



Ekonomik Görünüm Yeni dönem, eski sorular

Haziran 2017



01

02

03

İçindekiler



01

02

03

01

Giriş 1

02

Küresel ekonomi 4

03

Türkiye ekonomisi 18

Giriş

Küresel ekonomi, malum risklere rağmen (jeopolitik tehditler, popülizm, ABD odaklı parasal normalleşme ve Çin ekonomisinin seyri vb.) olumlu bir resim çiziyor. Büyüme geçen yılın ikinci yarısından beri görece senkronize ilerlerken, ABD'de parasal normalleşme düzenli bir şekilde devam ediyor. Emtia fiyatları da nispeten istikrarlı seyrini sürdürüyor. Bu, özellikle Gelişmekte Olan Ekonomilere (GOE) yönelik büyüme beklentilerini ve buna bağlı olarak da sermaye girişlerini destekliyor. Piyasalarda risk iştahı da – raporumuzun yayına hazırlandığı sırada– tarihsel olarak en yüksek düzeylerinde seyrediyordu.

İçeride ise zorlu ve çalkantılı bir dönemin ardından 16 Nisan Referandumu, tekrar ekonomiye odaklanma fırsatı sunuyor.

2019 Kasım seçimlerine kadarki iki yılı aşkın sürede Türkiye ekonomisinin nasıl bir büyüme performansı sergileyeceği karşımızdaki en temel soru olarak duruyor. Bu dönemde büyüme sağlıklı ve sürdürülebilir bir şekilde, arzulandığı gibi %5-%6'lık düzeylere hızlanabilecek mi, yoksa ivme kaybı kaçınılmaz olacak mı?

Son dönemde trend büyüme dinamiklerinde görece bir zayıflama olduğunu kabul etmek gerekiyor. Nitekim 2012-15 yıllarında ortalama %6 civarı bir büyüme performansı sonrasında, Türkiye ekonomisi 2016 yılında %3'ün altında büyüdü. Bu yıl ise maliye politikası ve kredi tarafında verilen teşviklerle en azından ilk yarıda kuvvetli denebilecek bir büyüme olması muhtemel. Ancak bir yandan da yapısal sorunlar ve trend büyüme dinamikleri üzerindeki belirsizlikler devam ediyor.



01

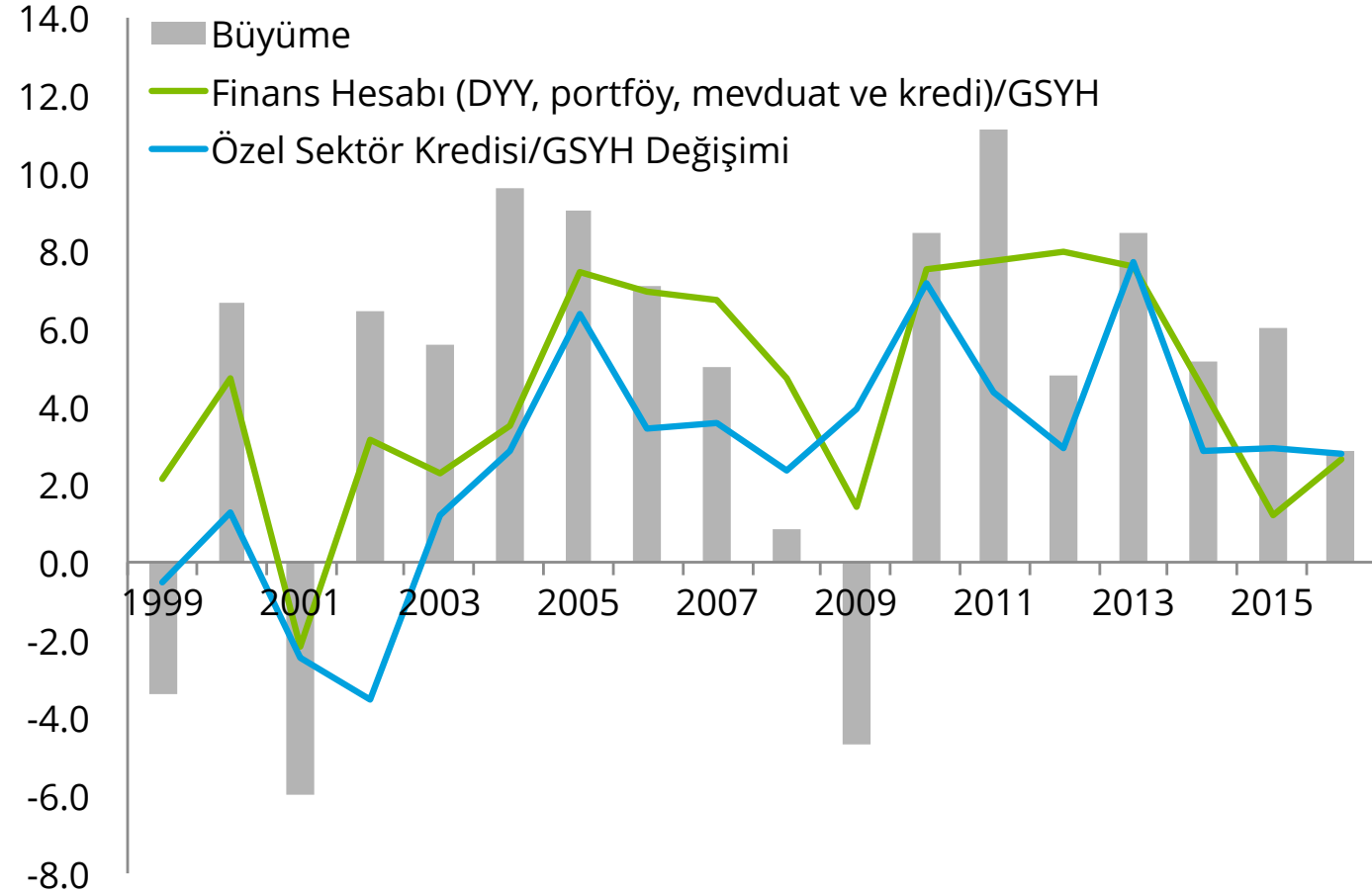
02

03

Giriş

Çok iyi bilindiği gibi Türkiye ekonomisi cari açık vererek büyüyen – veya tanımı gereği, tasarruf oranı yatırım oranını karşılamaya yetmeyen -- bir ekonomi. Bu da dışarıdan ciddi oranda –kısa-vadeli (portföy akımları gibi) kaynaklardan ziyade, doğrudan yabancı yatırım ve görece uzun vadeli/düşük maliyetli kredi gibi istikrarlı kanallardan – finansman çekebilmeyi gerektiriyor. Bu durum “kendi kaynaklarımızla” yüksek ve sürdürülebilir bir büyümeye oranına ulaşma imkanımızı sınırlıyor (Grafik 1). Bu denklemin zorlanması durumunda ise malum kırılganlıklarımız – enflasyon ve cari açık -- daha da bozulabiliyor. Bu denklemin olumluya döndürmek – yani büyüme oranımızı hızlandırırken kırılganlıklarımızı kontrol altına alabilmek ise – bizce kapsamlı bir orta-vadeli perspektifin oluşturulmasını gerektiriyor.

Grafik 1 - Büyüme, Kredi Genişlemesi ve Sermaye Akımları



01

02

03

Giriş

Bu bağlamda tekrar toplumsal barışı ve birlikteliği tesis etmek, mali disiplini kaybetmemek, enflasyonu düşük tek haneli seviyelere indirmek ve detaylı bir reform takvimi oluşturmak en temel başlıkları oluşturuyor. Aksi takdirde büyüme dinamiklerinin görece zayıfladığı ancak kırılma noktalarının da görece yüksek seyretmeye devam ettiği bir dinamik, en olası senaryo olarak karşımıza çıkıyor.

Bu ve önümüzdeki yıl için gösterge niteliğindeki temel makro tahminlerimiz, Tablo 1'de özetleniyor; raporun geri kalan kısmında ise küresel ve Türkiye ekonomisindeki son gelişmeler ana başlıklar halinde detaylandırılıyor.

Tablo 1 - Temel Makro Göstergeler

	2013	2014	2015	2016	2017t	2018t
Büyüme (GSYH; %)	8.5	5.2	6.1	2.9	3.5	2.5
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	7.4	8.2	8.8	8.5	9.3	8.6
Cari Denge (milyar \$)	-63.6	-43.6	-32.1	-32.6	-34.7	-31.7
Cari Denge (GSYH'ye oran olarak)	-6.7	-4.7	-3.7	-3.8	-4.3	-3.9
Dış Ticaret Dengesi (milyar \$; TÜİK tanımı)	-99.9	-84.6	-63.4	-56.1	-60.6	-61.2
Enerji İthalatı (net, milyar \$)	49.2	48.8	33.3	24.0	27.8	29.5
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (milyar \$; net)	8.8	5.8	12.5	9.1	8.0	8.0
Döviz Kuru (TL/\$; yılsonu, Aralık ortalaması)	2.06	2.29	2.92	3.50	3.70	4.00
Bankalararası Faiz Oranı (yılsonu ort. 5 iş günü; basit; %)	7.75	11.09	10.75	8.50	12.25	12.00
Gösterge DİBS Faizi (Aralık ortalaması; bileşik, %)	9.4	8.1	10.9	10.8	12.0	12.0
Merkezi Hükümet Faiz Dışı Fazlası (GSYH'ya oran olarak)	1.7	1.3	1.3	0.8	-0.5	-0.1
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (GSYH'ya oran olarak)	-1.0	-1.1	-1.0	-1.1	-2.4	-2.0
Merkezi Hükümet Brüt Borç Stoku (GSYH'ya oran olarak)	32.4	29.9	29.0	29.3	29.3	29.4

t: Tahmin



01

02

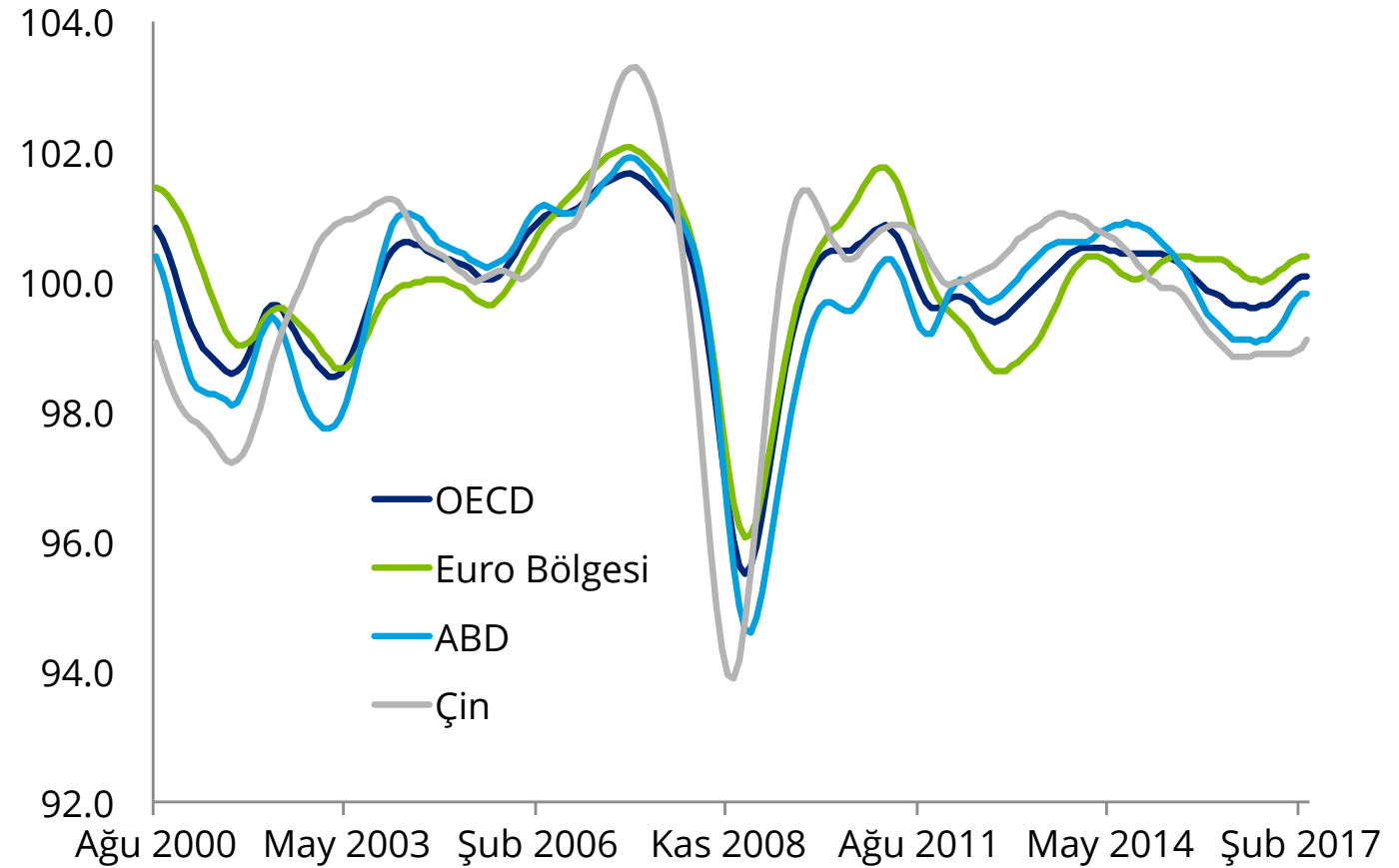
03

Küresel Ekonomi

Küresel ortam olumlu, risk iştahı yüksek, “normalleşmeye” devam...

Küresel ekonomide 2016 yılı ikinci yarısında başlayan toparlanmanın devam ettiği, bunda özellikle imalat sanayi, küresel ticaret ve kısmen de yatırımlardaki iyileşmenin etkili olduğu görülüyor¹. Büyüme gelişmiş ekonomilerin (GE) genelinde hızlanırken, gelişmekte olan ekonomiler (GOE) daha heterojen bir görüntü çiziyor. ABD ve Euro Bölgesi'nde güçlü artışların; Çin ve Hindistan gibi büyük GOE'lerdeki görece zayıflamayı dengelemesiyle JP Morgan küresel bileşik PMI'ı güçlü seyrini ikinci çeyrek başı itibariyle sürdürüyor. Benzer şekilde OECD bileşik öncü göstergeler verisi de OECD alanında istikrarlı büyümenin devam ettiğine işaret ediyor (Grafik 2).

Grafik 2- OECD Bileşik Öncü Göstergeler



¹ Raporumuz 25 Mayıs 2017 tarihine kadar elimizde olan veri ve gelişmeleri içermektedir.



01

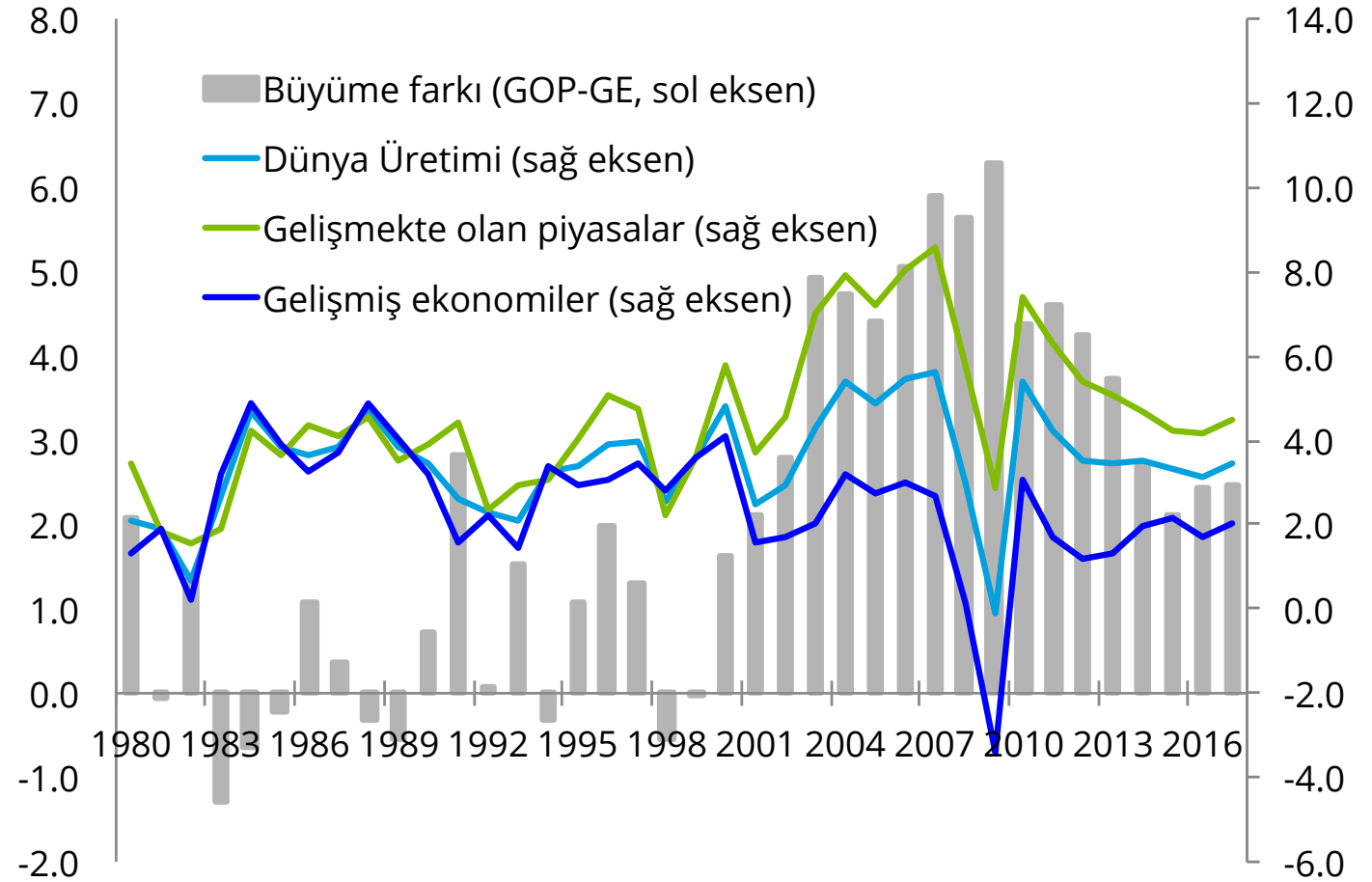
02

03

Küresel Ekonomi

Elimizdeki en güncel ve kapsamlı kaynak olan Nisan tarihli Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda, IMF 2017 küresel büyüme beklentisini hafif (0,1 yüzde puan) artırarak %3,5'e çıkartırken, 2018 beklentisini %3,6'da sabit tuttu². Rakamlar, 2016 yılındaki %3,1'lik büyümeye göre anlamlı bir hızlanmaya işaret ediyor. Ülke grupları bazında, GE'lerin 2017 büyüme beklentisi 0,1 puanlık artışla %2'ye yükseltilirken, 2018 beklentisi de %2'de tutuldu (2016: %1,7). GOE'lerin büyüme beklentisinde ise bir revizyon yok; 2016 yılında %4,1 olan büyümenin 2017'de %4,5 ve 2018'de %4,8'e hızlanmasını bekleniyor. Bu şekilde 2011-2015 arası kesintisiz azalan GOE-GE arasındaki büyüme makasının 2016'daki 0,3 puanlık artışın ardından 2017'de de hafifçe (0,1 puan) artarak 2,5 puana çıkması öngörülüyor (Grafik 3, Tablo 2).

Grafik 3 - Küresel Büyüme (%)



² IMF, Küresel Ekonomik Görünüm, Nisan 2017



01

02

03

Küresel Ekonomi

Ancak IMF'nin de vurguladığı gibi küresel ekonomiye dönük hem siyasi hem de ekonomik tarafta riskler aşağı yönlü olmayı sürdürüyor. Jeopolitik risklerdeki artış bir yana, ABD'de Başkan Trump'ın Rusya ile bağlantıları hakkında yürütülen soruşturma sonucu görevden alınabileceği senaryosunun en temel risk unsuru olduğu söylenebilir³. Avrupa tarafında popülizm endişeleri azaldıysa da, orta vadede hala geçerliliğini koruyor. Ekonomi tarafındaysa, Fed (normalleşme sürecinde olası aksaklıklar) ve Çin (özellikle büyüme-borç dinamiğinin nasıl şekilleneceği) en önemli risk başlıkları olmayı sürdürüyor.

Tablo 2 - Seçilmiş Ülke ve Ülke Gruplarına Göre Büyüme

	2000-07	2008-16	2017b.	2018-22t.
Dünya	4.5	3.3	3.5	3.7
Gelişmiş ekonomiler	2.6	1.1	2.0	1.8
ABD	2.7	1.3	2.3	2.0
Euro Bölgesi	2.2	0.4	1.7	1.5
Avrupa Birliği	2.6	0.7	2.0	1.7
Japonya	1.5	0.4	1.2	0.6
Gelişmekte olan ekonomiler	6.6	5.1	4.5	4.9
Yükselen ve gelişmekte olan Asya	8.3	7.3	6.4	6.3
Yükselen ve gelişmekte olan Avrupa Ülkeleri	5.0	3.4	3.0	3.3
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	5.9	3.6	2.3	3.3
Sub-Saharan Afrika	5.9	4.6	2.6	3.7
BRICS				
Brezilya	3.6	1.6	0.2	1.9
Çin	10.5	8.4	6.6	5.9
Hindistan	7.1	7.0	7.2	7.9
Rusya	7.2	0.9	1.4	1.5
Güney Afrika	4.3	1.8	0.8	2.1
MINT				
Meksika	2.7	2.0	1.7	2.6
Endonezya	5.1	5.7	5.1	5.4
Nijerya	8.5	5.4	0.8	1.8
Türkiye	5.4	4.8	2.5	3.5

Kaynak: IMF Nisan 2017 Küresel Ekonomik Görünüm Raporu
b: Beklenti
t: Tahmin

³ Konuyla ilgili arkaplan sunan bir yazıya [buradan](#) ulaşabilirsiniz.



