Deloitte.

Kritik bir eşikte Türkiye ekonomisi

Ekonomik Görünüm

Ekim 2015

İçindekiler

Önsöz

Genel Değerlendirme

Global Görünüm

Türkiye Ekonomisi

Ek

Yazar Hakkında

Dr. Murat Üçer

Deloitte Ekonomi Danışmanı

Murat Üçer, Global Source Partners Türkiye danışmanlığının yanı sıra Turkey Data Monitor kurucu ortağı ve Koç Üniversitesi yarı-zamanlı öğretim üyesidir. Finans kuruluşlarına, uluslararası firmalara ve kamu kurumlarına makroekonomik danışmanlık yapmakta, Deloitte platformları da dahil olmak üzere eğitim programları ve Türkiye makroekonomisi hakkında seminerler vermektedir. Daha önce Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), Credit Suisse ve Uluslararası Para Fonu'nda (IMF) ekonomist olarak görev almış, 2001'de Hazine ve 1997'de T.C. Merkez Bankası olmak üzere üst düzey danışmanlık görevlerinde bulunmuştur. Lisans ve Doktora derecelerini sırasıyla Boğaziçi Üniversitesi ve Boston College'dan alan Üçer'in Türkiye ekonomisi üzerine çok sayıda makalesinin yanı sıra Türkiye'de 2001 krizi üzerine yayınlanmış bir kitabı da bulunmaktadır.

Önsöz

Hüseyin Gürer
CEO
Deloitte Türkiye

2015 yılı olumlu bir havada başlamasına rağmen, oldukça zorlu bir yıl olarak kapanmaya aday. Bunun hem dış hem iç dinamiklerden kaynaklandığını söylemek mümkün. Küresel ortam bizim de içinde bulunduğumuz gelişmekte olan piyasa ekonomilerine karşı sertleşirken, içeride de siyasi belirsizlik, kutuplaşma ortamı artarak devam etti. Bölgedeki istikrarsızlık ise kapımıza dayandı; en son başkentte meydana gelen terör trajedisi ile ulusça sarsıldık.

Bu satırlarda birçok kez altını çizdiğimiz gibi küresel ekonomide devam eden belirsizlikler ve büyüme endişeleri, bölgemizde şiddetlenen istikrarsızlık durumu ve ekonomide gözlenen yapısal tıkanma, Türkiye'nin artık bir an önce önünü görebilmesini ve bir reform perspektifini yakalamasını gerektiriyor. Bu yüzden ne büyüme rakamlarındaki görece direnç, ne de son günlerde piyasalarda hakim olan nispeten iyimser hava bizleri rehavete kaptırmamalı.

Raporumuzu bir kez daha aşırı dalgalı ve gündemin süratle değiştiği bir ortamda yayınladığımızın bilincindeyiz. Ancak yine de karşı karşıya bulunduğumuz makroekonomik durumun bir resmini çizmeye, bu şekilde gündeme ışık tutmaya çalıştık. Bu çabamızın sizlere faydalı olmasını umuyor, iyi okumalar diliyoruz...

Genel değerlendirme

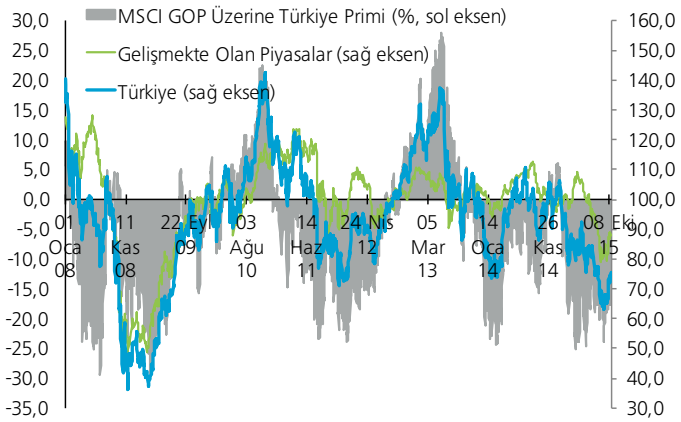
Anasayfa
İçindekiler
Önsöz
Genel Değerlendirme
Global görünüm
Türkiye ekonomisi
Ek

Türkiye ekonomisi yine oldukça dalgalı geçen bir yılı geride bırakmak üzere[1].

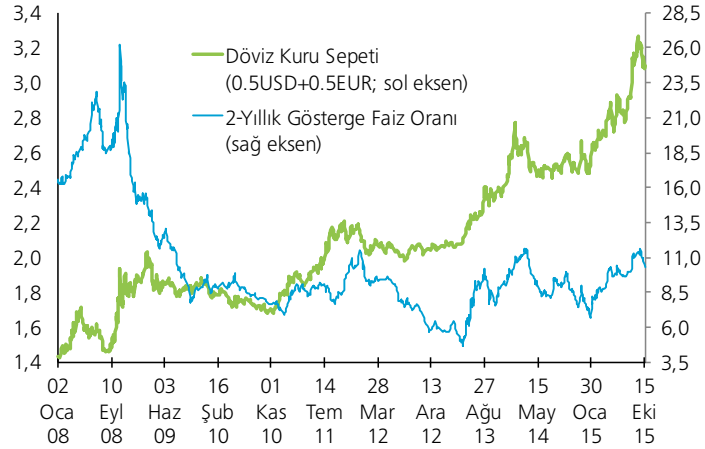
Yıla petrol fiyatındaki sert düşüşten ve bunun özellikle cari açık tarafında yaratacağı iyileşmeden dolayı olumlu giren piyasalar, sonrasında artan siyasi belirsizlikler ve Merkez Bankası üzerinde yoğunlaşan siyasi baskılara ek olarak, dışarıda gelişmekte olan piyasalar (GOP) aleyhine gelişen ortam nedeniyle olumsuz bir performans gösterdi. Dışarıdaki ortamın temel belirleyicileri ise, özetle, doların güçlenmesi, Çin'de sert yavaşlama endişeleri, emtia fiyatlarındaki çöküş ve bunun özellikle emtia ihracatçısı GOP'ları vurması ve GOP'lardan sert sermaye çıkışları oldu.

Örneğin Morgan Stanley Composite Index (MSCI) bazında hisse senedi piyasalarına bakacak olursak, yıla ortalama GOP endeksine göre (%5 civarında) primli başlayan Türkiye piyasaları Ekim itibariyle %15 kadar iskontolu hareket ediyordu (Grafik 1)[2]. Benzer bir tablo kur tarafında da oluşmuştu. Yılbaşından beri (yine Ekim ortası itibariyle) dolar ve sepet (%50 Euro+%50 ABD doları) bazında yaklaşık %25 ve %20 değer kaybeden Türk lirası, bu performansıyla Brezilya ve Rusya ile birlikte parası en fazla değer kaybeden GOP ekonomileri arasındaydı. Bu gelişmelere doğal olarak bono piyasası da tepkisiz kalmadı; raporumuz yayına hazırlandığı sırada gösterge faiz %10,5 civarında seyrederken bu sene başına göre yaklaşık 300 baz puanlık bir yükselişe işaret ediyordu (Grafik 2).

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



Grafik 2 - Döviz Kuru ve Faiz



[1] Bu rapor, 1 Kasım seçimlerinin hemen öncesinde, makro ekonomide en son gelişmelerin resmini çekmeyi amaçlamaktadır. Her zamanki gibi bu bölümde genel değerlendirme ve tahminlerimize; raporun geri kalanında ise biraz daha detaylı olarak son küresel ve lokal makro gelişmelere odaklanıyoruz. Raporumuzdaki veriler Ekim ortası itibariyledir.

[2] Prim ve iskontoyu, [(MSCI Türkiye – MSCI Ortalama)/MSCI Ortalama]x100 olarak hesaplıyoruz.

Makro tarafta ise 2015'in temel resmini, "görece dirençli bir büyüme, sert bir şekilde bozulan enflasyon görünümü ve gecikmeli de olsa daralmaya başlayan bir cari açık" oluşturdu.

İlk yarıda daha çok iç talep ve özel tüketim ağırlıklı olarak %3,1 büyüdükten sonra, yılın 3. çeyreğinde de – çeyreksel olarak bariz yavaşlama görülse de – yıllık bazda benzer bir büyüme oranı gerçekleşecek gibi duruyor. İlgili bölümde detaylandırıldığı gibi 4. çeyrekte sert bir yavaşlama olması durumunda bile –ki bizim beklentimiz o yönde– yılı matematiksel olarak %3 civarında bir büyüme ile kapatacak gibi duruyoruz. Nitekim en son yayınlanan Orta Vadeli Program (OVP)'da da büyüme rakamı %4 hedefinden aşağı doğru revize edilerek %3 düzeyine indirilmiş durumda. (2016-18 yıllarını kapsayan OVP'nin detayları kısaca raporun sonunda paylaşılmaktadır.

Bu görece direncin –ve küresel ekonomideki yavaşlama düşünüldüğünde çok da zayıf olmayan performansın– arkasında birkaç faktörün yattığını söyleyebiliriz. Bunlar arasında da ekonominin bazı kritik aktörlerinin –örneğin bankacılık sektörü ve kamu sektörünün– halen belli bir güçte olmasını; sermaye girişlerinin –kaynağı belli olmayan kanallardan da olsa– görece devam etmesini, bazı geçici faktörleri –örneğin bu yılın ilk yarısında seçim öncesine çekilmesi nedeniyle tüketim ve yatırım harcamalarının artması gibi– ve para ve maliye politikalarının görece destekleyici bir konumda olmasını sayabiliriz.

Ancak bu %3 civarında büyüme oranlarının, arzulananın ve hedeflenenin oldukça altında kaldığını ve geçmişe göre (örneğin 2002-06 döneminde görülen %6-%7 civarındaki büyüme oranlarına göre) sert bir yavaşlamaya karşılık geldiğini belirtmek gerek. Son yıllarda OVP'lerde belirlenen %5 bir yana, %4'lük büyüme hedeflerine bile ulaşılamaması bu açıdan ayrı önem taşıyor.

Büyüme seviyelerinin tatmin edici olmaması dışında, büyümenin kompozisyonu (tüketime dönük olması), arka planda üretkenlik (milli gelir/istihdam) artışlarının zayıf hatta durağan seyretmesi ve aşağıda değineceğimiz gibi bu büyüme oranlarının bile görece yüksek enflasyon ve cari açığa denk gelmesi, büyüme dinamiğimiz ve "modelimiz" açısından rehavete kapılmamak gerektiğini çok net ortaya koyuyor. Hatta siyasi istikrarın ve yeni bir reform perspektifinin yakalanamadığı durumda bu oranların dahi yüksek kalabileceğini olasılık dâhilinde görüyoruz.

Yılbaşındaki olumlu görünüme rağmen enflasyon bir kez daha hayal kırklığı yarattı. Dönemsel faktörlerden gelen baskı (başta lirada değer kaybı ve yüksek seyreden gıda fiyatları olmak üzere), çekirdek enflasyon göstergelerindeki bozulma ve hizmet enflasyonundaki katılık göz önüne alındığında enflasyonda kısa dönemde belirgin ve kalıcı bir gevşeme oldukça zor gözüküyor. Hatta yılı %8,5 civarında bir enflasyon ile (TÜFE) kapatacak gibi duruyoruz. Bu rakamların sene başında yayınlanan ilk Enflasyon Raporu'ndaki (Ocak 2015) %5,5'lik tahminin hatta en son OVP'de yayınlanan %7,6'lık tahminin de belirgin üzerinde olduğunu belirtelim.

Anasayfa
İçindekiler
Önsöz
Genel Değerlendirme
Global görünüm
Türkiye ekonomisi
Ek

OVP'den devam edecek olursak, başka bir dikkat çeken nokta ilk defa enflasyon hedefinin gelecek sene için de ulaşılamaz olduğunun kabul edilmesi ve 2016 sonu tahminin (daha önceki %5,5 seviyesinden) %6,5 civarına revize edilmesi. Bu bir yandan son yıllarda hedefi yakalama konusunda görülen başarısızlık göz önünde bulundurulduğunda daha gerçekçi bir yaklaşım olarak görülebilir. Ancak enflasyon beklentilerinin ve fiyatlama hareketlerinin zaten bozulduğu bir dinamikte, tahminlerin yükseltilmesinin enflasyonun daha da katılaşmasına ve son tahlilde fiyat istikrarına ulaşımı güçleştirmesine yol açması da oldukça olası.

Cari açık tarafında ise -yine ilgili bölümde detaylandırılacağı gibi – son aylara kadar bariz bir iyileşme görülmedi. Enerji faturasındaki belirgin düşüşün, çekirdek açıktaki (altın ve enerji hariç) bozulma ile birleşmesi bunda rol oynadı. Çekirdekteki bozulmada ise ağırlıklı olarak (enerji-hariç) ithalatta görece direnç, zayıf seyreden ihracat ve hizmet gelirleri rol oynadı. Ancak buna rağmen Ağustos ve Eylül aylarında ticaret açığında görülen sert daralma, yılsonunda cari açığın halen 35 milyar dolarlara kadar düşebileceğine işaret ediyor. Ancak ABD doları ve piyasa kuru cinsinden GSYH'nin sert şekilde (800 milyar dolardan yaklaşık 700 milyar dolara) daraldığı göz önünde bulundurulduğunda cari açık GSYH'ye oranla yine de %5 gibi oldukça yüksek sayılabilecek bir düzeyde yılı tamamlayacak gibi duruyor.

Maliye ve para politikaları yukarıda değinildiği gibi genelde destekleyici duruşunu sürdürdü.

Maliye politikası tarafında yılı merkezi hükümet bütçe açığı hedefinin hafif üzerinde kapatacağız gibi duruyor. Daha da önemlisi, geçen yılki OVP'de hedeflenenin tam aksine, faiz dışı harcamaların GSYH'ye oranla bir puan kadar azalmak yerine, bir puan kadar artmasına tanık olacağız gibi duruyor. Son yıllarda harcama limitlerinin hep aşıldığını ancak bunun (gerek vergi, gerek vergi-dışı) gelirler tarafında görece iyi bir performans ile kapatıldığını, bu yılın da bu açıdan bir istisna olmayacağını hatırlatalım.

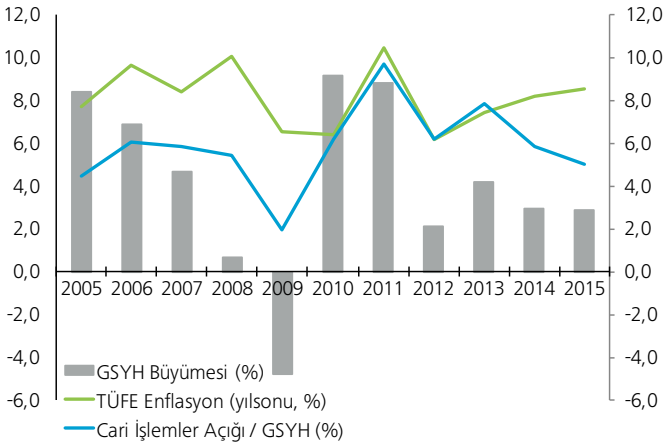
Para politikası tarafında ise kur üzerinde oluşan baskılar nedeniyle Merkez Bankası görece bir sıkılaşmaya giderken net ve belirgin bir faiz artırımından kaçındı. Ortalama fonlamayı enflasyon civarında, yani reel olarak sıfır düzeylerinde tutarken, marjinal fonlamadan sağlanan likiditeyi artırarak piyasa faizlerinin %10,75 civarında oluşmasını sağladı. Ancak son haftalara kadar kredi büyümesi oldukça yüksek seyretti. Son haftalarda ise gerek arz (örneğin bankaların aşırı dış kaynağa yönelmesi ve kredi/mevduat oranındaki yükselişler), gerekse talep (ekonomide görülen yavaşlama) kaynaklı olarak kredi genişlemesinde sert yavaşlama görülmeye başlandı[3]. Öte yandan Merkez Bankası rezervlerinde de net olarak gözle görülür bir bozulma yaşandı. Net rezervler 2014 sonundaki yaklaşık 40 milyar dolar seviyesinden son dönemde 30 milyar dolar civarına, yaklaşık bir 10 milyar dolar kadar geriledi.

Genel yaklaşım olarak ise Merkez Bankası'nın kur-faiz arasında tercih söz konusu olduğunda yeni duruma daha çok kur üzerinden –yani lirada değer kaybına izin vererek– tepki verdiğini gözlemledik. Burada siyasi baskıların, faiz artışlarının zaten zayıf olan büyümeyi baskılayacağı düşüncesinin yanı sıra kurdaki zayıflamanın ihracatı destekleyeceği ve ithalatın yerli üretim ile ikame edileceği beklentisi etkili oldu demek sanırız yanlış olmaz. Ancak bu yaklaşımın da ciddi riskleri olduğunu belirtmek gerekiyor. Her şeyden önce ihracat tarafında arzulanan ivmelenmenin sağlanamadığı ortada. Bunun yanında kurda yaşanan sert değer kayıplarının enflasyonda ivmelenme, şirketlerin bilançolarındaki kur riskinin artması, yatırım planlarının ertelenmesi, yerleşiklerin giderek daha fazla dövize kayması (dolarizasyon) ve buna bağlı olarak para politikasının etki gücünün zayıflaması gibi birçok sonucu da bulunuyor. Bu çerçevede rekabetin yapısal reformlara, enflasyonun ise asli görev olarak Merkez Bankası'na bırakılması – her ne kadar ortam buna elvermese de – çok daha doğru bir yaklaşım olarak gözüküyor.

