Deloitte.

Aralık 2015

Ekonomik Görünüm - Güncelleme
2016'nın eşiğinde Türkiye ekonomisi

Türkiye ekonomisi 2015'de oldukça çalkantılı ama görece dirençli yolculuğunu sürdürdü. Son açıklanan 3. çeyrek büyüme rakamlarından görüldüğü gibi ekonomi yıllık bazda %4, çeyreksel bazda ise %1,3 (yıllıklandırılmış olarak %5'in üstünde) büyüdü. Bu yıl da rahatlıkla, %3'ün üzerinde bir büyüme ile kapanacak gibi duruyor (2014: %2,9). Bunlar içinde bulunduğumuz zayıf global büyüme ortamında küçümsenecek rakamlar değil. Ama büyüme dinamiklerine biraz daha yakın ve orta-vadeli bir perspektiften bakıldığında, bu dirençli görünümün sürdürülebilirliği bir yana, devam etmesi durumunda dahi yeterliliği tartışılır nitelikte.

Öte yandan gerek içeride gerekse dışarıda belirsizliklerin daha önce olmadığı kadar yüksek olduğu bir yıla giriyoruz. Bizim de içinde bulunduğumuz Gelişmekte Olan Ekonomiler (GOE) veya Yükselen Pazarlar yapısal bir yavaşlama içerisinde.

ABD'de parasal normalizasyonun başlıyor olması, geciken reformlar, düşen emtia fiyatları ve siyasi krizler vb. birçok sebepten bu ekonomiler yatırımcı nezdinde artık eski çekiciliğine sahip değil, hatta endişe kaynağı. Bu ortamdan çıkarılması gereken ders aslında basit; kendi "yatırım hikâyemizi" oluşturmak ve bunu zaman içerisinde güçlendirmek gerekiyor.

2015 makro açıdan nasıl bir yıldı? 2016'da bizleri ne gibi senaryolar bekliyor? Bu güncelleme notunda kısaca 2015'in değerlendirmesini yaptıktan sonra gösterge niteliğinde de olsa 2016 ile ilgili görüşlerimizi ve rakamlarımız paylaşıyoruz[1].

[1] Bu kısa not, daha önce elektronik ortamda yayınlanan Ekonomik Görünüm Ekim 2015 (Kritik Bir Eşikte Türkiye Ekonomisi) raporumuzu güncellemek amacıyla kaleme alınmıştır. Ortamın son derece akıcı ve değişken olması dolayısıyla, bu güncellemeyi yapmayı gerekli gördük. Detaylar için ana raporumuza bakılabilir. Bu güncelleme Aralık 11, 2015 itibariyle elimizde olan veri ve gelişmeleri yansıtmaktadır.

2015'den geriye kalanlar...

2015 yılı Türkiye ekonomisi için zorlu bir yıl oldu. Küresel tarafta bunun en temel belirleyeni Fed'in 9 yıl aradan sonra ilk faiz artırımlarına (normalleşmeye veya piyasaların tabiriyle 'kalkış'a (lift-off)) hazırlanırken, Türkiye ve benzer GOE'lerin daha önce pek görülmedik boyutlarda sermaye çıkışlarına ve buna bağlı olarak dolar karşısında sert bir şekilde zayıflayan para birimlerine maruz kalmasıydı. Büyüme oranlarının sert bir şekilde yavaşlaması –nitekim IMF son raporunda büyüme oranlarını aşağı revize ederken neden olarak GOE'leri gösterdi– ve özel sektörün yüksek borçluluk oranları da bu ülkelere dair endişelerin artmasına yol açtı.

Küresel ortamdaki bu olumsuz koşullara ek olarak, 2015 yılında Türkiye ekonomisinin gündeminde bölgesel jeopolitik riskler, iki seçim döneminin yarattığı siyasi belirsizlik ve tırmanan terör olayları vardı.

Tüm bu tablo piyasalarda yıl boyunca dalgalı bir seyir izlenmesine neden oldu. Örneğin Morgan Stanley GOE Composite Index (MSCI), bu yılın başında, Türk hisse senedi piyasalarının endeksteki diğer GOE'lere oranla %4 (Ocak ayı ortalaması) daha primli olduğuna işaret ederken –yıla Türkiye'nin düşen petrol fiyatları nedeniyle bir anlamda "olumlu ayrışarak" girdiğini hatırlayalım– yılın sonuna doğru %15-%20 civarında iskontolu olduğunu gösteriyordu (Grafik 1).