01

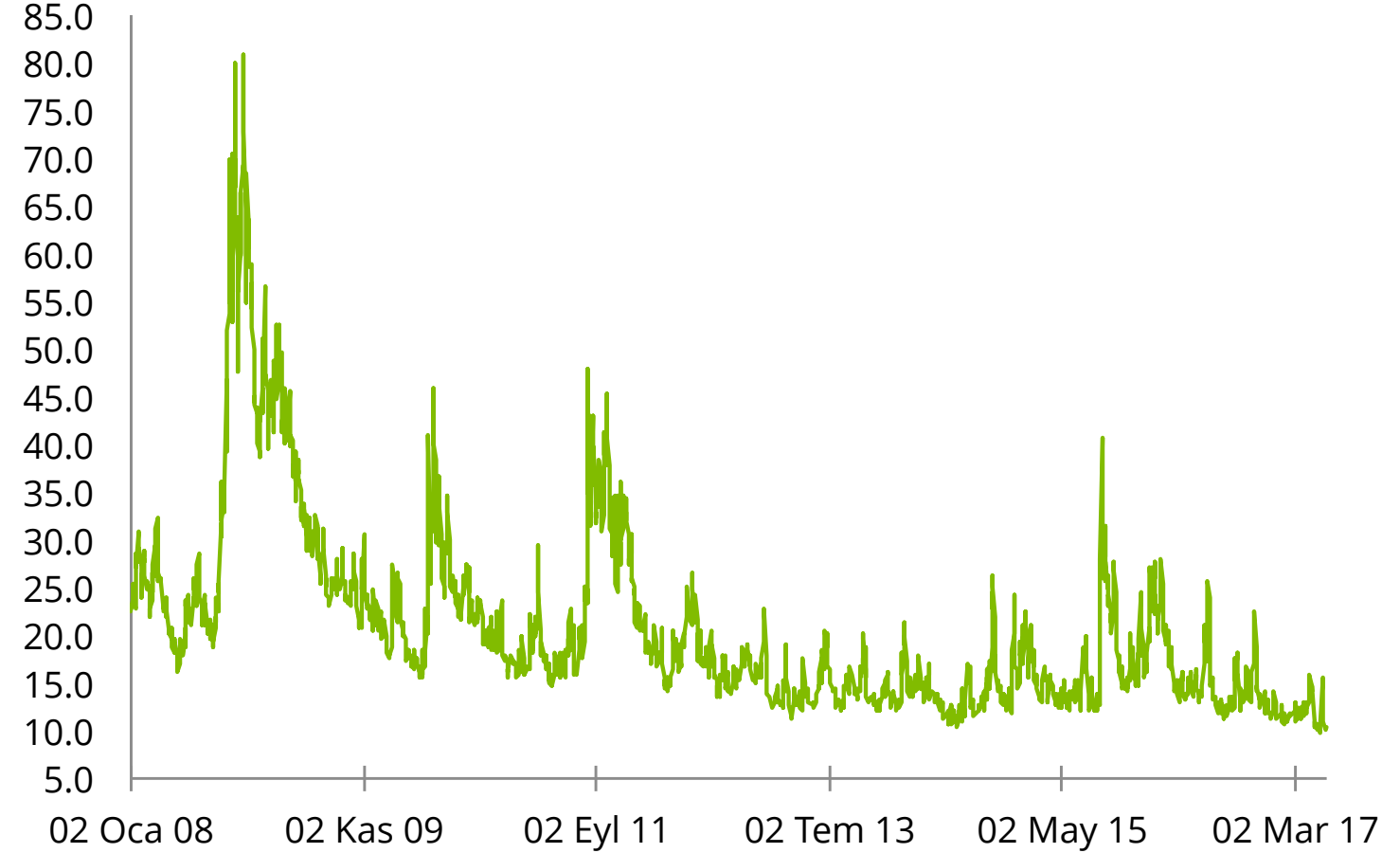
02

03

Küresel Ekonomi

Piyasaların bu gelişmelere farklı tepki verdiğini görüyoruz. Bir yandan korku endeksi olarak tabir edilen VIX tarihsel olarak en düşük seviyelerde; bu risk algısının son derece olumlu olduğunu gösteriyor (Grafik 4) ve bu durum özellikle hisse senedi piyasalarına olumlu yansıyor.

Grafik 4- CBOE Volatilite Endeksi (VIX)



01

02

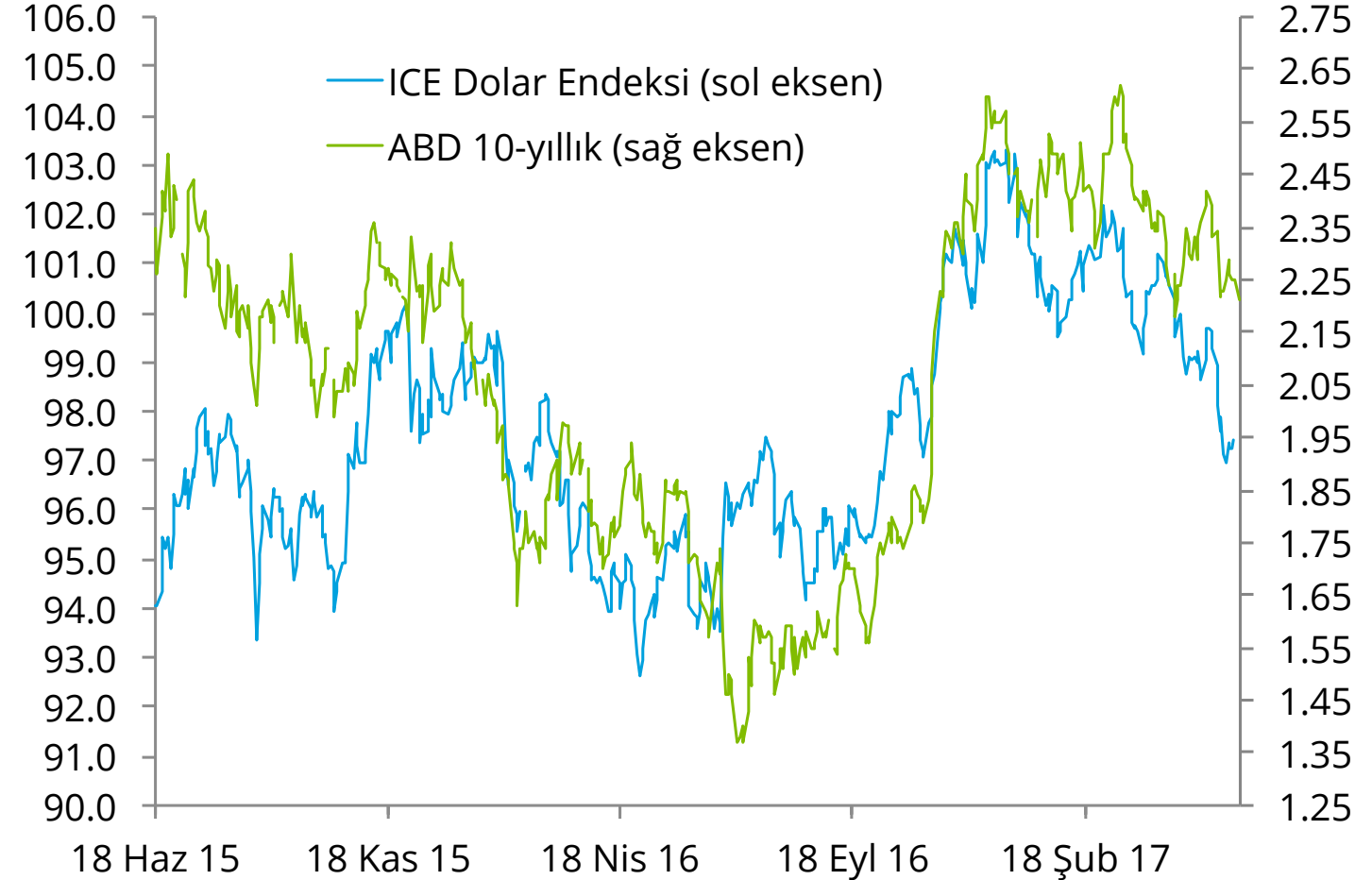
03

Küresel Ekonomi

Öte yandan dolar endeksi (DXY) ve ABD tahvil faizleri artan belirsizlikler nedeniyle ABD seçimleri sonrasındaki tüm kazanımlarını hemen hemen geri verdi (Grafik 5). DXY'deki gerilemeye ek olarak Euro Bölgesi'nde azalan siyasi riskler ve güçlü verilerin etkisiyle EUR/USD paritesinde 1,12'lere doğru güçlü bir yükseliş yaşadı.

Büyüme tarafında gelişmeler genelde olumlu. ABD'de büyüme son dönemde -- 2016'nın son çeyreğindeki %2,1'den 2017 ilk çeyreğinde %1,2'ye -- yavaşlasa da genel değerlendirme ikinci çeyrek itibariyle büyümenin tekrar hızlandığı yönünde. İşgücü piyasasında da toparlanma devam ediyor.

Grafik 5 - ICE Dolar Endeksi (DXY) ve ABD 10-yıllık Tahvil Getirileri



01

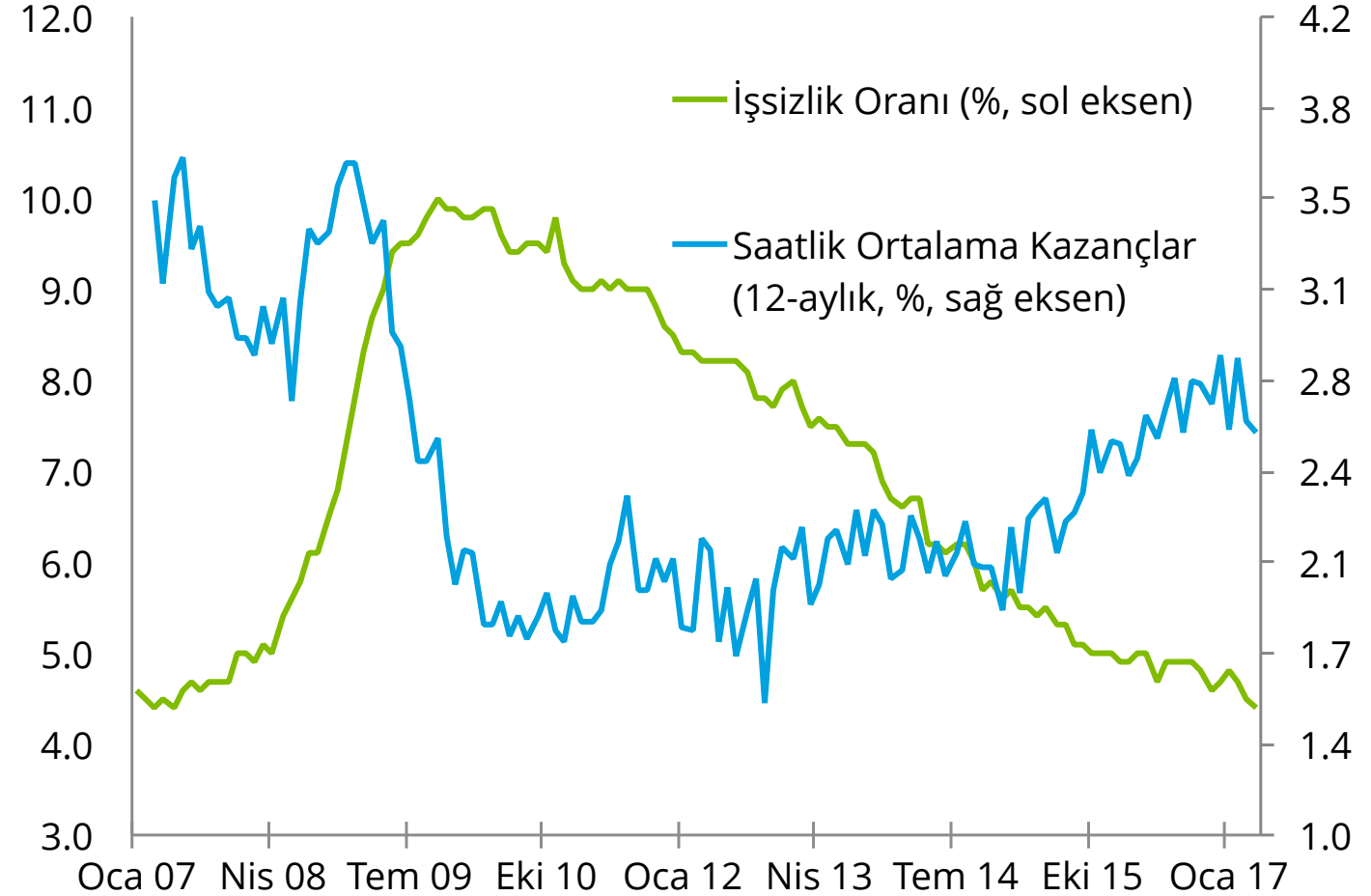
02

03

Küresel Ekonomi

İşsizlik oranı Nisan'da %4,4 ile on yılın en düşük seviyesine geriledi, ücretlerdeki artış ise - kriz öncesi seviyeler yakalanabilmiş değilse de -- son dönemde görece hızlandı (Grafik 6). Enflasyon tarafında ise mesafe kaydedilmesi gerekiyor: Son dönemde bir yükseliş yaşansa da özellikle Fed'in daha yakından takip ettiği Kişisel Tüketim Harcamaları Fiyat Endeksi (PCE) %2'lik hedefin altında seyretmeye devam ediyor.

Grafik 6 - ABD'de İşsizlik Oranı ve Ücret Artışı



01

02

03

Küresel Ekonomi

Trump göreve başladığı 20 Ocak'tan bu yana büyümeyi ve enflasyonu canlandırıcı (reflasyonist) politika vaatlerinin neredeyse hiçbirini yerine getiremedi, ancak Trump'ın vaatlerine en baştan temkinli yaklaşan Fed'in, bundan çok fazla etkilenmesi şu aşamada beklenmiyor. Nitekim piyasalarda Haziran'da yılın ikinci faiz artırımının yapılacağı kesine yakın fiyatlanmaya devam ediyor. Diğer yandan Mayıs toplantı tutanaklarında verilerdeki zayıflamanın geçici olduğuna ilişkin daha fazla kanıtı ihtiyaç olduğu yönündeki ifade, Fed'in Haziran sonrasında daha 'temkinli' hareket edebileceğine işaret ediyor. Bu 2017 için Fed Komite üyelerinin geçen sene sonunda açıkladığı (ve Mart'ta da değiştirmedığı) temel senaryonun gerçekleşeceği, 3 faiz artırımının üzerine çıkılması riskinin ise şimdilik düştüğü anlamına geliyor.

Fed tarafında diğer bir kritik nokta varlık alımlarının tamamlanması ve faiz artırımlarıyla beraber politika normalleşmesinin üçüncü adımı olan bilanço küçültülmesinin ne zaman başlayacağı ve nasıl ilerleyeceği. Nitekim Fed varlık alımlarını bitirerek bilançosunu genişletmese de, vadesi gelen tahvilleri yenileyerek ('re-investment' yoluyla) bilançosunu 4,5 trilyon dolar civarlarında sabit tutuyor. Mayıs tutanakları, sürecin bu yılın sonunda başlayacağı yönündeki beklentileri güçlendirici nitelikte, ayrıca yol haritasına ilişkin ipuçları da sunuyor. Buna göre Fed vadesi gelen tahvillerden ne kadarını yenilemeyeceğini belirli aralıklarla önceden duyuracak ve bu şekilde piyasalarda ani dalgalanmaların önüne geçecek. (14 Haziran'daki toplantıda gelecek mesajlar ve yayınlanacak beklentiler bu konuda daha fazla ayrıntı sunacak.)



01

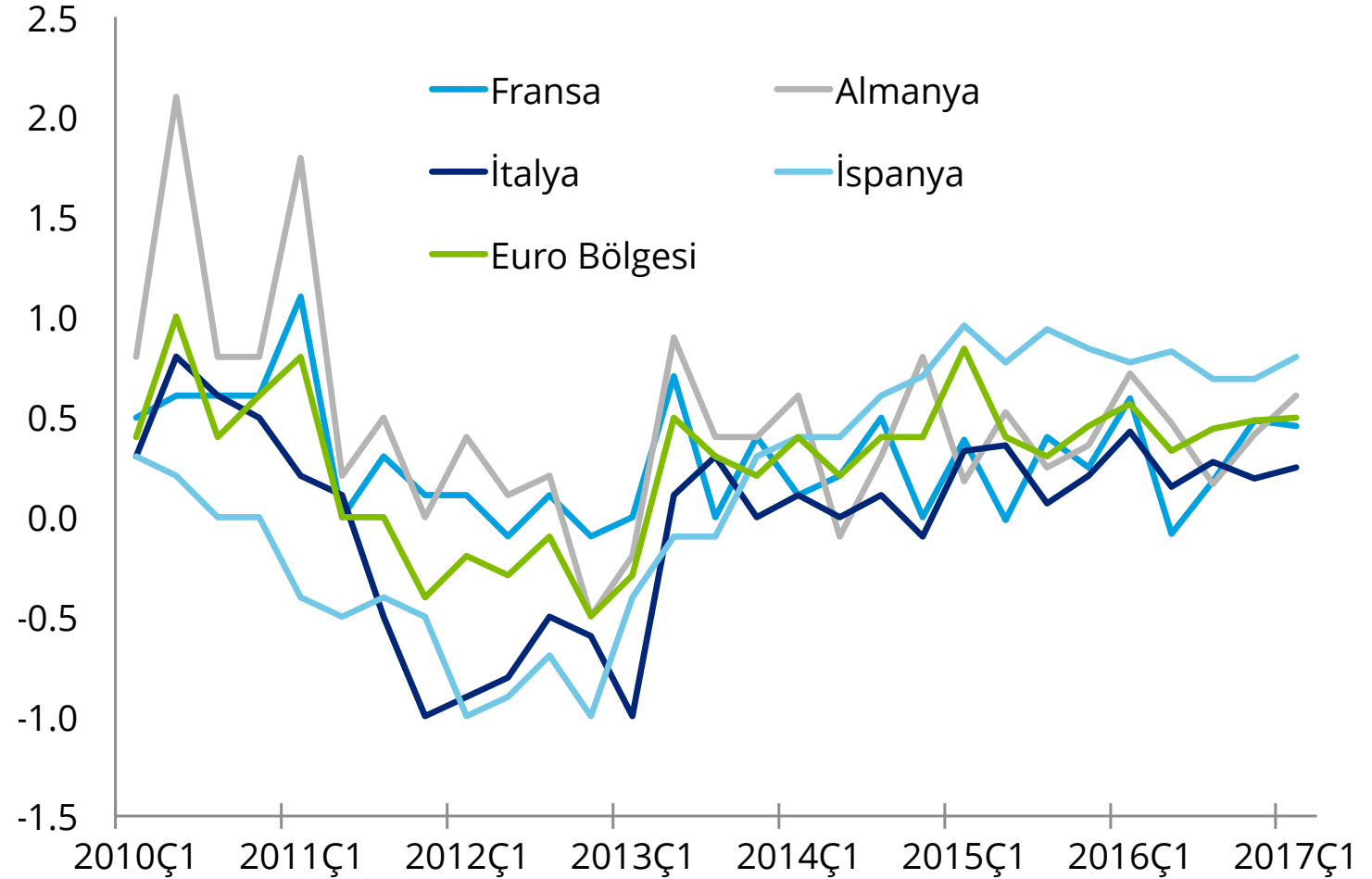
02

03

Küresel Ekonomi

Euro Bölgesi'nde ise ekonomik toparlanma güçlü seyrini sürdürüyor (Grafik 7). Gerek imalat, gerekse de hizmetler tarafında yaşanan güçlü toparlanmayla bileşik PMI endeksi son 6 yılın zirvesinde. İşsizlik oranı Mart'ta %9,5 ile 2009 yılından bu yana en düşük seviyelere gerilerken, petrol fiyatlarındaki yükselişe paralel olarak 12-aylık enflasyon Nisan'da %1,9'a kadar yükseldi.

Grafik 7 - Euro Bölgesi ve Dört Büyük Ekonomide GSYH Büyümesi (önceki çeyreğe göre, %)



01

02

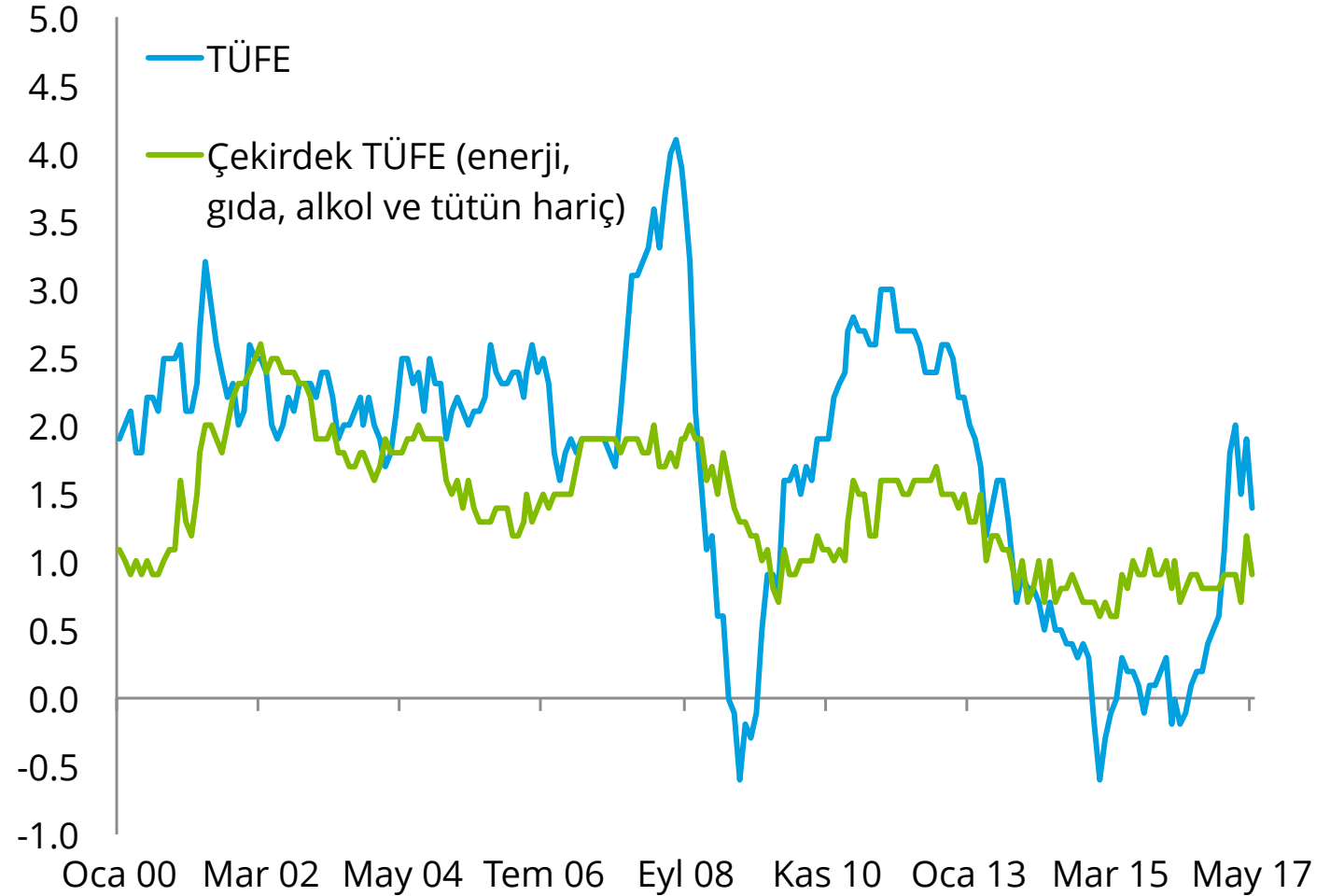
03

Küresel Ekonomi

Ancak çekirdek enflasyon %1,2 ile hala AMB'nin %2 civarındaki hedefinin belirgin altında (Grafik 8). IMF; bölgede büyümenin bu ve önümüzdeki yıl %1,7 ve 1,6 seviyesinde, Avrupa Komisyonu ise %1,7 ve %1,8 seviyesinde olmasını bekliyor⁴.