Önümüzdeki yıla dönecek olursak, herhangi bir senaryo kurgulamak için 1 Kasım sonrası ortaya çıkacak siyasi tablo şüphesiz büyük önem taşıyor.

Aynı 7 Haziran seçimlerinde olduğu gibi seçimlerden bir koalisyon çıkması durumunda; ki bu en yüksek olasılık olarak duruyor, sadece bu koalisyonun kurulması değil, kalıcı ve reformist bir iktidarın ortaya çıkması da önem taşıyor. Başka bir ifade ile herhangi bir hükümetin oluşması akut belirsizliği geride bırakacak ve piyasaları görece rahatlatacaktır. Ancak yeni hükümetin bir reform programına sahip çıkması, Merkez Bankası'nın tekrar enflasyonu kontrol altına alabilecek bir inisiyatifi ele geçirmesi ve bu şekilde Türkiye'nin düşük büyüme-yüksek enflasyon ve yüksek cari açık denklemini kırma yolunda ikna edici bir şekilde ilerlemesi gerekiyor (Grafik 3, Tablo 1).

Grafik 3 - Temel Makro Değişkenler



[3] Örneğin yakından takip edilen bir göstergeye göre (13 haftalık ortalama, yıllıklandırılmış, kur etkisinden arındırılmış) toplam kredi büyümesi %6'lara kadar düştü; bunun son haftalara kadar %20'ler civarında seyrettiğini hatırlatalım. Tüketici kredilerindeki düşüş ise daha da çarpıcı olup, neredeyse durma noktasına geldi.

Bu açıdan 2016'nın tamamını şimdiden –hatta seçim sonrasında çıkacak tablonun hemen ardından dahi– kestirmek çok güç. Ama biz küresel ortamın GOP ekonomileri aleyhine seyredeceği ve siyasi belirsizliklerin de devam edebileceği varsayımı altında büyümenin 2016'da da yavaş seyredeceğini öngörüyoruz. Bununla beraber OVP'de belirtilen %6,5'lik enflasyon hedefinin de biraz iyimser kaldığını düşünüyoruz. Küresel ortamın çok destekleyici olmayacağını düşünmemiz GOP ekonomilerindeki yavaşlama ve sorunların konjonktürel olmaktan ziyade daha yapısal nitelikler barındırmasından kaynaklanıyor. Fed tarafında ise her şeye rağmen 2016'nın "yeni bir genişleme" yılı değil (son dönemde seslendirildiği gibi yeni bir miktarsal genişleme yılı değil), bir "normalleşme" yılı (kısa vadeli faizlerin yavaş da olsa artacağı bir yıl) olacağını düşünmekteyiz. Siyasi tarafta ise yeni bir dengenin oluşması, reform perspektifli bir hükümetin ortaya çıkmasının zaman alması olası.

Tablo 1 - Temel Makro Göstergeler	2010	2011	2012	2013	2014t	2015t
Büyüme (GSYH; %)	9,2	8,8	2,1	4,2	2,9	3,0
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	6,4	10,4	6,2	7,4	8,2	8,5
Cari Denge (milyar $)	-45,3	-75,0	-48,5	-64,7	-46,5	-35,0
Cari Denge (GSYH'ye oran olarak)	-6,2	-9,7	-6,2	-7,9	-5,8	-5,0
Dış Ticaret Dengesi (milyar $; TUİK tanımı)	-71,7	-105,9	-84,1	-99,9	-84,6	-65,0
Enerji Faturası (net, milyar $)	34,0	47,6	52,4	49,2	48,8	36,0
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (milyar $; net)	7,6	13,8	9,2	8,8	5,7	11,0
Döviz Kuru (TL/$; yılsonu, Aralık ortalaması)	1,5	1,9	1,8	2,1	2,3	3,0
Bankalararası Faiz Orani (yılsonu ort. 5 iş günü; basit; %) 1/	6,5	11,7	5,7	7,8	11,1	11,5
Gösterge DİBS Faizi (Aralık ortalaması; bileşik, %)	7,4	10,5	5,9	9,4	8,1	11,0
Merkezi Hükümet Faiz Dışı Fazlası (GSYH'ya oran olarak)	0,7	1,9	1,3	2,0	1,6	1,3
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (GSYH'ya oran olarak)	-3,6	-1,4	-2,1	-1,2	-1,3	-1,4
Merkezi Hükümet Brüt Borç Stoku (GSYH'ya oran olarak)	43,1	39,9	37,5	37,4	35,0	36,5

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

Bu faktörleri bir araya koyduğumuzda 2016'nın da yine düşe kalka bir yıl olması beklentimizi koruyoruz.

Bunun yanında ekonomide çok düşük büyüme hatta daralma (siyasi belirsizliğin çok derinleşmesi durumu) veya tam aksi %4 veya üstü bir oranda büyüme (siyasi belirsizliğin azalması ve bir reform perspektifinin ortaya çıkması durumu) senaryolarının da yıl içinde olasılık olarak izlenmesi gerekiyor.

Kredi notumuz tarafında son raporumuzdan bu yana herhangi bir değişiklik olmadı.

Kredi notumuz tarafında Fitch, 18 Eylül'deki gözden geçirmesinde yatırım yapılabilir notumuzu (en alt yatırım yapılabilir seviye olan BBB-) ve durağan görünümü teyit etti; bunun ardında en temel sebep olarak ise görece olumlu bütçe performansımız olduğu belirtildi. Moody's tarafında ise daha riskli bir durum söz konusu. Kurumun gözden geçirmesi 4 Aralık'ta ve Türkiye'nin Nisan 2014'ten beri yatırım yapılabilir notu negatif izleme altında – ki bu siyasi belirsizliğin devam etmesi durumunda bir not indirimi olasılığını artırıyor. S&P tarafı ise daha az dikkat çekiyor çünkü kurum daha eleştirel yaklaşımını sürdürmenin yanında notumuzu da yatırım yapılabilir seviyenin altında tutuyor (ve mevcut şartlarda bunun oynaması beklenmiyor). Genelde tüm derecelendirme kuruluşlarının siyasi görünüm, yavaşlayan reformlar, yüksek dış finansman ihtiyacı, bankaların son yıllarda hızla yükselen dış borcu ve merkez bankası bağımsızlığı gibi konularda uyarılar yaptığını hatırlatalım.

Beklentimiz Türkiye'nin notunda yakın bir gelecekte bir değişim olmayacağı yönünde; ancak uyarıların ciddiye alınması gerektiği de son derece ortada.

Global görünüm

Anasayfa
İçindekiler
Önsöz
Genel Değerlendirme
Global görünüm
Türkiye ekonomisi
Ek

Küresel ekonomide aşağı yönlü riskler artarken, özellikle gelişmekte olan ekonomiler (GOE) hızla yavaşlıyor.

GOE'de devam eden yavaşlama, gelişmiş ekonomilerde (GE) sınırlı hızlanmayla kısmen telafi edilse de bir önceki raporumuzdan bu yana küresel ekonominin bir miktar daha yavaşladığı görülüyor.

Büyüme tahminlerine bakıldığında, elimizdeki en güncel kaynak olan Ekim 2015 Dünya Ekonomik Görünümü raporunda IMF'nin son yıllarda olduğu gibi aşağı yönlü revizyonlarını sürdürdüğünü görüyoruz. IMF'ye göre, 2014 yılında %3,4 büyüyen dünya ekonomisi, 2015 yılını %3,1 büyüme ile tamamlayacak, ancak büyüme 2016 yılında tekrar %3,6'ya hızlanacak. Her iki rakam da bir önceki (Temmuz) raporun 0,2'şer puan altında (Tablo 2).

Tablo 2 - Dünya Ekonomik Görünümü Raporu: Büyüme Tahminleri (yıllık değişim, %)

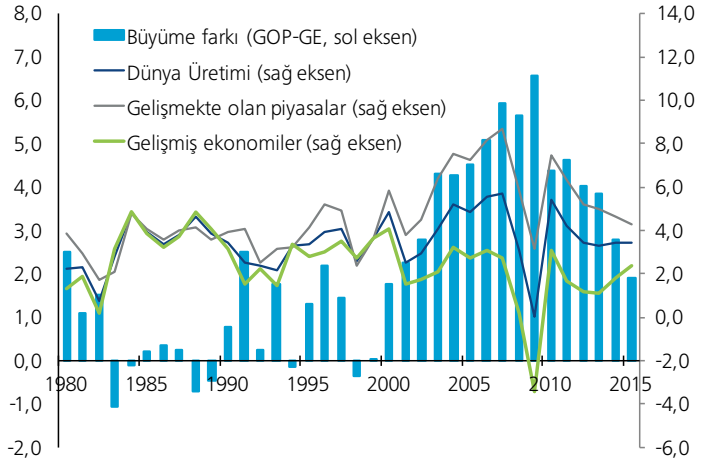
			Güncel tahminler		Temmuz 2015 raporuna göre değişim		Ekim 2014 raporuna göre değişim
	2013	2014	2015	2016	2015	2016	2015
Dünya	**3,3**	**3,4**	**3,1**	**3,6**	**-0,2**	**-0,2**	**-0,7**
Gelişmiş ekonomiler	1,1	1,8	2,0	2,2	-0,1	-0,2	-0,3
ABD	1,5	2,4	2,6	2,8	0,1	-0,2	-0,5
Euro bölgesi	-0,3	0,9	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,2
Gelişmekte olan piyasalar	5,0	4,6	4,0	4,5	-0,2	-0,2	-1,0
Yükselen ve gelişmekte olan Asya	7,0	6,8	6,5	6,4	-0,1	0,0	-0,1
Tüketici fiyatları (ortalama)							
Gelişmiş ekonomiler	1,4	1,4	0,3	1,2	0,3	0,0	-1,5
Gelişmekte olan piyasalar	5,8	5,1	5,6	5,1	0,1	0,3	0,0

Kaynak: IMF Dünya Ekononomik Görünümü, Ekim 2015

GE'lerde büyümenin 2015 yılında (2014'deki) %1,8'den %2'ye, 2016'da ise %2,2'ye hızlanması bekleniyor. Ancak yine her iki tahmin de Nisan'dakilerin hafif altında. GOE'lerde ise büyümenin 2015'te üst üste 5. yılda da yavaşlamayı sürdürmesi ve (2014'deki) %4,6'dan %4'e gerilemesi bekleniyor. Bu rakam aynı zamanda 2009 krizinden bu yana en düşük seviyeye işaret ediyor ve IMF'nin bir önceki tahmininin de 0,2 puan altında. Bu anlamda, GE'lerde büyümenin hafif hızlandığı, GOE'lerde ise yavaşlamanın hızlanarak devam ettiği tablonun belirginleştiği görülüyor. Nitekim iki ülke grubu arasındaki büyüme farkının 2015'te %2'ye gerilediği görülüyor ki, bu da 2000 yılından bu yana en düşük seviye (Grafik 4).

Küresel ekonominin görünümü açısından; Çin'de süre gelen yavaşlama, emtia fiyatlarının seyri, GOE'lerden sert sermaye çıkışları (ve buna bağlı olarak artan kriz endişeleri) ve ABD Merkez Bankası Fed'in bundan sonra takip edeceği yol haritası en temel başlıkları – ve aynı zamanda risk unsurlarını – oluşturuyor. Aşağıda GE'lerin büyüme görünümüne kısaca değindikten sonra, bu temel başlıklara dönüyoruz.

Grafik 4- Küresel Büyüme (%)



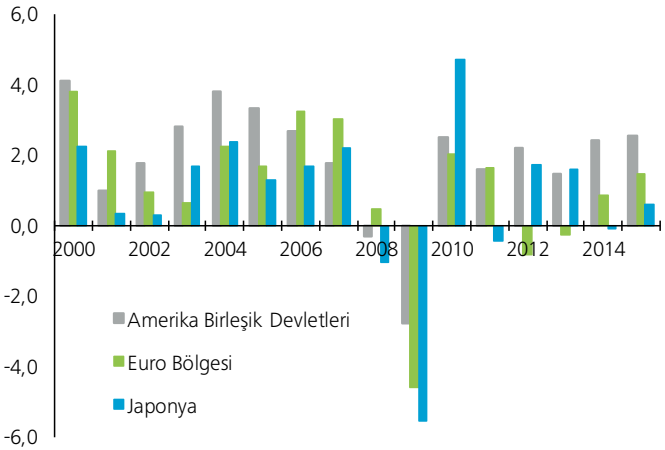
GE'lerde toparlanma ABD – ve bir ölçüde de Euro Bölgesi (EB) – öncülüğünde sürüyor; Japonya ise halen anemik bir görünüm çiziyor

GE'lerde düşen petrol fiyatları ve gevşek para politikaları büyümeyi desteklemeyi sürdürüyor. Ancak büyüme halen ılımlı, potansiyelin altında ve kırılgan/merkez bankalarına bağımlı görünümünü sürdürüyor. Krizden miras kalan yüksek borçluluk, düşük yatırımlar ve yaşlanan nüfus gibi kimi yapısal sorunlar üretkenlik artışının önünde engel oluşturuyor ve orta vadede büyümeyi baskılıyor. Ayrıca deflasyon riski zayıflamakla beraber, düşük enflasyon hala bir sorun ve merkez bankalarının özellikle Fed'in normalleşme sürecinde elini bağlıyor.

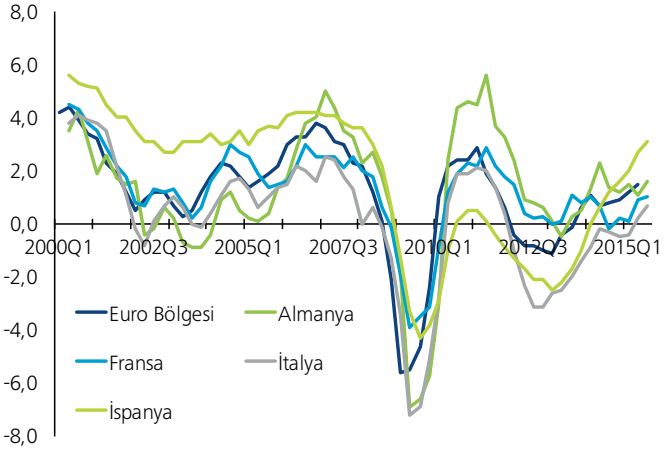
Son veriler tekrar bir güç kaybına işaret etse de, ABD ekonomisinde toparlanma sürüyor. Bir yandan tüketim görece güçlenen emek piyasası ve düşük petrol fiyatları sayesinde artıyor, imalat ve imalat dışı sektörlerde üretim genişlemeyi sürdürüyor. Bu şekilde ABD ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde – ilk çeyrekteki %0,6'lık büyümenin ardından – %4'e yakın bir oranda büyüdü. Ancak ücretlerde istenilen artışın sağlanamaması ve düşük petrol fiyatları, enflasyonun hala hedeflenen seviyelerin oldukça altında seyretmesine neden oluyor. Dolardaki güçlenme -ihracat üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle- hala aşağı yönlü bir risk oluşturmaya devam ediyor. ABD'nin 2014'deki %2,4'lük büyümenin ardından, 2015'i de hafif ivmelenerek, %2,6 civarında bir büyüme ile (IMF tahmini) kapatması bekleniyor (Grafik 5).

Euro Bölgesi'nden de iyimser sinyaller geliyor. Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) varlık alım programı, ucuz petrol ve zayıf euro desteği ile büyüme -mütevazi de olsa- hızlanıyor. Nitekim IMF 2014'te %0,9 olan büyümenin 2015'te ve 2016'da %1,5 ve %1,6'ya yükselmesini bekliyor, Fransa'nın yanı sıra İtalya ve İspanya'da büyümenin görece güçlenmesi ayrıca olumlu (Grafik 6). Bununla beraber bu ülkelerde de potansiyel büyümenin, ABD örneğinde olduğu gibi – krizin olumsuz mirası, yaşlanan nüfus ve azalan "toplam faktör verimliliği" gibi nedenlerle – düştüğü hesaplanıyor.

Grafik 5- ABD, Euro Bölgesi ve Japonya Büyümesi



Grafik 6 - Euro Bölgesi ve 4 Büyük Ekonomide GSYH Büyümesi



Yunanistan ise Grexit'in yoğun bir şekilde konuşulduğu dönem geride kalsa da hala bölge için bir risk unsuru olmaya devam ediyor. Hatırlanacağı üzere Eylül'de yapılan seçimleri yine Syriza kazandı ve koalisyonun kurulmasıyla siyasi istikrar sağlanmış oldu. Ancak yeni bir – ki bu üçüncü olacak – programa giden yolda birçok belirsizlik bulunuyor. Örneğin, IMF'nin yeni programda yer alıp almayacağı halen açık değil. Hatırlanacak olursa IMF hali hazırda kamu borcunun sürdürülemez olduğunu ve reformların uygulanması konusunda tereddütleri bulunduğunu, bu sorunlar nedeniyle de programa katılmayacağını belirtmişti. Bu anlamda bir noktada krizin yeniden alevlenmesi ve buna bağlı olarak Bölge'nin kalanına dönük olası bir bulaşıcılık riskinin tamamen ortadan kalktığı söylenemez.

