

# PKF İZMİR Haftalık Bülten

## 8 | 12 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

- IMF DÜNYA EKONOMİK GÖRÜNÜM RAPORU
- ABD EKONOMİK GELİŞMELERİ
- EURO BÖLGESİ EKONOMİK GELİŞMELERİ
- TÜRKİYE EKONOMİSİ FİNANSAL VE REEL GELİŞMELERİ
- YAPISAL REFORMSUZ DÖNÜŞÜM PROGRAMI

### **IMF: Dünya Ekonomik Görünümü Nisan 2019 raporu...**

IMF-DEG raporunda 2019 yılı için V şeklinde bir küresel büyüme görünümüne işaret ediliyor. Ekim 2018 raporundaki küresel büyüme tahminine **0,4 yüzde puanlık aşağı yönlü revizyon** yapan IMF, 2019 yılı dünya ekonomisi büyümesini **%3,3** olarak tahmin etmiş. Bu olumsuz revizyon, (i) ABD-Çin arasında yaşanan ticaret politikaları kaynaklı gerilimin Çin ekonomisi üzerindeki olumsuz etkileri, (ii) euro bölgesinde araç emisyon standartlarındaki değişiklik nedeniyle Almanya sanayi üretimindeki düşüş ile ülke risk primlerinin yükselmesi nedeniyle İtalya'da yatırımların gerilemesi ve (iii) kırılganlık gösteren yükselen piyasalarda finansal koşulların sıkılaşması ile temellendirilmiş.

### **ABD: Enflasyondaki tepkisizlik devam ediyor...**

St. Louis Fed başkanı Bullard, enflasyon ve işsizlik arasındaki ilişkinin zayıflaması, getiri eğrisinde uzun-kısa vadeli faiz farkının negatifleşmesi ihtimali ve orta vadeli enflasyon beklentilerinin %2'nin altına gerilemiş olmasını önümüzdeki dönemde Fed'i zorlayacak konular arasında sıralıyor. ABD 10 yıllık hazine tahvil faizlerinin **%2,56'da olduğu haftada** dolar endeksi de **97'de yatay** seyretti. VIX oynaklık endeksinin ise **12'ye indiği** görülüyor (**dolar/TL nötr**).

Şubat ayı veri akışında fabrika siparişleri aylık **%0,5 daralırken**, yıllıklandırılmış açık işler sayısı da **500 bin azalarak 7,1 milyona geriledi (dolar/TL negatif)**. Mart ayında tüketicilerin enflasyon beklentileri **%2,8'de sabit** kaldı. Tüketici fiyatları yıllık enflasyonu aynı dönemde **%1,9'a yükselirken**, çekirdek enflasyonun **%2'ye gerilemesi** dikkat çekiyor. Üretici fiyatları enflasyonu ise aynı dönemde **%2,2'ye yükseldi**. 30 Mart haftasında işsizlik sigortasına ilk defa başvuranlar sayısı **196 bine gerilerken (49 yılın rekoru)**, Redbook mağaza satışları endeksi de yıllık **%4,8 arttı (dolar/TL pozitif)**.

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

Haftanın Şubat ayı veri akışında sanayi üretimi yıllık bazda **%0,3 daraldı (bir önceki -%0,7, euro/TL nötr)**. AMB ise sözlü yönlendirmesi doğrultusunda politika faizinde **değişikliğe gitmedi (euro/TL nötr)**.

