

# PKF İZMİR Haftalık Bülten

## 29 Tem. | 2 Ağu.



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
- FAİZ İNDİRİMLERİ, ENFLASYON RAPORU VE MAKUL REEL FAİZ

### **ABD: Faizler düşerken yükselen politika belirsizliği...**

FOMC Temmuz toplantısında, **küresel büyüme görünümü** ve **enflasyonu tehdit eden aşağı yönlü riskleri** gerekçe göstererek politika faiz aralığını **%2-2,25** düzeyine **indirdi**. FOMC buna ek olarak, Ekim ayında gerçekleşmesi beklenen **bilanço küçültme işlemini durdurmayı iki ay öne** alarak Ağustos ayına çekti. Ancak, karar sonrası gerçekleşen basın toplantısında Powell'ın uzun süreli bir faiz indirme döngüsüne girilmediğini açıkça ilan etmiş olması, yıl sonuna kadar yaklaşık **100 baz puanlık faiz indirimi fiyatlamaya** başlayan piyasaları şaşırtan ve hayal kırıklığına uğratan bir gelişme oldu. Faiz indirimlerini yetersiz bulan Trump, Çin ile yaşanan ticaret savaşlarında elini yükselterek bu ülkeden yapılan **300 milyar dolarlık** son bölüm ithalata da **%10'luk tarife** uygulanacağını duyurdu. Bu davranış Fed'i ticaret savaşlarının yarattığı **güven kaybı** üzerinden 2020 seçimleri öncesi **ilave faiz indirimlerine zorlamaya** karşılık geliyor. Söz konusu indirimler yükselen piyasalara **sermaye girişlerini güçlendirebilecekken**, ticaret savaşlarının olumsuz etkileri ise (Çin öncülüğünde) gelişmekte olan ülkeler gurubundaki **ekonomik görünümü bozacaktır**.

Geçtiğimiz hafta dolar endeksi **98'i aşarken (dolar/TL pozitif)**, 10 yıllık ABD hazine tahvili faizleri de **23 baz puan azalışla %1,84'e indi**. VIX oynaklık endeksi ise **5,7 puan artışla 17,9'a çıktı**. Mayıs ayı veri akışında S&P/Case-Shiller konut fiyatları endeksi yıllık **%2,4 yükseldi (dolar/TL negatif)**. Haziran ayında inşaat harcamaları bir önceki aya göre **%1,3 daralırken (dolar/TL negatif)**, kişisel tüketim harcamaları yıllık fiyat enflasyonu ise **%1,4'te sabit kaldı (çekirdek = %1,6, dolar/TL nötr)**. Temmuz ayında tüketici güven endeksi **10,4 puan artışla 134,7** oldu (**dolar/TL pozitif**). PMI imalatın ise **50,4'e gerilediği** aynı dönemde tarım dışı istihdam artışı ise **164 bin geldi**. İşsizlik oranının **%3,7'de sabit** kaldığı Temmuz ayında ortalama saatlik ücretlerdeki yıllık **artışı da %3,2'ye yükseldi (dolar/TL pozitif)**. 27 Temmuz haftasında işsizlik sigortasına ilk defa başvurular sayısı **215 bin** gelirken, Redbook mağaza satışları endeksi de yıllık **%4,5 yükseldi (dolar/TL pozitif)**.

### **Euro Bölgesi: Büyüme zayıflıyor...**

**İkinci çeyreğe** ilişkin ilk tahminlerde euro bölgesi yıllık büyümesi **%1,1'e geriledi (euro/TL negatif)**. İşsizlik oranının **%7,5'e gerilediği** Haziran ayında, perakende satışlar bölgede yıllık **%2,6 artarken (euro/TL pozitif)**, yıllık ÜFE enflasyonu ise **%0,7'ye geriledi (euro/TL negatif)**. PMI imalatın **46,5'e indiği** Temmuz ayında, ekonomik algı endeksi de **0,6 puan azalarak 102,7'ye düştü (euro/TL negatif)**.