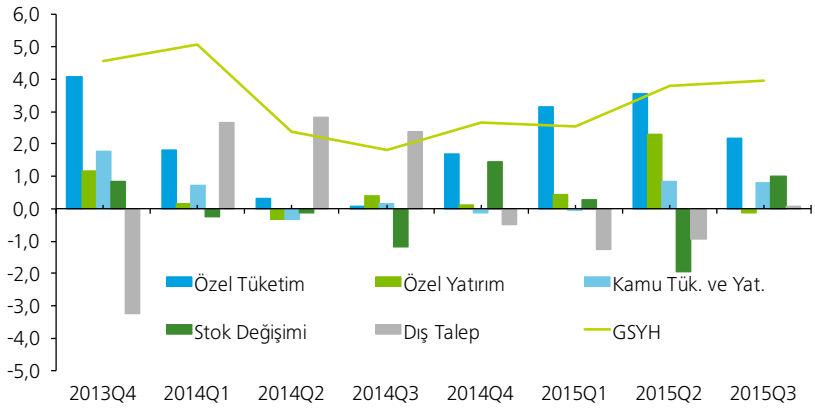
Grafik 1 - MSCI Türkiye ve GOP Endeksleri (Ağu 2008=100)

Aynı şekilde kur tarafında da belirgin bir zayıflama ve oynaklık hakimdi. 2014 yılı sonunda dolar ve sepet bazında (%50 euro+%50 dolar) sırasıyla yaklaşık 2,30 ve 2,55 seviyelerinde seyreden TL, Aralık ayının ilk haftası itibariyle, bu seviyelerine oranla yaklaşık %26 ve %18 değer kaybetmiş durumdaydı. Bono piyasalarında ise Hazine gösterge faizlerinin yılın başına göre 270 puanlık bir artış kaydederek %10,7 seviyelerine yükseldiğini gördük.

Ancak bu görece negatif performansa karşı büyüme tarafının beklenmedik şekilde dirençli bir görünüm sergilediğini söyleyebiliriz. Nitekim 3. çeyrekte beklenenin üstünde gelen büyüme sonrasında, yılın ilk üç çeyreğinde ekonomi %3,4 gibi hatırı sayılır bir büyüme yakaladı. Bu da 4. çeyrekte bir yavaşlama olsa da 2015 yılını %3'ün üzerinde bir büyüme ile kapatabileceğimize işaret ediyor. Mevsimsellikten (ve takvim etkisinden) arındırılmış olarak da rakamlar dikkat çekici. İlk iki çeyrekteki (sırasıyla) %1,5 ve %1,4'lük büyüme oranlarının ardından yılın üçüncü çeyreğinde de ekonomi %1,3'lük bir büyüme kaydetti. Bu rakamlar, yıllıklandırılmış olarak %5'in üzerinde bir büyüme anlamına geliyor.

Küresel ekonominin zayıf seyrettiği ve Türkiye'nin kendi iç dinamiklerinin bu denli olumsuz olduğu böyle bir süreçte büyümedeki bu dirençli görünüm elbette dikkat çekici. Ancak büyüme oranları yüksekçe olmakla birlikte büyümenin kompozisyonu oldukça zayıf demek yanlış olmaz. Bundan kasıt büyümenin temelde tüketim kaynaklı olması ve uzun süredir zayıf seyreden yatırım tarafının ise halen belirgin, kalıcı bir toparlanma gösterememesi. Rakamsal olarak 3. çeyrekte tüketim ve yatırımın büyümeye katkıları 3 puan ve -0,1 puan düzeyinde seyrederken, stoklardan tam bir puanlık (tanımı gereği sürdürülmesi mümkün olmayan) bir katkı geldi (Grafik 2)[2].

Grafik 2 - Büyümenin Kaynakları (geçen dönemin GSYH'sine % olarak)



[2] Bu rakamların yıllık bazda olduğunu hatırlatalım; mevsimsellikten arındırılmış seriler farklı bir görünüm çizebiliyor, ancak bu serilerin dalgalı seyretmesinden dolayı –baz etkisi sorununa rağmen– biz yıllık rakamları kullanmayı tercih ediyoruz.

Yılın ilk üç çeyreğinde de görüntü çok farklı değil. %3,4'lük büyümenin 2,9 puanı özel tüketim harcamalarından gelirken özel sektör yatırımının büyümeye katkısı 0,8 puan ile sınırlı kaldı. Ayrıca tüketim tarafında da genele yayılmış bir talepten ziyade sadece belli ürünlerin (örn. otomotiv) öne çıktığını görüyoruz. Net ihracat tarafı da halen zayıf seyretmeye devam ediyor; ilk üç çeyrekte net ihracatın büyümeye sağladığı katkı -0.7 puan.

Diğer yandan sektörel olarak baktığımızda sanayi sektörünün performansı arzulanan düzeylerin oldukça altında (ilk üç çeyrekte yıllık büyüme oranı %2,4). Büyüme belirgin şekilde tarım (ilk üç çeyrek, yıllık %8,9) ve hizmet sektörü (ilk üç çeyrek yıllık %4,4) üzerinden sağlanıyor.

Büyümenin kompozisyonu dışında, dirençli görünümünün arkasında yatan sebepleri de iyi tahlil etmek gerekiyor. Biz bu görünümün ardında para ve maliye politikalarının nispeten destekleyici olması, tüketim tarafının (belli mallara endeksli de olsa) görece güçlü seyretmesi, sermaye girişlerinin kaynağı belirsiz akımlar ile de olsa devam etmesi ve son 1-2 aya kadar kredi büyümesinin oldukça güçlü seyretmesi gibi etkenler olduğunu düşünüyoruz. Demografi, göç gibi faktörler ile "krizlere karşı belli bir direncin oluşması" da bunda rol oynuyor...