Toparlanmaya bağlı olarak Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) da parasal normalleşmenin başlama tarihi ve yol haritasına ilişkin önümüzdeki dönemde somut sinyaller vermesi bekleniyor. Bu açıdan Banka'nın 8 Haziran'daki toplantısı yakından takip edilecek. Hatırlatmak gerekirse AMB, Aralık 2016 toplantı kararları çerçevesinde, varlık alım programını 2017 sonuna kadar uzatmış, Nisan itibariyle de varlık alımlarını aylık 80 milyar eurodan 60 milyar euroya düşürmüştü.

Grafik 8 - Euro Bölgesi Enflasyonu (12-aylık, %)



⁴ Avrupa Komisyonu, Avrupa Ekonomik Tahmin Raporu, Bahar 2017



01

02

03

Küresel Ekonomi

Riskler tarafında, Hollanda ve Fransa seçimlerinde popülist-Euro karşıtı adayların kaybetmesi belirgin bir rahatlama yaratsa da siyasi endişeler tam olarak ortadan kalkmış değil. Fransa'da Macron'un vaad ettiği reformları yerine getirebilmesi için Haziran'da yapılacak Parlamento seçimleri kritik. Hali hazırda bankacılık sistemi risklerinin çok yüksek olduğu İtalya'da normal takvime göre genel seçimler Mayıs 2018'de yapılacak, ancak erken seçim riski yüksek ve son anketlerde iktidardaki Demokrat Parti ile popülist-euro karşıtı Beş Yıldız hareketi başa baş seyrediyor. Almanya'da genel seçimler Eylül'de yapılacak, ancak riskler görece daha az, anketlerde Merkel en yakın rakibi sosyal demokratların önünde gitmeyi sürdürüyor.

İngiltere tarafında kimi yavaşlama sinyalleri belirse de büyüme görünümü şimdilik dirençli, enflasyonsa yükselmeyi sürdürüyor⁵. Bununla birlikte, siyasi görünüm bulanıklaşmış durumda. 8 Haziran'daki erken seçimler yaklaşırken, anketlerde Muhafazakâr Parti ile en yakın rakibi İşçi Partisi arasındaki fark Nisan'da 20 puanın üzerindeyken kimi anketlerde Mayıs sonu itibariyle 5 puana kadar düştü⁶. Muhafazakâr Parti'nin tek başına iktidarı kaybetmesi, Brexit müzakereleri öncesi siyasi belirsizlikleri artırabilir.

Yunanistan Bölge için hala önemli bir diğer risk faktörü. Mayıs başında Syriza hükümeti ile kreditorler ülkenin uygulaması gereken reformlar/ ilave kemer sıkma tedbirlerinde anlaşma sağladı ve Yunan parlamentosu bunları Mayıs ortası itibariyle onayladı.

Ancak kurtarma paketinin son diliminin serbest bırakılması ve programa IMF'nin katılımı için gerekli olan borç hafifletilmesi konusunda 22 Mayıs'ta yapılan toplantıda bir anlaşma sağlanamadı ve -Temmuz'daki 7 milyar euro civarındaki borç geri ödemesi düşünülüğünde- temerrüt endişeleri bir kez daha arttı. Raporumuz yayına hazırlandığı esnada gözler Haziran ortasında yapılacak bir sonraki toplantıya çevrilmişti.

⁵ Referandum sonrası verilerin ayrıntılı bir değerlendirmesine [buradan](#) ulaşabilirsiniz.

⁶ YouGov, 22 Mayıs 2017



01

02

03

Küresel Ekonomi

GOE'lere dönecek olursak; bu ülkeler son dönemde dünya ekonomisinin hızlandığı, ABD'de parasal normalleşmenin normal karşılandığı, sermaye akımlarının görece güçlü seyrettiği ve emtia fiyatlarının da yükseldiği bir küresel ortamın tadını çıkardı. Uluslararası Finans Enstitüsü'nün (IIF) Mayıs başında yayınlanan raporuna göre, GOE'lere toplam sermaye girişleri Nisan'da üçüncü ay üst üste 20 milyar doları aştı – ki bu 2014'ten bu yana en yüksek 3-aylık giriş anlamına geliyor⁷.

GOE'ler açısından bir diğer kritik faktör de petrol fiyatlarının – daha da genel olarak emtia fiyatlarının - seyri. OPEC'in Kasım 2016'da ilan edilen üretim kesintisi anlaşması sonrası Brent petrolün varil fiyatı 40 doların hafif üzerinden hızlı bir yükseliş sergilese de güçlü ABD üretimi ralliyi sınırlandırmış ve fiyatlar 50-55 dolar arasında dar bir bantta dalgalanmıştı.

Beklendiği gibi, 25 Mayıs'taki OPEC toplantısında anlaşma Haziran'dan Mart 2018'e uzatıldı. Analistlere göre anlaşmanın uzatılması, fiyatların seyri açısından olumlu, ancak küresel büyümede petrol talebini zayıflatacak bir yavaşlama, OPEC üyelerinin anlaşmaya uymaması ve ABD üretimi hala en büyük riskler. Petrol dışındaki emtia fiyatları da temelde dünya ekonomisindeki toparlanmaya bağlı olarak 2017 içerisinde genelde yükseliş eğiliminde. Bundan sonrasına ilişkin olarak, Dünya Bankası, Emtia Piyasaları Görünüm Raporu Nisan sayısında, metal fiyatlarının -başta Çin olmak üzere- artan talep ve arz tarafındaki kimi kısıtlara bağlı olarak 2017'de yükselişini sürdürmesini, tarımsal emtia fiyatlarının ise genel olarak stabil seyretmesini bekliyor⁸.

Çin'de 2016'da %6,7 olan büyüme, 2017 ilk çeyrekte teşvikler ve hızlı kredi büyümesi ile %6,9'a hızlandı. Ancak IMF, hali hazırda büyümenin bu yıl %6,6; 2018'de ise %6,2'ye yavaşlamasını bekliyor. PMI endekslerindeki ivme kaybına ek olarak, resmi büyüme hedefinin %6,5-7 arasından %6,5'e çekilmesi ve yılın başından bu yana iki kez faiz artıran Merkez Bankasının daha sıkı bir duruşa geçmesi de bunu destekliyor.



01

02

03

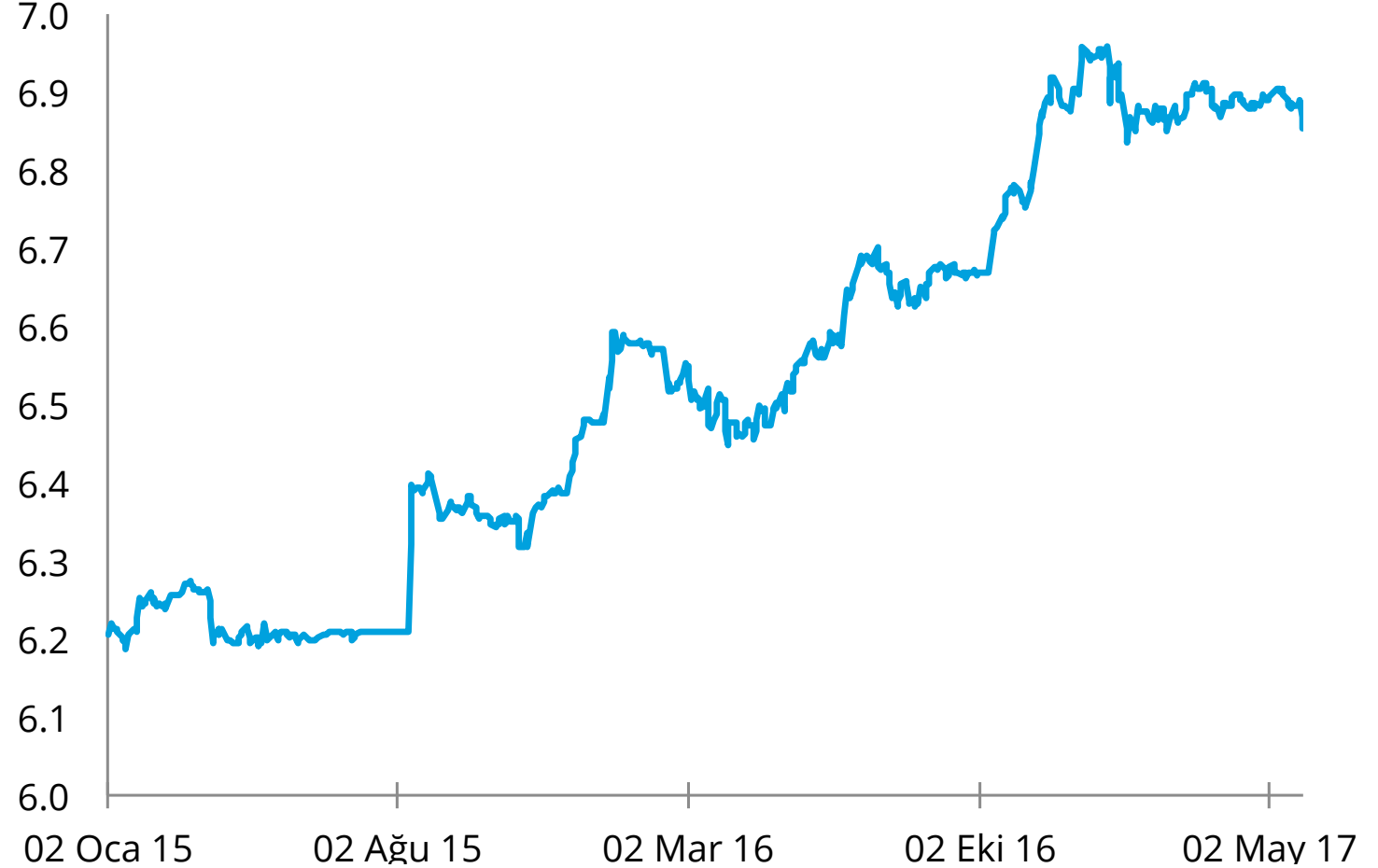
⁷ Institute of International Finance (IIF), Capital Flows Tracker, Mayıs 2017

⁸ Dünya Bankası, Emtia Piyasaları Görünüm Raporu, Nisan 2017

Küresel Ekonomi

2017'de görece stabil bir seyir izleyen USD/Yuan kuru tarafında da önemli gelişmeler var (Grafik 9); basına yansıyan haberlere göre Çin, Yuan'ın dolar karşısındaki günlük referans oranlarını, kur volatilitelerini azaltacak şekilde değiştirmeyi değerlendiriyor. Ancak analistlere göre bu adım aynı zamanda ekonominin piyasa işleyişiyle uyumlu bir hatta oturtulması açısından da bir geri adım. Moody's'in ülkenin kredi notunu 1989'dan bu yana ilk kez düşürmesi de çarpıcı bir gelişmeydi. Moody's'e göre düşük büyüme-yüksek borç ve para politikası desteğinin daha sınırlı tutulması mali görünüm üzerindeki baskıyı artırabilir⁹. Yılın sonuna doğru yapılacak Komünist Parti Kongresi'nin ülkede orta vadeli adımlar/ görünüm açısından kritik olacağını da belirtelim.

Grafik 9 - USD Yuan Kuru (nominal)



⁹ Moody's açıklamasına [buradan](#) ulaşabilirsiniz.



01

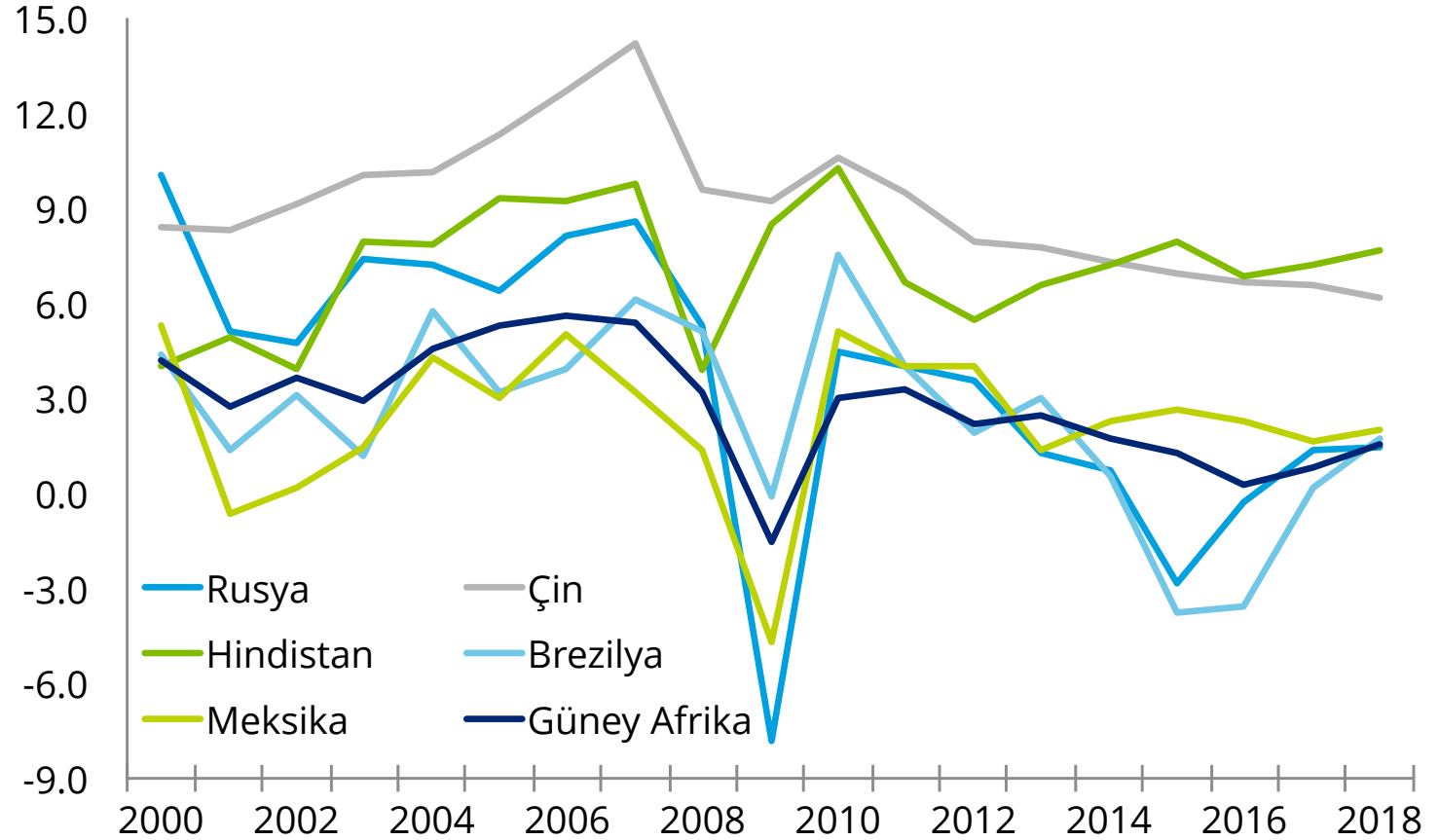
02

03

Küresel Ekonomi

IMF, 2015 ve 2016'da daralan Brezilya ve Rusya ekonomilerinin bu yıl büyümeye dönmesini bekliyor (Grafik 10). Rusya'da petrol fiyatlarındaki yükseliş ve finansal koşullardaki gevşemenin iç talebi desteklemesi toparlanmada etkili. Brezilya'da ise siyasi belirsizliğin azalması ile varlık fiyatlarında belirgin değerlenme yaşandı. 25 aylık daralmanın ardından PMI Endeksinin Nisan'da ilk kez genişleme bölgesine geçmesi büyümede iyileşmeye işaret ederken, enflasyonda yaşanan gerilemeye bağlı olarak merkez bankasının Ekim-Nisan arasında toplamda 300 baz puanı bulan faiz indirimlerinin de büyümeyi desteklemesi bekleniyor. (Ancak raporumuz yayına hazırlandığı esnada Devlet Başkanı Temer'e yolsuzluk iddiaları nedeniyle soruşturma açılması belirsizlikleri yeniden sert biçimde artırmıştı.)

Grafik 10 - Seçilmiş Gelişmekte Olan Ekonomilerde GSYH Büyümesi (IMF Küresel Ekonomik Görünüm Raporu, Nisan 2017)



01

02

03

Küresel Ekonomi

Özetle, küresel ekonomide son dönemde gözlemlenen toparlanma umut verici. Büyüme ılımlı da olsa hızlanıyor, petrol fiyatlarındaki yükselişin ve emtia fiyatlarındaki görece istikrarın desteğiyle GE'lerde enflasyon hedeflenen seviyelere kalıcı bir yükseliş sergilemese de deflasyon riski şimdilik ortadan kalkmış görünüyor, küresel ticaretteki toparlanma ve sermaye girişlerinin görece güçlü seyri ise GOE'lere olumlu yansıyor. Diğer yandan mevcut büyüme momentumunun sürdürülebilirliği hala şüpheli. Zayıf seyreden üretkenlik artışları, demografi ve yüksek borçluluk oranları en önemli yapısal sorunları oluşturuyor.

Kısa vadede ise hem GE (örn. ABD'de Başkan'ın azli konusu) hem de GOE'lerde (örn. Breziya'da yolsuzluk davaları) artan siyasi belirsizlikler önemli bir risk unsuru. Bunun dışında GE'lerin hisse senedi piyasalarında sert bir düzeltme ihtimali; Merkez Bankaları -- özellikle Fed ve AMB'nin önümüzdeki dönemdeki hamleleri -- ve Çin ekonomisi, yakından izlenmesi gerektiren ana başlıkları oluşturuyor.



01

02

03

Türkiye ekonomisi

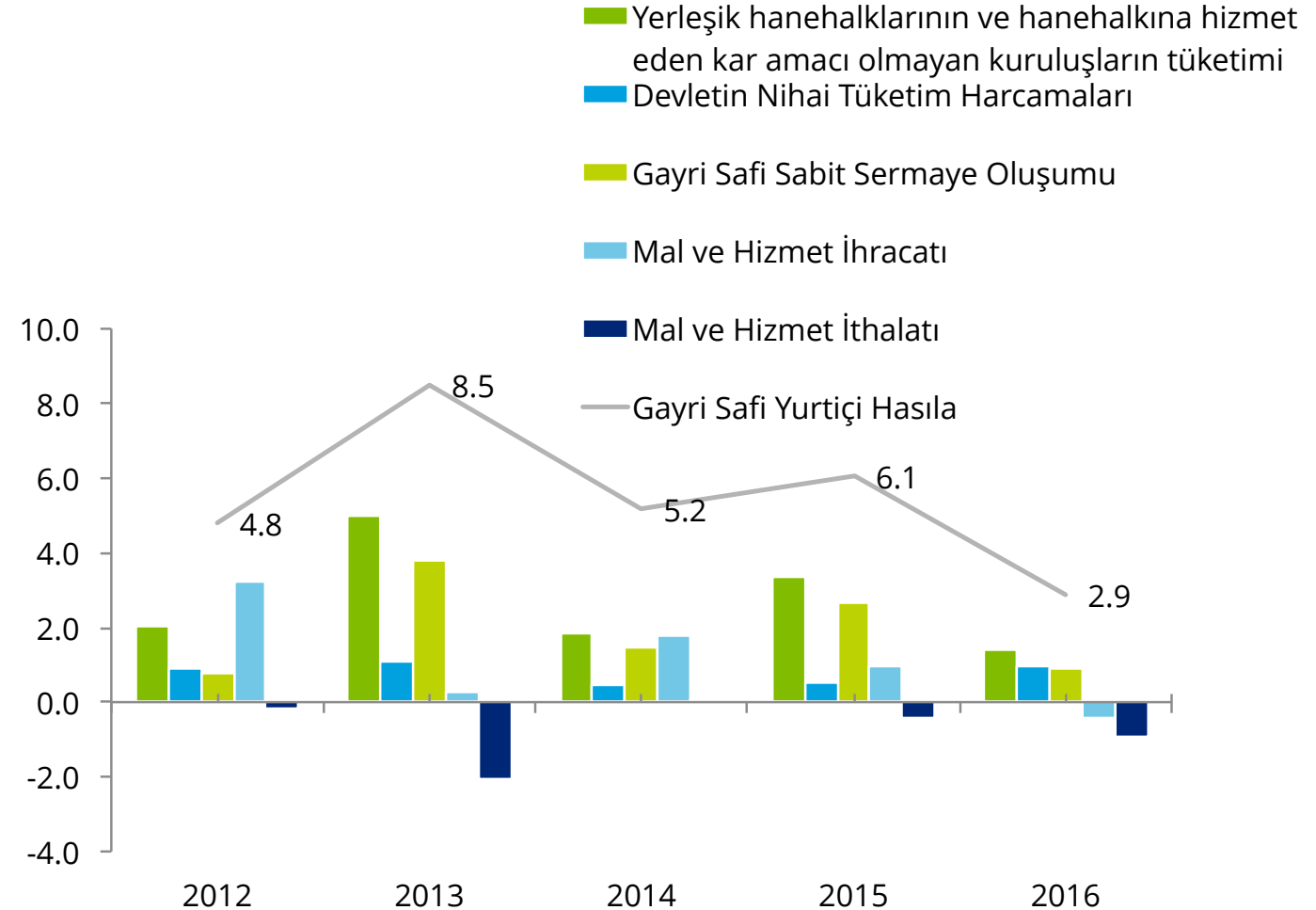
Büyüme ilk yarıda güçlü olmaya aday, orta-vade daha karmaşık...