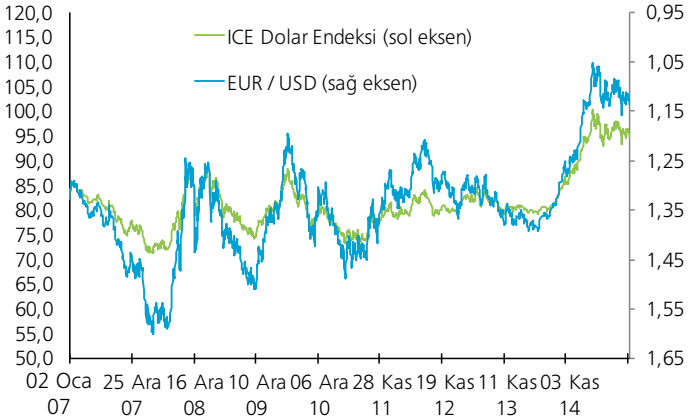
Japonya'ya baktığımızda, ilk çeyrekte yaşanan görece güçlü büyümenin ardından ülke ikinci çeyrekte yeniden daraldı, enflasyon tarafında da istenilenden hayli uzak bir noktada. 2015 ve 2016 yılında ülkenin büyümesi bekleniyor, ancak beklentiler oldukça zayıf. (IMF Japonya'da bu ve önümüzdeki yıl %0,6 ve %1 büyüme bekliyor.) Genel olarak uzmanlar başta işgücü piyasası olmak üzere Abenomics'in yapısal reformlarla desteklenmesi, aksi takdirde sadece genişleyici para politikaları ile hedeflere ulaşılamayacağı konularında hemfikir.

ABD ve EB arasında büyüme görünümüne ve Fed tarafında olası gecikmelere bağlı olarak dolar endeksindeki yükselişin duraksadığı, uzun vadeli faizlerin ise yeniden yönünü aşağı çevirdiği görülüyor

Hatırlanacak olursa dolarda 2014'ün ikinci yarısında başlayan güçlenmenin ardında, ağırlıklı olarak ABD ekonomisinin görece güçlü görünümü ve faiz artırım sürecinin 2015 yılında kesin başlayacağı algısı vardı. Ancak bu algının son dönemde sürekli zayıflama/gecikme yönünde güncellenmesi, doların gerek dolar endeksi, gerekse de euro karşısında görece olarak dar bir alanda hareket etmesine yol açtı (Grafik 7).

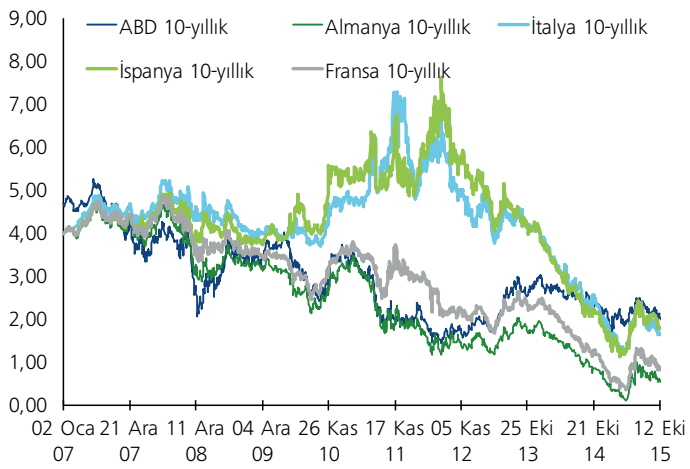
Önümüzdeki dönem için de bu algının belirleyici olacağını söylemek mümkün; örneğin Fed'in faiz artırım sürecini başlatması ve bu esnada AMB'nin genişlemeci politikalara devam etmesi – hatta varlık alımlarını artırmak yoluna gitmesi – dolarda tekrar bir güçlenme trendine yol açabilecektir.

Grafik 7 - ICE Dolar Endeksi ve EUR/USD Paritesi



Nisan ayında yeni diplere gerileyen gelişmiş ülkeler 10-yıllık tahvil getirileri yaz aylarında ekonomik aktivitede ve enflasyon beklentilerindeki iyileşme gibi ekonomik ve kimi teknik etkenler ile ciddi bir sıçrama yaşamıştı. Hala Nisan seviyelerinin üzerinde olmakla birlikte son raporumuzun yayınlandığı Temmuz ayından bugüne 10-yıllıklarda belirgin bir geri çekiliş görüyoruz (Grafik 8). Bunda zayıflayan büyüme görünümü, Fed'in faiz artırımlarını erteleyeceği beklentisi, yatırımcılar tarafından güvenli liman arayışları ve – emtia fiyatlarındaki düşüşle birlikte – enflasyon tarafında yaşanan yumuşama gibi faktörler etkili oluyor diyebiliriz.

Grafik 8 - Seçilmiş Ülkeler Faiz Oranları (%)



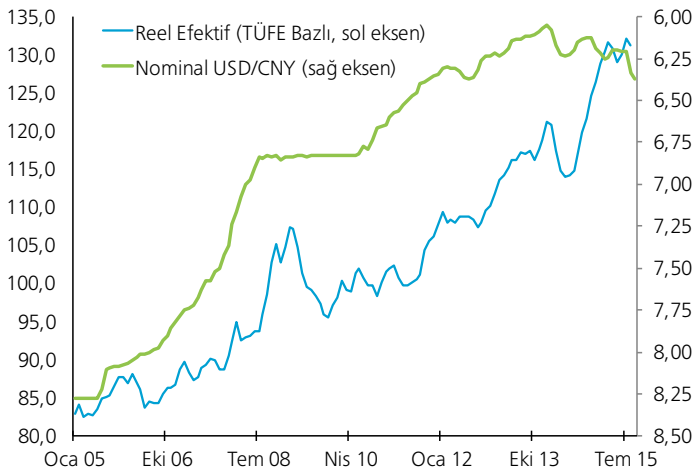
Yukarıda değindiğimiz risk unsurlarına biraz daha detaylı dönecek olursak, en temel başlığı Çin'in oluşturduğunu söylemek yanlış olmaz

Çin'in daha dengeli bir büyüme modeline geçiş çabası, beraberinde kayda değer bir yavaşlama getiriyor; bu da hem diğer GOE'leri hem de küresel ekonominin genel görünümünü etkiliyor[4]. Ülke uzun yıllar devam eden hızlı büyümenin ardından belirgin bir yavaşlama içerisine girmiş bulunuyor; IMF, kriz öncesinde %10'lar seviyesinde seyreden büyümenin 2015 yılında %6,8'e, 2016 yılında ise %6,3'e gerilemesini bekliyor. Bunda ise ülkenin içinden geçmekte olduğu ekonomik dönüşüm süreci etkili. Bilindiği gibi Çin, -borçlanma ile finanse edilen- aşırı yatırıma ve ihracata dayalı bir modelden, özel tüketim ve hizmet sektörünün ağırlığını artırdığı bir modele geçmeye ve bu şekilde (finansal risklerin kontrol altına alındığı) daha dengeli ve sürdürülebilir bir büyüme patikası sağlamaya çalışıyor.

[4] Bu durum doğal olarak özellikle Çin'in komşuları için geçerli. IMF'nin tahminlerine göre Çin'de 1 yüzde puanlık bir yavaşlama diğer Asya ülkelerinde ortalama 0,3 yüzde puanlık bir yavaşlama yaratıyor.

Başta IMF ve önde gelen kurum ve analistler, bunun sağlıklı ve gerekli bir dönüşüm olduğunu belirtmekle beraber, sürecin – sert bir yavaşlamaya yol açabilecek cinsten – riskli bir süreç olduğunu da genelde kabul ediyorlar. Yaz aylarında önce Çin hisse senedi piyasalarında başlayan sert dalgalanma, daha sonra Ağustos başlarında yuanın %3 kadar devalüe edilmesine piyasaların verdiği sert tepkiye –direk ekonomik etkileri çok derin olmasa da – bu çerçeveden bakmak gerekiyor. Nihayetinde Çin'de hisse senedi piyasasının toplam ekonomideki payı hala sınırlı ve hanehalkı varlıkları içerisinde hisse senedi yatırımlarının payı düşük; yuan tarafında ise devalüasyonun ardından nominal bazda sınırlı bir gerileme yaşansa da reel bazda güçlenmenin sürdüğü görülüyor (Grafik 9).

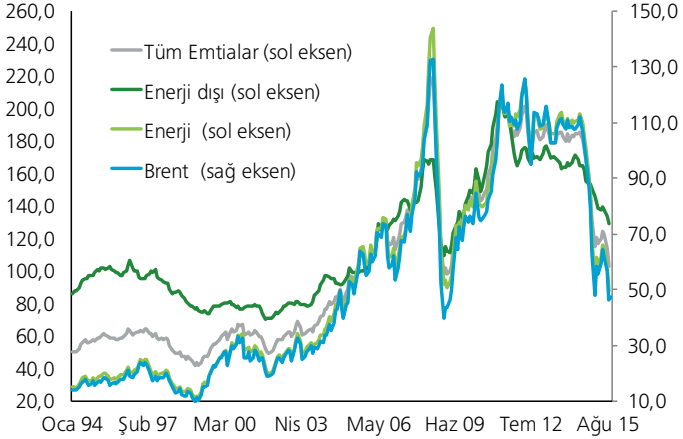
Grafik 9- Çin Nominal ve Reel Efektif Döviz Kuru (yıllık, %)



Çin – en büyük emtia ithalatçısı olması dolayısıyla – emtia fiyatlarını, buna bağlı olarak da genel GOE görünümünü yakından etkiliyor.

2015'in ikinci çeyreği boyunca genel olarak istikrarlı bir seyir izleyen emtia fiyatlarında 3. çeyrekte yeniden ciddi oranda gerileme yaşandı. IMF Emtia Endeksi, Ağustos ayında Temmuz'a göre %10'a yakın gerilerken, gösterge Brent petrolün varil fiyatı Temmuz'da aylık ortalama 56 dolardan Eylül'de yeniden 47 dolar civarına geriledi (Grafik 10).

Grafik 10- Emtia Fiyat Endeksi ve Brent Petrolün Varil Fiyatı



Özellikle petrol gibi ürünlerde arz fazlası olması, buna karşın talebin zayıf seyretmesi, emtia fiyatlarında yakın bir gelecekte yukarı hareketi engelliyor. Petrolde, zayıf talebin yanı sıra, Suudi Arabistan ve diğer OPEC üyelerinin pazar paylarını korumak açısından üretimi kısmaması ve nükleer anlaşmanın ardından İran'ın da pazara dönme olasılığının artması yüksek arz tablosunun süreceğine işaret ediyor. Bu durum mekanik anlamda dünya ekonomisi için olumlu olsa da, emtia ihracatına bağlı GOE'lerde kırılganlıkları artırarak büyüme görünümünün daha da bozulmasına yol açıyor. Örneğin IMF, ihracatçı ülkelerde ciddi finansal stres, iflaslar yaşanması ve geniş bulaşıcılık etkisi durumunda ithalatçı ülkelerin de olumsuz etkilenme ihtimali olduğu uyarısında bulunuyor.

Düşük emtia fiyatlarının yanında azalan – hatta bu yıl tersine dönen – sermaye girişleri, GOE'ler için bir diğer risk unsuru.

Bilindiği gibi 2008-09 finansal krizinin ardından GOE'ler büyük merkez bankalarının ultra-gevşek para politikalarıyla bollaşan küresel likiditeden fazlasıyla yararlandılar. Bugünse Fed'in önüne normalleşmeyi koymasıyla şartlar tersine dönüyor. Rakamlar oldukça çarpıcı; örneğin Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) yakın zamanlarda yayınlanan bir raporunda 1988 yılından bu yana ilk kez 2015'de GOE'lerden sermaye çıkışlarının girişleri aşacağını ve net çıkışların yaklaşık 0,5 trilyon doları bulacağı tahmininde bulunuyor[5].

Bu durum GOE'lerde bir yandan büyümeyi baskılarken diğer yandan da finansal istikrar riski oluşturuyor, çünkü son yıllarda GOE'lerde özellikle firmaların gerek dolar cinsi gerekse yerel para cinsinden (bankacılık sektörü kredileri vasıtasıyla) artan borçları, bu ülkeleri likidite koşullarına, uzun vadeli faizlerde ve kurlarda yaşanan dalgalanmalara oldukça hassas hale getirdi.

IMF'nin rakamlarına göre, başı çeken GOE'lerde şirket borçları son 10 yılda 4 trilyon dolardan 18 trilyon dolara çıkmış durumda[6]. Likidite koşullarında gözlenen görece sıkılaşma ve dolarda yaşanan güçlenme –her ne kadar son zamanlarda durmuş görünse de- GOE'lerin yüksek dış borçları göz önüne alındığında ciddi bir bilanço riski, dolayısıyla ciddi bir finansal risk oluşturuyor.

Peki ufukta bir GOE krizi görünüyor mu? Bu soruya net bir cevap vermek güç, ancak genel kanı karşı karşıya bulunduğumuz en olası senaryonun bir ödemeler dengesi krizinden ziyade, bir "büyüme" (veya büyüyememe) krizi olduğu şeklinde. Bir yandan GOE'lerin geçmişe göre daha dirençli olduğu kabul görüyor; genelde kamu bütçeleri daha sağlıklı, bankacılık sistemleri daha güçlü, Brezilya, Türkiye gibi nispeten büyük GOE'lerde dalgalı kur rejimleri bu ekonomilere şoklar karşısında belli bir esneklik tanıyor, ayrıca rezervler de genelde güçlü konumda. Öte yandan reformlardaki aksama, aşırı zayıflayan üretkenlik artışları, yüksek dış finansman bağımlılığı ve yukarıda değinildiği gibi özel sektör borçları önemli kırılganlık unsurları olmaya devam ediyor.

Son olarak adeta bir global merkez bankası konumunda olan Fed'in yol haritası, piyasalar tarafından yakından izlenmeye devam ediyor

Şu anda hakim görüş Fed'in faiz artırımlarına başlaması açısından istihdam verilerinin -yaşanan iyileşmeyle- bir miktar geri planda kaldığı, bunun yerine düşük enflasyon ve küresel risklerin ön plana çıktığı şeklinde. Bu nedenle ilk hareketin 2016'da gelmesi beklentisi kuvvetlenirken, artırımlara bu yılsonunda (Aralık'ta) başlanması da hala olası.

[5] IIF, October 2015 Capital Flows to Emerging Markets

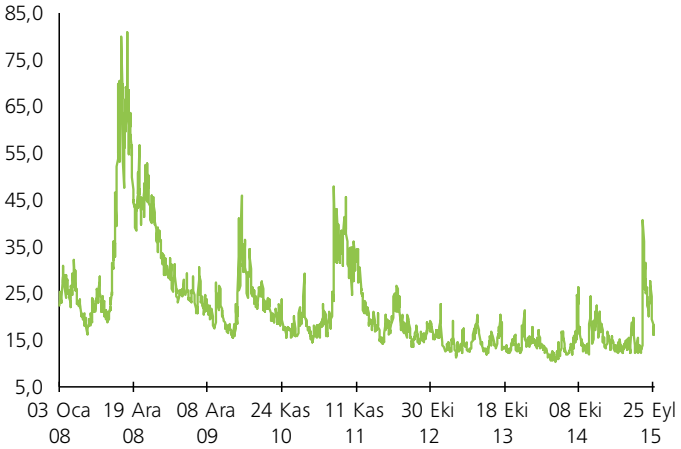
[6] IMF, Global Financial Stability Report, October 2015

Kısaca hatırlayacak olursak, yüksek seyreden istihdam rakamları ile kriz öncesi seviyelere gerileyen işsizlik oranı ve genel olarak büyüme görünümünde yaşanan iyileşme doğrultusunda Eylül ayında Fed'den faiz artırım beklentisi yüksekti. Ancak düşük enflasyonun yanı sıra Ağustos sonunda küresel piyasalarda ateşin yükselmesiyle Fed, faizleri artırmadı ve küresel gelişmelere dönük kaygılar toplantı metnine ve daha sonra yayınlanan tutanaklara açık bir şekilde yansıdı. Yine Eylül'de yayınlanan tahminler dokümanı[7] da görece güvercinleşen tutumu yansıtıyor: 2015'te faiz artırımı bekleyen Fed yetkililerinin sayısının 15'ten 13'e gerilediği, bir üyenin de 2016 sonuna kadar negatif faiz gerektiği yönünde görüş bildirdiği ve yılsonu faiz beklentisi ortalamasının da düştüğü görülüyor.