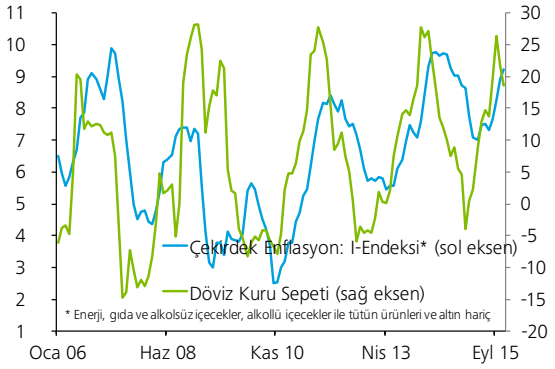
Ancak bu faktörlerin bazılarının geçici ve sürdürülmesinin zor olduğunu da söyleyelim. Örneğin dış finansman tarafında 2016 daha da zor geçebilir ve buna bağlı olarak özellikle kredi genişlemesi istenen düzeylerde seyretmeyebilir. Ayrıca bu büyüme oranlarının bile Türkiye ekonomisi için arzulanan büyüme oranlarının çok altında olduğunu, işsizliğin halen %10'un üzerinde (genç işsizliğinin %18,3 civarında) seyrettiğini ve üretkenlik (istihdam edilen kişi başına üretim) tarafında da 2007'den beri hiçbir kıpırdanma yaşanmadığını hatırlatalım.

Büyüme tarafındaki bu görece olumlu resme rağmen, bildik kırılganlıklarımızın 2015'de büyük ölçüde devam ettiğini söyleyebiliriz. Enflasyonda 2015 yılının bir başka hayalkırıklığı yılı olduğunu söylemek yanlış olmaz. Yılın başındaki kısmi gevşemeye ve iyimser havaya rağmen enflasyon (TÜFE) 2015'i %8,5 seviyelerinde tamamlayacak gibi görünüyor. (Kasım ayında %8,1 idi). Bunda gıda fiyatlarının yüksek seyretmesi, TL'deki değer kaybının yansımaları gibi "negatif" şokların etkileri olduğu biliniyor.

Ancak enflasyondaki yüksek seyri sadece böylesi dönemsel faktörlere bağlamak da doğru değil diye düşünüyoruz. Öncelikle petrol fiyatlarındaki sert düşüş gibi olumlu gelişmelerin de olduğunu, bunun enflasyonda aşağı yönlü katkı yaptığını hatırlatalım (örneğin enerji fiyatları Kasım itibariyle yıllık %1,3 düzeyinde seyrediyordu). Diğer yandan gıda dışı enflasyonun halen %7,5 seviyelerinde, hizmet enflasyonunun ise %8-%9 bandında seyretmesi bize enflasyon tarafında dönemsel etkilerin dışında bir katılık olduğunu düşündürüyor.

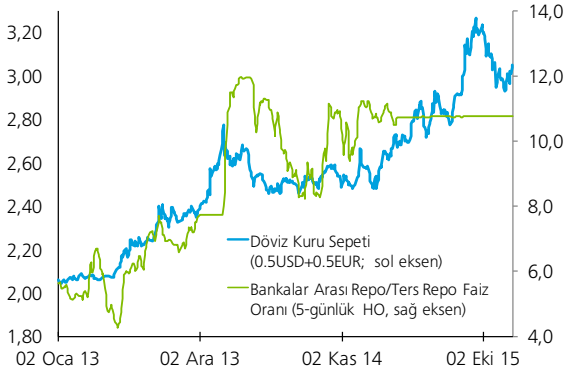
Nitekim enflasyondaki gıda, enerji gibi şokları arındırarak hesaplanan çekirdek enflasyon göstergelerinden I-endeksi de Kasım ayı itibari ile %9,2 gibi oldukça yüksek bir seviyede (son 14 ayın en yükseği) bulunuyordu (Grafik 3). Bütün bunlardan –dönemsel faktörlerin yanı sıra– para politikasının da fiyatlama davranışlarını %5 enflasyon hedefine göre sabitlemekte ve beklentileri çapalamakta yetersiz kaldığı sonucunu çıkarmak yanlış olmaz diye düşünüyoruz.

Grafik 3 - Çekirdek Enflasyon ve Döviz Kuru (yıllık, %)



Para politikası yılın başından bu yana bir anlamda "otomatik pilot"taydı. Ocak ve Şubat aylarında atılan indirim yönündeki adımlardan bu yana Banka, gecelik borç alma (%7,25), gecelik borç verme (%10,75) ve 1-haftalık repo faiz oranlarını (%7,5) sabit tuttu. Piyasalarda oluşan oynaklık ve TL'nin değer kaybına karşı ise, daha üzeri kapalı araçlar ile cevap vermeyi tercih etti.[3] Bu süreçte marjinal fonlama oranı gecelik borç verme faiz oranına (faiz koridorunun üst bandına) yaklaştırıldı ve para politikası faiz oranları %10,75 civarında tutulmuş oldu; ancak bu hamleler kurda oynaklığı ve değer kaybını kesmeye yetmedi (Grafik 4). Bu esnada ağırlıklı ortalama fonlama faizi ise 1-haftalık repo faiz oranının 1-1,5 puan kadar yukarısına çekildi.