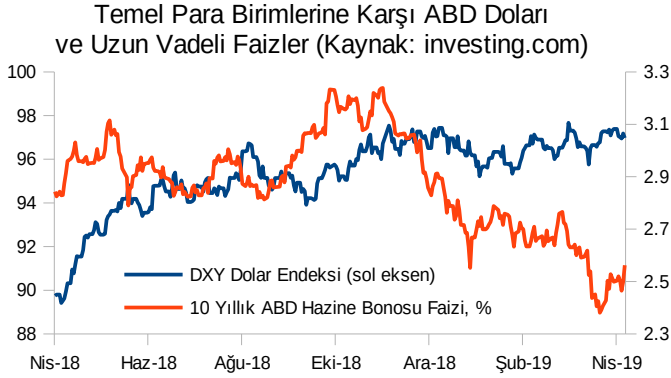
### **Türkiye: Finansal koşullar sıkılaşıyor...**

IMF-DEG raporunun Türkiye ile ilgili bölümlerinde YEP kapsamında mali disiplin tekrar tesis edilirken, olumsuz ekonomik görünüm ve enflasyon beklentilerinin bozulması nedeniyle sıkı para politikasının süreceğini hesaba katma gerekliliği vurgulanmış. Buna ek olarak, finansal bilançolara ilişkin şeffaflığın artırılmasının da borç kırılganlıkları yaşayan özel sektörün sorunlarını aşması için gerekli olduğu belirtiliyor. IMF, Türkiye ekonomisi için 2019 yılı büyüme, enflasyon ve cari işlemler dengesi/GSYİH oranı beklentilerini sırasıyla **-2,5%, %17,5 ve %0,7** olarak tahmin etti. Söz konusu tahminler 2020 yılı için ise **%2,5, %14,1 ve -%0,4** olarak karşımıza çıkıyor. IMF **2020** yılı için hem büyümede toparlanma, hem de enflasyon da düşüş öngördüğü için **arz kaynaklı olumsuz şokların etkisinin azalacağını** öngörmektedir.

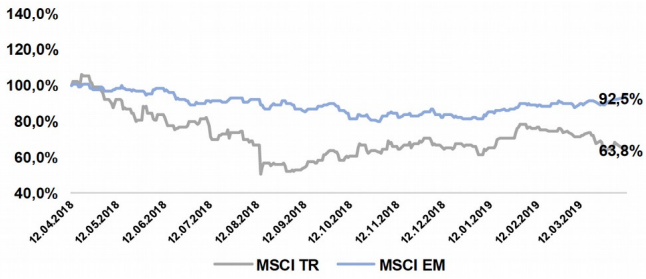
Brent petrol fiyatlarının **71,5 doları aştığı (dolar/TL pozitif)** geçtiğimiz hafta borsada işlem gören firmaların 1 yıl vadeli temerrüt ihtimalini yansıtan kurumlar kırılganlık endeksi de **52 puana yükseldi**. Kredi temerrüt takası primleri ise **60 baz puan artarak (449 baz puana çıktı (dolar/TL pozitif))**. BIST 100 endeksi portföy çıkışlarıyla haftayı **96.000'in altında** kaparken, MSCI Türkiye endeksi yükselen piyasalar MSCI endeksine göre son bir yıllık dönemde **%28,7 iskontolu (dolar/pozitif)**. Türk Hazine tahvilleri getiri eğrisinin 1 yıldan uzun vadelerde ortalama **100 baz puan yukarı** kaydığı geçtiğimiz hafta, TCMB'nin ortalama fonlama faizini **%25,5'in** yaklaşık **100 baz puan altına düşürmesiyle** lira son bir yılda benzeri gelişmekte olan ülkeler ortalamasına göre dolara karşı **%30 fazladan değer kaybetti (dolar/TL = 5,78, euro/TL = 6,54, sepet kur = 6,16)**.

Şubat ayında takvim etkilerinden arındırılmış serilerle ihracat miktar endeksi yıllık **%10,3 artarken**, ithalat miktar endeksi **%16 azaldı (cari açık negatif)**. Böylece 12 ay birikimli cari işlemler açığı Ocak'a göre **3,8 milyar dolar gerileyerek 17 milyar dolara indi (dolar/TL negatif)**. Mart ayında merkezi yönetim iç borçlanma ortalama faizi bir önceki aya göre **110 baz puan artışla %19,7** olurken, 5 nisan haftasında yabancıların portföy hareketlerinde net **228,4 milyon dolarlık çıkış** geldi (**dolar/TL pozitif**).