### **Türkiye: Enflasyon Raporu Temmuz sayısı yayımlandı...**

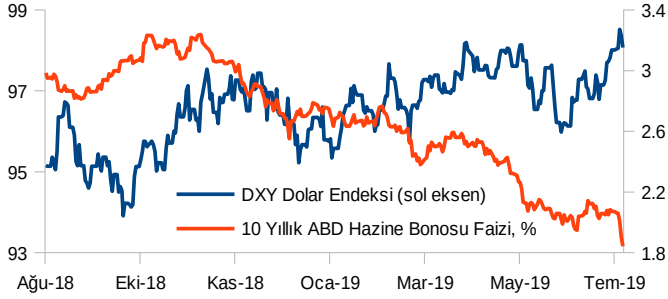
Geçen hafta TCMB yeni başkanı Murat Uysal yönetimindeki ilk Enflasyon Raporu yayımlandı. Raporda merkez bankasının 2019 ve 2020 yıl sonu enflasyon oranlarının **%13,9** ve **%8,2** olacağını beklediği görülüyor. **Alkol ve tütün ürünlerindeki ÖTV artışı** ve bir miktar **yükselmesi beklenen çıktı açığı**, bir önceki raporun enflasyon tahminine göre **yukarı yönlü revizyonu** gerekçelendiren faktörler arasında. Öte yandan, **ikinci çeyrekte** enflasyonun **beklenenden düşük gerçekleşmesi, ithalat fiyatlarındaki gerileme** ve yıl sonu **gıda enflasyonu tahminindeki düşüş** merkez bankasının yıl sonu enflasyon tahminindeki düşüşü gerekçelendiren faktörler olarak sıralanmış. Başkan Uysal aynı zamanda konuşmasında para politikası duruşunu belirlerken diğer gelişmekte olan ülkelerde gözlenen **'emsal' reel faiz oranlarını** dikkate aldıklarının altını çizerek, merkez bankasının **lirada aşırı değerlendirme** eğilimleri gözlenmesine **müsaade etmeyeceğinin** ipucunu vermiş oldu (**dolar/TL pozitif**).

Türkiye'nin kredi temerrüt takası primleri geçen hafta ticaret savaşları kaynaklı belirsizliklerin artmasıyla **21 baz puan yükselerek 376 baz puana çıktı (dolar/TL pozitif)**. Brent petrol fiyatları ise düşüş eğilimini sürdürerek haftayı **62 dolarda** kapadı (**dolar/TL negatif**). Borsada işlem gören firmaların 1 yıl vadeli temerrüt ihtimalini yansıtan kurumlar kırılabilirlik endeksinin **36 puanda yatay** seyrettiği haftayı BIST 100 endeksi **99.700'ün altında** kapadı (**dolar/TL pozitif**). MSCI Türkiye endeksi ise yükselen piyasalar MSCI endeksinde göre son bir yıllık dönemde uzun aradan sonra ilk defa **%1 primli** seyrediyor (**dolar/TL negatif**). Türk Hazine tahvilleri getiri eğrisi geçtiğimiz hafta 3 yıldan kısa vadelerde ortalama **41 baz puan aşağı** kayarken, 3 yıl ve daha uzun vadelerde ortalama **21 baz puan yukarı** kaydıldı. Liranın son bir yıllık dönemde benzeri gelişmekte olan ülkeler ortalamasına göre dolara karşı **fazladan değer kayıpları** geçen hafta **%5'e geriledi (dolar/TL = 5,56, euro/TL = 6,18, sepet kur = 5,87)**.

Haziran ayında dış ticaret açığı yıllık **%43 gerilerken**, takvim etkisinden arındırılmış serilere göre ihracat ve ithalat geçen yıla göre **%8,1** ve **%14,8 azaldı (cari açık negatif, büyüme negatif)**. Elektrik enerjisi üretiminin yıllık bazda sadece **%0,5 büyüdüğü** aynı dönemde, trafiğe kaydı yapılan motorlu taşıt sayısının da yıllık **%35 daraldığı** gözleniyor (**büyüme negatif**). Net turizm gelirleri yılın ikinci çeyreğinde yıllık **%28 arttı (bir önceki = %6, dolar/TL negatif)**. Temmuz ayında PMI imalat **46,7'ye gerilerken (50 = sıfır büyüme)**, ekonomik güven endeksi de **2,7 puan düşerek 80,7'ye indi (büyüme negatif)**.

