



Ekonomik Görünüm

10 temel soruda
küresel ortam ve Türkiye ekonomisi

Mart 2017



01

02

03

İçindekiler

- 01 Genel değerlendirme 1
- 02 Küresel ekonomi 3
- 03 Türkiye ekonomisi 19



01

02

03

Genel değerlendirme

2017 yılının bu ilk raporu yine siyasetin öne çıktığı belirsizliklerle dolu bir ortamda hazırlandı. Bu açıdan raporda Türkiye ekonomisi ile ilgili daha kapsamlı bir değerlendirmeyi 16 Nisan referandumu sonrasına bırakarak, küresel ekonomi ve Türkiye ekonomisi üzerine bazı temel sorulara odaklanmayı tercih ettik.

2016 yılının ikinci yarısından bu yana devam eden toparlanma, küresel ekonomiye ilişkin iyimserliği de artırmış durumda¹. Çin'de devam eden teşviklerin büyüme ivmesini artırmasına ek olarak gelişmiş ülkelere dönük beklentilerdeki iyileşme gelişmekte olan ülkelere dönük yatırımcı ilgisini besliyor.

Ancak son dönemde ilki Mart'ta olmak üzere yılın tamamında 3 faiz artırımını beklentilerinin yeniden güçlenmesiyle Fed endişelerinin, olumlu "hızlanan büyüme" hikâyesine baskın gelmeye başladığına dönük sinyaller de gelmeye başladı. Küresel ekonomiyi saran birçok belirsizlik de büyüme görünümünü olumsuz etkileme potansiyelini sürdürüyor.

Piyasaların coşkusu bir yana, ABD'de yeni başkan Donald Trump göreve geldiği 20 Ocak'tan bugüne kadar geçen süreye rağmen hala bir belirsizlik faktörü. Euro Bölgesi'nde büyüme tarafında cesaret verici bir görüntü var ancak gündem yoğun ve çetrefilli –Mart'ta Hollanda, Nisan'da Fransa ve Eylül'de Almanya'da- yaklaşan seçimler, Yunanistan borç krizi ve –başta İtalya'da- zayıf bankacılık sektörü kaynaklı risklere ek olarak,

¹ Raporumuz genelde Şubat ayı sonuna kadarki gelişmeleri ve verileri içermektedir.



01

02

03

İngiltere ve AB arasında yapılacak Brexit görüşmeleri yıl boyu izleyeceğimiz başlıklar olacak.

Türkiye tarafında yıla zor bir başlangıç yaptık. 2016 yılının son aylarında başlayan TL üzerindeki yoğun baskılar, Ocak sonuna kadar devam etti. Bu esnada Fitch'in not indirimi ile birlikte (geçen Eylül ayında Moody's'in not indiriminden sonra) ikinci yatırım yapılabilir notumuzu da kaybetmiş olduk.

Henüz bunun etkileri yakıcı olarak hissedilmese de dışarıda Fed'den gelecek faiz artışları, içeride siyasi riskler ve yüksek dış finansman ihtiyacı ile birlikte düşünüldüğünde bu gelişmelerin büyümeyi olumsuz etkilemesi kaçınılmaz gözüküyor.

Makro dengelerimizdeki kırılganlık ise devam ediyor. Büyüme tarafı yılın ilk aylarında bir miktar toparlama sinyali verdi, ancak halen görece zayıf (%2-%3 patikasında) görünümünü sürdürüyor; güven ortamının ise büyük oranda siyasi taraftaki belirsizlikler nedeniyle halen kalıcı bir toparlanma kaydedemediğini görüyoruz. Bu açıdan hükümetin son dönemde büyümeye dönük attığı adımları olumlu bulmakla birlikte, bunların sonuçlarının, gerek büyüme gerekse de kamu dengeleri açısından, yakından takip edilmesi gerektiğini – ve kalıcı reform odaklı bir hikâye oluşturulmasının elzem olduğunu - düşünüyoruz.