Grafik 4 - Kısa Vadeli Faiz Oranları ve Döviz Kuru Sepeti



[3] Bu bağlamda uygulanan likidite ağırlıklı önlemlerin detaylarına gerek 19 Ağustos dokümanından (Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası) gerekse en son 9 Aralık tarihli 2016 Para ve Kur Politikası dokümanından ulaşılabilir.

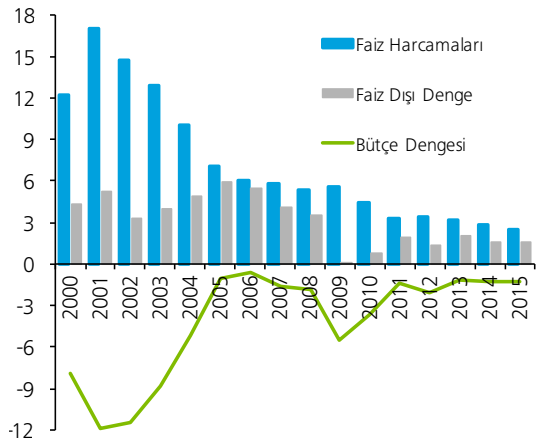
Banka ayrıca Ağustos ayı PPK toplantısı sonrasında yayınladığı "Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası" metniyle bir "sadeleşmeye" gideceğini duyurdu. Sadeleşmeden kastını ise bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik ve dar bir faiz koridoru ile tek politika aracına dönüş olarak açıkladı. Kısa vadede beklenti, haftalık repo ve gecelik borç alma faizinin yukarı doğru yükseltilmesi yönünde. Bu çerçevede ilk adımın piyasalar tarafından 15-16 Aralık FOMC/Fed toplantısı sonrasına denk gelen 22 Aralık Para Piyasası Kurulu (PPK) toplantısında beklendiğini söyleyebiliriz. 2016 yılının risk görünümü düşünüldüğünde temel soru gelişen koşulların, TCMB'nin planladığı gibi tedrici bir sadeleştirmeye izin verip vermeyeceği sorusu.

Öte yandan maliye politikası, 2015 yılının görece güçlü taraflarından biriydi. İki seçimli bir yıl olmasına rağmen vergi gelirlerinin artışı faiz dışı harcama artışlarının üzerinde seyretti. Yılı GSYH'ye oranla %1,2'lik bir bütçe açığı ve %1,6'lık faiz dışı fazla ile bitirecek gibi duruyoruz. Bu da revize edilmiş OVP rakamları ve son yıllardaki olumlu denebilecek performans ile oldukça uyumlu (Grafik 5).

Ancak bütçe tarafında daha önce de dikkat çekmeye çalıştığımız gibi, bazı zafiyetler de var. Bunların başında faiz dışı harcamaların (FDH) 2007 yılından bu yana bütçe hedeflerini aşıyor olması geliyor. Bu sene de FDH hedeflenen düzeyi neredeyse iki puana yakın aşacak gibi görünüyor. Nitekim bu süreçte FDH/GSYH oranının kriz öncesindeki %17-18 seviyelerinden, son dönemde %22-23 seviyelerine yükseldiğini görüyoruz.

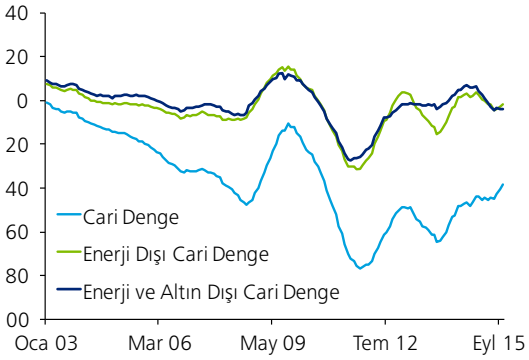
Diğer yandan gelirler tarafında da bir defaya mahsus gelirlerin ağırlığı sürüyor. Bunun için önemli bir gösterge Maliye tanımlı faiz dışı fazla ile (bir defaya mahsus gelirlerin çıkarılması ile hesaplanan) IMF tanımlı faiz dışı denge arasındaki makasın açılıyor olması. Bu da gelirler tarafının bu görece güçlü seyrinin sürdürülebilirliği konusunda –her ne kadar bugüne kadar bu tarz bir sorun yaşanmamış olsa da– soru işaretleri uyandırıyor.