## Seçilmiş Makroekonomik ve Finansal Göstergeler

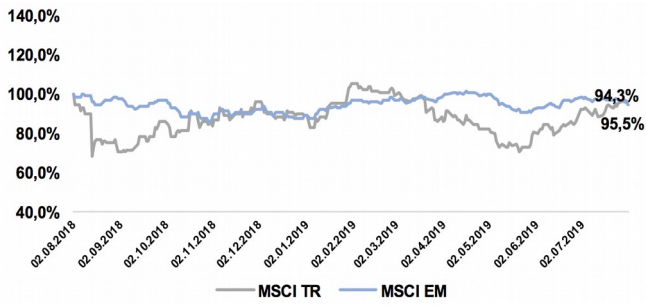
Temel Para Birimlerine Karşı ABD Doları ve Uzun Vadeli Faizler (Kaynak: investing.com)



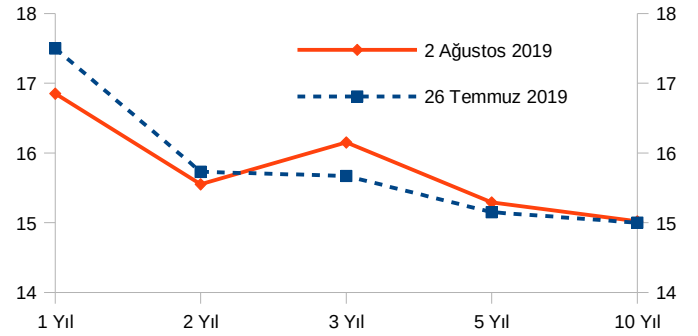
Kurumlar Kırılganlık Endeksi (Kaynak: NUS-RMI)



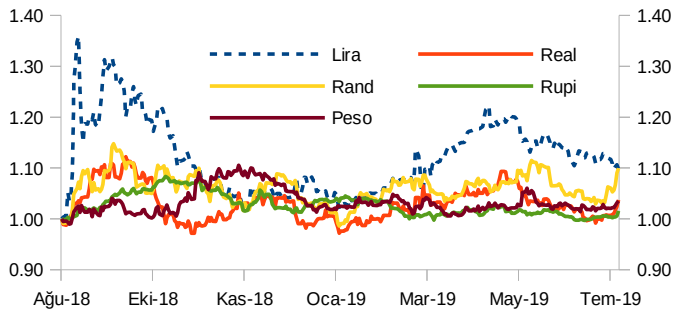
BIST'in Yükselen Piyasa Borsalarına Karşı Performansı (Kaynak: Bizim Menkul Değerler A.Ş.)



Getiri Eğrisi (Kaynak: investing.com)



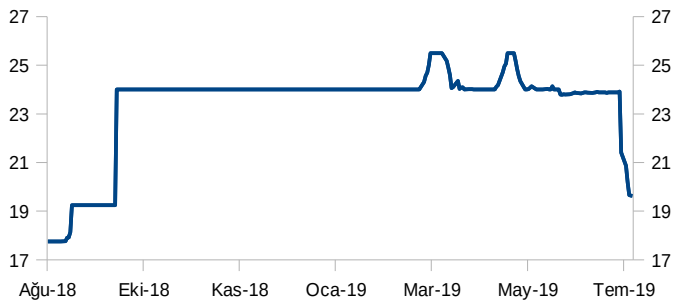
ABD Dolarının Yükselen Piyasa Para Birimlerine Karşı Performansı (Kaynak: investing.com)



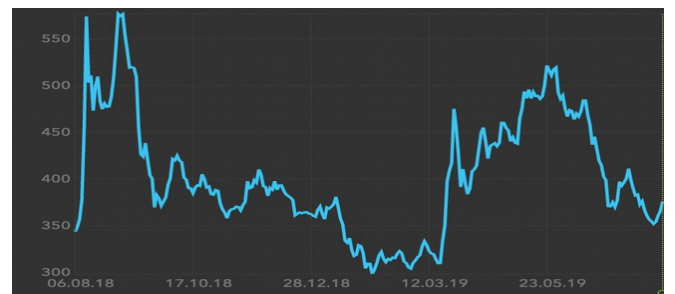
Brent Petrol Fiyatları (Kaynak: EIA)



