



5 DAKİKADA BİR HAFTA



ANALİZ

Dr. H. Bader Arslan
bader.arslan@nbe.com.tr

Geçtiğimiz günlerde önemli bir sivil toplum örgütünün değerli başkanı, yine, döviz kurunun enflasyon kadar yükselmediğini; TL'deki değerlenmenin ihracatı olumsuz etkilediğini söyledi. İş dünyamızda maalesef "ihracatın ne olacağını döviz kurunun belirlediği" gibi bazı dogmalar var ve bu dogmalar, doğrulardan daha yüksek sesle dile getirildiği için yanlış bilgi yayılmaya devam ediyor.

Döviz kurunun ne olduğu ihracat üzerinde iddia edildiği kadar belirleyici değil. Kur, diğer faktörler ile kıyaslayınca çok daha kısıtlı ve kısa vadeli etkilere sahip. Ticaret Bakanlığı ve Merkez Bankası, ilgili STK'ların yöneticilerine ihracatın belirleyicilerinin ne olduğuna dair bir bilgilendirme yapsa ve her derdin nedeni olarak kurun gösterilmesinin önüne geçse, büyük fayda sağlayabilir.

Uzun vadede ihracatın en önemli belirleyicisi ülke olarak sizin ne ürettiğinizdir. Hammadde mi, nihai ürün mü? Düşük teknoloji mi, yüksek teknoloji mi? Kolaylıkla başka tedarikçiler ile ikame edilecek ürünler mi, yoksa sadece sizin tarafınızdan üretilen ürünler mi? Eğer

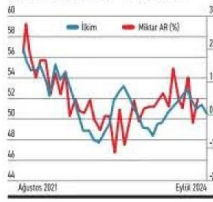
cevaplar, bu çizimdeki ilk seçenekler ise rüzgârın sizi götürdüğü yere gidirsiniz. Cevaplarınız ikinci seçenekler ise, rüzgâra karşı da gidebilirsiniz.

Daha kısa vadede, ülke ihracatını belirleyen en önemli faktör müşterilerinizin ekonomik performansdır. Hedef ülkelerin ekonomik büyümeleri zayıfsa, sizden yaptıkları ithalat da zayıf seyredir. Büyüme hızları arttıkça ihracatınız artar. Tüm dünyada olduğu gibi biz de Türkiye'de dış ticaret tahminlerini, ihracat yaptığımız ülkelerin büyüme beklentilerine dayandırarak yapıyoruz. Merkez Bankası, Hazine, Ticaret Bakanlığı tahminlerindeki en büyük katsayı hedef pazar büyümesindedir.

İstanbul Sanayi Odasının yayınladığı ihracat iklimi endeksi de aynı manîğe dayanıyor. ihracat iklimi endeksi, Türkiye'nin ihracat yaptığı ülkelerin PMI endekslerinin ağırlıklandırılmış ortalaması ile hesaplanıyor. Endeksin 50'nin üzerinde olması, ihracat yaptığımız ülkelerde sanayi performansının arttığına, dolayısıyla talebin de artacağına işaret ederken, 50'nin altında olması, dış talepte daralmaya işaret ediyor.

Peki, ihracat iklimi endeksi, Türkiye'nin ihracat potansiyelini doğru bir şekilde yansıtır mı? Yani endeks artınca, ihracatımız gerçekten artıyor mu? Evet, öyle. ihracat iklimi endeksi ile ihracatımız arasında doğru yönlü ve güçlü bir ilişki var. Ancak burada şıklıkla, endeksi dolar bazında ihracatla karşılaştırmak gibi bir hataya düşülmüyor. ihracat iklimi ihracatın dolar bazında ne olabileceği hakkında kesin bir yargıya varmamızı sağlamaz. Endeksi ihracat miktarı ile kıyaslamamız gerekiyor. Aşağıdaki grafik son 3 yılda ihracat iklimi endeksi ile ihracat miktar endeksindeki değişimi bir arada gösteriyor. Gördüğümüz gibi yapışık olmasalar da; her iki veri uyumlu hareket ediyor. Endekste düşüş, ihrac ettiğimiz mal

İhracat iklimi ve ihracat miktar değişimi

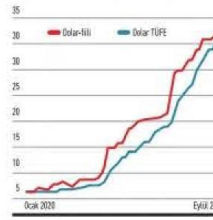


ihracatımız gerçekten artıyor mu? Evet, öyle.