TÜFE'de bahar aylarında beklenen çift haneli rakamlara Şubat ayında ulaşılmış olması enflasyon tarafında öngörülenin üzerinde bir bozulma ile karşı karşıya kaldığımızı gösterdi.

Merkez Bankası'nın kalıcı, kararlı ve sade bir artırım yerine "örtülü faiz artışları" ile yetinmesi fiyatlama hareketleri, beklentiler ve uzun vadeli faizleri olumsuz etkiliyor diye düşünüyoruz. Cari açıkta, petrol fiyatlarındaki yükselme ve turizmde çok mütevazı bir iyileşme ile bu sene hafif artış olmasını bekliyoruz.

Bu çerçevede bir kez daha -- referandum sonrasında siyasi belirsizliklerin ortadan kalkacağı varsayımı ile beraber – yatırımcılara perspektif sağlayacak kapsamlı bir ekonomik programa ihtiyaç olduğunu belirtmek gerekiyor.



01

02

03

Küresel ekonomi

1- Küresel büyüme görünümü ne durumda, son beklentiler ne yönde?

Dünya ekonomisi 2016'yı ilk yarıda yaşanan yavaşlamanın etkisiyle zayıf bir büyüme ile kapattı. IMF'e göre büyüme %3,1 ile kriz sonrası en düşük seviyesine geriledi. Eldeki veriler ise, 2016'nın ikinci yarısında başlayan toparlanmanın sürdüğünü gösteriyor ve küresel büyümeye ilişkin son dönemde görece bir iyimserlik oluşmuş durumda. Özellikle gelişmiş ekonomilere (GE) dönük beklentilerde yeniden bir iyileşme söz konusu.

ABD ekonomisi temposunu korurken, Euro Bölgesi göstergelerinde belirgin bir iyileşme yaşanıyor, İngiltere ekonomisi resmi Brexit görüşmeleri öncesinde dirençli görünümü sürdürüyor ve Japonya'da da büyümenin ivmesini artırması bekleniyor. GE'lerde petrol fiyatlarında yaşanan artışın desteğiyle enflasyonda da hissedilir bir yükseliş söz konusu, ancak çekirdek göstergeler genelde zayıf ve merkez bankası hedeflerinin belirgin altında kalmayı sürdürüyor.