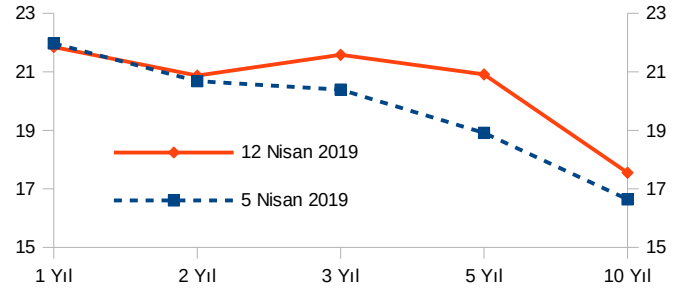
## Seçilmiş Makroekonomik ve Finansal Göstergeler



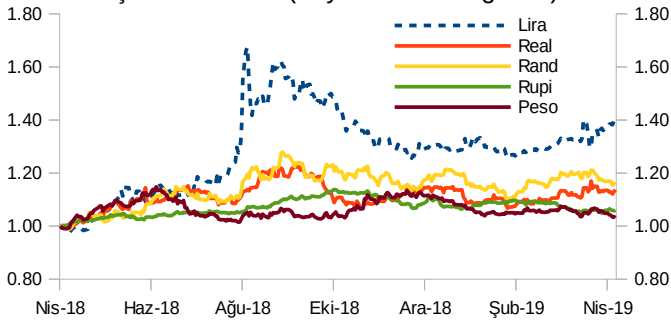
BIST'in Yükselen Piyasa Borsalarına Karşı Performansı (Kaynak: Bizim Menkul Değerler A.Ş.)



Getiri Eğrisi (Kaynak: investing.com)



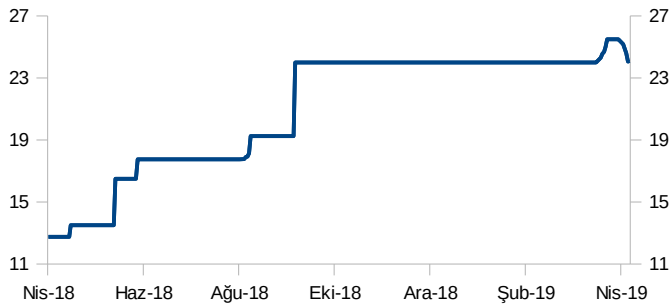
ABD Dolarının Yükselen Piyasa Para Birimlerine Karşı Performansı (Kaynak: investing.com)



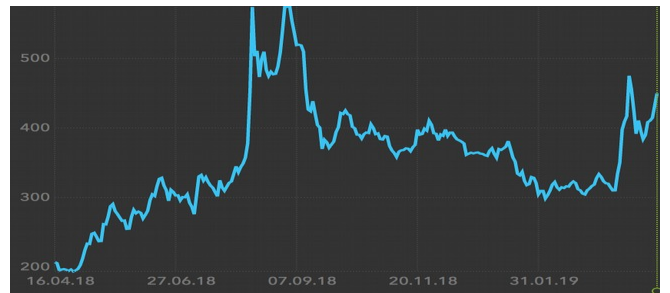
Brent Petrol Fiyatları (Kaynak: EIA)