Türkiye ekonomisi 2016'nın 3. çeyreğinde %1,3 (yıllık, revize) daraldıktan sonra, son çeyrekte beklentilerin üzerinde bir toparlanma göstererek %3,5 oranında büyüdü. Bu şekilde 2016 yılının tamamını %2,9'luk¹⁰ bir büyüme ile kapatmış olduk. Bu, 2015 yılındaki %6,1'lik büyüme oranı göz önüne alındığında belirgin bir yavaşlama anlamına geliyor. Yılın tamamında, büyümenin ana dinamiği olan özel kesim tüketiminin önceki yıla oranla ciddi şekilde zayıfladığı, yatırımın durgun seyrettiği, buna karşın kamu harcamalarının büyümeye artan oranda destek verdiği bir kompozisyon hâkimdi (Grafik 11)¹¹.

¹⁰ Son çeyrek verilerinin açıklanması ile birlikte ikinci çeyrek büyümesi %4,5'ten %5,3'e, üçüncü çeyrek daralması %1,8'den %1,3'e revize edildi.

¹¹ Hatırlayacak olursak, yeni GSYH serisinde yatırım harcamaları için özel ve kamu ayrımı henüz verilemiyor.

Grafik 11 - Büyümenin Kaynakları (geçen yılın GSYH'sine % olarak)



01

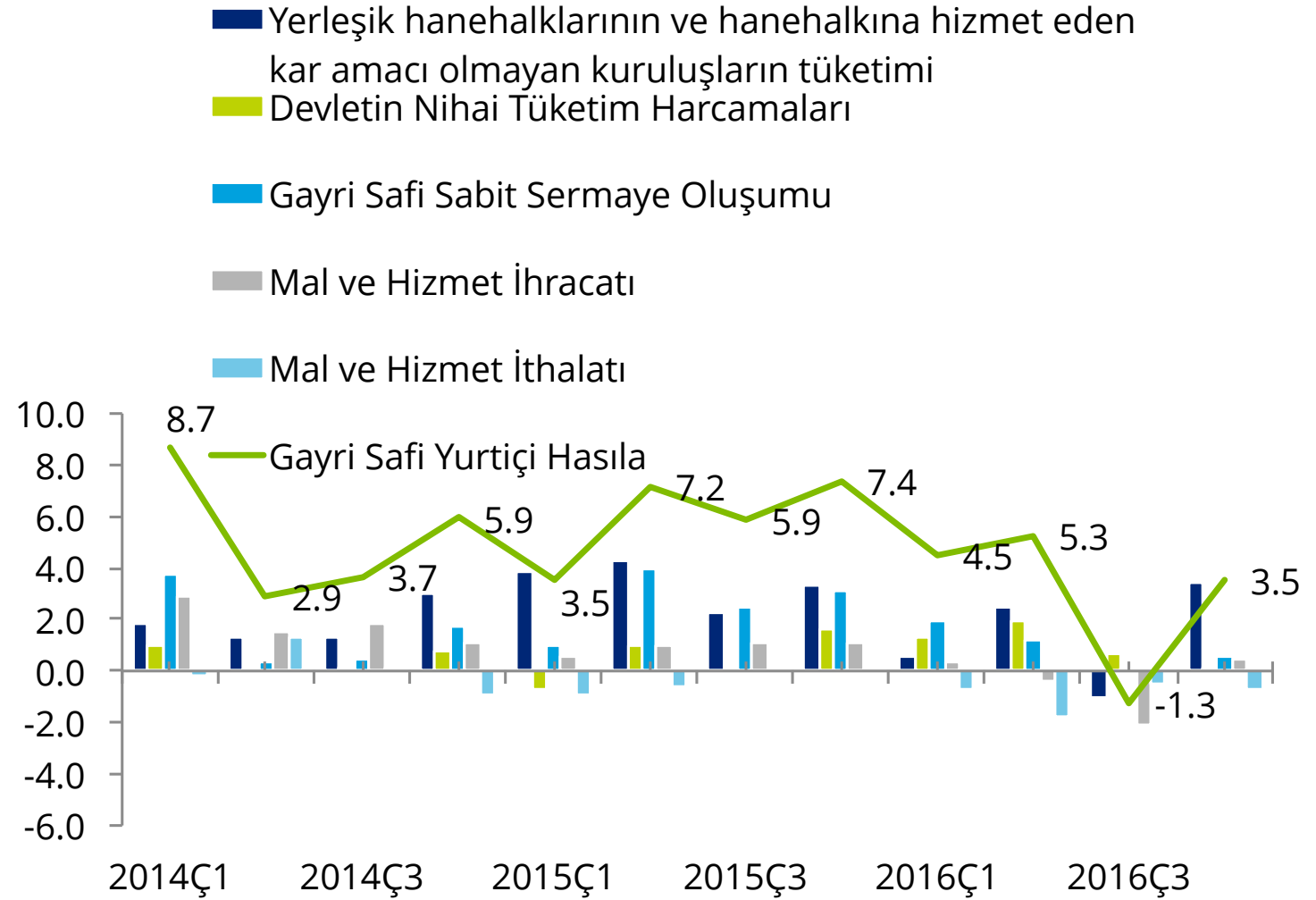
02

03

Türkiye ekonomisi

Ancak son çeyrekte bu görünümün farklılaştığını gördük. Büyüme 3,4 puanlık katkı ile yine özel tüketim harcamaları, özel olarak da dayanıklı tüketim malları harcaması (yıllık büyüme %12,9) sırtladı. Kamu tüketimi (0,12 puan) ve yatırımlar (0,61 puan) tarafı zayıf seyrederken dış talep de --ihracatın 0,49'luk katkısına karşın ithalattın 0,73 puanlık (eksi) katkısı ile-- büyüme 3,4 puanlık katkı ile-- büyüme negatif yönde etkiledi (Grafik 12).

Grafik 12 - Büyümenin Kaynakları (geçen dönemin GSYH'sine % olarak)



01

02

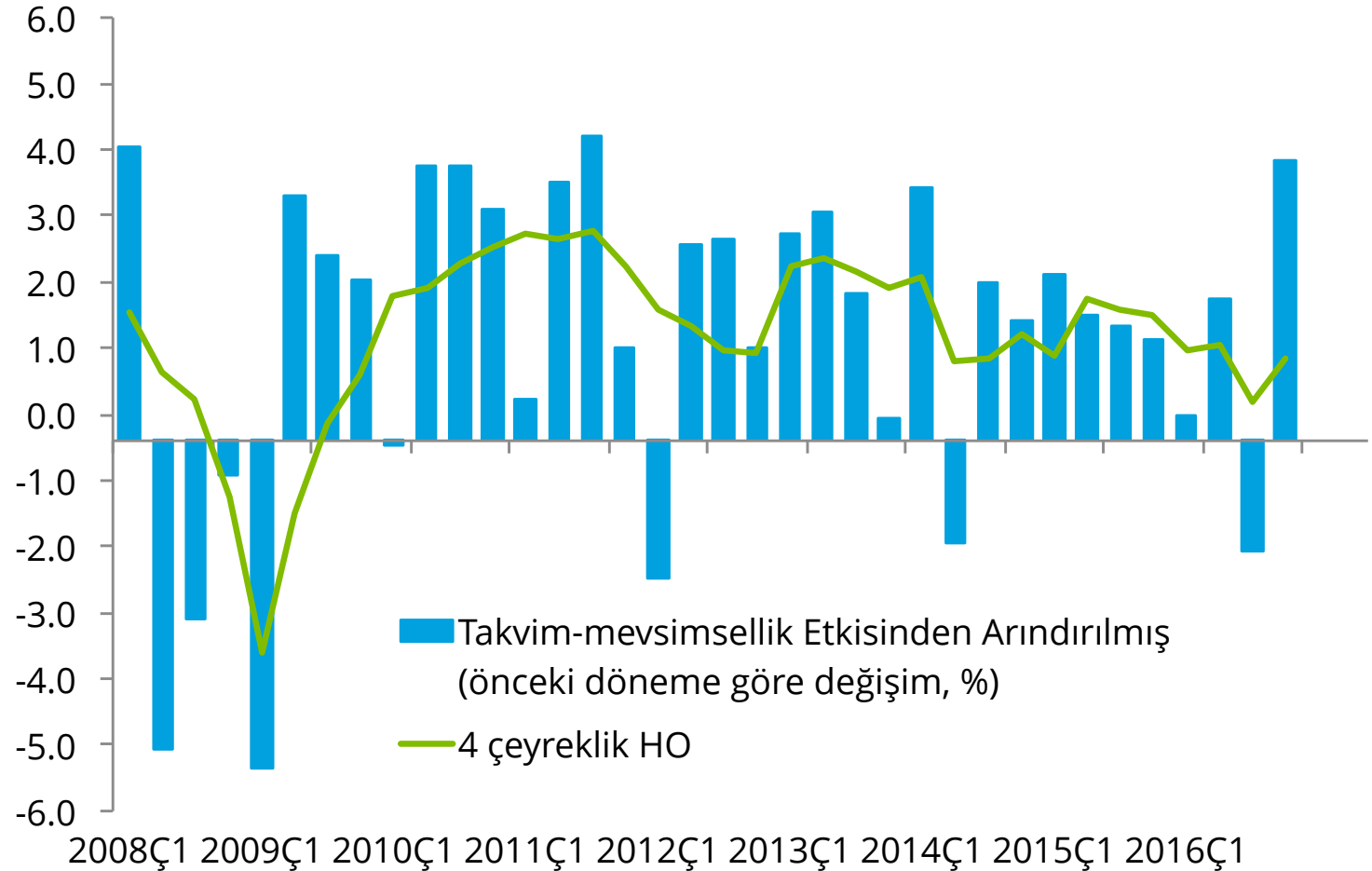
03

Türkiye ekonomisi

Takvim ve mevsim etkilerinden arındırılmış verilerde son çeyrekte hızlı bir büyümeye işaret etti. 3. çeyrekte %2,1 (önceki çeyreğe oranla, revize) ile 2012 ilk çeyreğinden bu yana en sert daralmayı yaşayan GSYH, yılın son çeyreğinde %3,8 gibi oldukça güçlü denebilecek bir büyüme gösterdi. Dalgalanmalardan arındırmak için 4-çeyreklik ortalama olarak baktığımızda da büyümenin 3. çeyrekteki %0,2 düzeylerinden son çeyrekte %0,9'lara ivmelendiğini görüyoruz (Grafik 13).

Elimizdeki büyüme göstergeleri, 2017 yılının ilk çeyreğinde toparlanmanın ılımlı şekilde devam ettiğini, ikinci çeyrekte ise -mali teşviklerin ve kredi garanti fonunun etkisiyle- daha da hızlanabileceğini gösteriyor.

Grafik 13 - GSYH Büyümesi (takvim ve mevsimsellik etkisinden arındırılmış, 3-aylık, %)



01

02

03

Türkiye ekonomisi

Örneğin sanayi üretiminde¹² 2016 son çeyreğine benzer büyüme rakamları gördük (Tablo 3). ISO/Markit Türkiye İmalat Satın Alma Yöneticileri Endeksi'nin (PMI) Ocak-Mart ortalaması 50,2 ile henüz uzun vadeli ortalamalarının (50,7) altında seyretse de önceki çeyreğe (48,8) oranla yükseliş kaydetti. Nisan-Mayıs ayında ise 52,6 ortalama ile belirgin bir hızlanma gösterdi. İhracat tarafı da özellikle Euro Bölgesi'ndeki toparlanmaya bağlı olarak büyümeye gözle görülür şekilde destek vermeye başladı.

Tablo 3 - Talep Göstergeleri (yıllık, %)

	2016				2017
	1.Ç.	2.Ç.	3.Ç.	4.Ç.	1.Ç.
Genel Üretim Göstergeleri					
Sanayi Üretimi	5.6	3.0	-3.1	2.0	1.8
Kapasite Kullanımı	76.5	77.6	77.4	78.0	76.8
Hammadde (Ara Mallar) İthalat Hacmi	8.0	12.6	2.9	5.8	6.4
Tüketim Göstergeleri					
Tüketim Malları İthalat Hacmi	-1.2	-1.7	-5.9	4.4	-9.2
Tüketici Güven Endeksi	68.4	68.9	71.9	68.8	66.8
Perakende Satış Hacim Endeksi	4.0	2.1	-0.8	-1.8	-2.3
Otomobil Satışları	0.7	4.8	-12.8	19.1	-9.3
Konut Satışları	2.1	-3.1	1.2	15.0	7.4
Yatırım Göstergeleri					
Sermaye (Yatırım) Malı İthalat Hacmi	9.3	4.9	1.0	5.3	-16.3
Makina ve Teçhizat İmalatı	2.6	6.4	-7.3	0.7	0.5
Yatırım Harcaması (RSGE)	104.3	109.3	104.1	102.1	105.1
Dış Talep Göstergeleri					
İhracat Miktar Endeksi	2.2	7.2	-0.4	5.6	9.6
İthalat Miktar Endeksi	6.2	8.9	1.0	5.4	0.9

Kaynak: Turkey Data Monitor

¹² GSYH verilerindeki revizyon sonrasında aylık sanayi üretimi verileri ile GSYH büyümesi arasındaki bağı zayıfladığını hatırlatalım.



01

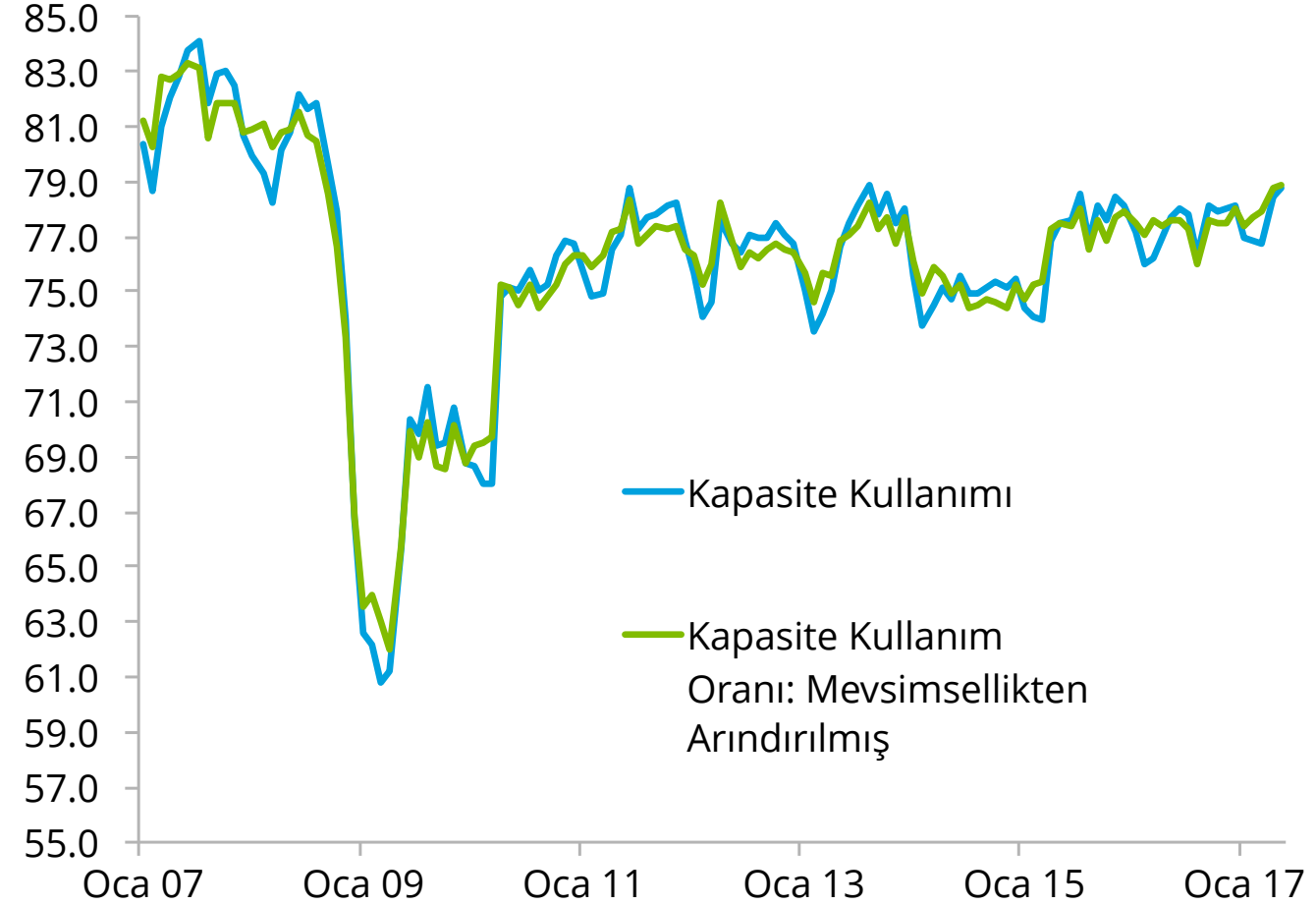
02

03

Türkiye ekonomisi

Ancak tüketici güven endeksi, otomobil satışları, perakende satışlar ve yatırım malları ithalat hacmi gibi bazı diğer göstergeler ise daha ılımlı seyrini korudu. Bu göstergeler bizim tahminimize göre ilk çeyrekte %4 civarında bir büyümeye işaret ediyor. Ancak bunun ikinci çeyrekte hükümetin aldığı önlemlerin etkisi ile daha da ivmelenmesi mümkün olabilir. Bunun sinyallerini kapasite kullanım oranlarındaki artıştan (Grafik 14) ve ekonomik güven endeksindeki toparlanmadan almaya başladık. Hatırlatmak gerekirse bu önlemlerin başında Kredi Garanti Fonu (KGF) kanalıyla verilen krediler, bazı sektörlerdeki vergi indirimleri, yeniden yapılandırma ve istihdam seferberliği gibi adımlar geliyor.

Grafik 14 - Kapasite Kullanım Oranı (%)



01

02

03

Türkiye ekonomisi

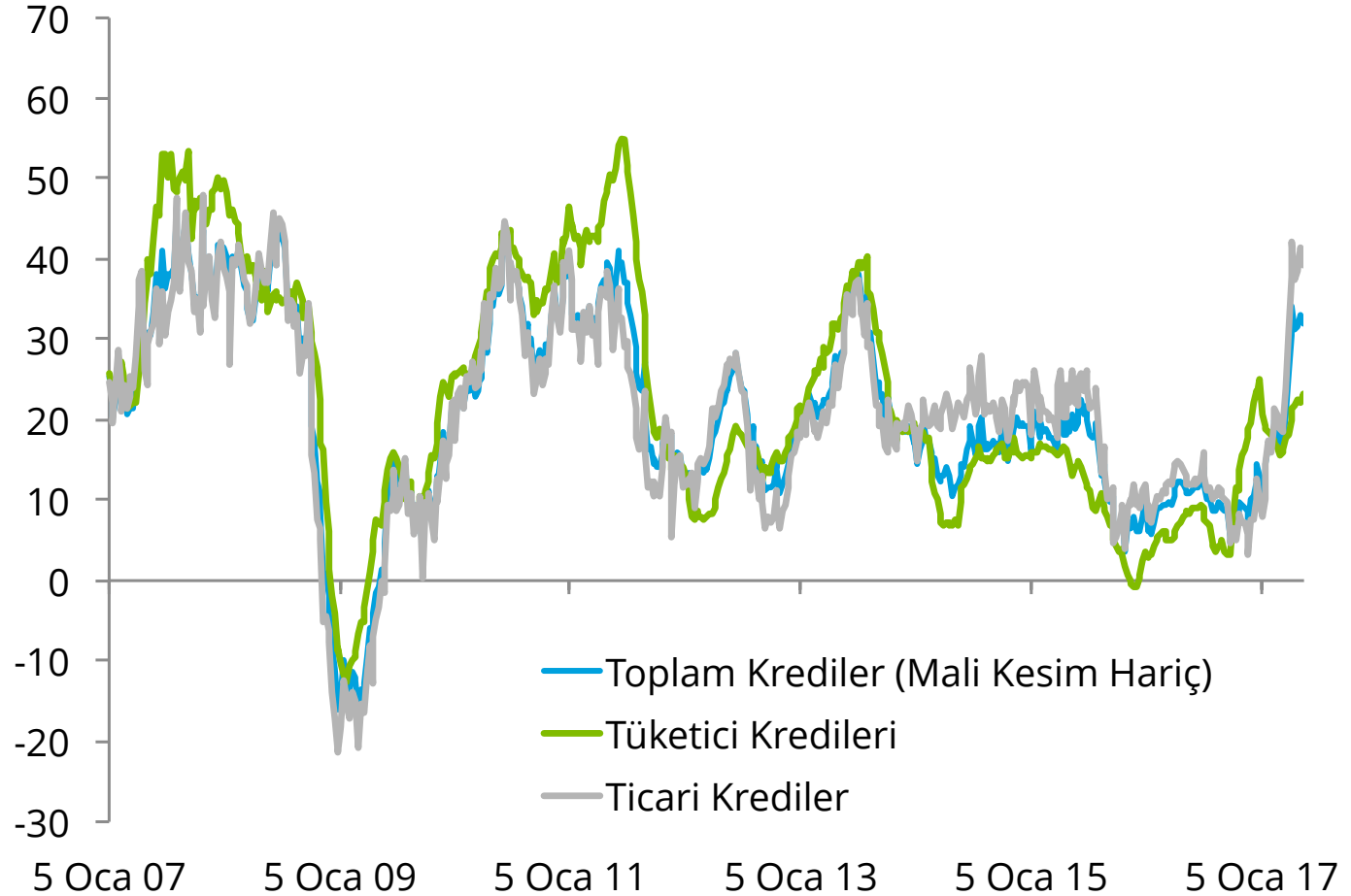
Bunlar arasında KGF kanalıyla verilen krediler, kredi büyümesinde çok hızlı bir artışa yol açmış durumda (Grafik 15).¹³ Ancak bu teşviklerin özel sektör talebine, özel olarak da yatırımlara, ne ölçüde yansıtılacağına takip edilmesi gerekiyor.