01

02

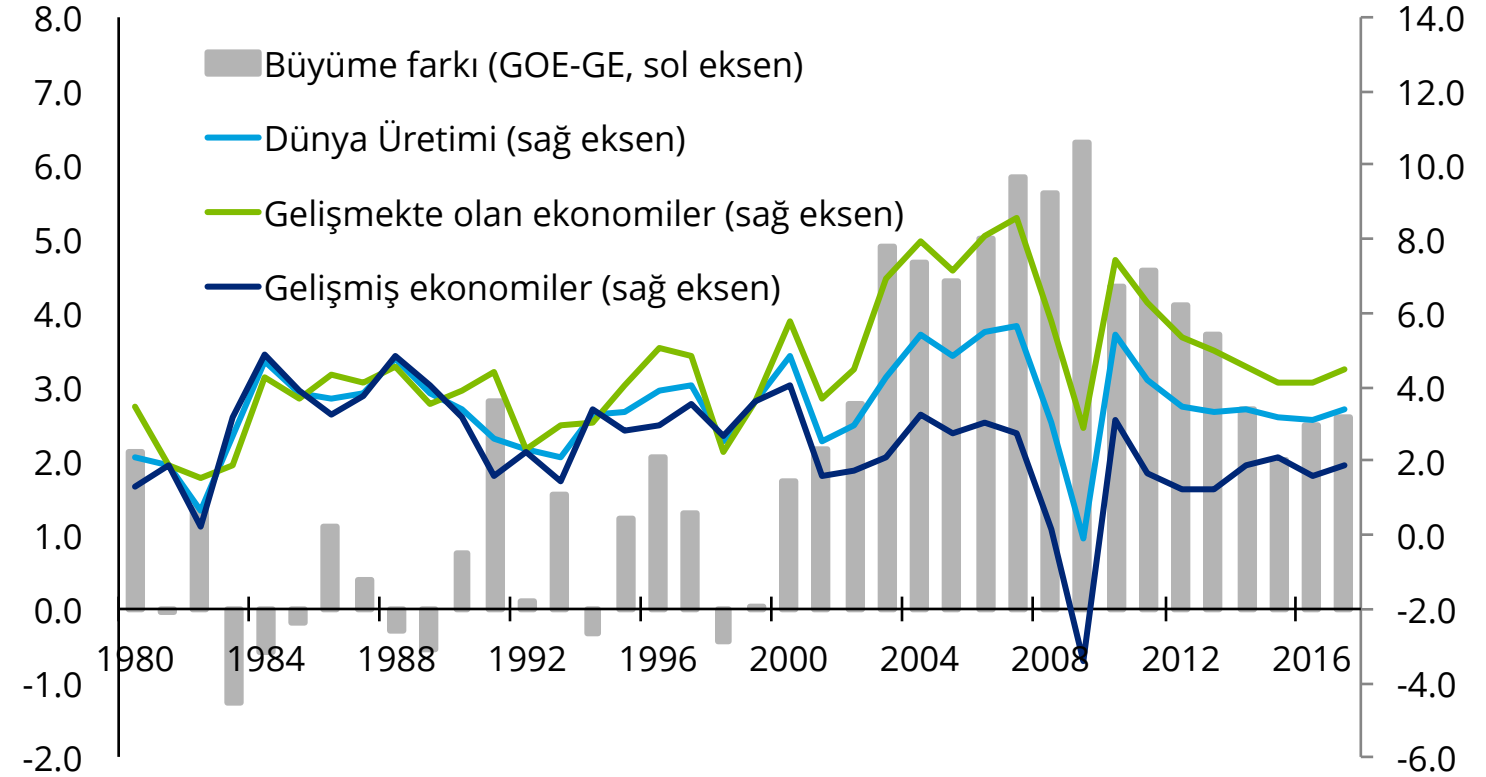
03

Küresel ekonomi

Gelişmekte olan ekonomilere (GOE) dönük iyimserlik de bir miktar azalmakla beraber genelde sürüyor. Bu çerçevede IMF, Ocak ayında yayınlanan son raporunda 2017 ve 2018 küresel büyüme beklentilerini sırasıyla %3,4 ve %3,6'da sabit tuttu².

GE'lere dönük 2017 büyüme beklentisini 0,1; 2018 beklentisini ise 0,2 yüzde puan artırarak %1,9 ve %2'ye yükseltti. GOE'lerin 2017 büyüme beklentisini 0,1 puan düşürerek %4,5'e çekerken, 2018 beklentisini %4,8'de sabit tuttu (Grafik 1).

Grafik 1 - Küresel Büyüme (%)