Grafik 5 - Merkezi Yönetim Bütçe ve Faiz Dışı Dengesi (GSYH'ye oran olarak)



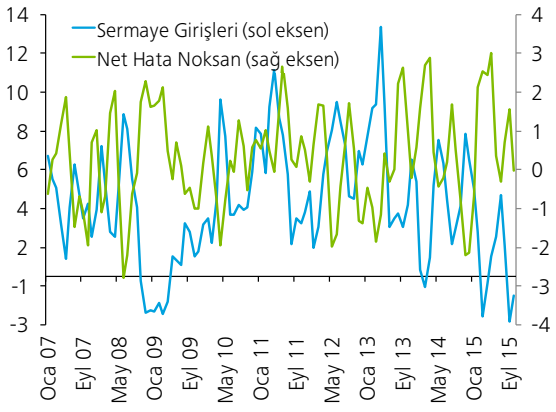
Cari açık tarafında yılın son aylarına doğru belirgin bir yavaşlama kendini göstermeye başladı. Hatırlanacağı gibi yılın başında enerji fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak beklenen daralma, çekirdek açıktaki bozulma nedeniyle gerçekleşmemişti. Elimizdeki son veriler, 12-aylık toplam cari açığın Aralık 2014 sonundaki 46,5 milyar dolar seviyesinden Ekim itibari ile 38 milyar dolara gerilediğini gösteriyor (Grafik 6). Biz daralmanın devam edeceğini ve bu şekilde yılı 32 milyar dolarlık bir açık ile tamamlayacağımızı tahmin ediyoruz. Ancak nominal dolar bazlı GSYH'nın da gerileyeceği göz önüne alınınca cari açık/GSYH oranı yine de %4,5'in üzeri gibi yüksekçe bir seviyede kalacağa benziyor (2014: %5,8).

Grafik 6 - Cari Denge (12-aylık toplam, milyon USD)



2015 yılında finansman açısından "günü kurtardığımız" söylenebilir. Özellikle portföy tarafındaki güçlü çıkışlar nedeniyle, tanımlı sermaye akımları (doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, uzun vadeli borçlanma vb) belirgin şekilde –2014 yılı sonundaki 43 milyar dolar seviyesinden Ekim itibari ile 21 milyar dolara– yavaşlarken, kaynağı belli olmayan sermaye akımlarının güçlü seyrettiğini gördük. Doğal olarak bunun ne tür akımlarla beslendiğini bilmek mümkün olmasa da, daha önceki raporlarımızda da değindiğimiz gibi biz bu tür akımların yerleşiklerin yurtdışındaki varlıklarından sağlanan giriş-çıkışlar olabileceğini düşünüyoruz. En azından aradaki kuvvetli ters korelasyon bunu düşündürüyor (Grafik 7). Bu da bu tür akımların uzun süreli bir finansman kaynağı olamayacağına ve önümüzdeki dönemde dış finansman tarafının gittikçe daha sorunlu bir hale gelerek bir kısıt olarak karşımıza çıkabileceğine işaret ediyor.

Grafik 7 - Sermaye Hareketleri ve Net Hata Noksan (2-aylık hareketli ortalama, milyar USD)



Diğer yandan 2015 yılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) açısından çok olumsuz bir yıl olmadı. 12-aylık toplam (net) DYY, 2014 yılı sonunda 5,7 milyar dolar seviyesindeyken Ekim ayı itibari ile 9,2 milyar dolara yükseldi. Yine de burada (BBVA'nın Garanti hisselerini satın alması gibi) bir defalık bir giriş olduğunu hatırlatalım. Öte yandan DYY çıkışlarında da (yani bizim yerleşiklerin dışardaki yatırımlarında da) son yıllarda görece bir ivmelenme olduğunu ekleyelim. Geçen yılın Ocak-Ekim döneminde 4,7 milyar dolar olan bu çıkışlar, bu yılın aynı döneminde de 4,3 milyar dolar ile benzer bir seyir izliyordu.

Nasıl bir 2016?

2016 yılında küresel taraftaki sorunlar devam edeceğe benziyor. Yukarıda değindiğimiz gibi IMF, 2016 yılı küresel büyüme tahminini Ekim raporunda da bir kez daha aşağı yönlü revize etti ve %3,8'den %3,6'ya düşürdü. Bu büyük oranda GOE'lere dönük kaygıdan kaynaklanıyor. Türkiye'yi de bu tablodan muaf tutmak pek mümkün değil. Fed'in Aralık ayındaki (15-16 Aralık) toplantısında faiz artırımlarına başlayacağı nerdeyse kesinleşti.[4] Her ne kadar artış hızının oldukça yavaş olacağı vurgulansa da Türkiye de dahil olmak üzere GOE'ler üzerindeki baskının azalacağını düşünmek oldukça iyimser olur. Ancak normalleşmenin başlamasıyla oynaklıkta görece bir azalma olması da olası.

Diğer yandan 2016 yılı için en önemli belirleyenlerden biri olacak Kasım seçimleri geride kaldı. Seçim sonuçlarından çıkan tek parti iktidarı siyasi belirsizliklerin bir ölçüde azaldığına işaret etse de kaybolduğu anlamına gelmiyor. Örneğin Başkanlık sistemi tartışmalarının devam edip etmeyeceği ve gündemi ne kadar meşgul edeceği bilinmezler arasında. Bölge ise –Suriye odaklı– kaos ortamında demek yanlış olmaz. Bunun içerde de birçok yansıması oluyor. Rusya ile yaşanan gerginlik, Barış Süreci'nin fiilen askıya alınması önemli politik risk ve belirsizlik kaynağı...