Son anketlerde Aralık ayı hala en güçlü ihtimal. Bunun önemli bir nedeni Fed'in en önemli iki ismi Başkan Janet Yellen[8] ve Başkan Yardımcısı Stanley Fischer[9]'in verdiği mesajlar. İkisi de artırımların 2015 içerisinde başlayabileceğine ilişkin kuvvetli sinyaller veriyor. Diğer yandan eski Fed Başkanı Ben Bernanke ve Harvard Üniversitesi Profesörü ve eski Hazine Bakanı Larry Summers gibi etkin isimler başta olmak üzere birçok uzman 2015'in erken olduğu görüşünde. Genel olarak –başta düşük enflasyon olmak üzere- ekonomik temeller tam anlamıyla hazır olmadan, artırımların sorunları derinleştirebileceği ve yine Larry Summers'ın formüle ettiği "uzun vadeli durgunluk[10]" tezinden yola çıkılarak, düşük faiz politikasına, mali teşvik desteğiyle beraber devam edilmesi gerektiği fikrinin öne sürüldüğü görülüyor.

Özetle, küresel ekonomi global krizden beri yeniden zorlu ve kritik bir aşamaya gelmiş gibi duruyor. Büyüme görünümü GOE'ler nedeniyle zayıflarken, dikkatler bu ekonomiler üzerine – başta Çin ve Brezilya olmak üzere – yoğunlaşmış durumda. Risk algısı son günlerde (Ekim ortası itibariyle) nispeten iyileşmiş olmakla birlikte, "korku endeksi" olarak da tabir edilen VIX endeksinin Ağustos-Eylül aylarında Euro Bölgesi (EB) krizinin derinleşmesinden beri (2011) en yüksek düzeylere çıkmış olması bu açıdan çok şaşırtıcı değil (Grafik 11). Bu oynak ve riskli ortam Türkiye gibi ülkelerin kendi siyasi ve ekonomik hikayelerine dönmesini ve daha temkinli ve hazırlıklı olmasını son derece gerekli kılıyor.

Grafik 11- CBOE Volatilite Endeksi (VIX)



[7] Fed, Projections Materials September 2015

[8] Janet Yellen, 24 Eylül 2015

[9] Stanley Fischer, 11 Ekim 2015

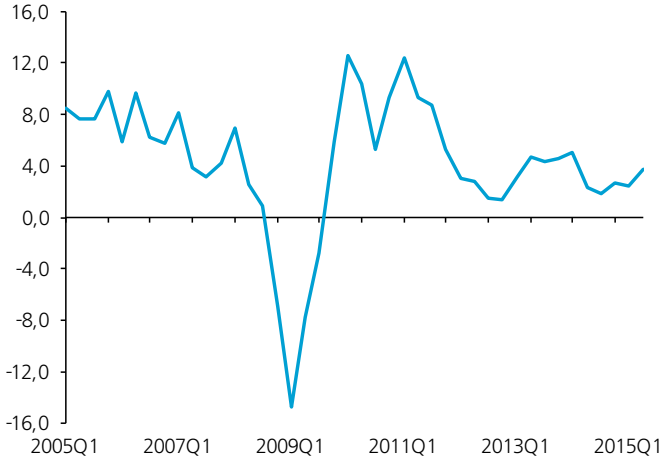
[10] Çok kısaca, talebin kalıcı olarak çok zayıf seyretmesinden dolayı ABD ve bir ölçüde dünya ekonomisinin önümüzdeki dönemde arzulanan ölçüde büyüyemeyeceği iddiası dile getiriliyor.

Anasayfa
İçindekiler
Önsöz
Genel Değerlendirme
Global görünüm
Türkiye ekonomisi
Ek

Büyüme yılın 2. çeyreğinde beklentilerin üzerinde geldi

2014 yılını %2,9'luk bir büyüme ile tamamladıktan sonra bu yılın ilk çeyreğinde ekonomi geçen yılın aynı dönemine oranla %2,5 oranında büyümüştü. 2. çeyrekte ise %3,3 civarında olan beklentilerin belirgin üzerinde %3,8'lik bir büyüme gördük. Böylece yılın ilk yarısında büyüme %3'ü hafif aşmış oldu. (Grafik 12, Tablo 3).

Grafik 12 - GSYH Büyümesi (yıllık, %)



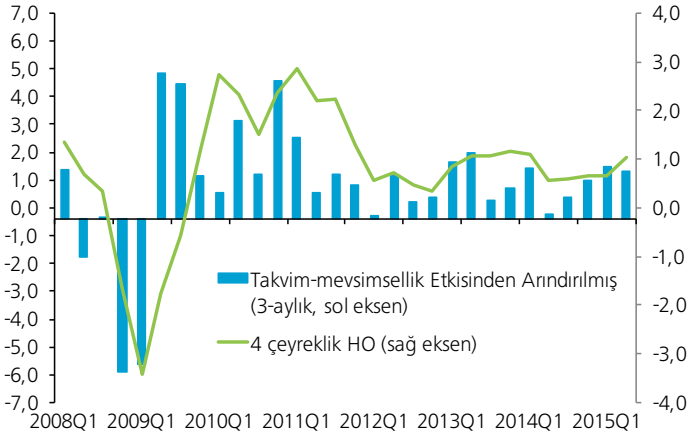
Tablo 3 - GSYH Büyüme Oranları (%)

	2015		2014		Ocak-Haz	
	2. Ç.	1. Ç.	4. Ç.	3. Ç.	2015	2014
Üretim Yöntemiyle						
Tarım	6,7	2,9	1,3	-5,1	5,2	-0,4
Sanayi	4,6	1,1	2,7	3,0	2,9	4,8
İnşaat	2,0	-2,8	-2,1	2,0	-0,3	4,5
Hizmetler	4,1	4,1	3,2	3,4	4,1	4,9
Harcamalar Yöntemiyle						
İç Talep 1/			**1,7**	**0,6**	**5,2**	**1,1**
Özel Nihai Tüketim	5,6	4,6	2,5	0,1	5,1	1,5
Kamu Tüketimi	7,2	2,5	2,0	6,6	4,9	5,7
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu	9,7	0,4	-1,0	-0,4	5,2	-2,0
Kamu	1,0	-9,5	-6,4	-10,8	-3,8	-9,2
Özel	11,4	2,1	0,6	2,2	6,9	-0,5
Stok Değişimi 1/			1,5	-1,2	-0,8	-0,2
Dış Talep 1/			-0,5	2,4	-1,2	2,7
Mal ve Hizmet İhracatı	-2,1	-1,1	3,3	7,8	-1,6	8,2
Mal ve Hizmet İthalatı	1,6	3,9	4,7	-1,6	2,7	-1,9
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	**3,8**	**2,5**	**2,7**	**1,8**	**3,1**	**3,7**

1/ Büyümeye katkı olarak
Kaynak: TÜİK, Turkey Data Monitor

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış rakamlar da ilk çeyrekteki %1,5'lik çeyreksel (bir önceki çeyreğe göre) büyümenin ardından 2. çeyrekte de %1,3 ile güçlü bir artışa işaret ediyor. Dalgalandırmalardan arındırmak için 4 çeyreklik hareketli ortalamalarla baktığımızda da büyümede 1. çeyrekteki %0,6'lık düzeyden 2. çeyrekte %1'ler düzeyine doğru bir ivmelenme olması dikkat çekici (Grafik 13).

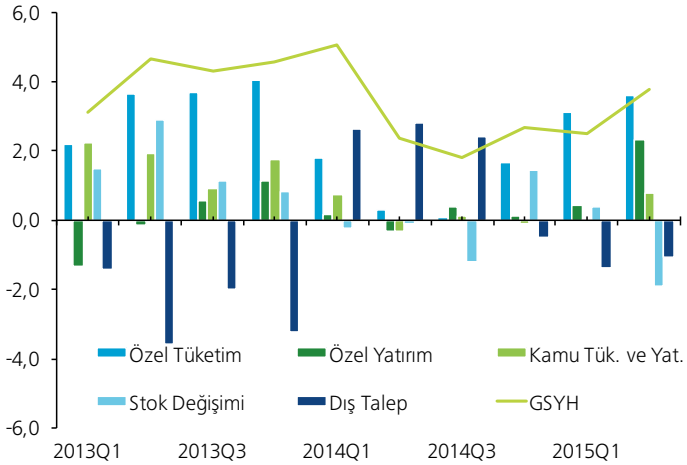
Grafik 13 - GSYH Büyümesi (takvim ve mevsimsellik etkisinden arındırılmış, 3-aylık, %)



Beklendiği gibi büyümeyi asıl olarak iç talep sürükledi

Yılın ikinci çeyreğinde gözlemlediğimiz 3,8 puanlık GSYH büyümesine iç talep tarafından 6,7 puanlık katkı sağlanırken, stoklar ve dış talep büyümeye sırasıyla 1,9 puan ve 1,1 puanlık negatif katkı yaptı (Grafik 14). İç talebin bileşenlerine baktığımızda tüketim tarafının, temelde de 3,6 puan ile özel tüketim harcamalarının büyümeye en fazla desteği verdiğini görüyoruz[11]. Tüketim içinde yine araba satışları önemli bir rol oynadı. Nitekim katkı olarak baktığımızda tüketimdeki büyümenin yaklaşık yarısının bu kalemi içinde barındıran ulaştırma ve haberleşme alt grubundan geldiğini ekleyelim. Son iki çeyrekte büyümeyi hafif de olsa düşürücü bir katkısı olan kamu sektörü yatırım ve harcamaları ise 2. çeyrekte aşırı olmasa da (0,8 puan) büyümeye pozitif katkı gerçekleştirdi.

Grafik 14 - Büyümenin Kaynakları (geçen dönemin GSYH'sine % olarak)



[11] Daha önceki raporlarımızda belirttiğimiz gibi çeyreksel verilerin aşırı dalgalı olduğunu düşündüğümüzden katkı analizini yıllık rakamlar üzerinden yapmayı tercih ediyoruz.

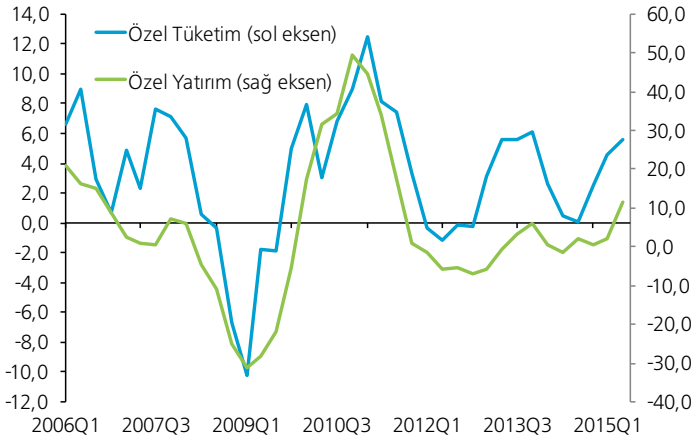
Özel sektör yatırım tarafında ise sürpriz bir artış gördük

2011 yılının son çeyreğinden bu yana özel sektör yatırım harcamalarında belirgin bir zayıf seyir hakimdi. Öyle ki bu dönemde ortalama yıllık büyüme oranları %0,9'luk bir daralmaya işaret ediyor. Ancak bu yılın ikinci çeyreğinde – büyük oranda makine ve teçhizat yatırımlarının etkisi ile – büyümenin 2,3 puanlık önemli bir kısmının özel sektör yatırımları ile sağlandığını gördük. Bu geçen yılın aynı dönemine göre ise %11'in üzerinde oldukça güçlü bir artış anlamına geliyor (Grafik 15). Süre gelen siyasi belirsizlikler ve liradaki sert değer kayıplarına rağmen gözlenen bu artışın bir nedeninin muhtemelen – aynı tüketim harcamalarında olduğu gibi – yatırım harcamalarının da Haziran seçimleri öncesine çekilmesi olduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte bize göre uzun bir aradan sonra yatırımlardaki artış cesaret verici olduğu kadar önümüzdeki dönemde yakından takip edilmesi gereken bir başlık...

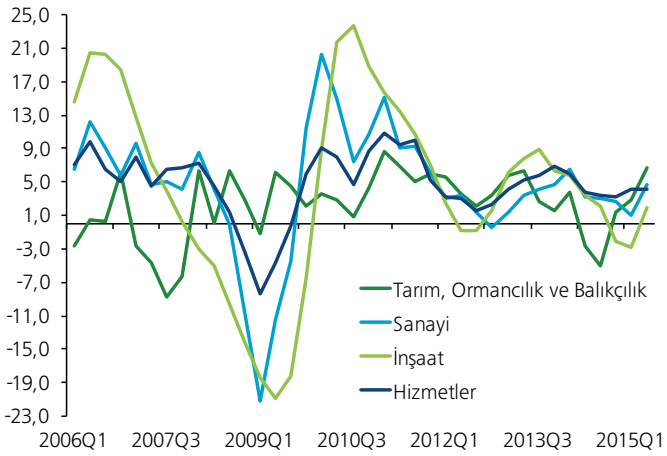
Sektörel olarak baktığımızda da resim görece dengeli bir görünüme işaret ediyor

Tarım ve sanayi sektörleri yılın ikinci çeyreğinde sırasıyla yıllık bazda %6,7 ve %4,6'lık güçlü artışlar kaydederken inşaat sektörünün de son iki çeyreklik daralmasının ardından büyüme kaydettiğini (%2) görüyoruz (Grafik 16). Hizmet sektöründe de görece olarak dirençli görünüm devam etti. 1. çeyrekte %4 büyüyen sektör, aynı oranı 2. çeyrekte de korudu. Ancak bunun önemli bölümü yıllık %9'un üzerinde genişleyen finans ve sigorta faaliyetlerinden kaynaklandı. GSYH içindeki payları açısından diğer iki önemli hizmet grubu; toptan ve perakende ticaret ile ulaştırma ve depolama hizmetlerinin yıllık büyüme hızları da ilk çeyreğe oranla hafif ivmelenme kaydetmiş görünüyor. Ancak yine de sırasıyla %2,6 ve %2,3 ile nispeten zayıf olduklarını belirtelim.

Grafik 15 - Özel Tüketim ve Yatırım Büyümesi (yıllık, %)



Grafik 16 - GSYH Büyümesi: Üretim Tarafından (yıllık, %)



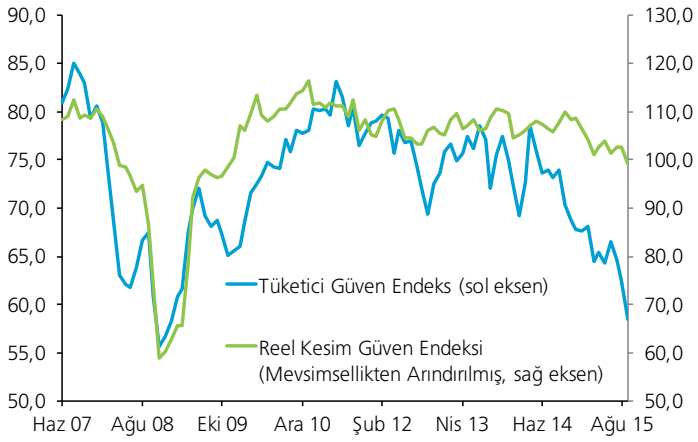
Yılın üçüncü çeyreğine dair elimizde olan göstergelerden bazıları halen dirençli bir görünüm sergilese de genel trend büyümenin çeyreksel bazda net bir şekilde hız kestiğine işaret ediyor

Büyüme ile genelde oldukça yakın seyreden sanayi üretimi endeksi, özellikle Ağustos ayında yaptığı yukarı yönlü sürprizin etkisi ile Temmuz-Ağustos döneminde yıllık %4,9'luk oldukça güçlü bir artış kaydetti (takvim etkisinden arındırılmış olarak ise %3,6). Kapasite kullanım oranı da benzer şekilde 3. çeyrekte geçen yılın aynı dönemine göre hafif yükselerek dirençli bir görünüm sergiledi (%74,7'den, %75,5'e). Ancak diğer yandan önemli bir öncü gösterge olan imalat sanayi 'PMI' (Purchasing Managers' Index) verileri yılın üçüncü çeyreğinde 50 seviyesinin altında kalarak imalat sanayinde bir daralma olduğuna işaret ediyor. Eylül ayı sonuçlarının açıklandığı raporun özet bölümündeki şu saptamalar özellikle dikkat çekici idi[12]:

> *"İstanbul Sanayi Odası ve Markit'ten elde edilen son PMI™ anket verileri, Türk imalat sektörünün faaliyet koşullarındaki bozulmanın üçüncü çeyreğin son ayında hızlandığına işaret etti. İmalat üretimi Nisan ayından beri gözlenen en sert daralmayı yaşarken, yeni siparişlerdeki düşüş dokuzuncu aya ulaştı. Firmalar satın alma faaliyetlerini 2014 yılının Temmuz ayından beri görülen en sert hızda yavaşlattıkları gibi girdi stoklarını da zayıf piyasa koşullarından dolayı azaltmaya devam ettiler."*

Buna ek olarak güven endekslerinde de çok sert düşüşler yaşanmaya devam ediyor. Örneğin TÜIK tarafından yayınlanan reel kesim endeksi (mevsimsellikten arındırılmış olarak) 2. çeyrekte 102,6'dan 3. çeyrekte 101,6'ya, tüketici güven endeksi ise aynı dönemde 65,4'den 61,8'e geriledi – ki bunlar 2008 krizi sonrası görülen en düşük seviyeler (Grafik 17). Öte yandan GSYH tarafında görülen görece güçlü resimle güven endeksleri arasındaki bu ayrışma nispeten yeni bir gelişme; bu da bir ölçüde büyümeyi sağlıklı bir şekilde okumayı güçleştiren bir durum olarak karşımıza çıkıyor.