² IMF, Küresel Ekonomik Görünüm, Ocak 2017

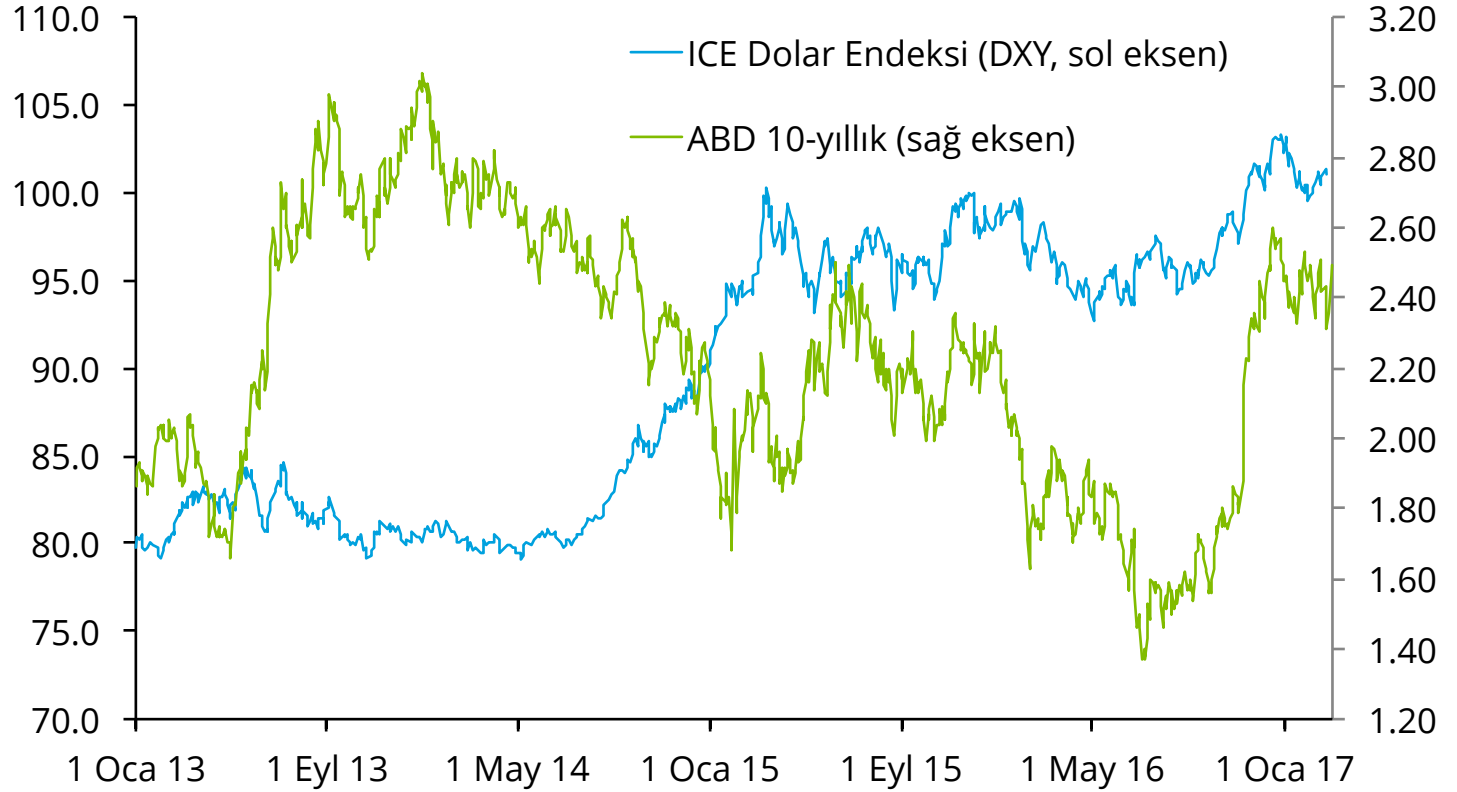
Küresel ekonomi

Ancak 2017'de küresel ekonomiye dönük çok sayıda riskin belirsizliği artırdığı bir tablo da söz konusu: Olumlu tarafta yeni ABD yönetiminin büyümeyi destekleyici mali politikalar uygulaması ve Çin'de devam eden teşviklerle kısa vadede görece güçlü seyreden büyüme yukarı yönlü riskleri oluşturuyor. Ancak artan korumacılık, Euro Bölgesi'nde seçimler kaynaklı siyasi belirsizlik, küresel finansal koşullarda beklenenden fazla sıkılaşıma yaşanması ve bunun GOE'lere olası etkileri küresel görünüme dönük temel aşağı yönlü riskler olmayı sürdürüyor.

2- Trump yönetimi, dünya ve ABD ekonomisine ne getirecek?

Kısaca cevaplayacak olursak bu konuda belirsizlik devam ediyor. Donald Trump'ın seçimleri kazandığı 8 Kasım'dan göreve başladığı 20 Ocak tarihine kadar piyasalarda sert hareketler yaşandı. Dolar küresel çapta güçlendi ve tahvil faizleri ABD faizleri öncülüğünde yükseldi, gelişmiş ülke borsalarında ralliler yaşandı (Grafik 2-3).