TCMB Politika Faizi (Kaynak: TCMB)



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



### Geçtiğimiz Haftanın Veri Akışı

Açıklanan Veri (Kurum)	Bir Önceki Dönem Düzeyi	Düzye	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
<b>Ekonomik Güven Endeksi (TÜİK)</b>	<b>83,4</b>	<b>80,7</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>30.07.19</b>	<b>Büyüme-Aşağı</b>
Elektrik Enerjisi Üretimi Y/Y (ETKB)	%4,1	%0,5	Haziran 2019	31.07.19	Büyüme-Aşağı
<b>Dış Ticaret Açığı Y/Y (TÜİK)</b>	<b>-%76,5</b>	<b>-%42,5</b>	<b>Haziran 2019</b>	<b>31.07.19</b>	<b>Cari Açık-Aşağı</b>
Net Turizm Gelirleri Y/Y (TÜİK)	%6	%28	2019Ç2	31.07.19	Dolar/TL-Aşağı
<b>PMI İmalat (İSO)</b>	<b>47,9</b>	<b>46,7</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>31.07.19</b>	<b>Büyüme-Aşağı</b>
Trf. Kay. Yap. Mot. Taşıtlar Y/Y (TÜİK)	-%42,5	-%34,9	Haziran 2019	02.08.19	Büyüme-Aşağı
<b>Kişisel Tüketim Harcama. A/A (ABD)</b>	<b>%0,5</b>	<b>%0,3</b>	<b>Haziran 2019</b>	<b>30.07.19</b>	<b>Dolar/TL-Aşağı</b>
Kişisel Tük. Harc. Fiy. End. Y/Y (ABD)	%1,4	%1,4	Haziran 2019	30.07.19	Dolar/TL-Yatay
<b>Redbook Mağaza Satışları Y/Y (ABD)</b>	<b>%4,9</b>	<b>%4,5</b>	<b>27 Temmuz H.</b>	<b>30.07.19</b>	<b>Dolar/TL-Yatay</b>
S&P/Case-Shiller Konut F.E. Y/Y (ABD)	%2,5	%2,4	Mayıs 2019	30.07.19	Dolar/TL-Aşağı
<b>Tüketici Güven Endeksi (ABD)</b>	<b>124,3</b>	<b>134,7</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>30.07.19</b>	<b>Dolar/TL-Yukarı</b>
İşsizlik Sig. İlk Defa Bşv. Say. (ABD)	207 bin	215 bin	27 Temmuz H.	01.08.19	Dolar/TL-Yatay
<b>PMI İmalat (ABD)</b>	<b>50,6</b>	<b>50,4</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>01.08.19</b>	<b>Dolar/TL-Aşağı</b>
İnşaat Harcamaları A/A (ABD)	-%0,5	-%1,3	Haziran 2019	01.08.19	Dolar/TL-Aşağı
<b>Tarım Dışı İstihdam Artışı (ABD)</b>	<b>193 bin</b>	<b>164 bin</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>02.08.19</b>	<b>Dolar/TL-Yukarı</b>
Dış Ticaret Açığı (ABD)	55,3 milyar \$	55,2 milyar \$	Temmuz 2019	02.08.19	Dolar/TL-Aşağı
<b>Ortalama Saatlik Ücretler Y/Y (ABD)</b>	<b>%3,1</b>	<b>%3,2</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>02.08.19</b>	<b>Dolar/TL-Yukarı</b>
İşsizlik Oranı (ABD)	%3,7	%3,7	Temmuz 2019	02.08.19	Dolar/TL-Yatay
<b>Fabrika Siparişleri A/A (ABD)</b>	<b>-%1,3</b>	<b>%0,6</b>	<b>Haziran 2019</b>	<b>02.08.19</b>	<b>Dolar/TL-Yukarı</b>
U. of Michigan Tüketici Algı E. (ABD)	98,2	98,4	Temmuz 2019	02.08.19	Dolar/TL-Yukarı
<b>U. of Michigan Enfl. Bekl. En. (ABD)</b>	<b>%2,7</b>	<b>%2,6</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>02.08.19</b>	<b>Dolar/TL-Aşağı</b>
Ticari İklim Endeksi (AB)	0,2	-0,1	Temmuz 2019	30.07.19	Euro/TL-Aşağı
<b>Sanayi Algı Endeksi (AB)</b>	<b>-5,6</b>	<b>-7,4</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>30.07.19</b>	<b>Euro/TL-Aşağı</b>
Ekonomik Algı Endeksi (AB)	103,3	102,7	Temmuz 2019	30.07.19	Euro/TL-Aşağı
<b>Tüketici Güven Endeksi (AB)</b>	<b>-7,2</b>	<b>-6,6</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>30.07.19</b>	<b>Euro/TL-Yukarı</b>
İşsizlik Oranı (AB)	%7,6	%7,5	Haziran 2019	31.07.19	Euro/TL-Yukarı
<b>GSYİH Y/Y (AB)</b>	<b>%1,2</b>	<b>%1,1</b>	<b>2019Ç2</b>	<b>30.07.19</b>	<b>Euro/TL-Aşağı</b>
PMI İmalat (AB)	47,6	46,5	Temmuz 2019	01.08.19	Euro/TL-Aşağı
<b>Perakende Satışlar Y/Y (AB)</b>	<b>%1</b>	<b>%2,6</b>	<b>Haziran 2019</b>	<b>02.08.19</b>	<b>Euro/TL-Yukarı</b>
Üretici Fiyat Endeksi Y/Y (AB)	%1,6	%0,7	Haziran 2019	02.08.19	Euro/TL-Aşağı