Bu önlemler gerek piyasaların gerek uluslararası kurumların 2017 yılına dair büyüme beklentilerini de bir miktar yukarı çekti. Örneğin Avrupa Komisyonu Mayıs ayındaki raporunda Türkiye'nin 2017 büyüme tahminini %2,8'den %3'e çekerken, Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) de %3'den %4,2'ye yükseltti¹⁴. Her iki kurum da büyümenin 2018 yılında daha da hızlanacağını öngörüyor.

¹³ KGF tarafında hükümetin açıklamalarına göre Nisan sonu itibari ile 160 milyar TL'lik bir kredi hacmi oluştu ki, TCMB'nin takip ettiği verilere göre (kur etkisinden arındırılmış, 13-haftalık yıllıklandırılmış oran olarak) bu %32'ye yakın bir artış anlamına geliyor. Hükümet tarafından gelen açıklamalar bu ölçüde bir kredi artışının 2017 büyümesine 1-1,5 puanlık katkı yapacağı yönünde.

¹⁴ IMF Türkiye'ye dair son büyüme tahminini, Nisan ayında yayınlanan Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda açıkladı. Hatırlatmak gerekirse Fon, bu raporda Türkiye'nin 2017 büyüme tahminini %2,9'dan %2,5'e düşürmüştü, ancak bu tahmini değerlendirirken referandum öncesine ait olduğunu ve siyasi belirsizliklerin ağır bastığı, teşviklerin miktarının ise henüz tam bilinmediği bir dönemde yapıldığını göz önüne almak gerekir.

Grafik 15 - Toplam Krediler (13-haftalık ortalama, yıllıklandırılmış, kur etkisinden arındırılmış)



01

02

03

Türkiye ekonomisi

Bizim tahminimiz ise 2017 yılını %3,5'lik bir büyüme ile kapatacağımız yönünde. Bunun temelinde -- yukarıda belirttiğimiz gibi -- yılın ilk yarısındaki görece güçlü büyüme oranlarının (%4 civarı), ikinci yarıda özellikle de yılın sonuna doğru belirgin şekilde ivme kaybedebileceği beklentisi yatıyor. Bunun da ardında, yurtdışı tarafında Fed ile ilgili faiz artırımını ve bilanço küçültmesi gibi GOÜ'leri olumsuz etkileyebilecek gelişmelerin yılın ikinci yarısında belirginleşecek olması, sermaye girişlerinin ve istihdam piyasasının görece zayıf seyretmeye devam etmesi, içeride ise teşviklerin etkisinin yılın sonuna doğru azalması – hatta tersine dönmesi (örneğin artan borçlanma ile faiz oranlarında yükselme eğiliminin belirginleşmesi) – gibi varsayımlar bulunuyor.

Büyüme dinamiklerine daha geniş bir perspektiften bakacak olursak, GOÜ'lere dönük sermaye akımlarının görece zayıflaması, içeride siyasi tansiyonun yüksek seyretmeye devam etmesi, artan borçluluk oranları, yüksek reel kesim açık döviz pozisyonu ve yapısal reformlara odaklanmakta uzun süredir başarılı olunamaması gibi unsurlar, özel kesimin -- daha da spesifik olarak özel tüketimin -- sürüklediği büyüme modelinin ivme kaybettiğine işaret ediyor.

İstihdam tarafında, "istihdam seferberliği" rakamlara henüz sınırlı yansdı¹⁵. Elimizdeki son veri olan Şubat ayı (Ocak-Şubat-Mart ortalaması) verilerine göre işsizlik oranı %12,6 ile geçen yılın



01

02

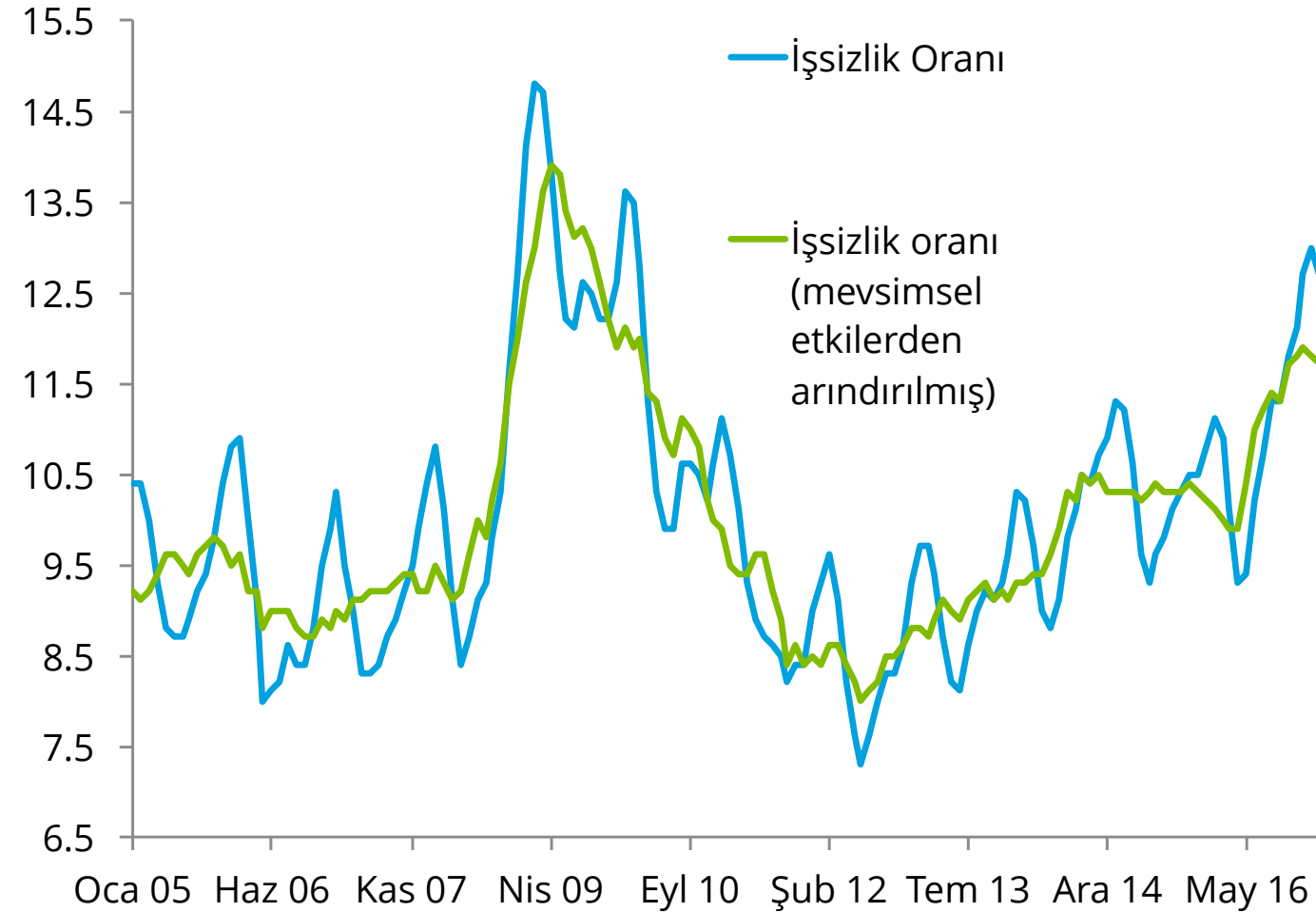
03

¹⁵ Seferberliğin Şubat ayı başında başladığını hatırlatalım.

Türkiye ekonomisi

aynı ayına oranla 1,7 puan yüksek seyrediyor. Mevsim etkilerinden arındırılmış veriler ise Ocak ayına oranla 0,1 puanlık oldukça sınırlı bir azalma ile %11,7'ye gerilemiş durumda (Grafik 16). Önümüzdeki aylarda işsizlik oranlarında bir miktar daha toparlanma görebiliriz, ancak özellikle tarım-dışı işsizlik oranının %14,8'lerde olduğu göz önüne alındığında, seferberliğin tek başına sonuç getirmesi zor görünüyor. İşsizliğin yeniden tek haneli rakamlara belirgin şekilde gerilemesi için büyümede ve yatırımlarda gözle görülür ve kalıcı bir toparlanmanın olması ön koşul olarak karşımızda duruyor.

Grafik 16 - İşsizlik Oranı (%)



01

02

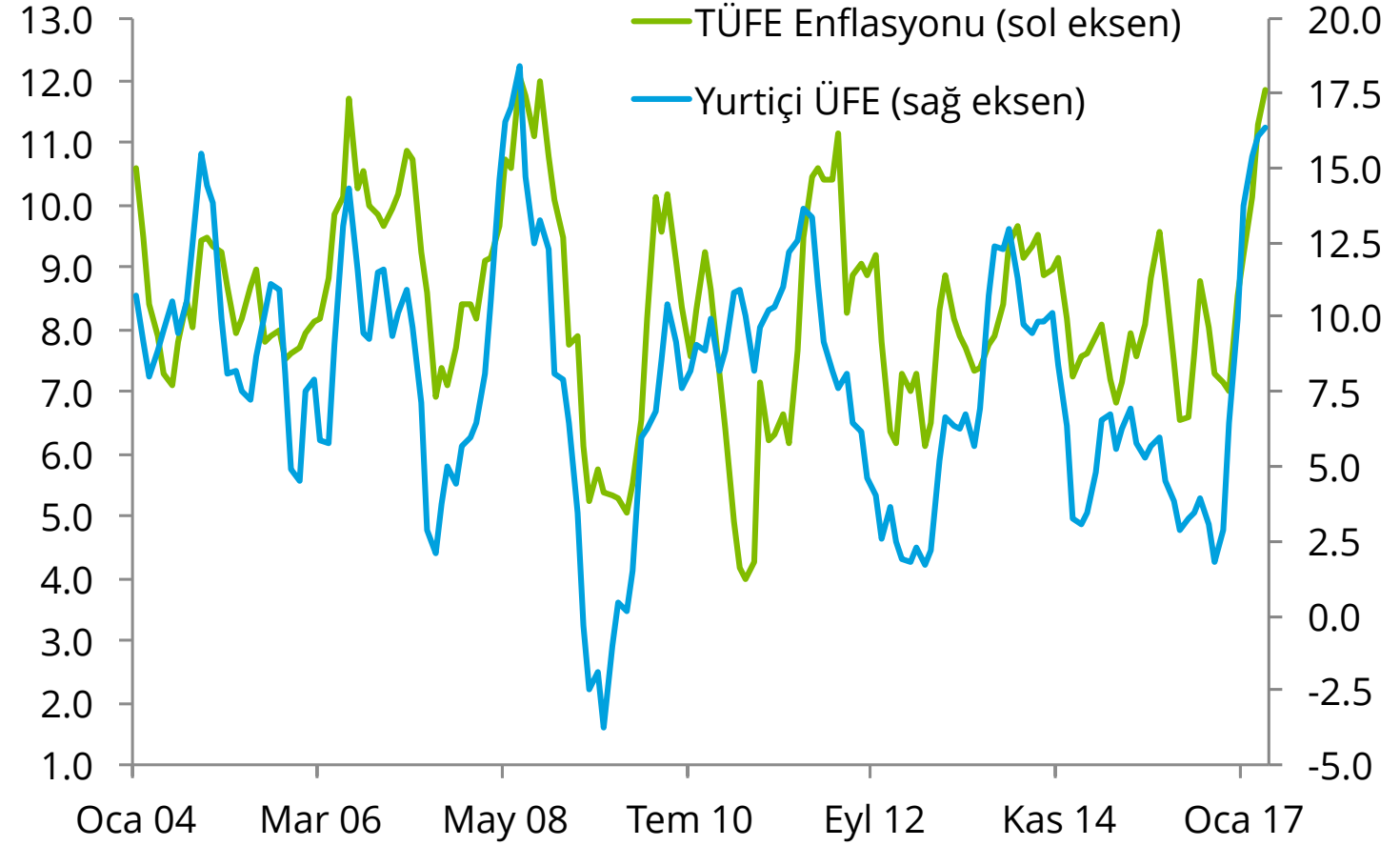
03

Türkiye ekonomisi

Merkez Bankası cephesinde zorlu yolculuğa devam

2017 yılının ilk aylarında enflasyon tarafında ciddi bir bozulma yaşandı. Tüketici fiyatları (TÜFE) yıllık enflasyonu Şubat ayında, beş yılın ardından ilk kez çift haneli rakamlara çıktı, ardından artış trendine devam ederek Nisan itibariyle %12'nin hafif altına kadar yükseldi. Benzer şekilde üretici fiyatlarında da yılın başından bu yana kademeli bir artış görüyoruz. Nisan ayında %16,4 seviyesindeki Y-ÜFE, aynı zamanda TÜFE üzerinde maliyet yönlü baskıların da güçlü şekilde sürdüğüne işaret ediyor (Grafik 17).

Grafik 17 - TÜFE ve Yİ-ÜFE Enflasyonu (yıllık, %)



01

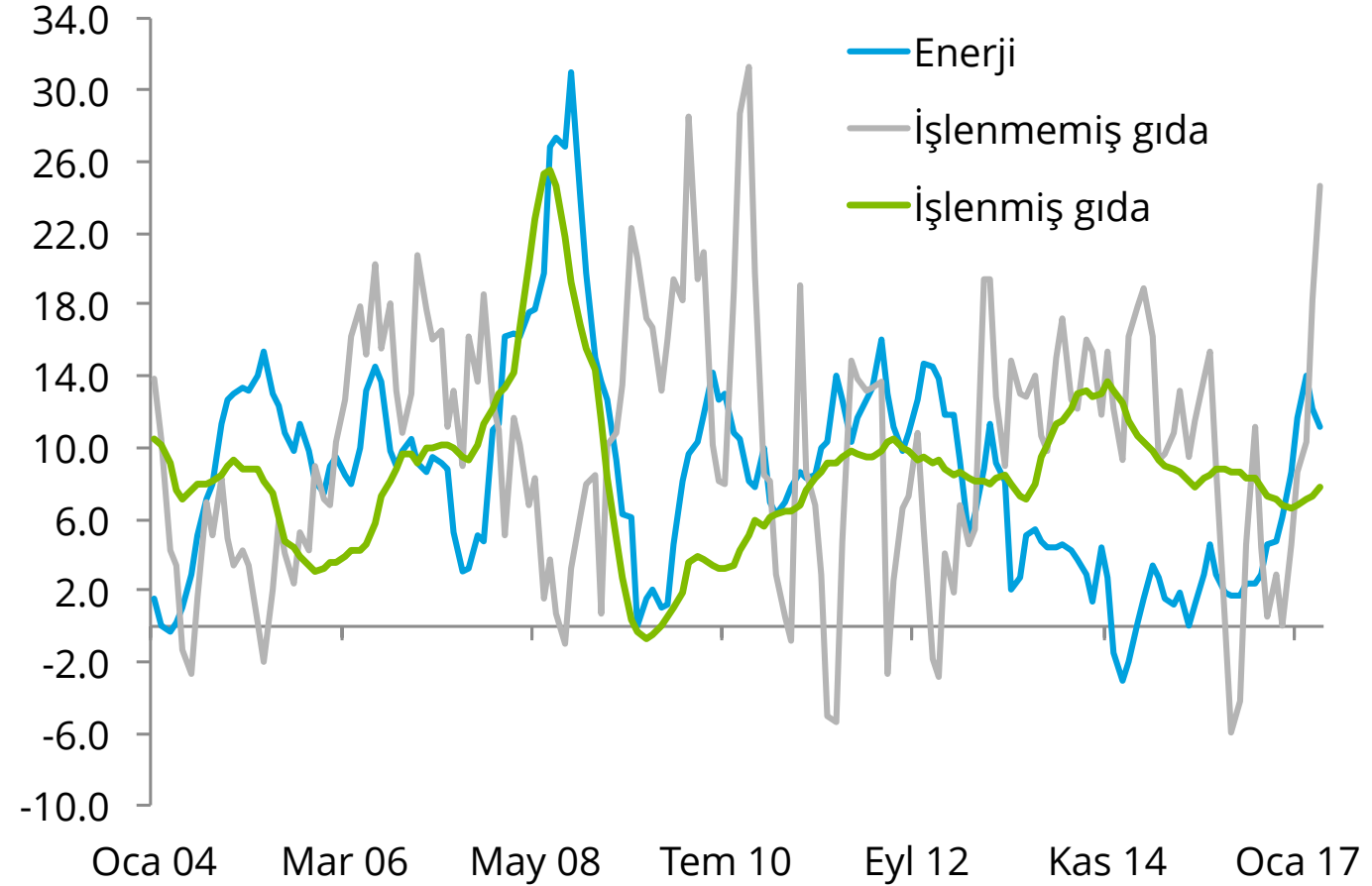
02

03

Türkiye ekonomisi

TÜFE'deki bu yükselişin ardında gıda ve enerji fiyatlarındaki artış ile TL'de geçen yılın son çeyreğinde başlayan sert değer kaybının yarattığı kur-geçişkenliği yatıyor. 2016 yılı sonunda %5,7 düzeyinde olan yıllık gıda enflasyonu Nisan itibariyle %15,6'ya çıkarak Ekim 2010'dan bu yana en yüksek seviyesine tırmandı. Son dönemde çokça tartışıldığı gibi buradaki asıl etkenin Nisan'da yıllık artışı %25'i bulan işlenmemiş gıda fiyatları olduğunu görüyoruz. Yıllık enerji fiyatları enflasyonu ise -Nisan'da hafif gerilese de--%11'lerdeki yüksek seviyelerini koruyor (Grafik 18).

Grafik 18 - Seçilmiş Enflasyon Göstergeleri (yıllık, %)



01

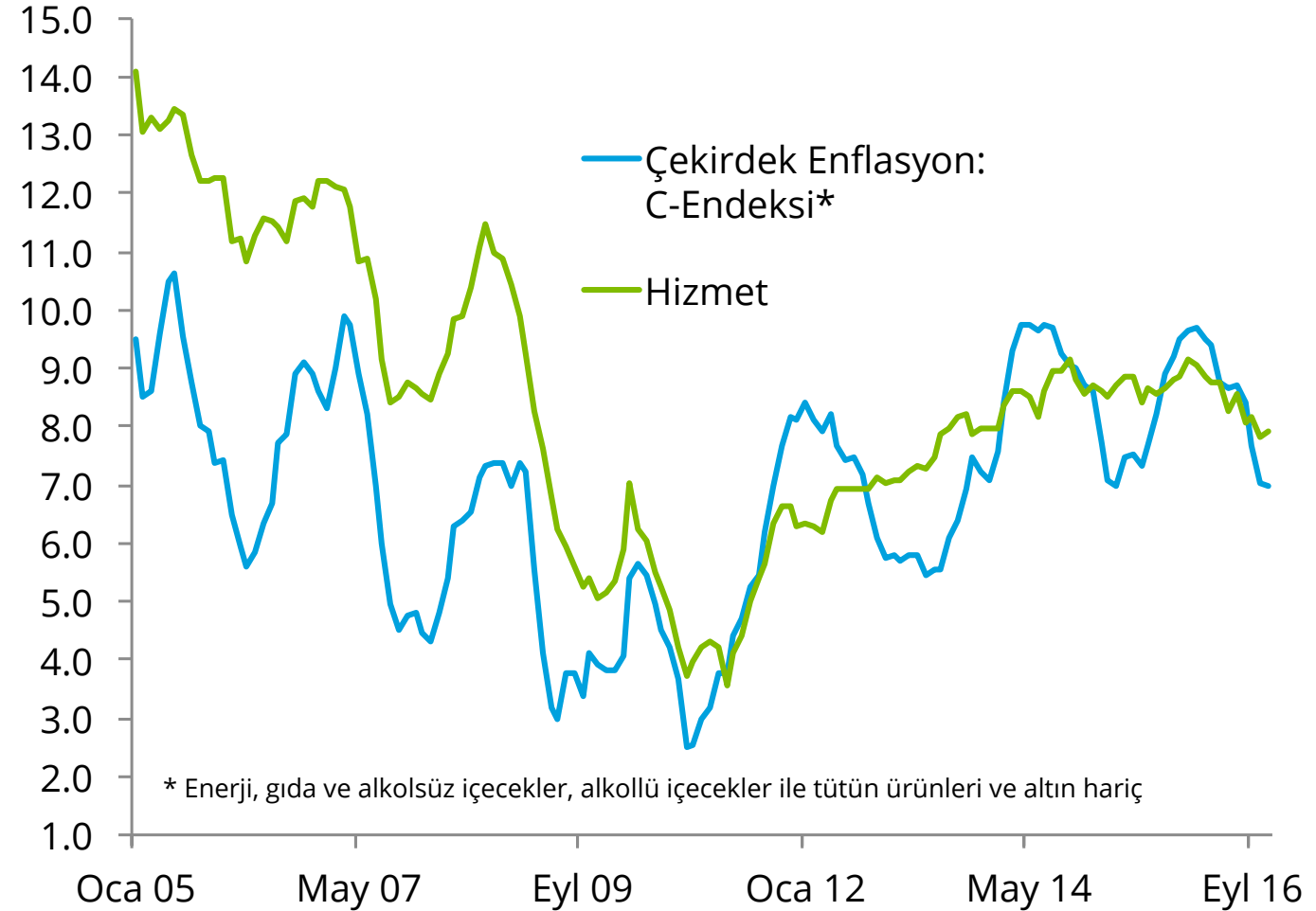
02

03

Türkiye ekonomisi

Ancak bu dönemsel hareketlerin yanı sıra temel enflasyon göstergelerindeki yüksek seyir de devam ediyor. Bu göstergelerden, en çok takip edilen çekirdek enflasyon göstergesi C-Endeksi (enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç TÜFE; eski adıyla I-Endeksi) Nisan ayı itibari ile halen %9,4 seviyelerini korurken, yıllık hizmet grubu enflasyonu da son aylarda %9'lara doğru ivmelenme kaydetti (Grafik 19).