İhracat iklimi endeksi ile ihracatımız arasında doğru yönlü ve güçlü bir ilişki var. Ancak burada şıklıkla, endeksi dolar bazında ihracatla karşılaştırmak gibi bir hataya düşülmüyor. ihracat iklimi ihracatın dolar bazında ne olabileceği hakkında kesin bir yargıya varmamızı sağlamaz. Endeksi ihracat miktarı ile kıyaslamamız gerekiyor. Aşağıdaki grafik son 3 yılda ihracat iklimi endeksi ile ihracat miktar endeksindeki değişimi bir arada gösteriyor.

Gördüğümüz gibi yapışık olmasalar da; her iki veri uyumlu hareket ediyor. Endekste düşüş, ihrac ettiğimiz mal

Dolar kuru ne olurdu?



miktarının da düşeceğine işaret ediyor. ihracat miktar endeksindeki son veri Temmuz ayına ait. Ağustos ve Eylül aylarında san ile gösterilen miktar endeksinin yönünün de aşağı döndüğünü göreceğiz.

İhracatta kısa vadede belirleyici olan bir başka faktör de küresel fiyatlar. Ticarete konu olan ürünler tedarik zincirinin ne kadar başında ise petrol başta olmak üzere emtia fiyatlarındaki dalgalanmalara o kadar maruzdur. Gübre, plastik ve demir-çelik gibi. Ürünleriniz ne kadar kompleks ise hammadde fiyatlarına karşı duyarlılıkları o kadar düşer. İlaç ve elektronik gibi. O

nedenle sattığımız mal miktar 2022 ve 2023'te aynı olsa da bunların dolar bazında değerleri çok farklı olabilir.

Kur enflasyon kadar yükselmiyor mu?

Şimdi gelelim döviz kurunun enflasyon kadar yükselmediği konusuna...

2020 başından bu yana dolar kuru ve TÜİK enflasyonuna bakalım. Grafik, fiili dolar kurunu kırmızı ile gösteriyor. "Dolar kuru her ay TÜİK enflasyonu kadar yükselseydi ne olurdu"yu mavi çizgi ile görüyoruz. Bu verilere göre kurdaki yükseliş, enflasyonun altında kalmamış. Ama amacımız aksini iddia etmekse bu çalışmayı 2020'den değil, 2022'den başlatabiliriz. Bu durumda "Dolar kuru her ay TÜİK enflasyonu kadar yükselseydi bugün ne olurdu?" sorusunun cevabı 45 TL olurdu.

Demek istediğim şu: Evet, yakın geçmişte TL'de bir değerlenme var ve TL'deki değer kaybı enflasyonun altında ama son bir yıla değil daha uzun vadeli bir analizde durumun tam tersi olduğunu, TL'nin uzun vadede reel olarak aşırı değer kaybettiğini görüyoruz.

"İhracat artış için döviz kuru yükselmeli" diyenler bunun yerine, "diğer ülkeler

kendi kurlarıyla oynamadan ihracatlarını hem nominal değer bazında hem katma değer ve teknoloji yoğunluğu bazında nasıl artırabiliyor?" sorusunu cevap aramalı.

Yüksek kur isteyenler, kur artışının getirdiği sözde avantajın, üretim maliyetlerinin de yükselmesi nedeniyle çok kısa bir süre sonra (en fazla 6 ay) yok olduğunu bildikleri halde, sanki bu defa farklı bir sonuç alacaklarmış gibi, taleplerine devam ediyorlar.

Dolayısıyla son zamanlardaki zayıf ihracat performansının nedenini değerli TL'ye bağlamak ve kurları yükselmesini talep etmek pek de doğru bir yöntem olmayabilir. Kuru artırmak yerine Türkiye'de üretim maliyetlerini aşağı nasıl çekebileceğimizi konuşmalıyız. Buna, örneğin, sanayide ve işyerlerinde kullanılan elektrik birim fiyatının konutların yansı kadar olması gerekirken, neden iki katı kadar olduğunu sorgulayarak başlayabiliriz.