Grafik 17 - Tüketici Güveni ve Reel Sektör Güven Endeksi



Bu verilerden çıkardığımız sonuç kısaca şöyle: 3. çeyrekte büyüme (yıllık olarak) baz etkisinin de yardımıyla manşet düzeyde yine güçlü gelecek gibi duruyor – örneğin tekrar %3,5 civarı bir büyüme şaşırtıcı olmayacaktır. Ancak 4. çeyrekte hem yıllık hem de çeyreksel bazda belirgin bir yavaşlama olması da kaçınılmaz gözüküyor. (Hatırlanacak olursa 3. çeyrek GSYH rakamları 10 Aralık tarihinde 4. çeyrek ise Mart 2016'da yayınlanacak.)

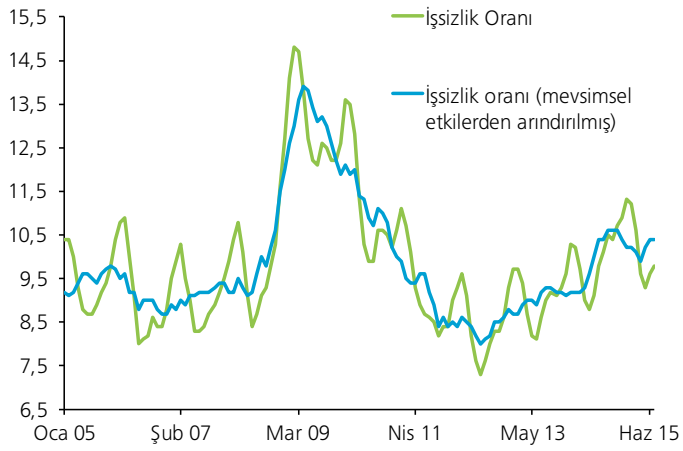
[12] Daha fazlası için son dönemde ISO ve Markit'in birlikte hazırladıkları Türkiye İmalat PMI™ (Satın Alma Yöneticileri Endeksi™) Eylül raporuna bakabilirsiniz...

İşsizlik oranındaki artış son aylarda belirginleşse de işgücü piyasası görece dirençli ve aynı zamanda yorumlanması zor görünümünü sürdürüyor

Nisan ayında %9,9 ile dip yapan mevsim etkisinden arındırılmış işsizlik oranı Mayıs-Haziran döneminde kademeli olarak %10,4'e yükseldi ve Temmuz ayında da bu seviyesini korudu (Grafik 18).

Ancak 2014 Şubat ayından itibaren yeni seriye geçilmesi –ve bu geçiş sırasında rakamlarda görülen sert değişimler– nedeniyle mevsimsellikten arındırılmış serilerin yorumunun güçleştiğini düşünüyoruz[13]. Bu sorunun etrafından dolanmak amacıyla yıllık değişimlere baktığımızda (2015 Şubat ve sonrası) oldukça farklı bir tablo ile karşılaşıyoruz. Bir yandan elimizdeki en son gözlem olan Temmuz ayında geçen senenin aynı ayına göre istihdamın 932 bin kişi arttığını, hatta bu artışın zaman içerisinde ivme kazandığını görüyoruz. Aynı dönemde işsiz sayısındaki artış hızında ise azalma var. Oysa yine aynı dönemde, işgücüne katılım oranındaki artış 1,1 puan ile oldukça yüksek seyrederken, işsizlik oranlarındaki artış (hem genel hem de tarım dışı olmak üzere) sıfırlanıyor, yani bir bozulma görülmüyor (Grafik 19). Rakamlara bu şekilde baktığımızda karşımıza oldukça şaşırtıcı da olsa düşük büyümeye rağmen hala istihdam yaratabilen bir Türkiye tablosu çıkıyor.

Grafik 18 - İşsizlik Oranı (%)

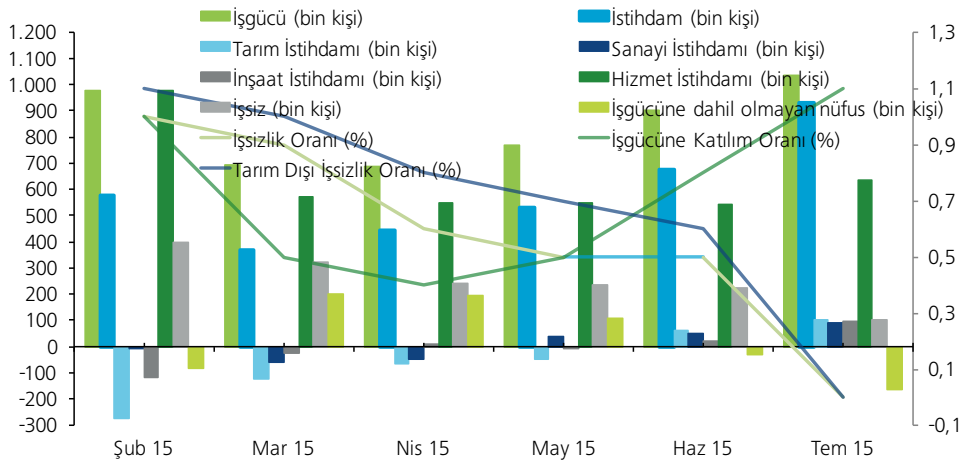


[13] Örneğin 2013 sonu ile 2014 başı arasındaki birkaç ayda istihdamın anormal sayılabilecek şekilde 1 milyon 311 bin kişi arttığını görüyoruz.

Bu istihdam yaratabilme kapasitesinin ardında ise hizmet sektörü yatıyor. Örneğin Temmuz ayı itibariyle – geçen senenin aynı ayına göre – 932 bin kişilik yeni istihdamın 637 bin'i hizmet sektöründen geldi. Tarım (104 bin); sanayi (93 bin) ve inşaatta (98 bin) istihdam artışları ise görece sınırlı kaldı.

İstihdam piyasasındaki bu görece dirençli görünümün ve asgari ücret politikalarının sonucu olarak, ücretler son dönemde en az enflasyon oranı kadar artmaya devam etti. Örneğin TÜİK tarafından yayınlanan saat başı kazanç endeksi elimizdeki son veri olan 2. çeyrekte ortalama %12,9 (yıllık) artış gösterdi. Benzer şekilde asgari ücretlerde de Temmuz ayında yapılan zam ile birlikte yıllık %12,2'lik bir artış gerçekleşti.

Grafik 19 - Seçilmiş İşgücü Piyasası Göstergeleri
(önceki yıla göre fark) (karşılaştırılabilir olması için grafik Şubat 2015'den başlamaktadır)

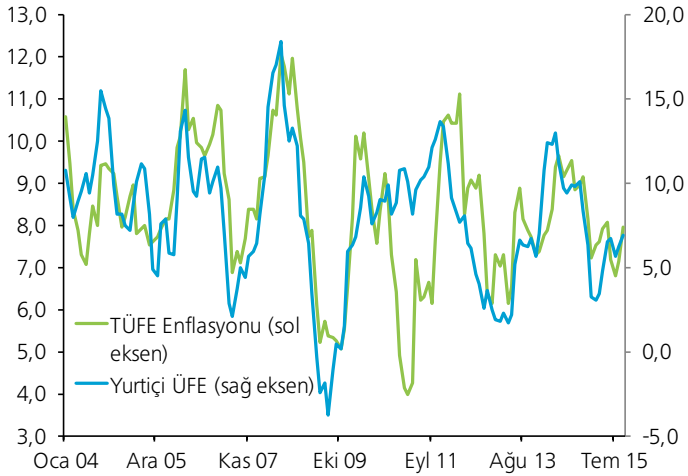


Anasayfa
İçindekiler
Önsöz
Genel Değerlendirme
Global görünüm
Türkiye ekonomisi
Ek

Yaz başındaki kısmi gevşemenin ardından enflasyon görünümündeki bozulma devam ediyor

Tüketici fiyatları yıllık enflasyonu Mayıs ayında %8,1 ile bu yılın en yüksek seviyesini gördükten sonra Haziran-Temmuz döneminde kademeli olarak %6,8'e geriledi. Ancak düşüş eğilimi bununla sınırlı kaldı ve Ağustos-Eylül döneminde TÜFE toplamda 1,1 puan artış kaydederek yeniden %7,9 seviyesine yükseldi. Diğer yandan Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) de –Temmuz ayındaki gevşeme dışında– Şubat sonrasında bir artış eğilimi gösterdi. Eylül itibari ile yıllık ÜFE enflasyonu bu yılın en yüksek seviyesi olan %6,9'da bulunuyor (Grafik 20, Tablo 4).

Grafik 20 - TÜFE ve Yİ-ÜFE Enflasyonu (12-aylık; %)



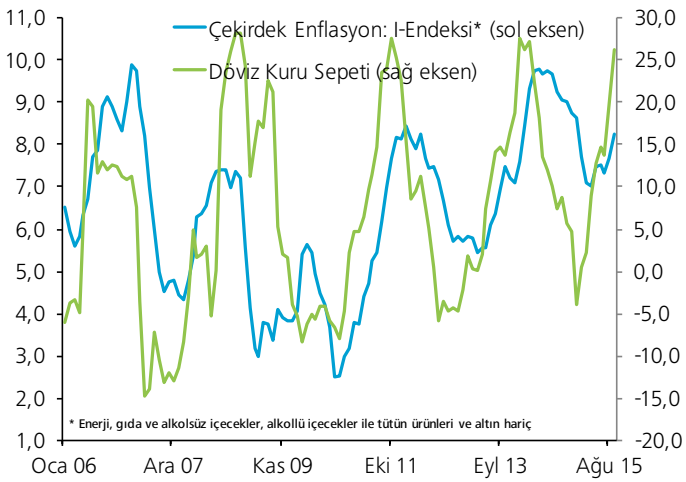
Tablo 4 -Enflasyon: Eylül 2015 (yüzde)	Aylık		12 Aylık		Yılbaşından Bugüne	
	Eyl 15	Eyl 14	Eyl 15	Ağu 15	Eyl 15	Ağu 15
TÜFE	**0,89**	**0,14**	**7,95**	**7,14**	**6,21**	**5,27**
Yiyecek ve Alkolsüz İçecek	1,24	0,31	10,73	9,71	7,61	6,29
Tütün ve Alkollü İçecek	0,35	-1,12	5,67	4,13	5,68	5,31
Giyim ve Ayakkabı	-2,76	-2,44	4,38	4,72	-5,30	-2,62
Konut	0,58	0,49	8,28	8,19	4,84	4,23
Ev Eşyası	1,16	0,41	9,42	8,60	8,14	6,89
Sağlık	1,08	0,42	7,42	6,72	6,29	5,16
Ulaştırma	1,93	0,11	2,42	0,60	6,37	4,35
İletişim	0,72	-0,05	2,82	2,03	3,17	2,43
Eğlence ve Kültür	1,16	0,07	10,38	9,19	11,83	10,55
Eğitim	0,88	1,78	5,90	6,84	5,09	4,16
Lokanta ve Oteller	0,97	1,21	13,99	14,26	11,73	10,66
Çeşitli Mal ve Hizmetler	1,93	0,72	11,23	9,91	9,66	7,58
Yİ-ÜFE	**1,53**	**0,85**	**6,92**	**6,21**	**7,81**	**6,19**
Dayanıklı Tüketim Malı	2,95	-0,83	13,89	9,71	12,93	9,70
Enerji	1,64	0,23	-2,57	-3,93	3,14	1,47
İmalat Sanayi	1,54	0,90	7,34	6,66	8,43	6,78
Çekirdek Enflasyon: I Endeksi	**0,81**	**0,28**	**8,23**	**7,66**	**6,31**	**5,45**

Kaynak: TUIK, Turkey Data Monitor

Tüketici fiyatları enflasyonundaki bu yükselişin ardında temelde TL'nin değer kaybı ile gıda fiyatları olsa da fiyatlama hareketlerindeki bozulmanın da etkili olduğunu söylemek mümkün

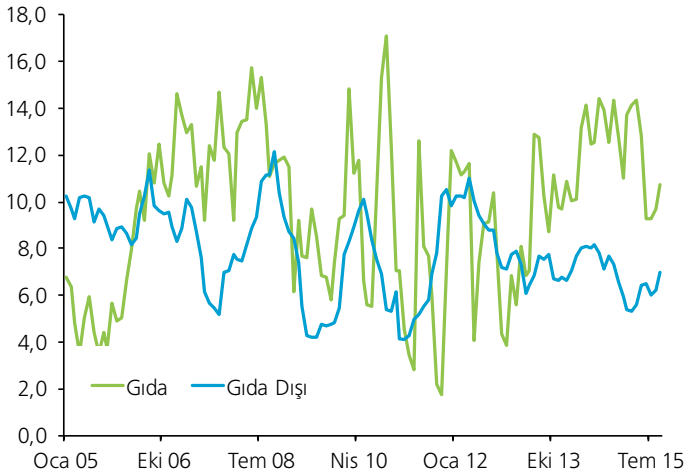
Her şeyden önce son dönemde TL'deki zayıflamanın özellikle çekirdek enflasyon (I-Endeksi) üzerindeki etkilerini belirgin şekilde gördük. Nisan'da %7 ile bu yılın en düşük seviyesine gerileyen I-endeksi, Eylül'de %8,2 düzeylerinde seyrediyordu. TL'deki zayıflamanın devam etmesine bağlı olarak çekirdek enflasyondaki bu yükselişin sürmesi beklenebilir (Grafik 21). TL'nin sepet ve ABD doları karşısında Ekim ortası itibariyle yıllık bazda %23 ve %31 civarında zayıfladığını hatırlatalım. (Kur-fiyat 'geçişkenliği' konusunda yapılan muhtelif teknik çalışmalar, TL'deki %10'luk bir değer kaybının yaklaşık 6-12 ay içinde enflasyonu kabaca 1-1,5 puan artırdığını gösteriyor.)

Grafik 21 - Çekirdek Enflasyon ve Döviz Kuru (yıllık, %)



Diğer yandan geçtiğimiz dönemde gıda fiyatları enflasyonundaki seyir de Merkez Bankası'nın beklentileri yönünde gerçekleşmedi. Nisan ayında %14,4 ile bu yılın şu ana kadar en yüksek seviyesini gören gıda enflasyonu Mayıs-Temmuz döneminde bir düzeltme yaşayıp %9,2'ye kadar geriledikten sonra –kısmen et fiyatları kısmen de taze meyve sebze fiyatlarının etkisi ile– tekrar artış gösterdi (Grafik 22). Eylül ayında %10,7 ile yeniden çift haneli rakamlara yükselen gıda enflasyonu böylece Merkez Bankası'nın Temmuz Enflasyon raporuna göre %8 olan yılsonu beklentisinin belirgin şekilde üzerinde seyrediyor[14].

Grafik 22 - TÜFE Enflasyonu: Gıda ve Gıda dışı (12-aylık; %)

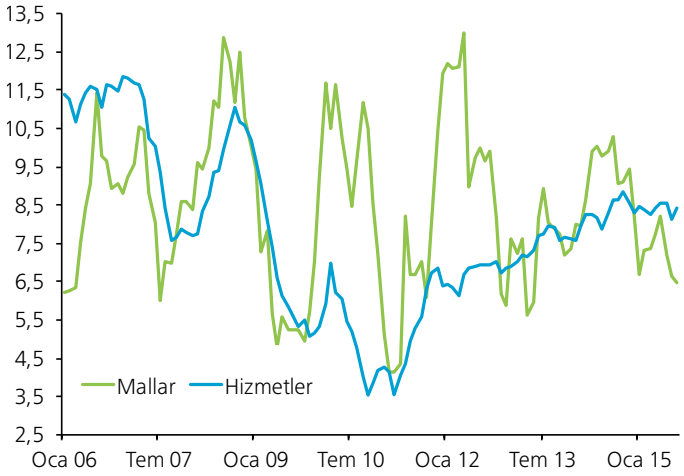


[14] Hatırlanacak olursa gıda fiyatlarındaki artış ile ilgili olarak sene başında – Gıda, Tarım ve Hayvancılık Bakanlığı; Ekonomi, Gümrük ve Ticaret, Kalkınma ve Maliye Bakanlıkları, Hazine, TCMB ve TÜİK'den oluşan – bir izleme komitesi kurulmuş, konu yakın takibe alınmıştı. Ancak Komite'nin bulguları ve çalışmaları hakkında şu an itibariyle sınırlı bir bilgiye sahibiz.