Grafik 19 - Temel Enflasyon Göstergeleri (yıllık, %)



01

02

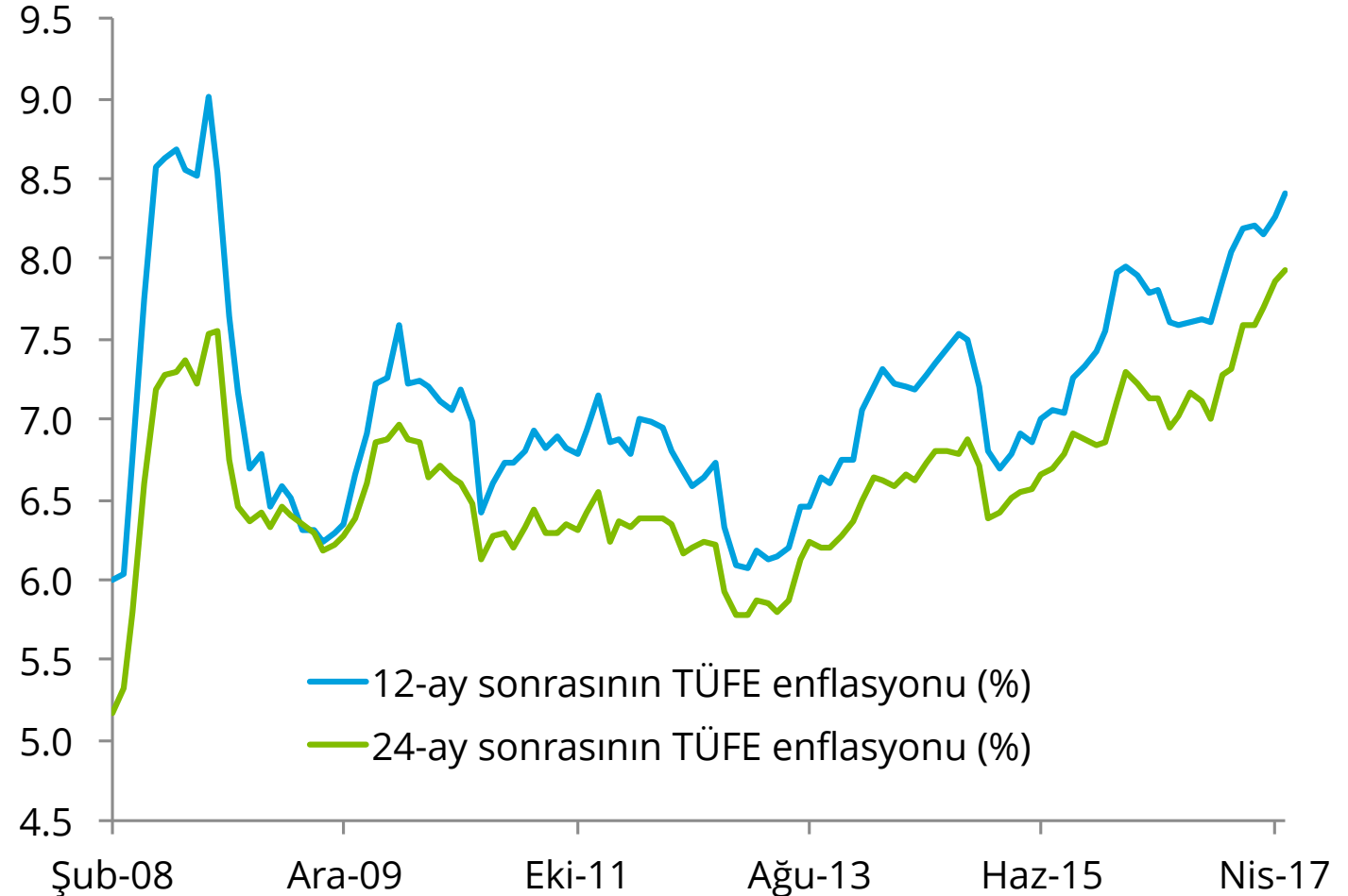
03

Türkiye ekonomisi

Ek olarak, enflasyon beklentilerinin de belirgin şekilde bozulma gösterdiğini görüyoruz; Mayıs ayı Beklenti Anketi verilerine göre 24-aylık enflasyon beklentileri %7,9 ile TCMB'nin belirsizlik bandının da üzerinde seyrediyor (Grafik 20).

Bu tablo bize maliyet faktörlerinin yanı sıra, enflasyondaki "katılığın", fiyatlama hareketlerindeki bozulmanın ve talep faktörünün, enflasyonu önemli oranda etkilediğine işaret ediyor. Bu da enflasyondaki yükselişin sadece dönemsel olmadığını; hatta son yıllardaki alışılmış %8'ler seviyesinin üstünde bir patikaya sıçramış olma riskinin bulunduğunu düşündürüyor.

Grafik 20 - Enflasyon Beklentileri (%)



01

02

03

Türkiye ekonomisi

Yılın kalanı için dalgalı bir seyrin ardından yılsonunda enflasyonun yeniden tek haneli seviyelere gerileyeceğini; ancak %9'lar düzeyinde görece yüksek kalacağını tahmin ediyoruz. Bunda geçen yılın baz etkisinin yılsonuna doğru olumluya dönecek olmasının yanı sıra, hükümetin gıda fiyatlarını düşürmeye dönük adımları ve yukarıda bahsettiğimiz gibi --bizim beklentimize göre-- yılın sonuna doğru talep tarafının bir miktar zayıflayacak olması etkili olacaktır. Önümüzdeki yıl ise sınırlı bir gevşeme ile %8,5'lara gerileyen bir enflasyon göreceğimizi tahmin ediyoruz.

Merkez Bankası'nın ise enflasyon görünümü açısından daha iyimser olduğunu eklemek gerekiyor. Banka'nın, Nisan ayında yayınlanan yılın ikinci Enflasyon Raporu'na göre yılsonu tahminleri, bu yıl için %8,5, 2018 için ise %6,4 seviyesinde. 2017 tahmini, Ocak ayındaki rapora oranla 0,5 puanlık bir artış¹⁶ anlamına geliyor, ancak Mayıs ayı Beklenti Anketi sonuçlarına göre %9,5'e yükselmiş olan piyasa beklentilerinin de belirgin altında. Diğer yandan Banka'nın yılsonu tahmininin %5'lik hedefin ve her iki yönde de 2 puan olan belirsizlik aralığının belirgin üzerinde kaldığını hatırlatalım.

¹⁶ Banka yılsonu tahminindeki bu artışı, TL cinsinden ithalat fiyatlarındaki artış (0,1 puan), ekonomideki toparlanmaya bağlı olarak çıktı açığındaki artış (0,2 puan) ve ilk çeyrek enflasyon gerçekleşmelerinin beklenenin üzerinde seyretmesi (0,2 puan) olarak açıkladı.



01

02

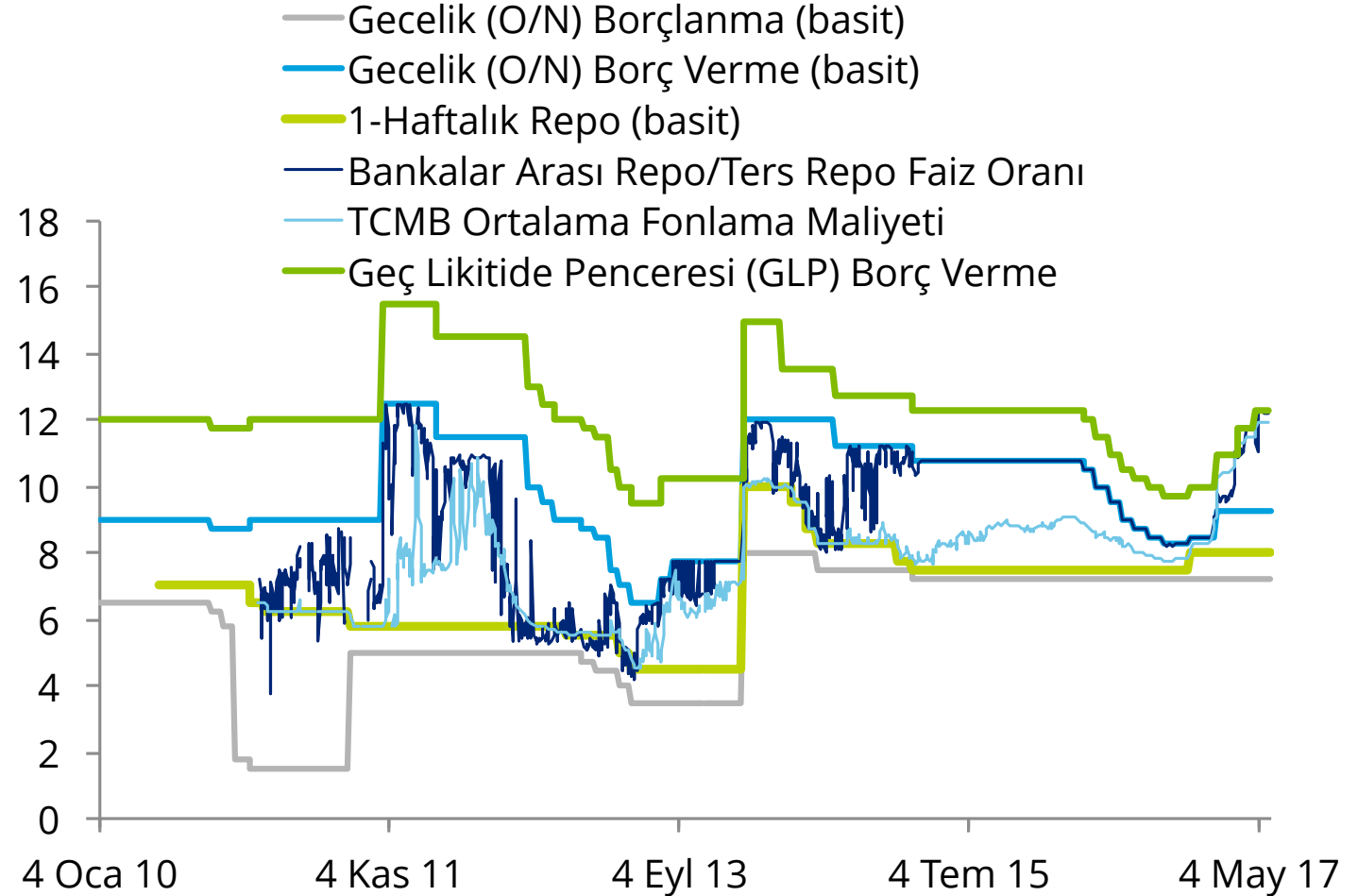
03

Türkiye ekonomisi

TCMB bozulan enflasyon görünümüne -- Geç Likidite Penceresi (GLP) faizini kullanarak -- ciddi bir faiz artışıyla tepki verdi. Son raporumuzdan bu yana (Mart 2017), Mart ve Nisan ayında yapılan toplantılarda faiz koridorunun alt bandı (%7,25), üst bandı (%9,25) ve 1-haftalık repo (%8) faiz oranı sabit tutulurken, GLP'nin, TL'yi desteklemek amacıyla, 125 baz puan (Mart: 75+ Nisan: 50) artırıldığını gördük (Grafik 21).

Bu esnada, 1-haftalık repo ihaleleri açılmayarak, piyasanın, ağırlıklı olarak GLP üzerinden fonlanmasına devam edildi. Böylece ortalama fonlama maliyeti Mart ayı başındaki %10,5'lar düzeylerinden Mayıs sonuna doğru %12'lere doğru ivmelendi.

Grafik 21 - MB Faiz Oranları (basit, %)



01

02

03

Türkiye ekonomisi

Ek olarak Banka, TL depoları karşılığı döviz depoları ihaleleri ile piyasaya döviz likiditesi sağlamaya da devam etti. Mayıs ayı sonundaki verilere göre bankalar %12,25 ile TCMB'ye TL borç verirken karşılığında %1 faiz ile döviz alıyorlardı¹⁷. Sonuç olarak Merkez Bankası'nın bu adımlarının yanı sıra yurtdışı gelişmelerin de desteği ile TL'nin son aylarda görece istikrar kazandığını görüyoruz.

Ancak para politikasındaki bu duruşun enflasyonu düşürmek açısından yeterli olup olmayacağı ayrı bir tartışma konusu. Bu çerçevede faiz artışının yapılaş şekli, hızlı artan kredi büyümesi ve reel faiz düzeyi düşünülmesi gereken başlıklar olarak karşımıza çıkıyor.

Özetle, para politikasının kısa vadede elinin rahatlaması bize pek olası gözüküyor. Başka bir ifade ile gerek katılaştan enflasyon dinamikleri, gerekse de bizim beklentimize göre yılın sonuna doğru zayıflayacak olan büyüme dinamikleri, Merkez Bankası'nın önümüzdeki dönemde işinin zor olacağına, farklı amaçlar arasında kalmaya devam edeceğine işaret ediyor.



01

02

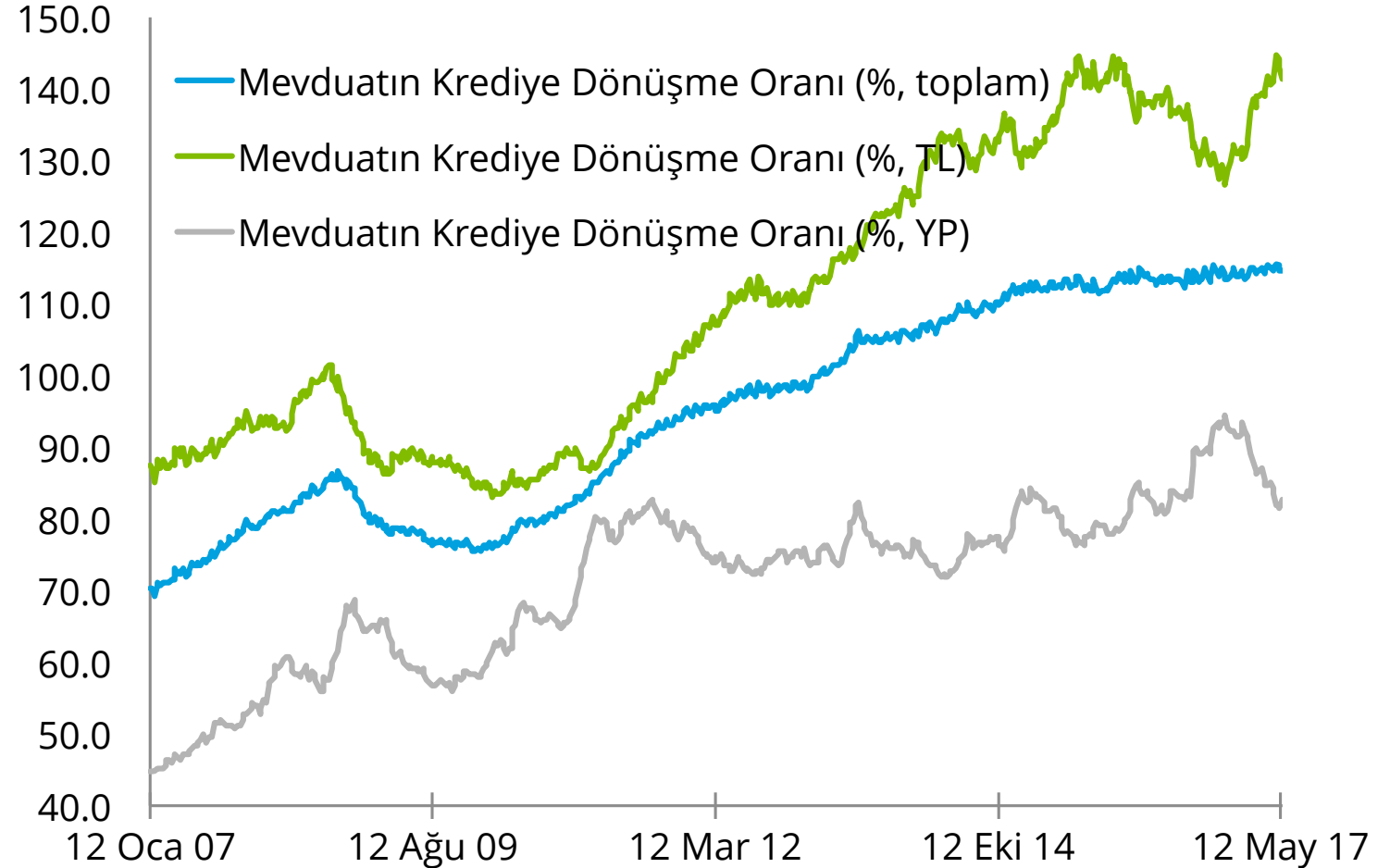
03

¹⁷ Son dönemde bu ihalelere olan talebin ciddi oranda arttığını gördük. Bunda bankaların Londra piyasasında daha düşük faiz ile TL borçlanarak arbitraj imkanı yaratmaları etkili oldu.

Türkiye ekonomisi

Bu bağlamda bankacılık sektörüyle ilgili bazı son gelişmelere de kısaca değinmekte fayda var. Sektör özellikle hızlı kredi artışının ardından, son dönemde %140'lara çıkan TL cinsi kredi/mevduat oranları ile gündemde (Grafik 22). Bu, bankaların dış finansman kanalıyla sağladıkları kaynak sayesinde, ellerindeki mevduatın çok üzerinde bir miktarı kredi olarak vermeyi sürdürdüğünü gösteriyor; ancak dış finansman maliyetlerinin arttığı bir ortamda, bu tablo önümüzdeki dönem için ciddi bir kaynak sıkıntısı riski anlamına da geliyor. Hatırlatmak gerekirse hükümet bu sıkıntının aşılması için bankaların kredilerini menkul kıymetleştirerek satmasını (seküritizasyon) gündeme getirdi.

Grafik 22 - Mevduatın Krediye Dönüşme Oranı (%)



01

02

03

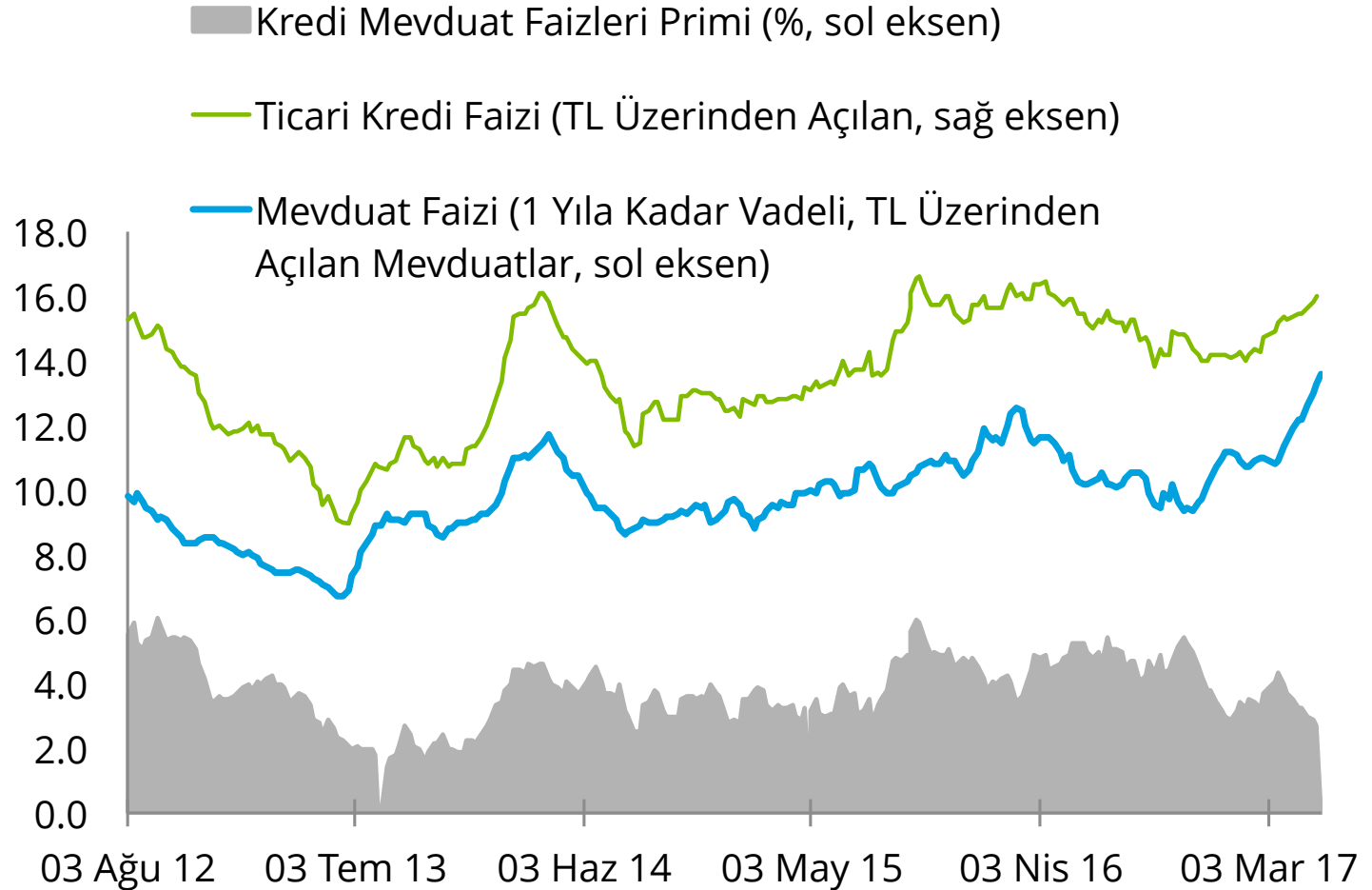
Türkiye ekonomisi

Ancak bu hamlenin enflasyon açısından sorun yaratabileceği ve kaynak sorununu temelde çözemeyebileceği gibi riskleri göz önünde bulundurmak gerekiyor¹⁸. Bu açıdan son dönemde gözlenen mevduat faizlerinin ve buna bağlı olarak kredi faizlerinin artması da çok şaşırtıcı değil (Grafik 23).

Sektör açısından bir başka tartışma konusu da KGF kredilerinin geri dönüşünde sıkıntı olup olmayacağı ve orta vadede sektörün kârlılığını nasıl etkileyeceği. Bilindiği gibi bu kredilerin %7'si Hazine garantisi altında, dolayısıyla bu oran üzerinde takibe düşen krediler, bankalar açısından bir risk teşkil ediyor. Ancak kredilerin uzun vadeli olması nedeniyle bu riskin büyüklüğünü şimdiden kestirmek pek mümkün görünmüyor.

¹⁸ Bilindiği gibi bu senetleri TCMB'nin de satın alabilmesi gündeme gelmişti, ancak böylesi bir adımın TL ve enflasyon üzerinde ciddi bir baskı yaratacağı endişeleri ile gündemden tamamen çıkarıldığı açıklandı.