Grafik 2 - ICE Dolar Endeksi (DXY) ve ABD 10-yıllık Bono Faiz Oranı



01

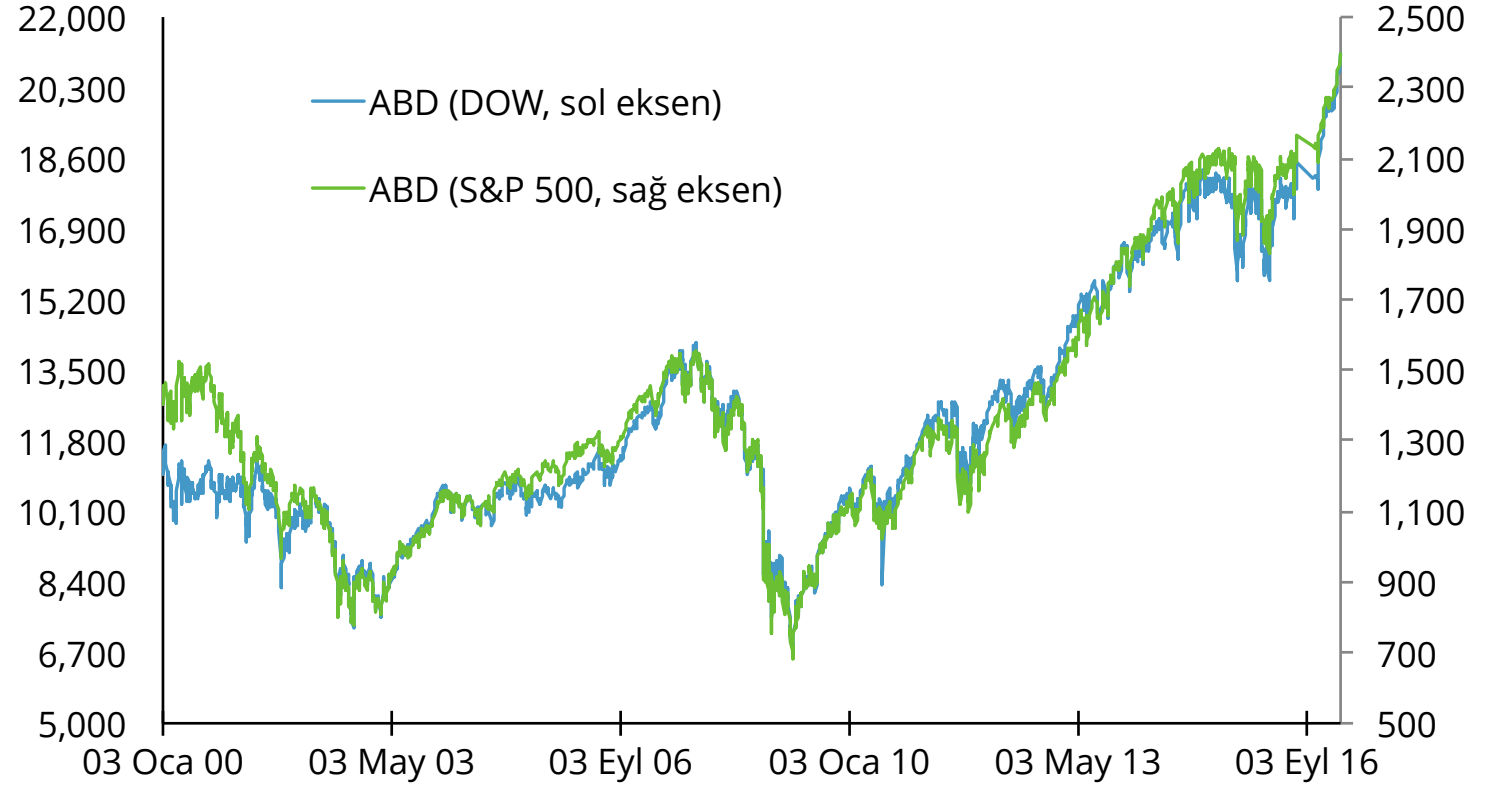
02

03

Küresel ekonomi

Hareketlerin arkasında yeni yönetimin vergi oranlarını düşürüp, finansal deregülasyona gidip, bütçe harcamalarını artırarak büyümeyi ve enflasyonu hızlandırıcı –reflasyonist- politikalar uygulayacağı, bunun sonucunda Fed'in daha hızlı faiz artırımlarına gideceği yönünde oluşan beklentiler yatıyordu.