Olumlu tarafta ise Avrupa Birliği ile son dönemde varılan anlaşma ve müzakere başlıklarının yeniden açılmaya başlanacak olması var. Bunu cesaret verici bulmakla birlikte buradan da kısa vadede hemen bir sonuç/ilerleme beklemek pek doğru olmayabilir diye düşünüyoruz. Bunun için Kıbrıs konusunu izlemek gerekiyor. Diğer bir olumlu taraf emtia fiyatları ile ilgili. Raporumuz yayına hazırlanırken Brent varil başına 40 doların altında seyrediyordu. Bu sayede –bu seneki kadar olmasa da– gelecek sene enerji ithalat faturamızın daha da düşmesi söz konusu olabilir.

Yeni hükümetin ekonomi takımının ise olumlu karşılandığını ama piyasalar tarafında aşırı bir heyecan, pozitif bir kırılma yaratmadığını gözlemliyoruz.

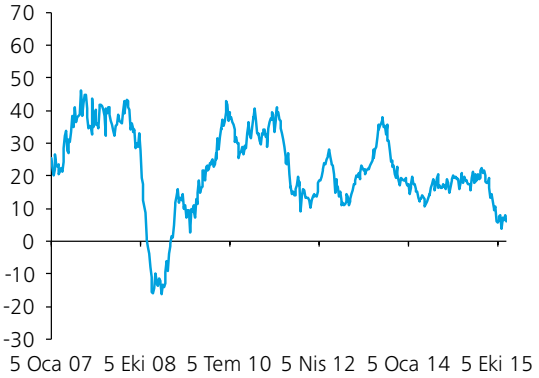
Aynı şeyi şu ana kadar açıklanan reform programı için de söylemek mümkün. Takvime bağlanmış yeni vaatler ve reformların genelde olumlu karşılanmakla beraber, kamuoyunda ve yatırımcılarda gereken ilgiliyi/heyecanı uyandırmadığı, Türkiye için "yeni bir hikaye" oluşuyor algısının oluşmadığı görülüyor.[5] Bu konuda detayları beklemek ve uygulamaya odaklanmak gerekiyor; vaatlerin –ki bunların en az GSYH'nin %1'i kadar bir bütçe yükü getireceği tahmin ediliyor – yılın başında 2016 Bütçesi yeniden ele alınırken dikkatle izlenmesi gerekiyor. Bu açıdan şu anda hedeflendiği gibi FDH'nin 2016 yılında GSYH'nın %22,7'sine inmesi (bu seneye göre 0,6 puan kadar bir düşüşe denk geliyor), bütçe açığının da yine yaklaşık 0,5 puanlık bir iyileşme ile %0,7'ye (GSYH'ye oranla) düşmesi oldukça iyimser duruyor.

[4] Bu güncelleme notumuzun Aralık 11, 2015'e kadar elimizde olan veri ve gelişmeleri kapsadığını bir kez daha hatırlatalım.

[5] Başbakan Sn. Davutoğlu'nun açıkladığı "2016 Yılı Eylem Planı" 3 ay, 6 ay ve 1 yıl içinde gerçekleştirilecek reform ve icraatları içeriyor. Pakette ekonomi, temel hak ve özgürlükler, şeffaflık gibi kritik birçok başlık bulunuyor. Detayların önümüzdeki günlerde daha belirginleşmesi bekleniyor.

Makro tarafa dair beklentilerimize gelince... Bizim temel senaryomuz küresel ekonomideki ve politik taraftaki bu zorlu görünüme rağmen, Türkiye ekonomisinin 2016 yılını büyük bir sarsıntı olmadan atlatacağı yönünde. Ancak elbette bir başka çalkantılı ve zorlu yıl bizi bekliyor diye düşünüyoruz. Kısaca özetlersek, yukarıda da bahsettiğimiz gibi büyüme tarafındaki dirençli seyir sürdürülebilir görünmüyor. Özellikle son dönemde kredi büyümesindeki yavaşlama ve ithalat talebinin zayıflaması büyüme açısından pek de olumlu değil. Nitekim kur etkisinden arındırılmış, 13-haftalık ortalama kredi büyümesi yıllıklandırılmış olarak 2014 sonundaki %20'ler düzeylerinden Aralık başında %6'lara kadar geriledi (Grafik 8). İthalat hacim endekslerinin yıllık büyüme oranları da (3-aylık hareketli ortalama olarak) negatife döndü.

Grafik 8 - Toplam Krediler (13-haftalık ortalama, yıllıklandırılmış, kur etkisinden arındırılmış)



Elbette dışarıda Euro Bölge'sindeki toparlanma Türkiye açısından olumlu, ancak bulunduğumuz koşullarda gerek jeopolitik riskler –ki Rusya krizinde olduğu gibi bunlar gerçekleşmeye başladı– gerekse siyasi tansiyonun içeride yüksek seyretmesi, güven ve yatırım ortamında kalıcı bir toparlanma olmayabileceğini düşündürüyor.[6] Buna bir de dış finansman koşullarındaki görece sıkılaşma eklenince biz 2016 yılında büyümenin yavaşlamasını ve yılı %2,7 seviyesinde kapatmasını bekliyoruz.