Bunlara ek olarak hizmet enflasyonunun yüksek seyri ve beklentilerin genelde bozulmaya devam etmesi fiyatlama hareketlerinde de sorun olduğuna işaret ediyor

Hizmet enflasyonu tarafındaki katılığın ekonominin görece zayıf seyrine rağmen devam etmesi dikkat çekici. Rakamsal olarak sene başından beri yıllık hizmet enflasyonunun %8 üzerinde - %5'lik hedeften çok uzak bir düzeyde – seyrettiğini görüyoruz (Grafik 23). Alt kalemler bazında bakıldığında haberleşme ve ulaştırma hizmetleri dışındaki tüm fiyat grupları bu yüksek seyirde etkili olmuşa benziyor. Örneğin bu grupta önemli bir ağırlığa sahip kira enflasyonu halen %7,5 seviyelerinde seyrederken özellikle gıda fiyatlarının yarattığı baskı ile lokanta-otel enflasyonu (yıllık) %14'ler civarında bulunuyor.

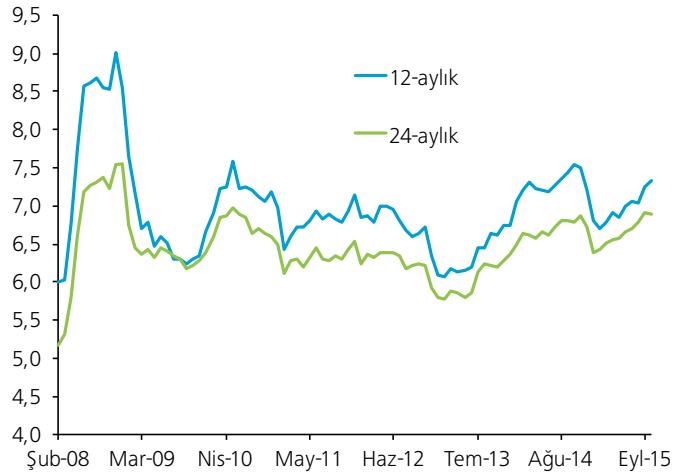
Grafik 23 - TÜFE Enflasyonu: Mal ve Hizmet Enflasyonu (AB Tanımlı, 12-aylık; %)



Enflasyon beklentileri de belirgin şekilde bozuluyor; 24-aylık beklentiler 2010'dan bu yana en kötü seviyelerde

Ekim ayı verilerine göre 2015 yılsonu enflasyon beklentileri %8,3 ile %5'lik hedef bir yana, Merkez Bankası'nın Temmuz Enflasyon Raporu'na göre yılsonu gerçekleşme tahmini olan %6,9'un da belirgin üzerinde seyrediyordu. Benzer şekilde daha da ileriye yönelik – 12-aylık ve 24-aylık – beklentilerin de yılın ilk aylarından bu yana bir bozulma trendinde olduğunu görüyoruz. Ekim ayı itibari ile 12-aylık beklentiler %7,3; 24-aylık beklentiler ise %6,9 seviyesindeydi (Grafik 24).

Grafik 24 - Enflasyon Beklentileri (%)

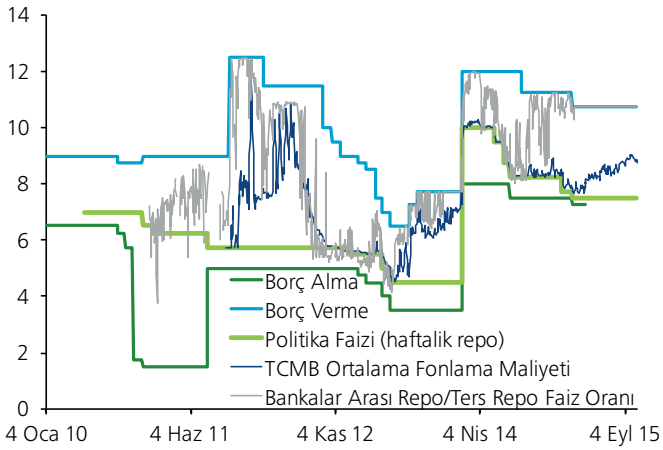


Nitekim bu gelişmeleri de yansıtarak Ekim ortasında yayınlanan Orta Vadeli Program'da bu (%7,6) ve gelecek yılsonu için (%6,5) enflasyon tahminlerinin belirgin şekilde yükseltildiğini gördük. Bu tahminlerin –veya buna yakın değerlerin – Ekim sonunda yayınlanacak TCMB Enflasyon Raporu'nda 'orta nokta' tahminler olarak yer alması şaşırtıcı olmayacaktır.

Bu gelişmeler karşısında TCMB faiz tarafında tedrici adımlarla yetindi, buna ek olarak daha çok teknik – likidite düzenleyici – adımlardan oluşan bir para politikasında normalleşme haritası açıkladı

Son raporumuzdan bu yana faizler tarafında politika faizi olan 1-haftalık repo faiz oranı %7,5 seviyesinde; gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranları ise sırasıyla %7,25 ve %10,75 seviyesinde sabit tutuldu. (TCMB'nin en son faiz hareketinin Şubat ayında ve indirim yönünde olduğunu hatırlatalım.) Bu süreçte TCMB'nin faiz artırımları yerine, fonlamayı – diğer bir deyişle marjinal fonlama oranını – gecelik borç verme faizine kaydırarak, gerek para piyasası faizlerini %10,75 civarında tuttuğunu, gerekse de ağırlıklı ortalama fonlama faizini 1-haftalık repo faizinin 1-1,5 puan kadar yukarısına ittirdiğini gözlemledik (Grafik 25). Buna ek olarak Banka'nın TL cinsi zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranları ile döviz depo hesapları faiz oralarındaki revizyonlar yoluyla TL'deki değer kaybına müdahale etmeye çalıştığını gördük.

Grafik 25- MB Faiz Oranları (basit, %)



TCMB, Ağustos ayı PPK toplantısı ardından küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasından önce ve sonra uygulayabileceği politikaları anlatan bir "yol haritası" yayınladı

Buradaki asıl vurgu para politikasında sadeleşmeye gidileceğiydi. Banka'nın yol haritası Türk lirası likidite yönetimi çerçevesi ve sadeleşme adımları; döviz likiditesi önlemleri ve finansal istikrarı destekleyici önlemler olmak üzere üç ayaktan oluşuyor ve TL tarafında sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici, finansal istikrar açısından ise destekleyici olmayı gözetiyor[15]. Banka normalleşme sürecinin başlamasıyla birlikte de faiz koridorunun bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirilerek daraltılacağını duyurdu. Ancak duyurular ve alınan aksiyonlar daha çok teknik ve marjinal düzeyde olup, piyasa beklentilerini tam karşılayamadı demek yanlış olmaz.

İleriye yönelik olarak; TCMB'nin – enflasyon görünümünde bariz bozulmaya karşın – yeterli adımların atıldığı görüşünde olduğunu ve bu açıdan 'bekle-gör' halini koruduğunu söyleyebiliriz. En son beklenti– piyasalarda tekrar aşırı bir dalgalanma olmayacağı varsayımıyla – Fed'in faiz artışına kadar TCMB'nin hamle yapmayacağı şeklinde. Nitekim, uzun bir süredir birçok analist tarafından dillendirilen bu tez artık Banka'nın kendi metinlerinde ve sunumlarında da yer almaya başladı.

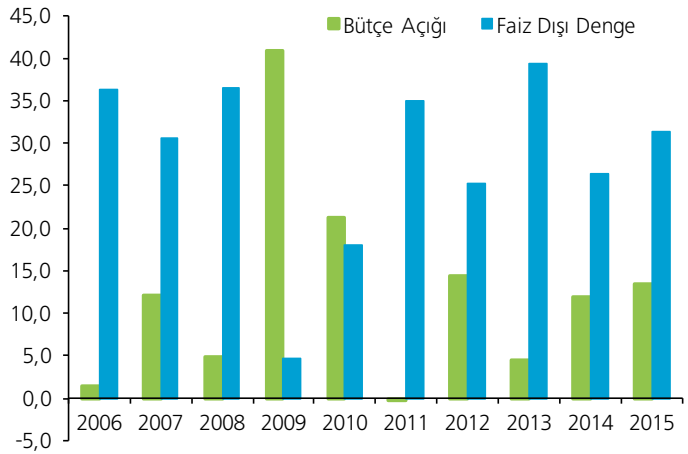
[15] Detaylar için bkz: Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası metni, Ağustos 18, 2015

Anasayfa
İçindekiler
Önsöz
Genel Değerlendirme
Global görünüm
Türkiye ekonomisi
Ek

Ağustos ayına kadar nispeten olumlu seyreden bütçe performansı Eylül itibariyle bozulmaya işaret ediyor.

Yılın ilk dokuz aylık döneminde Merkezi Yönetim Bütçesi geçen yılın aynı dönemindeki 11,9 milyar TL açık seviyesine karşın bu yıl 13 milyar TL açık verdi. Ancak performansı daha iyi ölçmeye olanak veren faiz dışı fazla aynı dönemde yaklaşık 5 milyar TL artarak, 31,2 milyar TL oldu. Öte yandan rakamlarda Eylül itibariyle azımsanmayacak bir bozulma söz konusu: Toplam bütçe Eylül'de 14 milyar TL kadar açık verirken (Eylül 2014: 9,2 TL), faiz dışı açık 7,7 milyar TL ile geçen seneki 4,6 milyar TL'lik açığın oldukça üstündeydi. Yine de ilk 9 ay performansının geçmiş yıllara oranla çok da farklılık göstermediğini belirtelim (Grafik 26, Tablo 5).

Grafik 26 - Merkezi Yönetim Bütçe ve Faiz Dışı Dengesi (Ocak-Ağustos toplam, milyar TL)



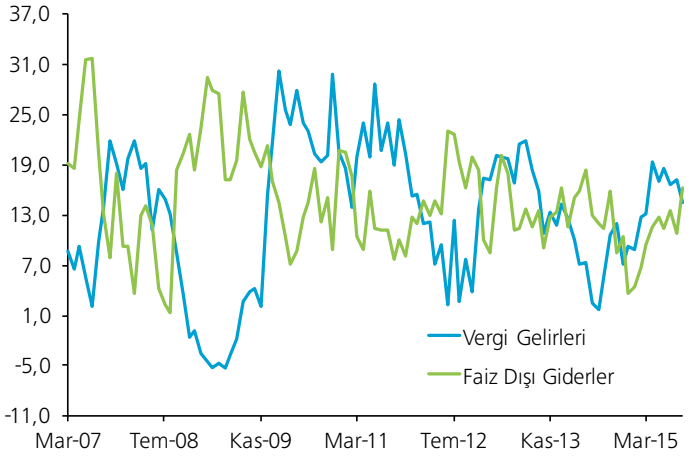
Eylül ayı rakamları, Orta Vadeli Program'ın revize tahminlerinin de yakalanmasının kolay olmayabileceğini düşündürdü

Hedef bütçede 21 milyar TL öngörülen bütçe açığı yeni yayınlanan OVP'de 24,5 milyar dolara çıkarılırken, faiz dışı fazla ise 33 milyar TL'den 29,5 milyar TL'ye indirildi. Ancak bir yandan yılın son çeyreğinde ikinci bir seçim olacağı, diğer yandan Aralık aylarında genelde yüksek bir bütçe açığı ve faiz dışı açık verildiği göz önüne alınınca; yılsonu için Orta Vadeli Program'da öngörülen bu revize tahminlerin yakalanması da pek kolay olmayabilir.

Seçim yılı olmasına rağmen vergi gelirlerindeki artış genelde faiz dışı harcama artışının üzerinde seyretti

Bütçe performansını takip için önemli bir gösterge olan vergi gelirleri – faiz dışı giderler makası sene başından bu yana büyük oranda vergi gelirleri lehine açılarak olumlu seyir izledi (Grafik 27).

Grafik 27 - Vergi Gelirleri ve Faiz Dışı Giderler (3-aylık hareketli ortalama, 12-aylık %)



Tablo 5 - Merkezi Yönetim Bütçesi: 2014-2015 (milyar TL)

	Eyl		Reel Büyüme (%)	Oca - Eyl		Reel Büyüme (%)	Bütçeye oran olarak; %	2015 Bütçesi
	2015	2014		2015	2014			
Merkezi Yönetim Gelirleri	**33,8**	**30,3**	**3,3**	**354,2**	**313,5**	**5,1**	**78,4**	**452,0**
sak: Genel Bütçe Gelirler	**32,6**	**29,4**	**2,6**	**340,4**	**301,5**	**5,0**	**77,2**	**441,0**
Vergi Geliri	29,5	26,2	4,3	298,3	258,7	7,3	76,6	389,5
sak: Gelir Üzerinden Alınan Vergiler	6,3	5,5	5,8	86,4	77,3	4,0	73,0	118,5
Gelir Vergisi	6,0	5,2	7,8	61,9	53,2	8,3	75,2	82,3
Kurumlar Vergisi	0,3	0,3	-27,1	24,5	24,1	-5,5	67,8	36,1
Mal ve Hizmet Üzerinden Alınan Vergiler	14,7	12,5	8,9	122,7	104,2	9,5	80,4	152,5
sak: KDV	4,4	3,2	28,6	34,5	29,3	9,6	83,6	41,2
ÖTV	9,1	8,3	2,4	77,4	65,4	10,2	82,4	94,0
Dış Ticaretten Alınan Vergiler	6,3	6,0	-2,5	59,5	51,9	6,6	72,3	82,3
Vergi Dışı Gelirler	4,3	4,1	-3,0	55,9	54,9	-5,2	89,5	62,5
Giderler	**47,9**	**39,6**	**12,3**	**367,7**	**325,4**	**5,1**	**77,7**	**472,9**
Faiz-Dışı Giderler	41,6	34,9	10,3	322,9	287,2	4,6	77,1	418,9
sak: Personel (sosyal güvenlik primleri dahil)	13,2	11,1	10,4	110,6	98,5	4,4	79,3	139,5
Cari Transferler	18,8	15,3	14,1	138,8	125,0	3,3	78,7	176,4
sak: Sosyal Güvenlik	10,1	8,5	10,0	65,6	64,1	-4,8	78,8	83,2
Mahalli İdare Payları	4,4	3,9	4,8	34,4	28,7	11,5	76,9	44,7
Yatırım	5,3	5,0	-1,7	35,5	31,3	5,5	74,3	47,8
Faiz Giderleri	6,4	4,6	27,5	44,8	38,3	8,8	82,9	54,0
Bütçe Dengesi	**-14,1**	**-9,2**	**...**	**-13,5**	**-11,9**	**...**	**64,2**	**-21,0**
Faiz Dışı Denge	**-7,7**	**-4,6**	**...**	**31,3**	**26,3**	**...**	**94,8**	**33,0**

Kaynak: Maliye Bakanlığı,Turkey Data Monitor.

Genelde seçim yıllarında harcamalar tarafının kısılamaması bu makasın belirgin bozulmasına yol açardı. Nitekim bu seneki olumlu seyrin kredi derecelendirme kuruluşu Fitch'in Eylül ayında yaptığı gözden geçirmede de etkili olduğunu ve Türkiye'nin görünümünü "durağan" olarak korumasında payı olduğunu görüyoruz.

Ancak Eylül ayında bu seyir tersine döndü. Verilerin 3-aylık hareketli ortalamasının yıllık nominal artışlarına baktığımızda Eylül ayında vergi gelirleri %14,4'e gerilerken buna karşın faiz dışı harcamalar %16,2'ye yükseldi. Ancak giderler tarafındaki artışta Eylül ayında emekli maaşı ödemelerinden kaynaklanan erkene çekilmiş 6 milyar TL'lik harcamanın etkisi olduğunu belirtelim.

Alt kalemlere baktığımızda, vergi gelirleri kısmında, son aylardaki yavaşlama trendinin genele yayıldığını, ancak ekonomideki zayıflamaya bağlı olarak ithalattan alınan vergilerin belirgin azaldığını söyleyebiliriz. 3-aylık hareketli ortalama olarak yıllık değişim verileri, ithalattan alınan vergilerin Haziran sonundaki %32 seviyelerinden Eylül'de %12'ye gerilediğini gösteriyor. Giderler tarafında ise mal ve hizmet alımlarının Temmuz-Eylül döneminde hız kestiğini, ancak personel harcamalarında ve cari transferlerde (genele yayınmış) bir ivmelenme yaşandığını görüyoruz. Yine Haziran-Eylül arasında (3-aylık ortalama olarak) mal ve hizmet alımları yıllık artışı %24'lerden %7 seviyelerine gerilerken, personel harcamaları %10'dan %16'ya, cari transfer ise %13'lerden %22 seviyelerine artmış bulunuyor.