Grafik 3 - ABD Hisse Senedi Piyasaları



01

02

03

Küresel ekonomi

Ancak Trump'ın göreve gelmesinin ardından, Meksika sınırına duvar örülmesi, ABD'nin Trans Pasifik Ortaklığı'ndan (TPP) çekilmesi gibi korumacı adımlar ile göçmen karşıtı politikalara öncelik vermesi büyüme dostu politikalara dönük beklentilerde bir azalışa neden oldu. Son olarak Trump'ın ekibinde yaşanan istifalar da bu eğilimi besledi ve hem Dolar Endeksi hem ABD tahvil faizleri bir miktar gevşedi. Ancak Trump'ın politikaları konusunda belirsizliğin devam etmesine rağmen piyasalarda yükseliş devam ediyor ve risk algısı olumlu seyrediyor – bunun ana sebebi aslında bir önceki soruda değindiğimiz gibi büyüme ortamının olumluya dönmesi, deflasyon riskinin geride kaldığına dair işaretlerin artması³.

Genel olarak bakıldığında, Trump'ın ABD kökenli firmaların üretimlerini yurtiçine kaydırmalarını sağlayarak “ABD imalat sanayiini yeniden canlandırmak”, dış ticaret açığını belirgin şekilde azaltmak ve bütçeyi fazla verir hale getirmek gibi söylemleri genelde gerçekçi bulunmuyor ve hatta ters tepeceği söyleniyor⁴. Bunun yanında büyümeyi kısa vadede ve kısmen artırabileceği, yatırımlarda belirli bir canlanmayı sağlayabileceği ve bu şekilde istihdam, işgücüne katılım ve ücretlerdeki mevcut iyileşmenin hızlanabileceği kaydediliyor⁵.

³ 28 Şubat'ta Kongre'ye konuşan Trump ekonomi politikalarına dönük yine detaylı bir yol haritası sunmazken, 1 trilyon dolarlık alt yapı harcamaları yapılacağı ve kurumsal taraf ile orta sınıflara vergi indirimlerini içeren bir vergi planına dönük çalışmaların sürdüğünü söyledi.

⁴ Örneğin Cumhuriyetçilerin üzerinde çalıştığı bir “sınır vergisi” getirilmesinin tüketiciyi olumsuz etkileyeceği, doları güçlendireceği ve buna bağlı olarak başka sorunlar doğuracağı savunuluyor. Bu konuda soru-cevap formatında detaylı bir İngilizce makaleye [buradan](#) erişilebilir.

⁵ Trump'ı hangi kriterler üzerinden değerlendirebileceğimize ilişkin iyi bir çerçeve sunan bir Bloomberg makalesine [buradan](#) ulaşabilirsiniz. (Makale İngilizcedir).