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>Merk. Yön. İç Borç Ort. Maliy. (HMB)</b>	<b>%18,6</b>	<b>%19,7</b>	<b>Mart 2019</b>	<b>08.04.19</b>	<b>Faizler-Yukarı</b>
Merk. Yön. İç Borç Çev. Oranı (HMB)	%119,4	%100,8	Mart 2019	08.04.19	Faizler-Yatay
<b>Dış Ticaret Hadi (TÜİK)</b>	<b>101,6</b>	<b>101,7</b>	<b>Şubat 2019</b>	<b>10.04.19</b>	<b>Cari Açık-Yatay</b>
12 Ay Birikimli Cari Açık (TCMB)	20,8 milyar \$	17 milyar \$	Şubat 2019	11.04.19	Dolar/TL-Aşağı
<b>Fabrika Siparişleri A/A (ABD)</b>	<b>%0</b>	<b>-%0,5</b>	<b>Şubat 2019</b>	<b>08.04.19</b>	<b>Dolar/TL-Aşağı</b>
Tüketicilerin Enf. Bek. Y/Y (ABD)	%2,8	%2,8	Mart 2019	08.04.19	Dolar/TL-Yatay
<b>Küçük İşletme İyimserlik End. (ABD)</b>	<b>101,7</b>	<b>101,8</b>	<b>Mart 2019</b>	<b>09.04.19</b>	<b>Dolar/TL-Yukarı</b>
Redbook Mağaza Satışları Y/Y (ABD)	%4,4	%4,8	6 Nisan H.	09.04.19	Dolar/TL-Yukarı
<b>Ekonomik İyimserlik Endeksi (ABD)</b>	<b>55,7</b>	<b>54,2</b>	<b>Nisan 2019</b>	<b>09.04.19</b>	<b>Dolar/TL-Aşağı</b>
Açık İşler (ABD)	7,6 milyon	7,1 milyon	Şubat 2019	09.04.19	Dolar/TL-Aşağı
<b>Tüketici Fiyat Endeksi Y/Y (ABD)</b>	<b>%1,5</b>	<b>%1,9</b>	<b>Mart 2019</b>	<b>10.04.19</b>	<b>Dolar/TL-Aşağı</b>
Bütçe Açığı (ABD)	234 milyar \$	147 milyar \$	Mart 2019	10.04.19	Dolar/TL-Yukarı
<b>Üretici Fiyat Endeksi Y/Y (ABD)</b>	<b>%1,9</b>	<b>%2,2</b>	<b>Mart 2019</b>	<b>11.04.19</b>	<b>Dolar/TL-Yatay</b>
İşsizlik Sig. İlk Defa Bşv. Say. (ABD)	204 bin	196 bin	6 Nisan H.	11.04.19	Dolar/TL-Yukarı
<b>Sanayi Üretimi Y/Y (AB)</b>	<b>-%0,7</b>	<b>-%0,3</b>	<b>Şubat 2018</b>	<b>12.04.19</b>	<b>Euro/TL-Yatay</b>

### Bu Hafta Açıklanacak Veriler

Açıklanacak Veri (Kurum)	Dönem	Tarih	Beklenen Makro Etki
<b>İşgücü İstatistikleri (TÜİK)</b>	<b>Ocak 2019</b>	<b>15.04.19</b>	<b>İstihdam</b>
Açık İşler (AÇSHB)	Mart 2019	15.04.19	İstihdam
<b>Kayıtlı İşsizler (AÇSHB)</b>	<b>Mart 2019</b>	<b>15.04.19</b>	<b>İstihdam</b>
Merkezi Yönetim Bütçe Denge Tablosu (HMB)	Mart 2019	15.04.19	Faizler
<b>Perakende Satış Endeksleri (TÜİK)</b>	<b>Şubat 2019</b>	<b>16.04.19</b>	<b>Büyüme</b>
Sanayi Üretim Endeksi (TÜİK)	Şubat 2019	16.04.19	Büyüme
<b>Özel Sek. Yurtdışından Sağladığı Krediler (TCMB)</b>	<b>Şubat 2019</b>	<b>16.04.19</b>	<b>Dolar/TL</b>
Konut Fiyat Endeksi (TCMB)	Şubat 2019	16.04.19	Büyüme
<b>Konut Satış İstatistikleri (TÜİK)</b>	<b>Mart 2019</b>	<b>17.04.19</b>	<b>Büyüme</b>
Kısa Vadeli Dış Borç İstatistikleri (TCMB)	Şubat 2019	17.04.19	Dolar/TL
<b>Uluslararası Yatırım Pozisyonu (TCMB)</b>	<b>Şubat 2019</b>	<b>18.04.19</b>	<b>Dolar/TL</b>
Kurulan ve Kapanan Şirketler (TOBB)	Mart 2019	19.04.19	Büyüme