Grafik 23 - Kredi ve Mevduat Faizleri



01

02

03

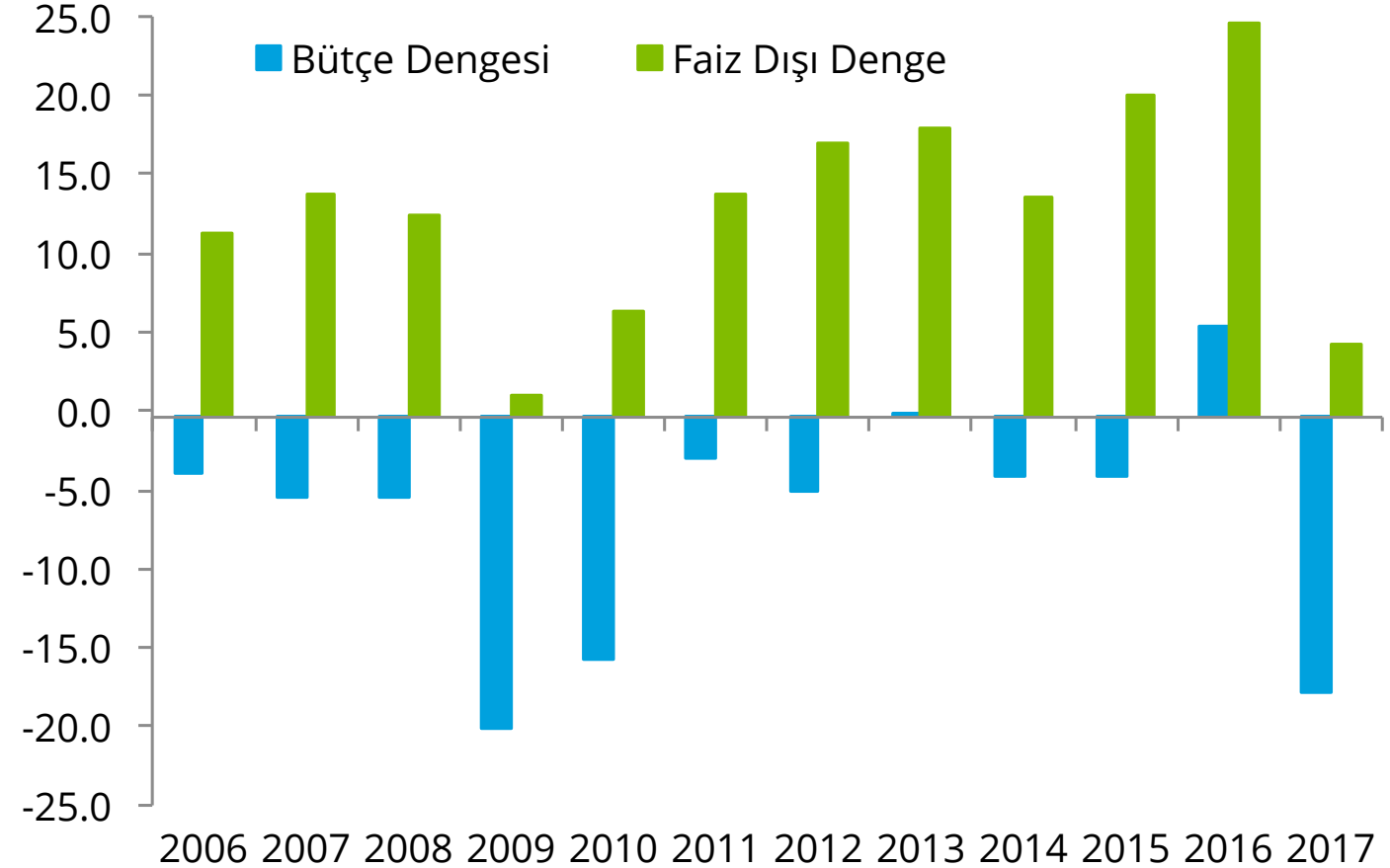
Türkiye ekonomisi

Maliye politikası tekrar mercek altında

Merkezi Yönetim Bütçesi yılın ilk dört ayında ciddi bir bozulma gösterdi. Geçen yıl Ocak-Nisan döneminde 5,4 milyar TL fazla veren bütçe dengesi, bu yıl aynı dönemde 17,9 milyar TL'lik açık kaydetti. Faiz dışı fazla ise aynı dönemde 24,6 milyar TL'den 4,2 milyar TL'ye geriledi. Bu aynı zamanda global krizden bu yana en kötü bütçe performansına işaret ediyor (Grafik 24).

Bu bozulmada, gelirlerdeki düşüş ve (faiz-dışı) giderlerdeki artışın her ikisinin de etkili olduğunu görüyoruz. Gelirler tarafında vergi gelirleri, ekonomideki zayıflık ve hükümetin --talep tarafını desteklemek amacıyla-- vergi indirimlerine gitmesiyle azalırken; vergi dışı gelirler de büyük oranda Merkez Bankası'nın kar transferi ve sermaye satış gelirlerindeki düşüş ile zayıfladı.

Grafik 24 - Merkezi Yönetim Bütçesi (milyar TL, Oca-Nisa toplam olarak)



01

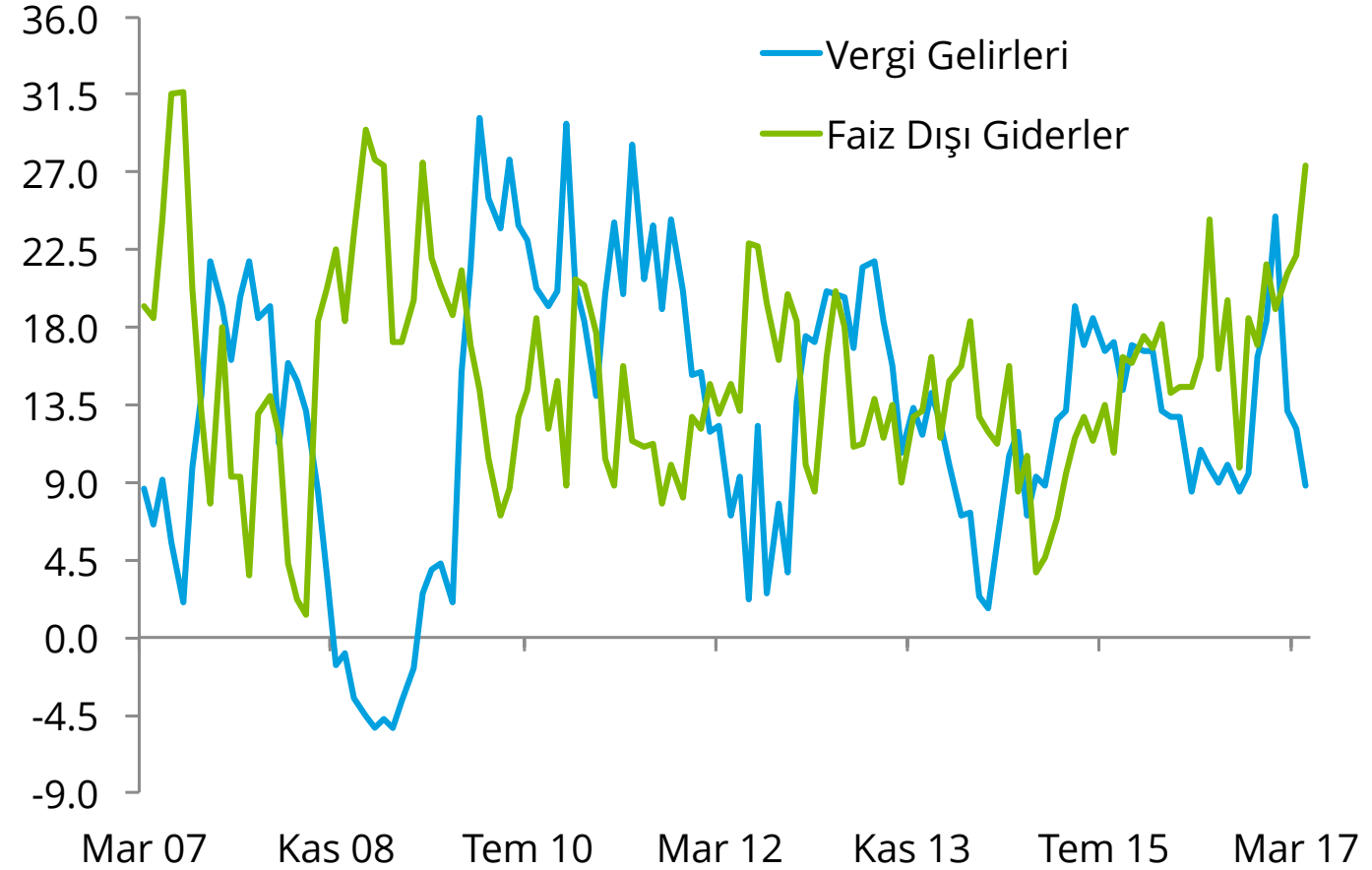
02

03

Türkiye ekonomisi

Giderler tarafında da bilindiği gibi hükümetin ekonomiyi desteklemeye dönük --asgari ücret desteğinin arttırılması, ilave istihdam desteği, KOSGEB faiz desteği gibi-- adımlarının etkilerini görmeye başladık. Ek olarak referandum süreci ve savunma güvenlik harcamalarındaki artış da giderler tarafındaki yükselişi destekledi. Bu da rakamsal olarak (3-aylık hareketli ortalama, yıllık değişim) vergi gelirlerindeki artış hızının Ocak ayında %24,4 ile tepe noktasına ulaştıktan sonra Nisan itibari ile sert bir şekilde %9'un altına gerilemesi, diğer yandan faiz dışı harcamaların ise aynı dönemde %19 seviyelerinden yaklaşık %27,5'e yükselerek aradaki makasın önemli ölçüde açılması anlamına geliyor (Grafik 25).

Grafik 25 - Vergi Gelirleri ve Faiz Dışı Giderler (3-aylık hareketli ortalama, 12-aylık, %)



01

02

03



Bütçe açığını etkileyen bu faktörlerin bir bölümünün “geçici” olduğunu hatırlatalım. Örneğin Aralık-Şubat dönemine ait sosyal güvenlik prim ödemelerinin yılın son çeyreğine ertelenmesi ve tarımsal destekleme, yatırım harcamaları gibi ödemelerin öne çekilmesinden kaynaklı Maliye Bakanlığı’nın kendi hesaplarına göre yaklaşık 11 milyar TL’lik bir büyüklüğün yılsonunda dengelenmesi beklenebilir. Ancak diğer yandan büyümenin zayıf seyretmesi durumunda bu teşviklerin uzaması, hatta kapsamının genişlemesi de söz konusu olabilecektir. Teknik açıdan da bazı unsurların yakından takip edilmesi gerekiyor. Bunların başında Hazine’ye ait kurumların bir bölümünün Türkiye Varlık Fonu’na (TVF) devredilmesiyle beraber temettü ve özelleştirme gelirlerinin önemli ölçüde azalacak olması bulunuyor¹⁹.

¹⁹ Hükümet tarafından gelen açıklamalar bunun 2017 bütçe gelirlerini yaklaşık 1 milyar TL azaltacağı yönünde.



01

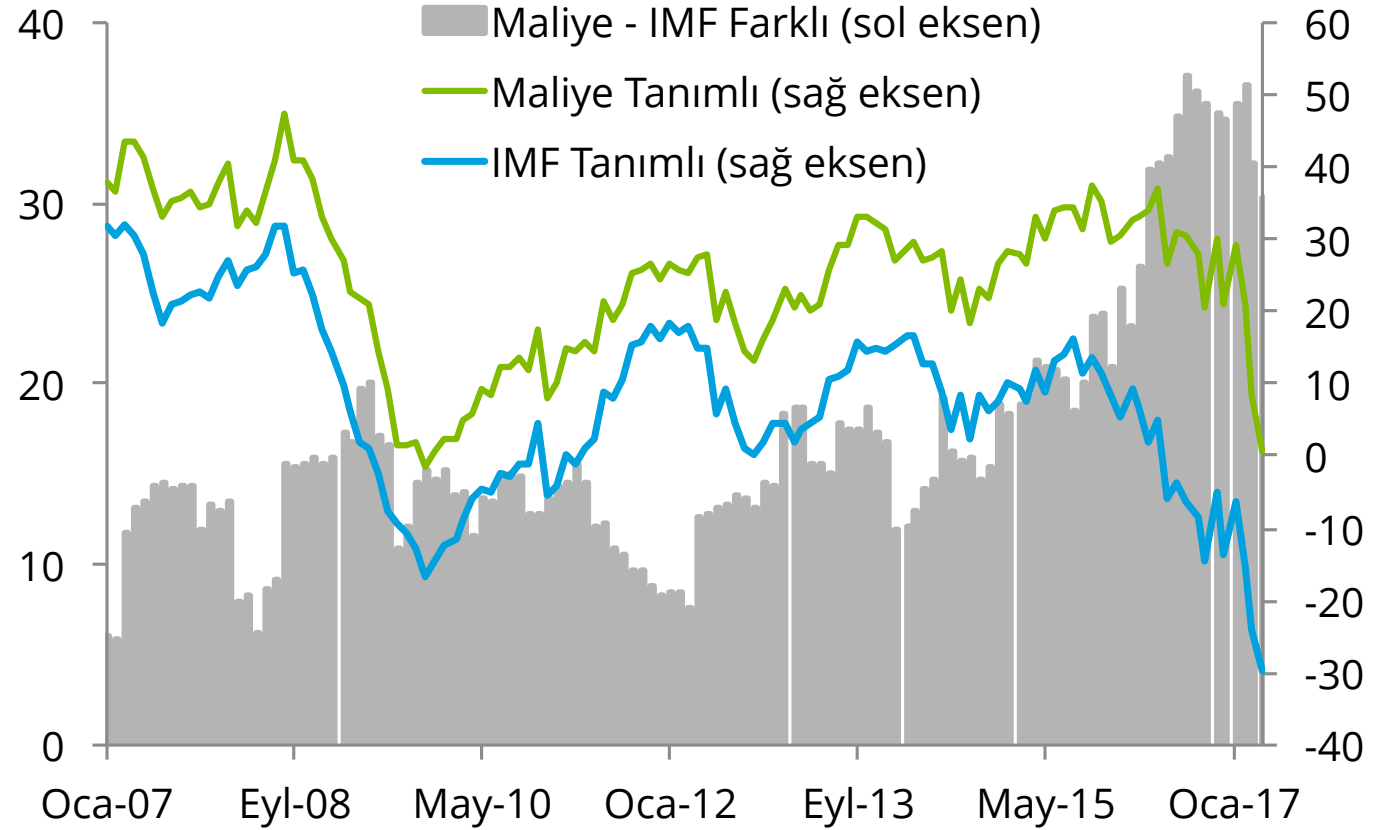
02

03

Türkiye ekonomisi

Bu bağlamda Maliye tanımlı faiz dışı denge (FDD) ve bundan, temelde bir defalık gelirlerin ve TCMB kâr transferinin çıkarılması ile hesaplanan IMF tanımlı FDD arasındaki farkın da halen oldukça yüksek seyrettiğini belirtelim. Elimizdeki son veri olan Nisan ayı verilerine göre 12-aylık toplam olarak 0,6 milyar TL seviyesinde bulunan Maliye tanımlı faiz dışı fazlaya karşın IMF tanımlı FDD 30 milyar TL'ye yakın çok yüksek bir açık kaydetmiş durumdaydı (Grafik 26). Ancak önümüzdeki dönemde (TVF'nin etkisi ile) vergi dışı gelirlerin azalması, ek olarak faiz giderlerinin artan maliyetler nedeniyle yükselmesi bu farkın yeniden kapanması anlamına gelecek ve bu gelirlerin farklı kaynaklardan telafi edilmesi gerekebilecektir.

Grafik 26 - Merkezi Yönetim Faiz Dışı Dengesi (milyar TL, 12-aylık toplam)



01

02

03

Türkiye ekonomisi

Bütün bu gelişmeler ışığında hükümetin bu yıl için 46,9 milyar TL ya da GSYH'ye oran olarak %1,5 civarındaki bütçe açığı hedefinin aşılması kesin gibi görünüyor. Nitekim hükümet tarafı da GSYH'ye oran olarak 1 puan civarı bir yükselişi zaten beklediklerini açıkladı. Sonrasında bu tahmin olumlu yönde revize edilerek %2,1'e çekilse de, bizim beklentimiz bütçe açığının bu sene %2,5'ler civarında sonuçlanacağı şeklinde. Tahminimiz önümüzdeki yılda da açığın yine %2 civarında oluşacağı şeklinde. Her ne kadar teşvik önlemlerinin bazılarının (yaklaşık 15 milyar TL) devreden çıkması söz konusu olsa da, 2019 yılının yeni bir seçim yılı olması nedeniyle 2018 bütçesinde belirgin bir sıkılaşma olabileceğini düşünmüyoruz, hatta yeni teşviklerin devreye sokulabileceğini tahmin ediyoruz.

Burada temel riskin, borç dinamiklerinden ziyade, yatırımcılar nezdinde önemli bir referans olan "mali çapanın" kaybediliyor olduğu izlenimini vermek ve dezenflasyon ve cari açığın kontrolünde para politikasına yeter desteği verememek olduğunu hatırlatalım²⁰.

Hazine borçlanması tarafında ise hafif bir artış söz konusu. 2016 yılı sonunda yaklaşık 760 milyar TL (GSYH'ye oran olarak ise %29,3) seviyelerinde bulunan merkezi yönetim borcu, Mart itibari ile 793,3 milyar TL'ye yükseldi. Yılın kalanına baktığımızda Hazine'nin Haziran (yaklaşık 11 milyar TL), Temmuz (11,2 milyar TL) ve Ekim (13,7 milyar TL) aylarında yüklü geri ödemeleri bulunuyor.

Şu aşamada borç itfasında özel olarak bir sorun öngörmüyoruz. Ancak iç borç çevirme rasyosunda son dönemde görülen artış trendini takip etmek gerekiyor.

²⁰ Bunlara ek bir risk olarak son günlerde çokça konuşulan Hazine'nin koşullu yükümlülüklerindeki artışı da eklemek lazım. Konunun kısa vadede önemli bir bütçe etkisi olmasa da, orta-vadede çok yakından takip edilmesi gerekiyor.



01

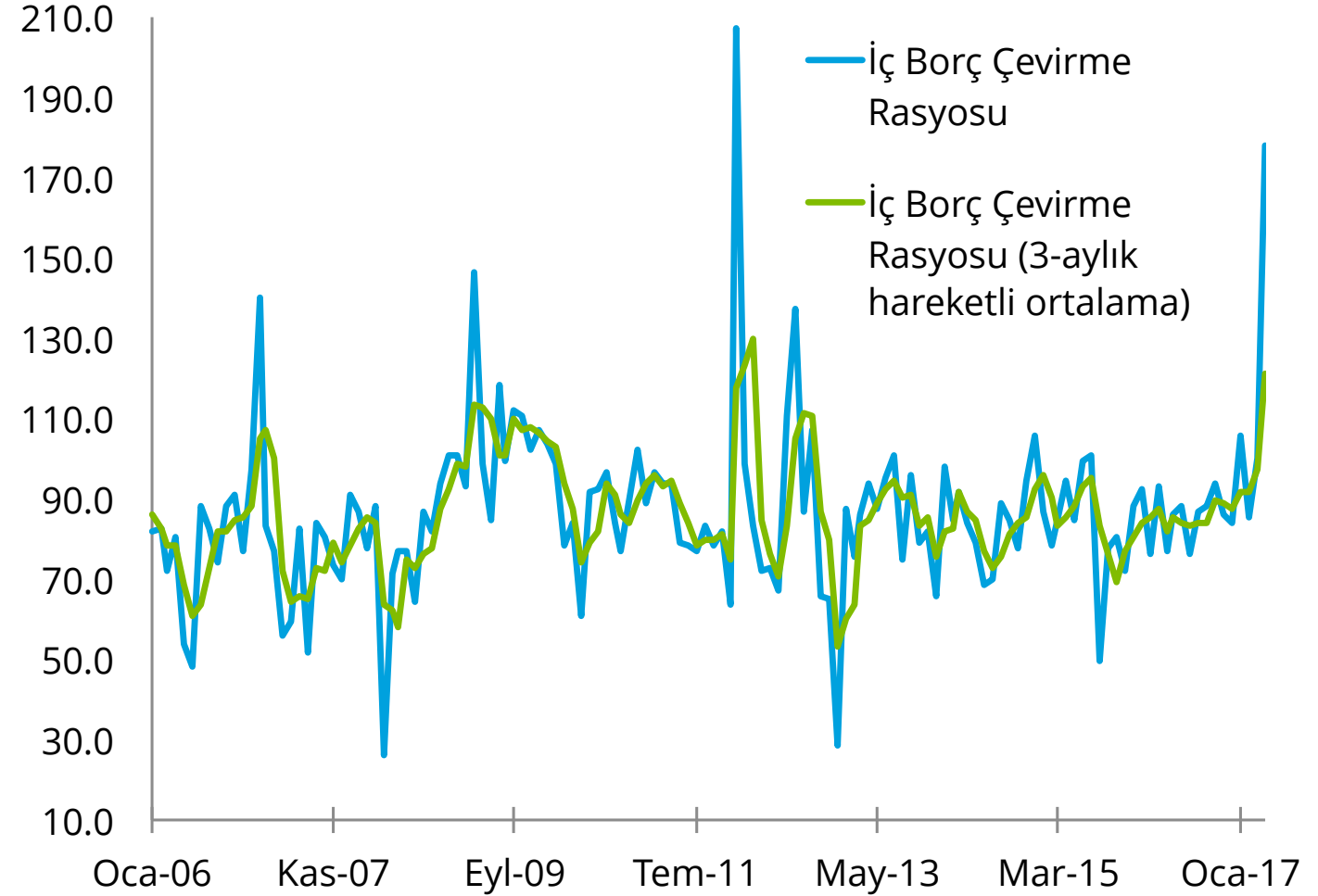
02

03

Türkiye ekonomisi

Son veriler 2016 yılı sonunda (3-aylık hareketli ortalama olarak) %88'lerde seyreden yeni borçlanmanın borç itfasına oranının Nisan ayında %121'e ulaştığına işaret ediyordu (Grafik 27).