"İhracat-Kur Sorunu" konusuna bir de şu soruyu cevap arayarak bakalım. Acaba ihracatımız kur yükselse mi daha çok artar yoksa; ihracat yaptığımız ülkelerde büyüme daha güçlü olursa, örneğin PMI Almanya'da 40,6, Fransa'da 44,6, ABD'de 47,3 değil de 53 olursa mı? Cevap elbette bariz bir farkla ikinci şık.

YURTDIŞI

15 Ekim 11:00: Eylül ayı bütçe sonuçları
16 Ekim 10:00: Eylül ayı konut fiyat endeksi
17 Ekim 10:00: Eylül ayı konut satışları

17 Ekim 14:00: PPK faiz kararı
18 Ekim 10:00: Eylül ayı kurulan kapanan şirketler

YURTDIŞI

17 Ekim 12:00: Euro Bölgesi tüketici enflasyonu
17 Ekim 15:15: Avrupa Merkez Bankası faiz kararı

17 Ekim 15:30:
■ ABD perakende satışlar
■ ABD Philadelphia FED İmalat Endeksi



Fed ile aynı hataları yapmıyoruz!

Güldağ: Üretimde durgunluk yaygınlaşıyor. **Sanayinin** geneline yayıldı. Pek çok sektörde üretim hacmi ya düştü ya yerinde sayıyor. TÜİK'in açıkladığı **sanayi** verileri de bu süreci doğruluyor. Toplam **sanayi** üretiminde üç yıl önceki düzeye döndük. İmalat **sanayi** tarafında onun da altına sarkmış durumdayız.

Ağaoğlu: Perakende satış hacim endeksleri ile ilgili veride ise yüzde 2,8 yükseliş var. Bu iki şey söylüyor: Bir, tüketici güveni devam ediyor. İki ve aslında bana göre daha önemlisi, tüketicilerin enflasyon konusundaki endişeleri de devam ediyor.

Güldağ: Orada işsizlik rakamında olduğu gibi detaya da bakmakta fayda var. Düz baktığında genel olarak işsizlik düşüyor. Yüzde 8,8'e gerilemişti. Şimdi de 8,5'e geriledi. Gel gör ki, detaya baktığında, esas olarak işsizliğin iş bulma umudunu kaybettiği için aramaktan vazgeçenlerden kaynaklandığını görüyoruz. İşsizlik gerilerken, 'atıl' işsizlik, geniş tanımlı işsizlik yüzde 27,2 ile rekora koşuyor. İşsizlik ile atıl işsizlik arasındaki makas da açılıyor. Neredeyse 20 puana vardı aradaki fark.

Ağaoğlu: EKONOMİ gazetesinde bir haber vardı. Ayakkabı ithalatımız milyar doları aşmış. Hakikaten durup düşünelim. Geleneksel olarak iddialı olduğumuz, Türkiye'de istihdam açısından önde olan bir sektör bu kadar büyük bir problem yaşıyorsa ileride üretim damarlarımız kuruyacak demektir. Hakikaten önlemlerin alınması lazım.

Güldağ: Sonra ne yaptık biz; enflasyon derken, üretimi unuttuk olur!

Ağaoğlu: Sen sık söylüyorsun onu; 'hastanın ateşi nihayet düştü ama

sizlere ömür' demeyelim sonra...

Güldağ: Tablo açık. **Sanayinin** ekonomi içindeki payı yüzde 29'dan yüzde 19'una altına geriledi.

Ağaoğlu: İhracatçı ve **sanayiciyi** daha fazla sıkıştırırsak, üretim damarlarımız kuruyacak. Tekrar çalışır hale getirmek hem zor hem zaman alacak hem de çok pahalıya patlayacak. Pedal çevirmeye devam etmemiz lazım, yoksa düşeceğiz.

Güldağ: Erken faiz indirmeyelim tamam ama ülkeyi de erkenden sanayisizleştirmeyelim. PMI rakamı gelmiş 44'lere. **İSO** Başkanı **Erdal Bahçivan** geçen Ekonomi Masası'na katıldı; **sanayinin** sabır taşından ciddiye alınması gereken sesler gelmeye başladı dedi. **İTO** Başkanı Şekib Avdagiç kurlara dikkat çekti...