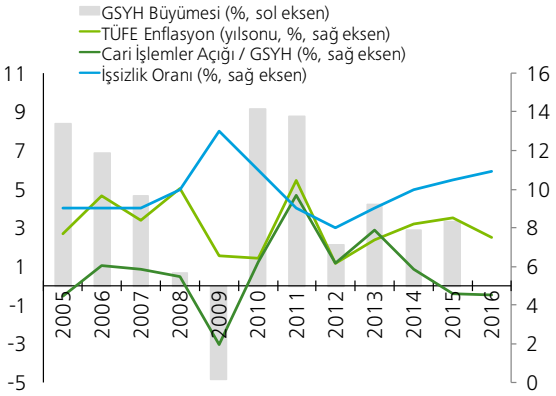
2016 yılında enflasyonda kayda değer bir gevşeme için herhangi bir neden bulunmuyor. Gıda fiyatlarında (baz etkisi, Rusya krizinin "olumlu" bir sonucu vb ile) bir miktar gevşeme gözlenebilir ancak yukarı yönlü diğer risklerin ağır basacağını düşünüyoruz. Örneğin Merkez Bankası yılın son (Ekim) Enflasyon Raporu'nda 2016 sonu için enflasyon tahminini %5'ler yerine, %6,5 olduğunu duyurdu ve bu tahminin asgari ücrette gerçekleşecek %30'luk artışın etkisini içerdiğini belirtti.[7] Ancak bu varsayımın oldukça iyimser kalabileceğini belirtmek gerekiyor. Enflasyonda süre gelen katılıklar da düşünüldüğünde, 2016'yı yine hedef ve tahminin belirgin üzerinde %7,5'lik bir enflasyon ile bitirmemiz daha olası gözüküyor. (2016 yılında kur tarafında da önemli bir rahatlama beklemediğimizi ekleyelim.)

[6] Rusya krizinin etkisi ticaret, turizm ve diğer kanallardan olmak üzere en fazla 10 milyar dolar civarında tahmin ediliyor. Elbette bu rakam gaz akışının devam edeceği ve krizin daha da büyümeyeceği varsayımlarına dayanıyor.

[7] Asgari ücret artışının önemli makro etkileri olması beklenmekle birlikte bunun niceliksel tahminlere dönüştürmek oldukça zor. Ancak artış çok yüksek olduğundan talep tarafından (enflasyon, cari açık ve büyüme üzerinde) bazı artırıcı etkiler beklenmeli; arz tarafından bakıldığında ise (artan maliyetler dolayısıyla) büyüme üzerinde olumsuz bir etki olabilir. Henüz devletin bu yükün ne kadarını karşılayacağının belli olmadığını dolayısıyla maliyet tarafındaki artışın net olmadığını hatırlatalım.

2016 yılında ithalatta bir miktar artış yaşanacağı buna karşın ihracat ve turizm kısmının (bölgesel gelişmeler, AB'deki toparlanmanın çok yavaş seyretmesi vb nedenler ile) zayıf seyretmeye devam edeceği varsayımı ile biz cari açıkta yeniden 31 milyar dolar (GSYH'ye oran ile %4,5) seviyelerinin makul olduğunu düşünüyoruz (Tablo 1; Grafik 9).

Grafik 9 - Temel Makro Değişkenler



Bu temel senaryo dışında iki alternatif senaryodan daha bahsedilebilir. Bunlardan ilki yatırımcılar açısından sağlam bir "hikaye" yaratmanın başarılmasıyla (örneğin, reformlar konusunda ivmelenme, Avrupa Birliği üyelik sürecinde canlanma, TCMB'nin bağımsızlığı konusundaki gölgelerin net bir şekilde ortadan kaldırılması, vb.) büyüme tarafında bir toparlanmanın gözlenebileceği "iyi" senaryo... Bu yılı, ekonominin %4 ya da daha fazla büyüyebileceği, enflasyonun %7,5'lerin de altına gerileyebileceği ama cari açığın bir şekilde yüksek kalmaya devam edeceği bir tablo ile bitirmemizi sağlayabilir.

Diğer bir senaryo ise finansman koşullarının beklenenden daha da fazla bozulması, içeride politik ve jeopolitik belirsizliklerin artması vb sonucu "sert" bir düzeltmenin yaşanacağı "kötü" senaryo. Böylesi bir durumda ekonominin durgunluğa gireceğini (0 ya da negatif büyüme gibi), TL'de baz senaryoya göre daha sert bir zayıflamanın yaşanacağını ve enflasyonun daha da artacağını bekleyebiliriz.

2016'da neleri izlemeliyiz?

Tanımı gereği bilemediğimiz riskler –yani 'Kara Kuğu'lar– ve jeopolitik riskler bir yana, 2016'da gündemimizi ne gibi makro konular belirleyecek? Dışarıda ve içeride hangi başlıkları izlemeliyiz?