## **Yapısal Reformsuz Dönüşüm Programı - Gözlem Gazetesi - 13.04.19**

Hazine ve Maliye Bakanı Sn.Berat Albayrak seçim sonrası YEP'le başlayan "dengelenmeyi takiben Ekonomide dönüşüm adımlarını" hafta içinde açıkladı. Açıklamaları kısaca özetleyecek olursak şu hususlar öne çıkıyor:

### **Bankacılık:**

Kamu bankalarına 28 milyar TL'lik DİBS tahvil vererek sermayelerini kuvvetlendirmekte ve Merkez Bankasında repo suretiyle likidite kolaylığı yaratmak amaçlanıyor. Sorunlu krediler banka bilançolarından temizlenecek. Bu temizlemenin, gayrimenkul ve enerji sektörlerinde içinde kamunun bulunmadığı "fonlar" kanalıyla gerçekleştirilmesi planlanıyor. Konkordato uygulamasına yeni bir düzen verileceği ifade edilmekte.

### **Bütçe Disiplini:**

Sıkı maliye politikası uygulanacağı belirtiliyor. YEP'teki hedeflerin tutturulacağı söylenmekte. Bu yılda 44 milyar TL'lik tasarruf uygulaması yapıldığı açıklandı.

### **Vergi Dönüşümü:**

Yeni bir vergi mimarisi inşa edilecek. İstisna ve muafiyetler azaltılarak dolaylı vergilerin oranı düşürülerek dolaysız vergilerin yüksek gelirlere ek vergi getirilerek payı arttırılacak.

### **Enflasyon:**

Üretici-tüketici zincirindeki olumsuzlukların kooperatifler yoluyla giderilesi amaçlanıyor. SERA A.Ş. kurularak sebze-meyve üretiminin arttırılması hedeflenmekte.

### **Kıdem Tazminatı ve BES:**

Tamamlayıcı emeklilik sistemi kurulması planlanıyor. Kıdem Tazminatı Fonu kurulacak ve Bireysel Emeklilik Sistemi ile entegre edilecek.

### **Reel sektör:**

100 milyon TL ve üzerinde riskli şirketlerin mali yıldan sonraki dört ay bilançolarının bağımsız denetiminden geçirilerek bankalarına verilmesi zorunlu hale gelmekte.

Bu denetimin esasları; borç ödeme kapasitesi, likidite riski, kur riski ve karlılık konularındaki değerlendirme bazlı olacak. Aksi halde kredi alınamayacak.

Kabaca özetlemiş olduğunuz "Dönüşüm Programı"na ilişkin değerlendirme ve eleştirilerimizi de şöyle özetleyebiliriz.

1- YEP'te belirtilen "Dengelenme" aşamasının ikincisi "Dönüşüm" şeklinde ifade edilen bu programın içeriğinde "yapısal reformlar" yer almamaktadır. Bunların Mayıs ayında açıklanacağı ifade edilmektedir. Hukuk ve eğitim alanlarında somut hiçbir unsur bulunmamaktadır. IMF'siz bir IMF bazlı program ve uygulanması hedeflenmekte ve bu şekilde "sıcak para" yatırımcılarının tekrar cazibesi aranmaktadır. Bugün ülkemizin en önemli problemi, yüksek dış borçluluk (özellikle özel sektörün yüksek dış borçluluğu) ve dolarizasyon hadisesidir. Borçların nasıl çevrileceği, finansman kaynaklarının neler olacağı belirsizdir. Ülke risk primimiz tekrar 400'leri ve Brent Petrol de yetmiş doları aştı. Tüketici güveninde en uzun dip dönemindeyiz. Evrensel standartlarda bir demokrasi ve hukuk düzeni kurmadan hiçbir çözümün kalıcılığı mümkün değildir.