Ağaoğlu: Kur serzenişlerine katılmıyorum. Döviz kazandırıcı işlemler GSYH'mızın üçte biri. O üçte biri mutlu etmek için kuru artırdığımızda, üçte üçlük bölgenin tamamında problem çıkıyor. Daha önceden biz bunu 5-6 defa denedik. İşe yaramadı. Yapısal değişiklikleri yapmamız gerekiyor ki, kurlarla oynamaya gerek kalmassın...

Güldağ: Yılbaşından bu tarafa 9 aylık enflasyon yüzde 35,8. Kur sepetindeki artış yüzde 16,5. Yarıyı kadar yani... Eğer yerel seçim öncesi martta yapılan 500 baz puanlık politika faizi artışından buyanabakarsın dolardaki artış yüzde 5'i ancak buluyor. Bir; 'el insaf' diyoruz. İki, nereye kadar sürdürebiliriz? Üç; yan etkileri ciddi iş açabilir başımızda. İhracattaki kayıplar bir yana, ithalata ne yapacağız? Bak, neredeyse tarihimize ilk kez tüketim mali ithalatı, yatırım mali ithalatı geçti.



Şans Sohbetleri'nde bu hafta Ağaoğlu ve Güldağ, sanayi, perakende, işsizlik ve enflasyon verileri üzerinden ekonomiyi ele aldı, dış piyasaların etkilerini tartıştı.

Ağaoğlu: İhracatçıya döviz bozdurunca yüzde 2 prim veriyorsun onu %5'e çıkaralım. O da çözümü...

Güldağ: Pek çalışmıyor anlaşılır. Geçen Bursa'daydık. Primlerin zamanında ödenmediğini söylediler. Şimdi Eximbank kredilerinin günlük limitini 3 milyardan 4 milyar liraya çıkararak destek verme çabası içindeler. Onun da faizini ve masrafını yüksek buluyor ihracatçı.

Ağaoğlu: Bu ve benzeri altyapıları düzeltmekten başka çare yok.

Güldağ: Türkiye'yle yakın ilgilenen kimi bankalar "sizin faiz indirim süreci uzadı, o da enflasyonla mücadeleyi zorluyor" diyor şimdi.

Ağaoğlu: Erken faiz indirimi çok hatalı olur ancak geciktikçe de bu etki ortaya çıkıyor. Son açıklanan Amerika'daki tüketici enflasyonunda da bu etkiler görülmeye başladı. Aynı Türkiye'de de söz konusu. Aynı hataları yapmamamız lazım. Yüksek faizi uzun süre devam ettirmek, hem üretim tarafını daraltıcı etki yapıyor, arzın azalmasıyla birlikte de enflasyonist etkisi ortaya çıkıyor.

Güldağ: Kuyumcu terazisi has-

saslığında ayarlanması gereken kollar. Fed kaç indirim daha yapar?

Ağaoğlu: Kasım ayında faiz indirmeden pas geçeceği konuşulmaya başlandı. Ben indireceğini düşünüyorum. Yani 25-25 iki tane daha gelecek bu yıl ama 50'lik gelmeyecek.

Güldağ: Tahvil fiyatını da ittirdi.

Ağaoğlu: Fed hızlı faiz indirecek diye bekleyen piyasada Amerikan 10 yıllıklar 3,60'a kadar inmişti. İndirimler çok hızlı olmayacak diye 10 yıllık tahvil tekrar yükselişe geçti. Şu anda 4,10'larda. Teknik olarak 4,15'lere kadar yolu var. Büyük ihtimalle oradan tekrar düşecek.

Güldağ: Borsalar da yükseldi...

Ağaoğlu: Aslında resesyon yok, ekonomi tutkırında, şirketler de para kazanmaya devam edecekler yorumu hisse senetlerini yukarı itirdi.

Güldağ: Teknolojinin 'muhteşem yedileri' de yükselişe önemli etkide bulundu. Bizde ise kan kaybı sürdü. Bakalım Borsa İstanbul'da yatırımcılar, bugünkü fiyatların hem TL hem de dolar bazında bir hayli ucuz olduğunu, orta vade tam yatırım zamanı olduğunu söyleyen uzmanlara ne zaman kulak kabartacaklar.