01

02

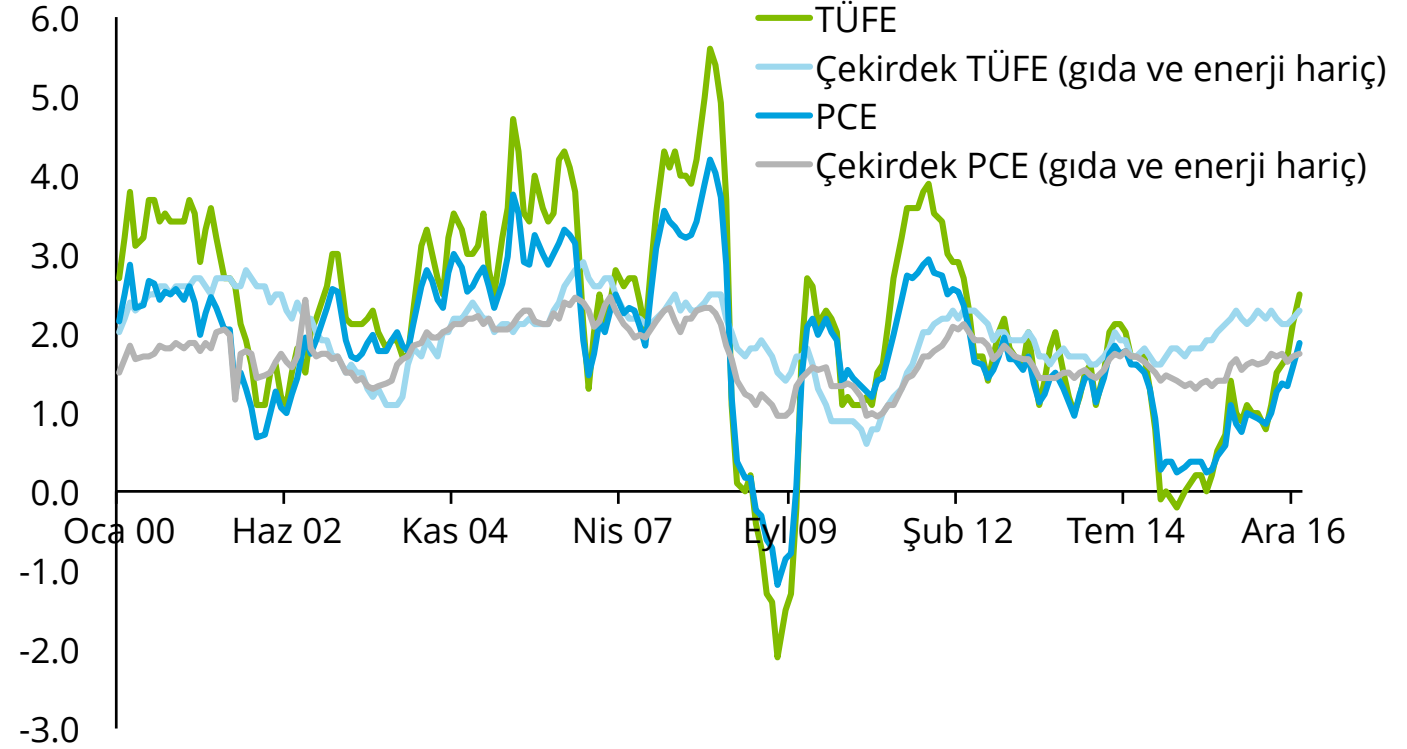
03

Küresel ekonomi

3- Fed tarafında bu yıla ilişkin faiz artırım beklentileri ne yönde?

ABD ekonomisinde görece olumlu seyir sürüyor. 2016 ikinci yarısında %1,8 olan büyümenin bu ve önümüzdeki yıl %2,3-2,5 civarı olması bekleniyor. %5'in altında seyreden işsizlik oranı tüketim harcamalarını güçlendiriyor. Ücret artışlarında son dönemdeki iyileşmeye rağmen hala istenilen seviyelere gelinemesi de, enflasyonda görece olumlu seyir sürüyor. TÜFE ve çekirdek TÜFE, Fed'in %2'lik hedefinin üzerinde, -Fed'in yakından takip ettiği- kişisel tüketim harcamaları fiyat endeksi (PCE) ise hedefin bir miktar altında olsa da, ılımlı yükselişini sürdürüyor (Grafik 4-5).