Grafik 28 - Merkezi Yönetim Vergi Gelirleri ve Harcamaları: Seçilmiş Kalemler (3-aylık hareketli ortalama, 12-aylık %)

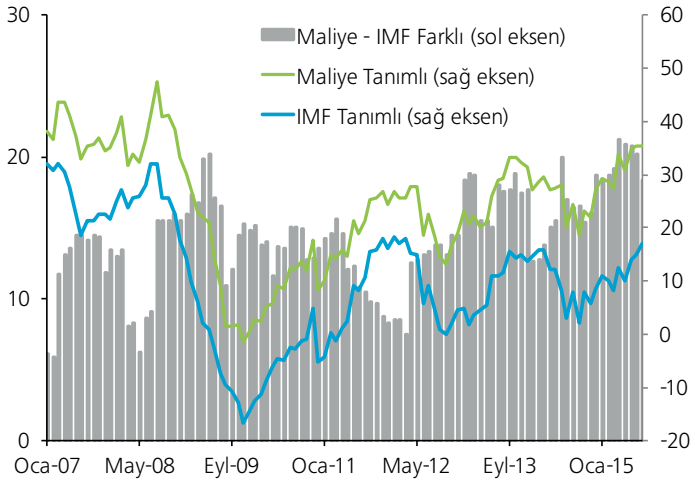
Genel trendlere baktığımızda bütçe performansı olumlu seyrediyor olsa da bazı dikkat edilmesi gereken noktalar olduğunun da altını çizmek gerekir

Öncelikle, bütçe performansında bir defalık gelirlerin halen oldukça etkili olduğunu tekrar hatırlatalım. Bunu maliye tanımlı faiz dışı fazla ile bu tür gelirlerin çıkartılmasıyla hesaplanan IMF tanımlı faiz dışı fazla arasındaki farkın açılmasından takip etmek mümkün. Eylül rakamlarına göre 12-aylık toplam maliye tanımlı FDF, 32,2 milyar TL seviyesindeyken IMF tanımlı FDF'nin 12,3 milyar TL ile sınırlı kaldığını görüyoruz (Grafik 29). Ayrıca bu yıl tüketim vergilerinin, özelde de ÖTV'nin önemli bir artış kaydetmesi (yılbaşından beri, reel bazda yıllık, %10,2) büyük oranda otomotiv gibi bazı malların talebinde yaşanan – geçici– artıştan kaynaklandı. Ayrıca vergi ve sosyal güvenlik borçlarının yeniden yapılandırmasından 7 milyar TL'lik (GSYH'nin %0,3'üne denk gelen) bir gelir elde edildiğini de biliyoruz. Son olarak – yukarıda değinildiği gibi – bu yıl içinde ikinci kez seçime gidilmesi, bütçedeki temkinli duruşun – özellikle Aralık'ta harcama kalemlerinde aşırı bir artış yoluyla –bozulabileceği riskini barındırıyor.

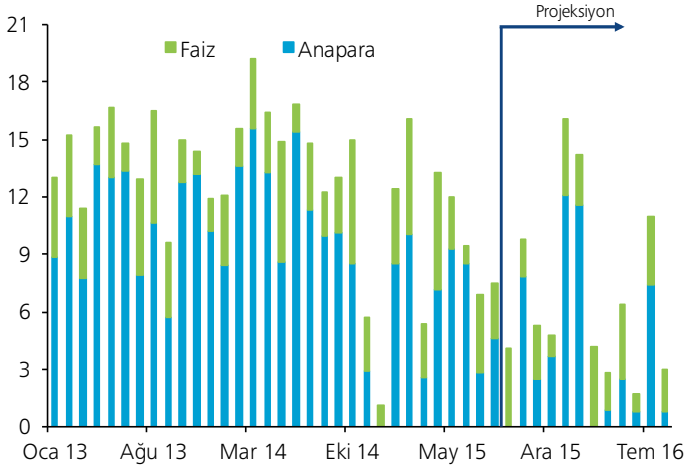
Borç tarafında çok yeni bir şey yok

Hazine Ocak-Ağustos döneminde 83 milyar TL'nin üzerinde bir borç servisini sorunsuz gerçekleştirdi. Bu dönemde iç borç çevirme rasyosu ortalama %85 civarındaydı. Yılın kalanında da Hazine'yi zorlayacak bir borç ödemesi bulunmuyor (toplam 24 milyar TL) ancak Ocak-Şubat döneminde 30 milyar TL'lik bir geri ödemesi bulunuyor (Grafik 30).

Grafik 29 - Merkezi Yönetim Faiz Dışı Dengesi (milyar TL, 12-aylık toplam)



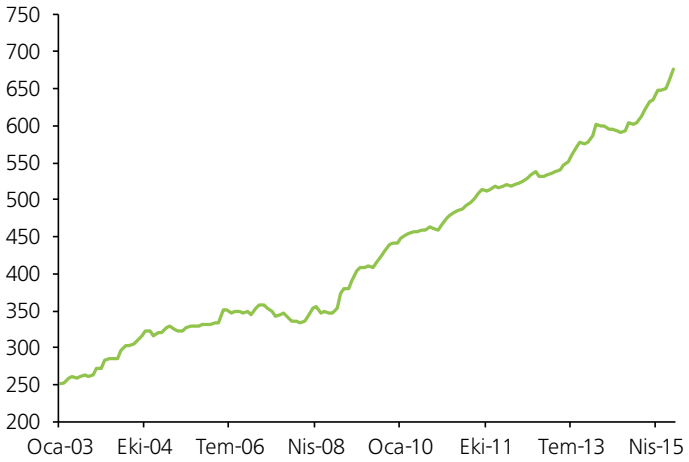
Grafik 30 - Hazine İç Borç Geri Ödemeleri



Normal şartlar altında Hazine bu miktardaki bir ödemeyi sorunsuz halledebilecekken, Kasım seçimleri sonrası siyasi belirsizliğin halen ortadan kalkmaması ve GOP'lara olan sermaye akımlarının azalması durumunda önümüzdeki sürecin biraz daha zorlu geçmesi beklenebilir.

Merkezi Yönetim borç stoku verileri son dönemde –liradaki değer kaybına bağlı olarak-- bir yükselmeye işaret ediyor (Grafik 31). 2014 yılı sonunda 612 milyar TL olan toplam borç stoku Ağustos ayı sonunda 64 milyar TL'lik hatırı sayılır bir artış göstererek (435 milyar TL'si iç borç, 241 milyar TL'si dış borç olmak üzere) 676,2 milyar TL oldu. Ancak artışın 2/3'ü dış borçtan, bu da ağırlıklı olarak liradaki değer kaybının dış borçta yarattığı değerleme etkisinden kaynaklanıyor. GSYH'ye oran olarak ise Merkezi Yönetim borç stoku 2014 sonunda %35'lik seviyesinden, 2. çeyrek sonunda %35,5'e artış kaydetti; hesaplamalarımız borcun GSYH'ye oranının 3. çeyrekte de bir puan kadar (%36,5'e) artmış olabileceği yönünde.

Grafik 31 - Merkezi Yönetim Borç Stoku (milyar TL)

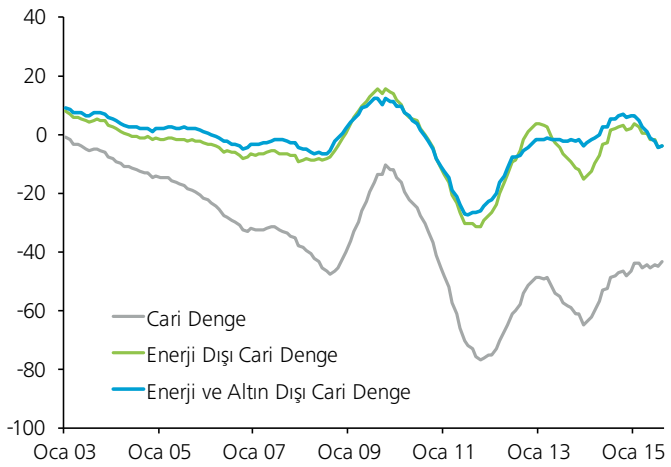


Anasayfa
İçindekiler
Önsöz
Genel Değerlendirme
Global görünüm
Türkiye ekonomisi
Ek

Cari açıktaki daralma, enerji faturasında belirgin düşüşe karşın çekirdek denge tarafındaki bozulma ile gecikti

2014 yılını 46,5 milyar dolar seviyesinde kapatan cari açık, Ağustos ayında (12-aylık toplam olarak) 43 milyar dolara gerileme kaydetti. Bunda enerji açığındaki azalma etkili olurken, çekirdek denge dediğimiz enerji ve altın hariç dengedeki bozulma, cari açıktaki daralmanın sınırlı kalmasına neden oldu. Nitekim Ocak-Ağustos döneminde 12-aylık toplam enerji açığı 9,7 milyar dolar azalırken; çekirdek denge 2014 sonundaki 6,2 milyar dolar fazla seviyesinden Ağustos'da (12-aylık toplam olarak) 3,8 milyar dolar açık seviyesine geriledi ve yaklaşık 10 milyar dolar civarında bir bozulma gösterdi (Grafik 32, Tablo 6).

Grafik 32 - Cari Denge (12-aylık toplam; milyar $)



Tablo 6 - Cari Denge (milyon $)	Ağu		Ocak - Ağu		12-Aylık Toplam	
	2015	2014	2015	2014	Ağu 2015	Tem 2015
Cari denge	**-163**	**-2.221**	**-25.674**	**-29.152**	**-43.047**	**-45.105**
Çekirdek Denge 1/	2.507	2.067	-5.705	4.242	-3.795	-4.235
Dış Ticaret Dengesi	-3.634	-6.236	-34.441	-40.419	-57.606	-60.208
İhracat	11.844	12.578	101.536	112.532	157.930	158.664
%	-5,8	6,4	-9,8	6,4	-6,3	-5,5
İthalat	15.478	18.814	135.977	152.951	215.536	218.872
%	-17,7	7,2	-11,1	-4,6	-8,0	-6,1
Hizmetler (net)	3.947	4.530	15.287	16.696	23.755	24.338
Turizm (net)	3.364	3.950	14.124	16.038	22.566	23.152
Gelir (net)	-586	-645	-7.147	-6.104	-10.255	-10.314
Cari Transfer	110	130	627	675	1.059	1.079

Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor
1/ Enerji ve altın hariç cari denge

Ancak son dönemde aylık rakamlar çekirdek dengedeki bozulmanın sona erdiğine işaret ediyor. Nitekim Ağustos ayında 12-aylık toplam olarak da çekirdek açığın 4,2 milyar dolardan 3,8 milyar dolara gerileyerek – uzun bir aradan sonra – cari açıktaki daralmayı desteklediğini gördük. Elimizdeki geçici ticaret istatistikleri bu durumun Eylül ayında da – ithalattaki daralma sayesinde – devam edeceğini gösteriyor. Öte yandan ihracat ve turizm tarafında zayıf seyir sürüyor...

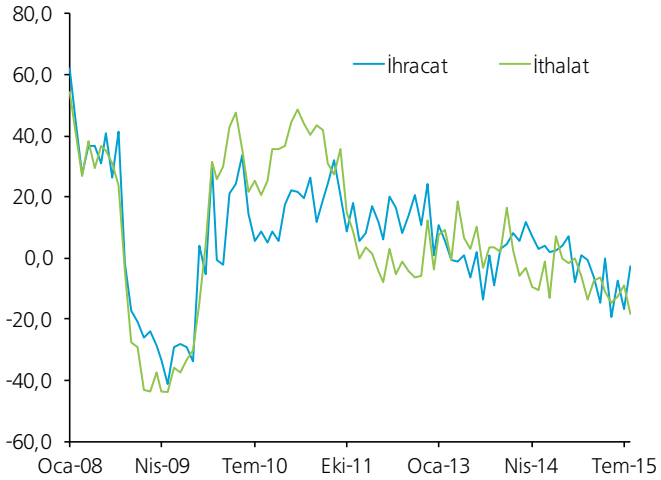
Hem ithalat, hem ihracatta – değerleme faktörünün de etkisi ile – trend aşağı yönlü.

Cari açığın en önemli bileşeni olan dış ticaret tarafında ihracat ve ithalat bu yıl belirgin daralma yaşadı. Yıl başından beri baktığımızda Ağustos rakamları ihracatta %8,7'lik, ithalatta ise %11,5'lik bir azalmaya işaret ediyor (Grafik 33). Altın ve enerji hariç rakamlar ile bu düşüş ihracatta %11; ithalatta ise %6,5 seviyelerinde. Geçen raporumuzda ihracat tarafındaki daralmanın kısmen euro/dolar paritesindeki değişim nedeniyle değerleme etkisinden kaynaklandığını ve sepet veya hacim bazında bakıldığında rakamların bir miktar daha makul olduğunu belirtmiştik. Ancak buna ek olarak ihracatın gerek küresel ekonominin zayıf seyrinden, gerekse de bölgesel sorunlardan etkilendiğini görüyoruz. Örneğin iki önemli ticaret ortağımız olan Rusya ve Irak'a Ocak-Eylül dönemindeki toplam ihracatımızın (TİM rakamları bazında) geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla %40 ve %20 civarında daraldığını belirtelim. Benzer şekilde dış ticaret rakamlarından göremediğimiz, ancak cari açık verilerine dahil olan ve büyük oranda Rusya'ya yapılan ihracatı kapsayan 'bavul ticaretinin' de azalmakta olduğunu görüyoruz; örneğin yılın ilk sekiz aylık döneminde bavul ticareti üçte-bir oranında daralma kaydetti.

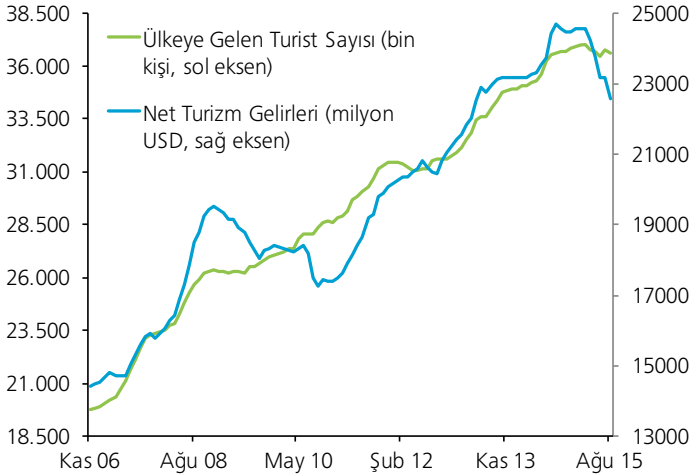
Cari açığın daralmasını sınırlandıran bir diğer etken ise turizm gelirleri oldu.

Ülkeye gelen turist sayısı, –Temmuz'daki hafif artış dışında– Nisan-Ağustos arasında, geçen yıla oranla düşüş kaydetti ve yılın başından bu yana gelen turist sayısı geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık %1 azalmış oldu. 12-aylık toplamda ise hemen hemen değişim göstermedi (Grafik 34). Bu da turizm gelirlerinin 12-aylık toplam olarak 2014 yılı sonundaki 24,5 milyar dolar seviyesinden Ağustos itibari ile 22,6 milyar dolara gerilemesine yol açtı. Hizmet Dengesi de aynı dönemde 1,4 milyar dolar azalış kaydetti ve 23,8 milyar dolara geriledi.

Grafik 33 - İhracat ve İthalat Büyümesi (yıllık, %)



Grafik 34 - Turizm Göstergeleri (12-aylık toplam olarak)



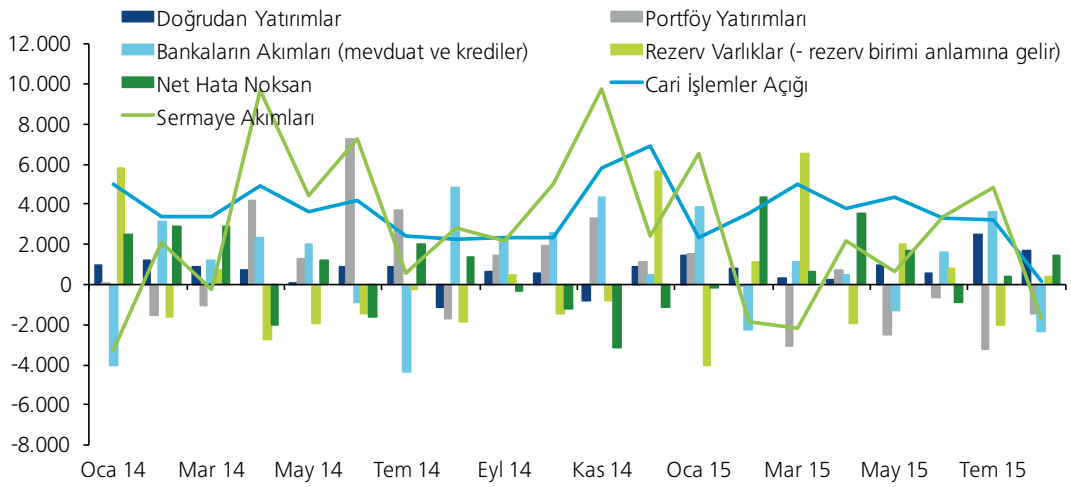
Cari açıktaki daralma trendi önümüzdeki dönemde belirginleşecek

Yukarıda değinildiği gibi ekonomideki zayıflamaya ve kurdaki değer kaybına bağlı olarak cari açıktaki daralma – ithalat üzerinden – yılın son çeyreğinde daha da belirginleşecek gibi duruyor. Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nın açıkladığı ön veriler de Eylül ayında dış ticarette – yaklaşık 75,4 milyar dolardan 72 milyar dolara – sert bir yavaşlama olacağını gösterdi.

Finansman tarafında ise zayıf görünüm devam ediyor

Her şeyden önce toplam sermaye girişlerinin net bir şekilde zayıfladığını görüyoruz. Örneğin sene başından bu yana aylık veriler toplam sermaye girişlerinin genelde cari açığı finanse etmeye yetmediğine işaret ediyor (Grafik 35).