### Bu Hafta Açıklanacak Veriler

Açıklanacak Veri (Kurum)	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
<b>Üretici Fiyat Endeksi Y/Y (TÜİK)</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>05.08.19</b>	<b>Enflasyon</b>
Tüketici Fiyat Endeksi Y/Y (TÜİK)	Temmuz 2019	05.08.19	Enflasyon
<b>Reel Efektif Döviz Kuru (TCMB)</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>06.08.19</b>	<b>Cari Açık</b>
Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (HMB)	Temmuz 2019	07.08.19	Faizler
<b>Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri (HMB)</b>	<b>Temmuz 2019</b>	<b>08.08.19</b>	<b>Faizler</b>
Ödemeler Dengesi İstatistikleri (TCMB)	Temmuz 2019	09.08.19	Dolar/TL
<b>Dış Ticaret Endeksleri (TÜİK)</b>	<b>Haziran 2019</b>	<b>09.08.19</b>	<b>Cari Açık</b>

## ***Faiz indirimleri, Enflasyon Raporu ve makul reel faiz – Gözlem Gazetesi – 02.08.2019***

Hafta içinde yoğun bir ekonomik gündem yaşandı. Önce Merkez Bankası 425 baz puanlık politika faizi indirimine gitti. Bunu takiben yılın üçüncü enflasyon raporu yeni başkan Sn. Murat Uysal tarafından açıklandı. Aynı günün akşamında FED Amerikan Merkez Bankası da on bir yıl sonra 0,25 baz puanlık indirimine gitti ve 1 Ağustos'dan itibaren bilanço küçültmeyi (parasal sıkılaştırmayı) sona erdirdi.

Öncelikle belirtmeliyiz ki FED başkanı Powell ile TCMB başkanı Sn. Uysal her ikisi de basın toplantılarının ana konularını tam bir açıklığa kavuşturmayıp piyasaların algısını netleştiremediler. Powell, bu indirimin yeni bir döngünün (faiz indirim döngüsü) başlangıcı olmadığını belirttiikten sonra gerekirse faiz artırımını veya indirimine gidilebileceği gibi her yöne çekilebilen görüşler serdederek kafaları karıştırdı. TCMB başkanı da “Makul Reel Faiz” konusunda müteaddit sorulara net bir cevap vermedi. İç ve dış etkenler başta olmak üzere, beklentiler ve risk primlerinin önemli parametreler olduğunu, “emsal ülkelerdeki reel faiz oranları”na ve enflasyonun ana eğilimine bakılacağını sıralayarak hem çok şey söyledi, hem de açıklamalarından net bir sonuç çıkarılmadı.