Grafik 27 - Hazine İç Borç Çevirme Rasyosu (%)



01

02

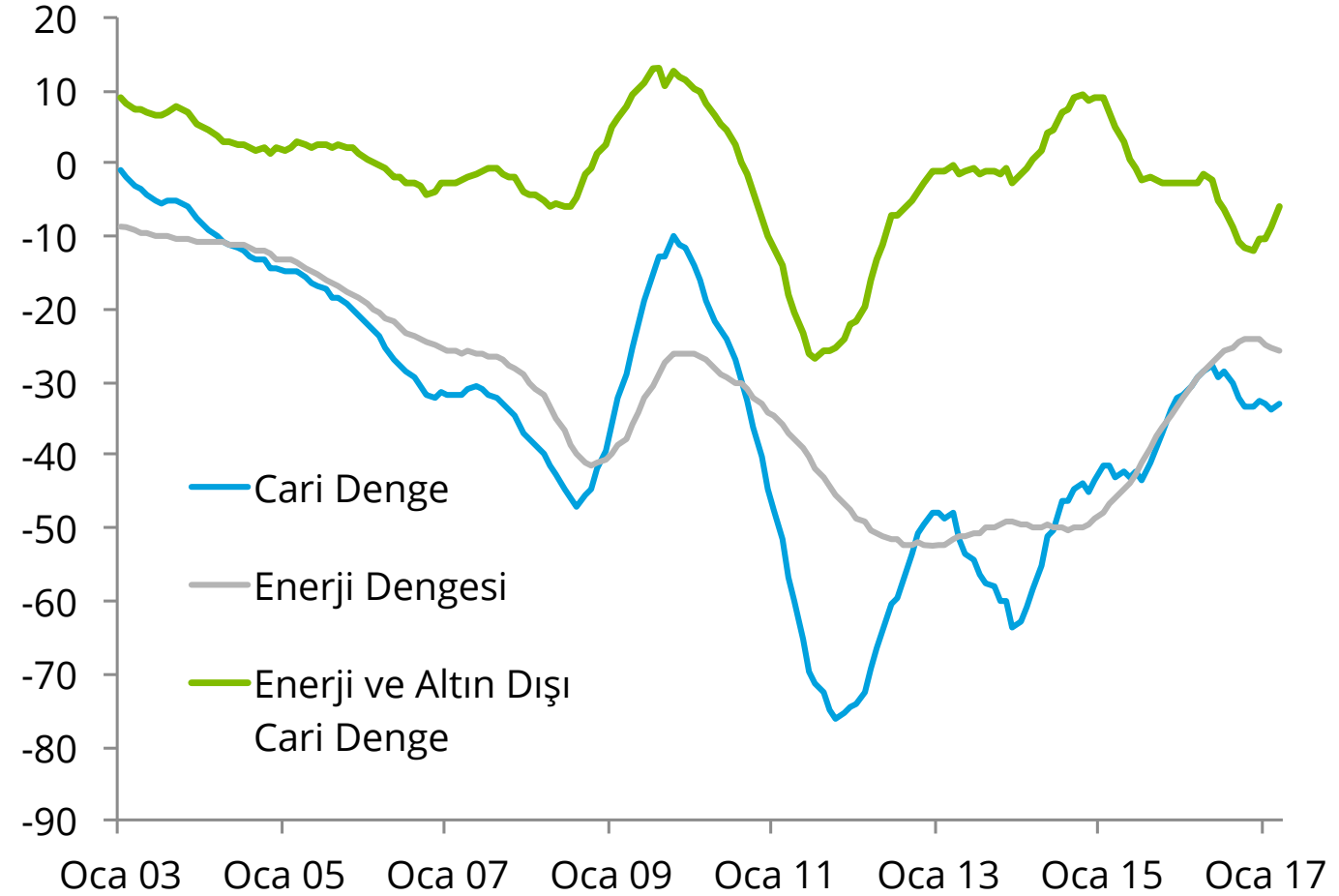
03

Türkiye ekonomisi

Dış finansmanda “yapısal” rahatlama zor gözüküyor...

2016 yılını 32,6 milyar dolarda tamamlayan cari açık, yılın ilk çeyreği itibari ile 33 milyar dolar seviyesine geldi. Bu dönemde enerji faturasındaki artış ile net altın ticaretinin negatife dönmesi, çekirdek açıktaki (enerji ve altın hariç) toparlanma ile dengelendi. Rakamsal olarak ifade edecek olursak 12-aylık toplam enerji açığı, Aralık ayındaki 24 milyar dolar seviyesinden Mart itibari ile 25,9 milyar dolara yükseldi; altın ticareti dengesi ise 1,8 milyar dolar fazla seviyesinden 1,1 milyar dolar açık seviyesine bozulma kaydetti. Buna karşın çekirdek açık tarafı aynı dönemde 4,3 milyar dolar azalarak 6,1 milyar dolara geriledi (Grafik 28).

Grafik 28 - Cari Denge (12-aylık toplam; milyar \$)



01

02

03

Türkiye ekonomisi

Çekirdek açıktaki bu toparlanmada hem ihracattaki artış hem de ithalattaki gerileme etkili oldu. Mart ayı verilerine göre (altın ve enerji hariç rakamlar, yıllık değişim 3-aylık hareketli ortalama olarak) ihracat artışı, küresel ekonomide, özellikle de Euro Bölgesi'nde yaşanan ivmelenme ve sınırlı da olsa kurdaki zayıflamanın desteği ile %11'lere ulaşırken, ithalat ise ekonomideki zayıflığın sonucunda %1,7 civarında azalış kaydetti (Grafik 29).

Grafik 29 - ihracat ve ithalat (altın ve enerji hariç, yıllık, %)



01

02

03

Türkiye ekonomisi

Diğer yandan 2016 yılında önceki yıla oranla 7,3 milyar dolar düşüş göstererek 14 milyar dolar civarına gerileyen net turizm gelirleri, yılın ilk üç ayında da bu seviyelerde yatay seyretti. Net turizm gelirlerindeki düşüş trendinin sona ermesi olumlu görünmekle birlikte, bunun gelirler tarafındaki artıştan değil, giderler tarafındaki azalıştan kaynaklandığını belirtelim. Nitekim sene başından beri (12-aylık toplam) turizm gelirleri 0,6 milyar dolar azalırken giderler tarafındaki azalış 0,7 milyar dolar oldu.

Yılsonu için bizim beklentimiz, cari açığın 35 milyar dolar seviyesine doğru bir artış kaydedeceği yönünde. Bunda, büyümedeki ivmelenmeye bağlı olarak ithalat tarafının bir miktar artış göstermesi ve enerji ithalatımızdaki (net) ılımlı da olsa artış etkili olur diye düşünüyoruz. Turizm tarafındaki beklentimiz iyileşmenin sınırlı olacağı yönünde. 2018 için ise yukarıda bahsettiğimiz gibi büyümede yeniden bir yavaşlama öngörümüze paralel olarak 32 milyar dolar civarına gerileyen bir cari açık göreceğimizi tahmin ediyoruz. Bu da GSYH'ye oranla cari açığın %4,5 civarında seyretmeye devam edeceği anlamına geliyor.



01

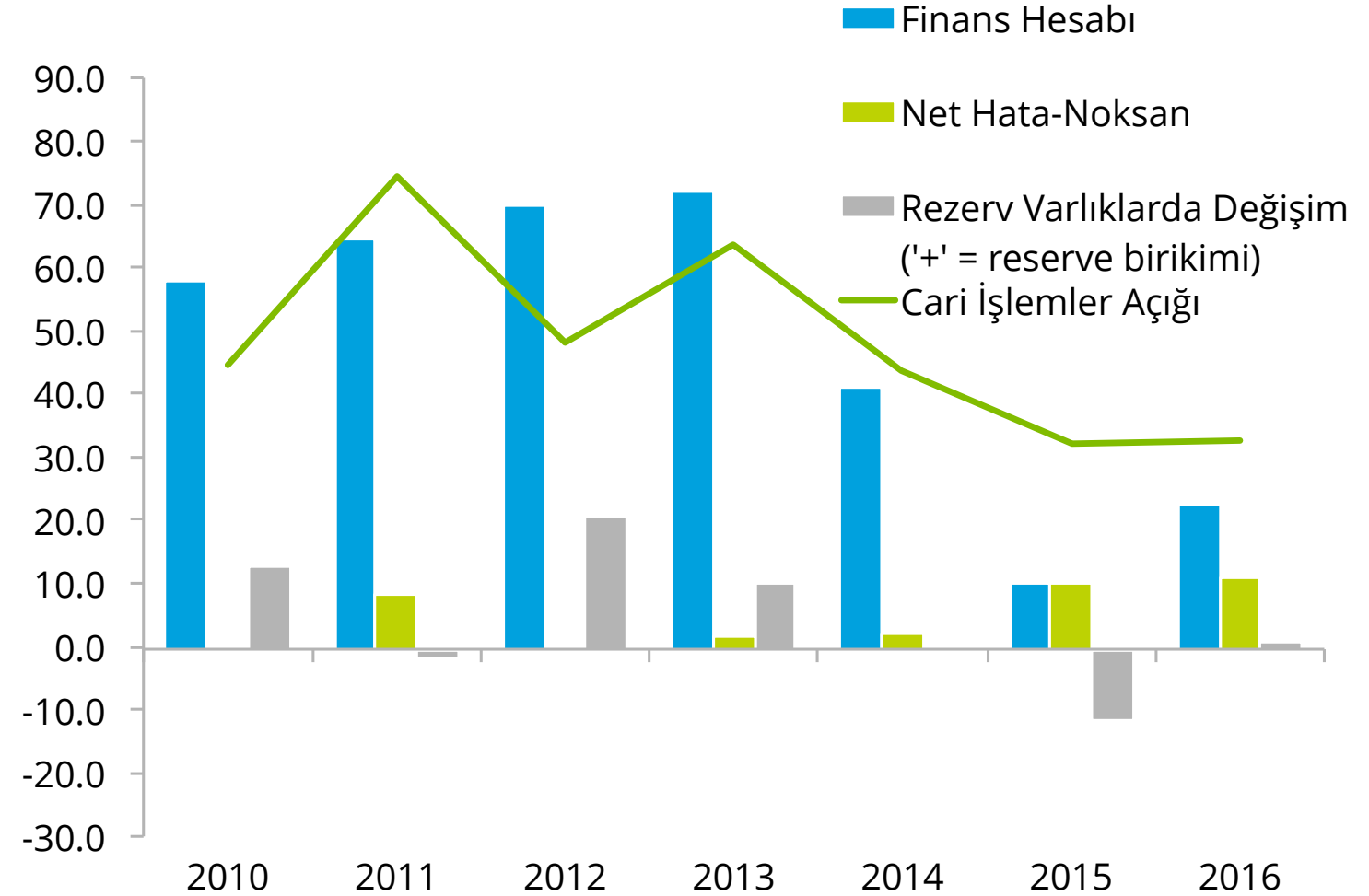
02

03

Türkiye ekonomisi

Finansman tarafında yılın başından bu yana sermaye girişlerinin sürdüğünü, ancak görece zayıf seyrettiğini gördük. Bu da finansmanda net hata-noksan ve rezervlerin ağırlığının devam etmesine yol açtı. Öyle ki Mart ayı itibari ile 12-aylık toplam olarak 33 milyar dolar seviyesindeki cari açığa karşın finans hesabının (tanımlı sermaye girişlerinin) 21,3 milyar dolar ile sınırlı kaldığını, kalan açığın 6,4 milyar dolarının net hata-noksan (kaynağı belli olmayan sermaye girişleri); 5,3 milyar dolarının ise rezerv kullanımı ile kapatıldığını görüyoruz (Grafik 30). Bu da son yıllarda cari açığın %35'ine yakının, bu iki yolla finanse edilmesi anlamına geliyor.

Grafik 30 - Cari İşlemler Açığı ve Finansmanı Kalemleri (yıllık toplam, milyar USD)



01

02

03

Türkiye ekonomisi

Burada kısaca net hata noksan kalemi üzerine yapılan tartışmalara da değinmek faydalı olabilir. Tanımı gereği kaynağı belli olmayan bu sermaye akımlarının son dönemde finansmanda ciddi bir paya sahip olması bazı spekülasyon yorumları da beraberinde getirmişti. Bu noktada TCMB'nin Nisan ayında yayınladığı Ödemeler Dengesi Raporu'ndaki açıklamaları oldukça aydınlatıcı. Rapora göre net hata-noksana sebep olan üç temel faktör bulunuyor: (1) yurtiçi yerleşiklerin yurtdışındaki mevduatları, (2) yabancı bayraklı Türk gemilerinin navlun sigortaları ve (3) geçici verilerin kullanılması (hata payı). Nitekim sermaye akımları ile ters orantısı dikkate alınınca net hata-noksan kaleminin büyük oranda yurtiçi yerleşiklerin yurtdışındaki mevduatlarından kaynaklanıyor olması, daha önceki raporlarımızda da belirttiğimiz gibi, bize de makul görünüyor.

Finans hesabının kompozisyonu ise görece kırılğan görünümünü koruyor. Doğrudan yabancı yatırımlar 12-aylık toplam olarak 9 milyar dolar civarındaki yatay seyrini sürdürürken, portföy yatırımlarının 2016 sonundaki 6,3 milyar dolarlık seviyesinden 7,9 milyar dolara çıktığını görüyoruz. Burada hisse senetleri tarafındaki çıkışa rağmen, borç senetleri, özelde de (hem bankalar hem de genel hükümet tarafından) yurtdışında ihraç edilen Eurobondlar etkili oldu. Uzun vadeli borçlanma açısından ise bankacılık sektörü ve şirketler kesimi, yılın ilk üç ayında genelde net borç ödeyicisi konumundaydı. Bu da 12-aylık toplam olarak uzun vadeli borçlanma kanalıyla bankaların sağladığı finansmanın 2016 yılı sonundaki 3,3 milyar dolardan Mart itibari ile 1,2 milyar dolara, şirket kesimi için ise 8,7 milyar dolardan 5,4 milyar dolara azalması anlamına geliyor.

Önümüzdeki dönemde bu resmin ana hatları ile devam etmesi beklenebilir. Dışarıda başta Fed'in faiz artırımını ve bilanço küçülmesine bağlı olarak likidite koşullarında yaşanacak daralmanın yanı sıra, Türkiye'ye uzun vadeli sermaye girişlerinin zayıf seyretmeye devam etmesi, ancak kısa vadeli sermaye girişlerinin sürmesi en olası senaryo. Diğer bir deyişle sermaye girişlerinde bir "ani duruş" riski öngörmüyoruz, ancak yukarıda da belirttiğimiz gibi önümüzdeki süreçte finansman koşullarının zorlaşacağı, dış finansman maliyetlerinin ise artacağı bir döneme hazır olmak gerekiyor.



01

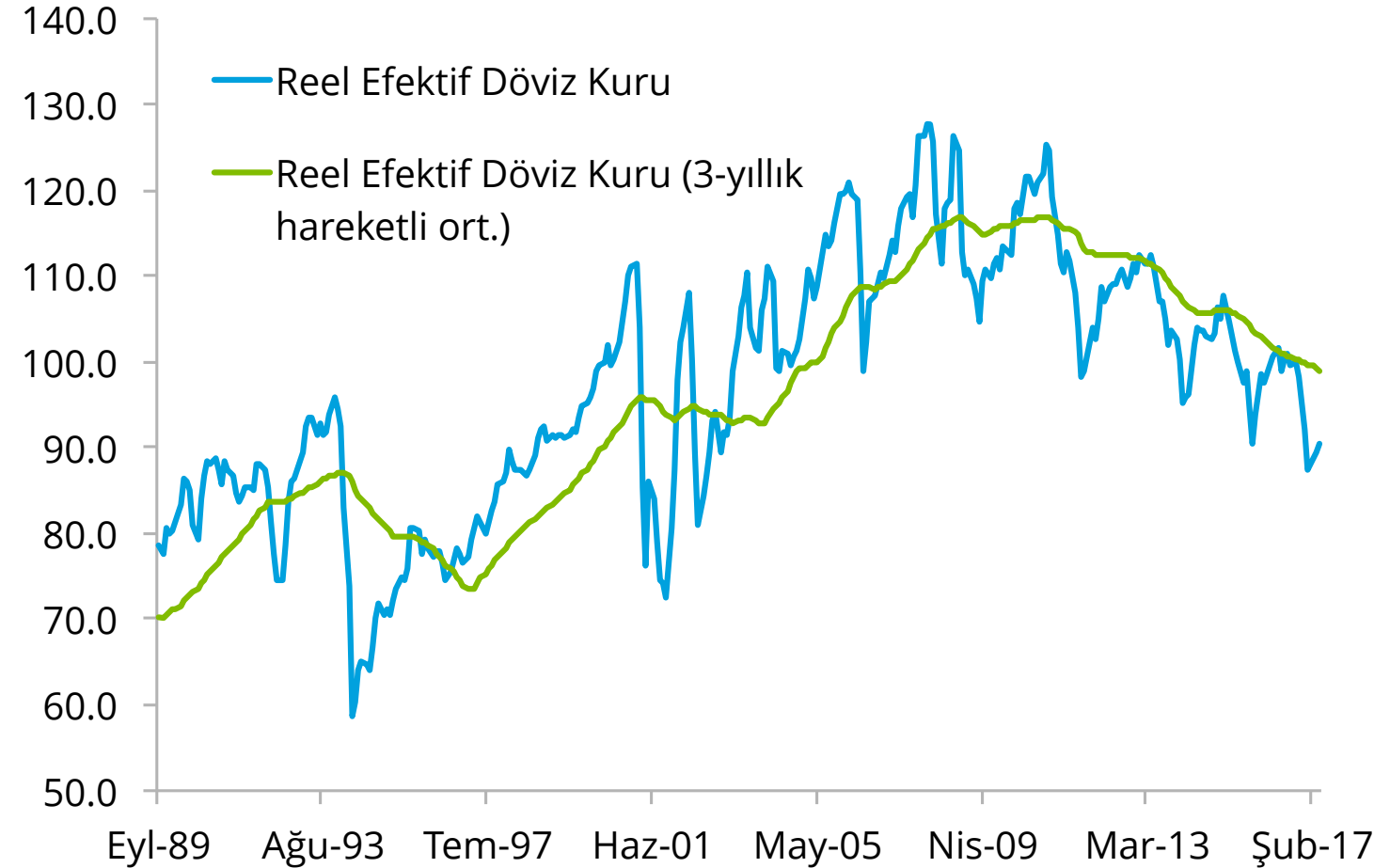
02

03

Türkiye ekonomisi

Reel döviz kuru, TCMB'nin yayınladığı TÜFE bazlı seriye göre Ocak ayında 87,5 ile dip seviyelerini gördükten sonra kademeli olarak artarak Nisan ayında 90,3'e yükseldi (Grafik 31). Bu seviyelerin endeksin 3-yıllık ortalaması olan 99'un belirgin altında olması nedeniyle, TL halen bir miktar ucuz gibi görünüyor. Ancak raporlarımızda sıkça bahsettiğimiz gibi başka birçok gösterge (örneğin birim işgücü maliyeti bazlı reel kur) TL'nin çok da ucuz olmadığına işaret ediyor. Türkiye'nin yüksek finansman ihtiyacı, düşük rezerv miktarı ve global ortam göz önüne alındığında kurda nominal olarak değerlendirilme ve genelde lira üzerindeki baskının kırılmasını beklemek bize çok olası gelmiyor.

Grafik 31 - Reel Efektif Döviz Kuru: Uzun Vadeli Görünüm (2003=100)



01

02

03

Deloitte Türkiye

İstanbul Ofisi

Deloitte Values House
Maslak No1
34398
İstanbul
+90 (212) 366 60 00

Ankara Ofisi

Armada İş Merkezi
A Blok Kat:7 No:8
Söğütözü, Ankara
06510
+90 (312) 295 47 00

İzmir Ofisi

Punta Plaza 1456 Sok.
No:10/1 Kat:12
Daire:14 - 15
Alsancak, İzmir
+90 (232) 464 70 64

Bursa Ofisi

Zeno Center İş Merkezi
Odunluk Mah. Kale Cad.
No:10 d
Nilüfer, Bursa
+90 (224) 324 25 00

Çukurova Ofisi

Günep Panorama İş Merkezi
Reşatbey Mah. Türkkuşu
Cad. Bina No:1 B Blok Kat:7
Seyhan, Adana
+90 (322) 237 11 00



www.deloitte.com.tr



/deloitteturkiye



/company/deloitte-turkey



/deloitteturkiye



/instagram.com/deloitteturkey

Deloitte; İngiltere mevzuatına göre kurulmuş olan Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL") şirketini, üye firma ağındaki şirketlerden ve ilişkili tüzel kişiliklerden bir veya birden fazlasını ifade etmektedir. DTTL ve üye firmalarının her biri ayrı ve bağımsız birer tüzel kişiliktir. DTTL ("Deloitte Global" olarak da anılmaktadır) müşterilere hizmet sunmamaktadır. Global üye firma ağıımızla ilgili daha fazla bilgi almak için www.deloitte.com/about adresini ziyaret ediniz.

Deloitte, denetim, danışmanlık, finansal danışmanlık, risk danışmanlığı, vergi ve ilgili alanlarda, birçok farklı endüstride faaliyet gösteren özel ve kamu sektörü müşterilerine hizmet sunmaktadır. Deloitte her beş Fortune Global 500® şirketinden dördüne hizmet verirken, dünya çapında farklı bölgelerde 150'den fazla ülkede yer alan global üye firma ağı ile, müşterilerinin iş dünyasında karşılaştıkları zorlukları aşmalarına destek olmak ve başarılarına katkıda bulunmak amacıyla dünya standartlarında yüksek kalitede hizmetler sunmaktadır. Deloitte'un 245.000'i aşan uzman kadrosunun iz bırakan bir etkiyi nasıl yarattığı konusunda daha fazla bilgi almak için Facebook, LinkedIn ya da Twitter sayfalarımızı takip ediniz.

Bu belgede yer alan bilgiler sadece genel bilgilendirme amaçlıdır ve Deloitte Touche Tohmatsu Limited, onun üye firmaları veya ilişkili kuruluşları (birlikte, "Deloitte Network" olarak anılacaktır) tarafından profesyonel bağlamda herhangi bir tavsiye veya hizmet sunmayı amaçlamamaktadır. Şirketinizi, işinizi, finansmanınızı ya da mali durumunuzu etkileyecek herhangi bir karar ya da aksiyon almadan, yetkin bir profesyonel uzmana danışın. Deloitte Network bünyesinde bulunan hiçbir kuruluş, bu belgede yer alan bilgilerin üçüncü kişiler tarafından kullanılması sonucunda ortaya çıkabilecek zarar veya ziyandan sorumlu değildir.

© 2017. Daha fazla bilgi için Deloitte Türkiye (Deloitte Touche Tohmatsu Limited üye şirketi) ile iletişime geçiniz.



01

02

03