Petrolde 82,75 ve 86,50 önemli eşikler

Güldağ: Geçen hafta Brent 81 dolara gelirse oradan bir kar realizasyonu ile fiyatlar aşağı doğru gelir dedin. Geldi de...

Ağaoğlu: İran'a saldırı olacak meselesiyle iki defa 81'li rakamlara geldi. 81,25 oradaki 200 günlük hareketli ortalamadan dolayı kısa vadeli zirve gibiydi. Nitekim oradan döndü aşağı. Jeopolitik gelişmeler çok etkili evet ama ben böyle dünyanın gözüne soka soka petrolde 81,25'i aşacak bir hamleyle beklemiyorum.

Güldağ: Petrolde hangi aralıkta seyredebilir fiyatlar sence?

Ağaoğlu: 81,25'in üstünü beklemiyorum şimdilik ama her yönden bakmak lazım. 81,25 teknik olarak kritik. 81,25'ten sonra 82,75 seviyesi teknik olarak mümkün.

Güldağ: Ya sonrası? 100 dolar da aşar mı?

Ağaoğlu: Doğrusunu istersen 85-86 dolara doğru bir hareket olursa daha kalıcı ve hasar verici bir yükseliş için

gireceğimizi düşünüyorum. O başka bir dinamiğin sonucu olacağı için o dinamiklerin ne olacağını bugünden kestirmek zor. Daha önce de söyledim, büyük resme baktığımda, petrolde önümüzdeki sene ortalamaların 60 dolarlar seviyesinde olması görüyorum.

Güldağ: Jeopolitik gerilim artmazsa tabii...

Ağaoğlu: Tabii. Jeopolitik gerilim tırmanırsa, sırasıyla 81,25-82,75 bandı ve 85,50 ile 86,50 bantları önemli eşikler. Üçüncü bant aşağıda emin ol başka bir dünyaya gitmişiz demektir. O zaman hakikaten Basra'nın kapatılmasını konuşuyor olursuz.

Güldağ: İran'a ölümcül saldırılar olursa, Hüzmüz Boğazı'nın kapatılması için İran elindeki bütün kozları oynayabilir. Sadece İsrail'e değil, çevresine de füzeleeri gönderebilir. O zaman da petrol fiyatını tahmin bile edemiyoruz.

Altında 3000 \$ hareketinin önu açılabilir

Güldağ: Altın fiyatlarında beklentin nedir? Sadece jeopolitik tarafta değil, Fed'in faiz indirimleri de etkili olabilir altın üzerinde...

Ağaoğlu: Fed'in faiz indirimlerinin altın hareketi veya değerli metallerdeki hareketin içindeki payının görece küçük olduğunu düşünüyorum. Daha büyük kısmı, petrolü ilgilendiren jeopolitik gelişmeler şünda. Fiyatlamalar bana büyük oranda bunu söylüyor. Nitekim Fed kasımı pas geçecek düşüncesiyle gerileyen altın, jeopolitik gerilim nedeniyle tekrar yükselişe geçti. 2.685 dolara dayandı.

Petroldeki gerginlikler sonrasında bu seviyeyi kararsız, ki bence teknik olarak önu açık. Bir süre 2.650 üzerinde kalacak olursak 3000 dolarlara doğru gidebilecek bir hareketin önu açılabilir. Ama altında böyle bir zirve görülecek olursa, gümiş

için yeni zirve olmamakla birlikte yeni yükseltiler daha hızlı ve daha sert görülecek. Orada da, 33,5, 35,5 ve hatta 39-41 arasındaki bir bölgeye kadar gümişün daha hızlı hareket edebileceği bir zemin var. Bu jeopolitik ortamda gümiş yeni zirve görünmüyor. Gümişün zirvesi 49,5 dolarda. 1980'de iki defa gördü. Açıkçası 49,5'a kadar çok zaman var ama yükselen bir jeopolitik riskle birlikte gümişe de yukarı hareket olabilir.

İZLEYİN



DİNLEYİN