Yılı bitirmeye hazırlandığımız şu günlerde dışarıda Fed, Çin ve bizim de içinde olduğumuz GOE'lerin gidişatı –ve bunlara karşı yatırımcıların algısı– izlenmesi gereken en temel konular gibi duruyor. ABD Merkez Bankası ilk hareketini Aralık ayında yapsa da, belirsizlikler ortadan kalkmayacak. Fed nasıl bir hızda ilerleyecek? Bir noktada geri adım atmak zorunda kalacak mı? ABD ekonomisi nasıl bir görünüm çizecek, bu esnada Avrupa'da iyileşme ağır-aksak da olsa devam edecek mi, bu konular ve sorular yakından takip edilecek.

Çin'de büyüme dinamikleri ve bunun yuan üzerinde olası etkileri izlenmesi gereken başka bir konu. Bilindiği gibi Çin, "büyüme modeli"ni (yatırımdan tüketim ve servise dönerek ve aşırı borçluluğu kontrol altına alarak) değiştirmeye çalışıyor; ve bunu yaparken sert bir yavaşlamayı önlemeye çalışıyor. Bu süreçte yuan devalüe edilir mi? Edilirse ne gibi etkileri olur?

Son olarak, örneğin Brezilya'da yaşanan sorunlara bakıldığında yeni bir GOE'ler krizi olup olmayacağı 2016 da herhalde tartışılmaya devam edecek. Bizim görüşümüz, Fed'in çok yavaş da olsa artırımlara devam edeceği, yuan'ın ise hafif devalüe edileceği ama geniş tabanlı bir GOE krizinin yaşanmayacağı şeklinde...

İçeride ise siyasi tarafı ve Avrupa sürecini bir yana bırakacak olursak, yeni bütçe, şu ana kadar verilen vaatlerin maliyeti ve etkileri, yeni ekonomi ekibinin uyumu ve felsefesi, reform tarafında hükümetin uygulamaları ve Nisan ayında TCMB yönetiminde olası değişiklikler en yakın izlenecek konular arasında gözüküyor.

Tablo 1 - Temel Makro Göstergeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015t	2016t
Büyüme (GSYH; %)	9,2	8,8	2,1	4,2	2,9	3,3	2,7
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	6,4	10,4	6,2	7,4	8,2	8,5	7,5
Cari Denge (milyar $)	-45,3	-75,0	-48,5	-64,7	-46,5	-32,3	-31,0
Cari Denge (GSYH'ye oran olarak)	-6,2	-9,7	-6,2	-7,9	-5,8	-4,6	-4,5
Dış Ticaret Dengesi (milyar $; TUİK tanımı)	-71,7	-105,9	-84,1	-99,9	-84,6	-62,4	-60,4
Enerji Faturası (net, milyar $)	34,0	47,6	52,4	49,2	48,8	33,0	25,9
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (milyar $; net)	7,6	13,8	9,2	8,8	5,7	10,0	8,0
Döviz Kuru (TL/$; yılsonu, Aralık ortalaması)	1,52	1,87	1,78	2,06	2,29	2,93	3,20
Bankalararasi Faiz Orani (yılsonu ort. 5 iş günü; basit; %) 1/	6,50	11,70	5,70	7,75	11,10	10,75	12,25
Gösterge DİBS Faizi (Aralık ortalaması; bileşik, %)	7,40	10,45	5,90	9,40	8,10	10,85	12,00
Merkezi Hükümet Faiz Dışı Fazlası (GSYH'ya oran olarak)	0,7	1,9	1,3	2,0	1,6	1,6	1,0
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (GSYH'ya oran olarak)	-3,6	-1,4	-2,1	-1,2	-1,3	-1,2	-1,6
Merkezi Hükümet Brüt Borç Stoku (GSYH'ya oran olarak)	43,1	39,9	37,5	37,4	35,0	35,6	35,1

1/ 2010 için 1-haftalık repo, sonrası için gecelik repo/ters repo faiz oranı

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. DTTL ve üye firmalarının yasal yapısının detaylı açıklaması **www.deloitte.com/about** adresinde yer almaktadır.

Deloitte, denetim, danışmanlık, finansal danışmanlık, risk yönetimi, vergi ve ilgili alanlarda, birçok farklı endüstride faaliyet gösteren özel ve kamu sektörü müşterilerine hizmet sunmaktadır. Dünya çapında farklı bölgelerde 150’den fazla ülkede yer alan global üye firma ağı ile Deloitte, müşterilerinin iş dünyasında karşılaştıkları zorlukları aşmalarına destek olmak ve başarılarına katkıda bulunmak amacıyla dünya standartlarında yüksek kaliteli hizmetler sunmaktadır. Deloitte, 225.000’i aşan uzman kadrosu ile kendini iz bırakan bir etki yaratmaya adamıştır. Deloitte, her 5 Fortune Global 500® şirketinden 4’üne hizmet vermektedir.

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.

© 2015. Daha fazla bilgi için Deloitte Türkiye (Deloitte Touche Tohmatsu Limited üye şirketi) ile iletişime geçiniz.