2- Sıkı para ve maliye politikası hedeflenmekle birlikte uygulama maalesef hiç de bu yönde olmamaktadır. 2019 ilk çeyreğinde bütçe açığı geçen yıla göre %100 artarak YEP teki hedefi aşmış durumdadır. Kamunun tasarruf konusu yetersiz seviyededir. İstanbul seçiminin belirsizliği Hazirana kalırsa maliye politikasındaki bozulma korkarız ki devam edecektir.

3- Enflasyonla mücadelede SERA A.Ş. kurularak ve kooperatifleşmeyi arttırarak başarıya ulaşmak mümkün değildir. Gıda enflasyonu %30'larda, TÜFE-ÜFE farkı %10'larda devam etmektedir. Çekirdek enflasyonda ise %15'ler gibi bir oranın kalıcılığı gözlemleniyor. Bu soruna arz-talep-üretim-kur ve faiz istikrarı ilişkisi içinde bakmak gerekiyor. Güven ve istikrar yaratılmadan bu konuda mesafe alınması söz konusu değildir.

4- Vergi mimarisi yeniden yapılandırılırken sadece dolaylı-dolaysız vergi oranlarını düzelterek ve yüksek

gelirlere ek vergi koyarak bir yere varamayız. Vergi reformu daha kapsamlı ele alınmalıdır. Bu sorunun çözümü bir çok makro problemin çözülmesini kolaylaştıracaktır. Siyasi iktidarlar bu sorunun çözümüne “oy kaybı” endişesiyle radikal yaklaşmamaktadırlar. 57 milyon seçmeni olan bir ülkede beyannameli mükellef sayısı çok düşüktür. Kayıtdışılık konusunu “Siyasi İrade” söz konusu olursa kısa sürede önemli mesafeler almak mümkündür.

5- Kıdem Tazminatı Fonu maalesef uygulanması çok zor bir konu. Üç büyük sendikanın kırmızı çizgisidir. Zorunlu bireysel emeklilikle entegrasyonunun hayata geçirilmesi kolay değildir.

Özetle alelacele hazırlanan şu anda yaşadığımız makro ve mikro ekonomik sorunları dile getirerek bir vaatler ve “yapılacak–edileceklerle” ifade edilen dönüşüm programının maalesef başarı şansı fazla değildir. Belirli zaman hedefleri, belirli somut kaynakları olmayan bu program her zamanki gibi ekonominin zaman içinde kendiliğinden bir yola gireceği düşüncesine dayanıyor. Nitekim piyasalar bu dönüşüm programını olumlu algılamadı. Hem dolar/TL seviyesi hem de risk primimiz ve faizler yükseldi.

IMF 2019 büyüme rakamlarını açıkladı. Türkiye için %2,5 küçülme öngörüsünde bulunuyor. 2013 yılında 950,3, 2018 yılında 766,4 milyar dolar olan milli gelirimizin 2019 yılı 706,2 milyar dolara düşeceği öngörülmüyor. Son açıklanan cari açık rakamları (17 milyar dolara inerek küçülmesine sevinmekle birlikte) ilk çeyrekte küçülmenin aynı yoğunlukla devam ettiğini açıkça göstermektedir. Refahı 2016 yılından beri azalmakta olan ülkemizin makroekonomik problemleri ve küresel koşullar daha öncekilerinden çok farklıdır. Büyüme potansiyelimiz 50 yıllık ortalamasının çok altına düştü. Önümüzde dört buçuk yıllık seçimsiz süreç var. Daha kapsamlı, daha bütüncül yapısal reformları somut ve rakamsal bazda esas alan bir programa şiddetle ihtiyacımız var.

**Yeminli Mali Müşavir**

**M. Saim Uysal**

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