Her iki merkez bankası başkanının mesajları, faiz indirimleri ve enflasyon raporu konusunda değerlendirmelerimizi aşağıda özetlemeye çalışacağız.

1- FED'den beklenen güvercin duruş görece şahin bir niteliğe büründü. Piyasalarda faiz indiriminde net bir algı oluşmadı. Dolar beklenen aksine güçlendi. Euro/Dolar 1,11 in altına geriledi. Dolar/TL de 5,57'lerde seyrediyor. Piyasalar yıl sonuna kadar 300 puan civarında indirim fiyatlıyor.

2- Merkez Bankamızın 250-300 baz puanlık piyasa beklentisinin aksine 425 baz puanlık indirimine gitmesi de dolar/TL göstergesini aşağı doğru yöneltti. Ancak akşamki FED açıklamaları bu aşağı gidişi durdurdu. Düşmeye başlayan kredi ve mevzuat faizleri daha da aşağı gelmeye başladı. Makul reel faiz yıl sonunda %3-4 civarında şekillenecek.

3- Yeni Merkez Bankası Başkanımız Sn. Uysal'ın açıklamalarına gelince; Enflasyonun ana eğiliminin düşüşe geçtiğini, küresel koşulların elverişli olduğunu, iktisadi faaliyetin ılımlı da olsa toparlanmaya başladığını, birikimli

döviz kuru etkisinin azaldığını, kur düşüşü ile rezerv biriktirme politikasına ağırlık verileceğini, ana politika eksenlerinin fiyat istikrarı ve finansal istikrar olduğunu ülkemize son iki ayda 10 milyar doların üstünde para girişi olduğunu, turizmin iktisadi faaliyeti desteklediğini belirterek yıl sonu enflasyon hedefini YEP'teki oranın da altına çekerek %13,9'a, 2020 hedefini de %8,2'ye indirdiklerini açıkladı.

4- Parasal sıkı duruşa devam edileceği, mevsimsellikten arındırılmış verilerin dikkate alınacağı, yerleşiklerin döviz tevdiatlarının çözülmeye başlandığı, reeskont kredi uygulamasıyla TL verip döviz biriktirmeye devam edileceği açıklandı. Maliye politikası uygulamasının fiyat istikrarını destekleyici yönde oluşacağı varsayımında buldukları ifade edildi.

Sürekli aynı yanlışa düştüğümüzü belirtmekte yarar var. Faiz indirimi sonrası herkeste kredi faizlerinin düşmesiyle reel sektörde bir canlanma yaşanacağı ve bu gelişmenin her şeyi yoluna koyacağı beklentisi ve görüşü mevcut. Tek başına faiz indirimi ile bir yere varmak mümkün değil. Reel olarak ciddi oranda gerileyen gelirimizle hem harcamalarımızı arttırmamız, hem tasarruf yapmamız, hem borç ödememiz ve hem de kamu bütçe dengemizi oluşturmamız bekleniyor. Halen çözülmemiş radikal sorunlarımız var. Kredi kanallarının açılması için faiz indiriminden önce tutarının 400 milyar TL olduğu söylenen yeniden yapılandırma çözümünün açıklığa kavuşması gerekiyor. Bu sorunun çözümü için kaynak nasıl bulunacak. Katma değeri yüksek ihracata dayalı üretim ve istihdam problemleri yanında son yılların en yüksek tutarda bütçe açığını yaşıyoruz. Kapasite kullanımında, güven endekslerinde ve PMI'larda düşüş devam ediyor. Borç tavanına yaklaştık. Ticaret savaşlarının başlangıç ışığı yandı.

Faiz-döviz kuru konuşurken ekonomi yönetiminin asıl bu konularda hiçbir şey yapmayıp bir şey söylememesi, işlerin kendiliğinden düzeleceği varsayımı bizce asıl sorun. Geçen yazımızda belirttiğimiz üzere, izlenen riskli strateji (sadece faiz düşürerek tüm makro dengeleri oluşturma stratejisi) bir “fay kırığı” mı biriktiriyor? Hep birlikte yaşayıp göreceğiz.

***Yeminli Mali Müşavir***

***M. Saim Uysal***

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