Grafik 35 - Ödemeler Dengesi: Seçilmiş Finansman Kalemleri (milyon USD)



12-aylık toplamda da benzer şekilde 2014 sonundan beri yaklaşık 3,5 milyar dolar azalan cari açığa karşın finansman hesabının 11,6 milyar dolar azalarak 31,2 milyar dolara gerilediğini ve cari açığın tamamını finanse edemediğini gördük. Bu da finansmanda kaynağı belli olmayan sermaye akımlarının (net hata noksan) ve TCMB rezervlerinin önemli paya sahip olduğunu ve Ocak-Ağustos dönemindeki toplam açığın 13,9 milyar dolarlık kısmının bu yolla finanse edildiğini gösteriyor (Tablo 7).

Tablo 7 - Finans Hesabı (milyon $)	Ağu		Ocak - Ağu		12-Aylık Toplam	
	2015	2014	2015	2014	Ağu 2015	Tem 2015
Cari Denge	**-163**	**-2.221**	**-25.674**	**-29.152**	**-43.047**	**-45.105**
Sermaye Transferi	**27**	**-16**	**-6**	**-56**	**-20**	**-63**
Finans Hesabı	**1.693**	**-2.789**	**-11.806**	**-23.406**	**-31.207**	**-35.689**
Doğrudan Yabancı Yatırım	-1.675	1.097	-8.466	-4.474	-9.710	-6.938
Portföy Yatırımı	1.477	1.682	8.764	-12.290	945	1.150
Hisse Senedi	-347	-124	-715	2.014	-170	53
Borç Senetleri 1/	-677	-1.616	-4.178	11.060	3.053	2.114
Yurtiçi	-393	-1.532	-5.273	-336	-4.567	-5.706
Diğer Yatırımlar	1.891	-5.568	-12.104	-6.642	-22.442	-29.901
Varlıklar	1.867	-3.783	10.257	1.074	10.855	5.205
Yükümlülükler	-24	1.785	22.361	7.716	33.297	35.106
Kısa Vadeli Krediler	-2.651	55	-11.847	-170	-7.726	-5.020
Uzun Vadeli Krediler	2.412	455	22.214	6.065	27.156	25.199
Banka Dışı Özel Sektör	441	661	5.536	4.297	6.944	7.164
IMF Kredileri	0	0	0	0	0	0
Diğer / Mevduatlar	215	1.275	11.994	1.821	13.867	14.927
Net Hata Noksan	**1.430**	**1.333**	**10.946**	**9.156**	**5.110**	**5.013**
Rezerv Varlıklar	**-399**	**1.885**	**-2.928**	**3.354**	**-6.750**	**-4.466**

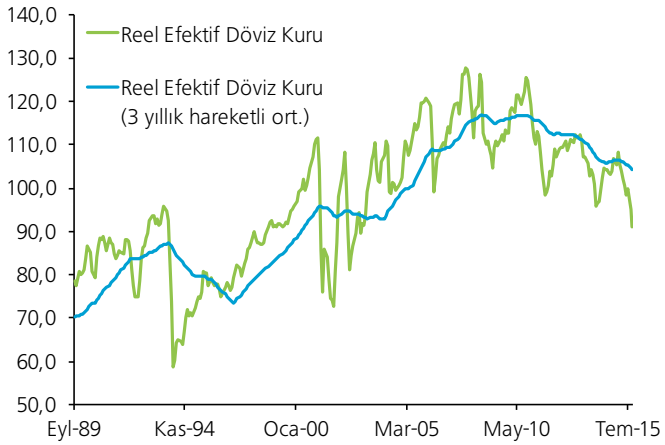
Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor
1/ Yerleşik olmayanlara yapılan yurtiçi ihraçlar dahil.

Diğer yandan sermaye akımlarının kompozisyonuna baktığımızda yine Ocak-Ağustos döneminde 8,5 milyar dolarlık giriş ile doğrudan yabancı yatırımların (DYY) geçen yılın aynı dönemine oranla biraz toparlandığını görüyoruz (Ocak-Ağustos 2014: 4,5 milyar dolar), ancak cari açığı karşılama oranı olarak DYY halen %15-20 bandında ve oldukça düşük seyrediyor. Diğer yandan bankacılık akımları da 4,8 milyar dolar ile bu dönemde yine finansmana önemli miktarda destek oldu. Bunun ciddi miktarı uzun vadeli krediler gibi gözükse de vadenin bir yıldan çok uzun olmadığını eklemek gerekiyor. Portföy yatırımları tarafında ise borçlanma senetleri kaynaklı olmak üzere 8,5 milyar dolarlık bir çıkış yaşanması, Türkiye'nin de – ilgili bölümde tartışıldığı gibi – global trendlerden çok yakından etkilendiğini gösteriyor.

Reel kur 2003'den bu yana en düşük seviyelerini gördü

Merkez Bankası'nın TÜFE bazlı reel döviz kuru verileri Haziran ayında 2014 Mart ayından bu yana ilk kez 100'ün altına gerilemişti. Eylül ayı itibari ile REDK, 91 seviyesi ile Ocak 2003'den bu yana en düşük düzeyine geriledi. Bu aynı zamanda reel kurun uzun vadeli (3-yıllık hareketli ortalama) trendine göre yaklaşık %10-%15 kadar daha zayıf olduğuna da işaret ediyor (Grafik 36). Öte yandan siyasi taraftaki belirsizlikler ve baskılar, Merkez Bankası'nın liradaki değer kaybını tolere etmesi veya sert bir müdahalede bulunmaması ve sermaye hareketlerinin zayıfladığı bir global ortamda yüksek finansman ihtiyacımızın bulunması kur konusunda henüz en kötüsünün geride kaldığını söylemek için erken olabileceğini düşündürüyor[16].

Grafik 36 - Reel Efektif Döviz Kuru: Uzun Vadeli Görünüm (2003=100)



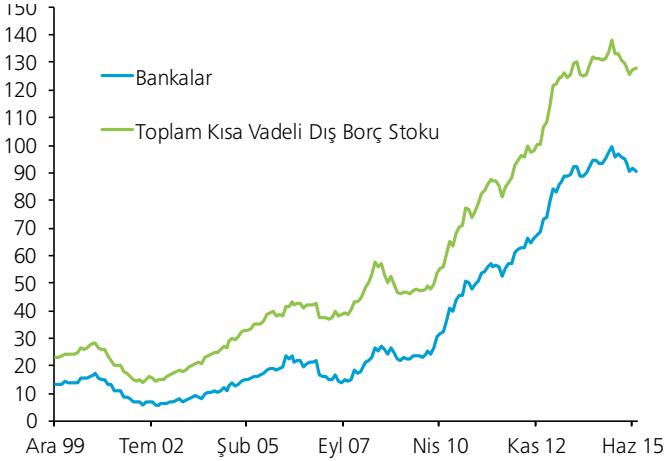
[16] Ayrıca farklı kur endekslerinde farklı mesajların olduğunu da belirtelim. Örneğin Birim İşgücü Maliyeti bazlı endekse göre lira aşırı değersiz değil hatta hala değerli; aynı ölçüde olmasa da gelişmiş ekonomiler bazlı TÜFE endeksinde de benzer bir durum söz konusu.

Dış borçlanmada bankacılık kesiminin artan ağırlığı dikkat çekiyor

Türkiye'nin toplam dış borç stoku Haziran itibari ile 405,2 milyar dolar, diğer bir deyişle GSYH'ye oranla %59,4 seviyesindeydi. Bilindiği gibi bunun önemli bir bölümü (287,5 milyar dolar, GSYH'nin %42,1'i) özel sektöre ait. Özellikle 2012 yılı sonlarından itibaren özel sektör tarafında bankacılık kesiminin artan borçlanması dikkat çekici hale geldi. Daha güncel olan aylık verilere göre özel sektörün yurtdışından sağladığı kredi borcunun 2012 sonundan bu yılın Ağustos ayına kadar geçen sürede 41,7 milyar dolar artış kaydettiğini, bunun yaklaşık 37 milyar dolarının bankacılık kesiminden kaynaklandığını görüyoruz.

Vadeye kalan gün sayısı (365 gün) tanımlı kısa vadeli borç verileri de benzer bir görünüme işaret ediyor. Türkiye'nin önümüzdeki bir yıl içinde ödemesi gereken (bir yıl içinde ödeme günü gelen uzun vadeli borçlar ve kısa vadeli borçların toplamı) yaklaşık 171 milyar dolarlık dış borcunun (Temmuz verilerine göre) 111 milyar doları (kamu bankaları dahil) bankacılık sektörüne ait (Grafik 37). Nitekim son yıllarda mevduatların krediye dönüşme oranlarında gözlenen hızlı artış ve özellikle kredi derecelendirme kuruluşlarından gelen uyarılar, artan bir şekilde dış finansmana olan bu bağımlılığın bir göstergesi[17].

Grafik 37 - Kısa Vadeli Borç Stoku (milyar USD)



[17] Bu durumun – bankaların yüksek oranda açık pozisyon taşımaması dolayısıyla – doğrudan kur riskinden çok bir likidite riski yarattığını belirtelim. Asıl kur riskinin –bazı hafifletici faktörler olsa da – reel sektör şirketler kesimi üzerinde olduğu bilinen ve çok konuşulan bir başlık. Son rakamlara göre şirketler kesiminin açık pozisyonu 175 milyar dolar civarında ve son bir yılda fazla bir düzelme yaşanamadığı biliniyor.

Ek - Orta vadeli program 2016-2018

Anasayfa
İçindekiler
Önsöz
Genel Değerlendirme
Global görünüm
Türkiye ekonomisi
Ek

2016-2018 yıllarını kapsayan Orta Vadeli Program (OVP) 11 Ekim'de açıklandı. Program'da ilk göze çarpan büyüme beklentilerinin aşağı, enflasyon beklentilerinin ise yukarı yönde revize edilmesi oldu. Bu yıl için büyüme beklentisi %4'ten %3'e, 2016 hedefi ise %5'den %4'e çekilirken; 2017 ve 2018 yıllarında ise büyümenin sırasıyla %4,5 ve %5 olması hedefleniyor. Özellikle 2017-18 yıllarında yatırım ağırlıklı büyüme öngörüldüğünden cari açığın düşmesi tasarruflarda ciddi artışlar ile mümkün olabiliyor (ki Program'da 2015-2018 arasında tasarrufların GSYH'ye oranının %14,6'dan %17,2'ye çıkması öngörülüyor), ancak bu da hedeflerin iyimser olduğunu düşündürüyor. Enflasyon tarafında ise 2015 beklentisi %6,3'ten %7,6'ya çekildi. Bu hatırlanacağı gibi Merkez Bankası'nın son (Temmuz) Enflasyon Raporu'nda açıkladığı tahmin aralığının üst bandına yakın (orta noktası %6,9 olmak üzere %6-%7,8 arası). 2016 yılsonu enflasyon öngörüsü de yine 1,5 puan artırılarak %6,5'e çıkarıldı, OVP'ye göre %5 enflasyon hedefi Programın son yılı olan 2018'de yakalanabilecek.

Raporda dikkat çeken ve tartışma yaratan bir diğer nokta, kişi başına GSYH rakamlarının bu yıl itibariyle piyasa kuru yerine, satın alma gücü paritesi (SGP) kurundan verilmesi oldu. Bu yıl liradaki değer kaybı sonucu piyasa kuru bazında kişi başına GSYH'nin sert bir gerilemeyle 9 bin ABD doları civarına düşeceği öngörülüyordu (2014: 10,4 bin dolar), ancak satın alma gücü paritesi bazlı rakamlara göre 2014 yılında 19,504 dolar olan kişi başı gelirin 2015'de hafifçe artarak 19,506 dolara çıkması bekleniyor. SGP bazlı rakamların verilmesinde herhangi bir sorun olmamasına rağmen tercihin sadece bir teknikle yapılan hesaplamaların gösterilmesi yönünde olması ve bunun kişi başına gelirde sert bir düşüş olan yıla denk gelmesi, doğal olarak gözlemcilerde soru işaretleri uyandırdı[18].

Maliye politikası tarafında program hedeflerinin aşağı doğru revize edildiğini görüyoruz. Merkezi Hükümet faiz dışı fazlası (FDF) önceki OVP'de 2015 için öngörülen 33 milyar TL (ya da GSYH'ye oranla %1,7) düzeyinden yeni OVP ile birlikte 29,5 milyar TL'ye (GSYH'ye oranla %1,5) çekildi. 2016'da FDF'nin GSYH'ye oran olarak %1,8'e çıkması; 2017-18 yıllarında ise artmaya devam ederek sırasıyla %1,9 ve %2 olması bekleniyor. Bütçe açığı tarafında ise 2015 hedeflerinin geçen yılki OVP'ye oranla 3,5 milyar TL (GSYH'ye oran olarak 1,1 puan) artacağı ve 24,5 milyar TL'e (GSYH'nin %1,3'ne) ulaşacağı tahmin ediliyor. 2016-2018 döneminde de bütçe açığının GSYH'ye oran ile sırasıyla %0,7; %0,6 ve %0,4 olması bekleniyor. Bu düşüşlerin temelde harcamalar tarafının kısılması yoluyla sağlanmaya çalışıldığını görüyoruz.

Daha kapsamlı bir gösterge olan kamu sektörü (program tanımlı) faiz dışı fazlanın ise bu yıl GSYH'ye oranla %0,9 düzeyinde bir fazla vermesi beklenirken, 2016-18 döneminde fazlanın sırasıyla %1,4, %1,6 ve %1,8 düzeyinde olması hedefleniyor. Geçen seneki OVP'de bu rakamlar 2015-17 için %1,2, %1,5, ve %1,8 düzeyindeydi.

[18] SGP, iki farklı ülkede aynı mal ve hizmet sepetinin lokal paralar cinsinden hesaplanması sonrasında bu sepetlerin değerinin birbirine bölünmesi ile bulunuyor; amaç hesaplamaları aşırı kur dalgalandırmalarından arındırmak ve ticarete konu olmayan mallarda daha düşük fiyat düzeyi olan ülkelerin gelir hesaplamasında bu gerçeği yansıtmak. Her yıl gerçek anlamda bu verilerin her ülke için toplanması ve hesaplamaların yapılması mümkün olmadığından SGP bazlı gelir genelde tahmin ediliyor.

Orta Vadeli Program: Temel Ekonomik Göstergeler	2014		2015		2016		2017		2018
	Eski	Yeni	Eski	Yeni	Eski	Yeni	Eski	Yeni	Yeni
GSYH Büyümesi	**3,3**	**2,9**	**4,0**	**3,0**	**5,0**	**4,0**	**5,0**	**4,5**	**5,0**
GSYH (Milyar Dolar, SAGP)	...	1.460	...	1.516	...	1.596	...	1.697	1.818
SAGP'ye Göre Kişi Başına Milli Gelir (GSYH, Dolar)	...	19.054	...	19.506	...	20.313	...	21.377	22.680
TÜFE Yıl Sonu % Değişme	9,4	8,2	6,3	7,6	5,0	6,5	5,0	5,5	5,0
İşsizlik Oranı (%)	9,6	9,9	9,5	10,5	9,2	10,3	9,1	10,2	9,9
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi	-24,4	-23,3	-21,0	-24,5	-15,8	-15,4	-7,1	-14,8	-11,1
GSYH'ye % oran olarak	-1,4	-1,3	-1,1	-1,3	-0,7	-0,7	-0,3	-0,6	-0,4
Merkezi Yönetim Faiz Dışı Denge	25,8	26,6	33,0	29,5	38,2	39,6	47,9	44,2	51,9
GSYH'ye % oran olarak	1,5	1,5	1,7	1,5	1,8	1,8	2,0	1,9	2,0
Cari Denge (milyar USD)	-46,0	-46,5	-46,0	-36,7	-49,2	-34,0	-50,7	-34,4	-35,2
GSYH'ye % oran olarak	-5,7	-5,8	-5,4	-5,2	-5,4	-4,9	-5,2	-4,7	-4,4
Altın Hariç Cari Denge (GSYH'ye % oran olarak)	-5,6	-5,3	-5,1	-5,8	-5,1	-4,7	-4,8	-4,3	-4,0
Dış Ticaret Dengesi (milyar USD)	-83,5	-84,6	-85,0	-65,4	-89,4	-66,3	-94,1	-69,6	-73,1
Enerji İthalatı (milyar USD)	**56,2**	**54,9**	**57,3**	**41,1**	**60,1**	**39,2**	**63,9**	**42,5**	**48,6**
TL/USD	2,178	2,179	2,288	2,732	2,370	3,086	2,441	3,246	3,300

Kaynak: Orta Vadeli Program 2016-18; ve OVP 2015-17.

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, denetim, vergi, danışmanlık ve kurumsal finansman alanlarında, 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, 200.000'i aşan uzman kadrosu ile kendini mükemmelliğin standardı olmaya adamıştır.

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 her bir üye firma 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.

Bu belgede yer alan bilgiler sadece genel bilgilendirme amaçlıdır ve Deloitte Touche Tohmatsu Limited, onun üye firmaları veya ilişkili kuruluşları (bütün olarak Deloitte Network) tarafından profesyonel bağlamda herhangi bir tavsiye veya hizmet sunmayı amaçlamamaktadır. 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.