda sorunların çözümü hep tek bir unsurda veya tek bir kişide aranır. Bizde yaşadığımız krizden para politikası araçlarından biri olan sadece faiz indirimi ile çıkış arıyoruz.

***Yeminli Mali Müşavir***

***M. Saim Uysal***

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