Grafik 4- ABD Enflasyon Göstergeleri (yıllık, %)



01

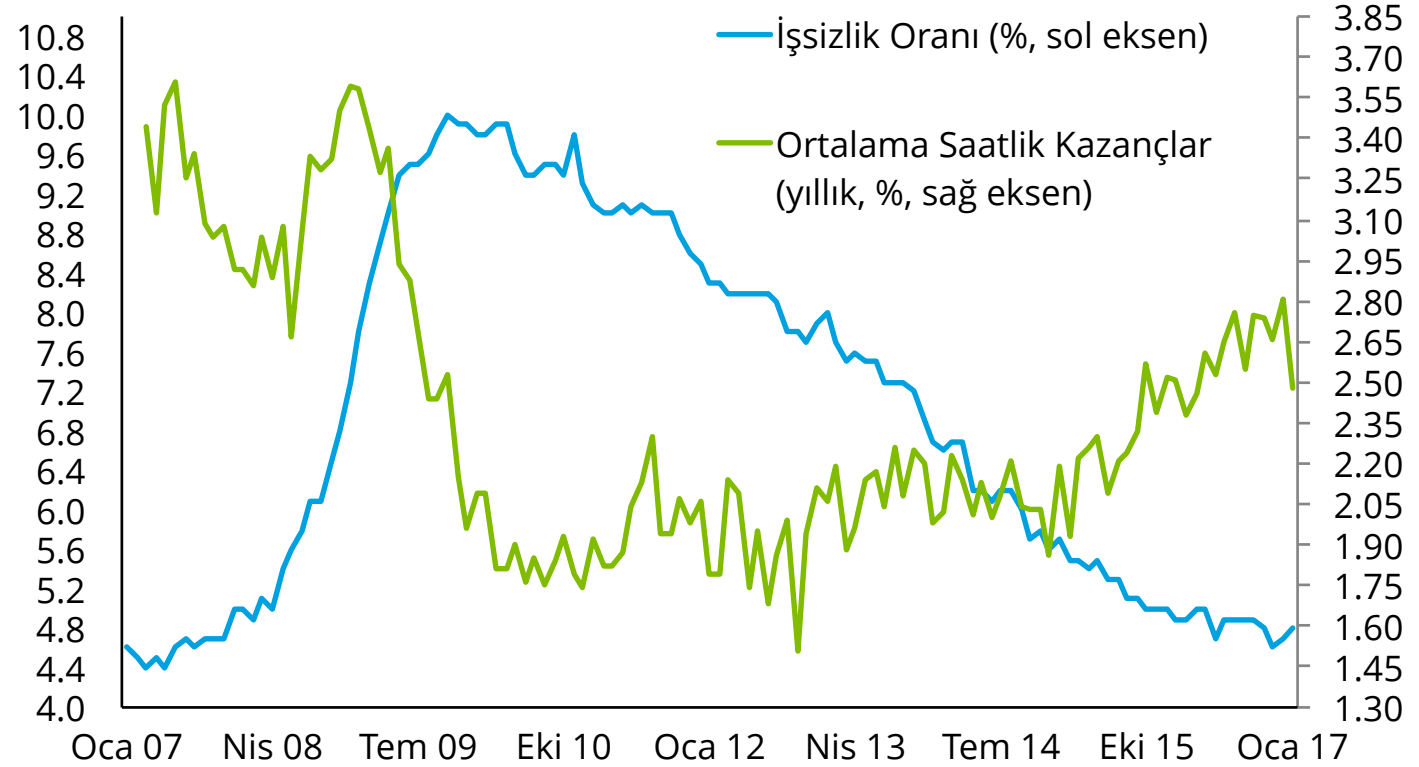
02

03

Küresel ekonomi

Bu açıdan ABD ekonomisinin, Fed'in önüne koyduğu "kademeli faiz artırım süreci" açısından şimdilik çok fazla belirsizlik yaratmadığı söylenebilir. Nitekim Aralık 2015'in ardından, Aralık 2016'da ikinci faiz artırımını gerçekleştiren Fed, yayınladığı beklentiler dokümanında 2017 yılına ilişkin 3 faiz artırımını beklentisini yansıtarak ekonomiye olan güvenini ortaya koymuştu.

Grafik 5- ABD İşgücü Piyasası Göstergeleri



01

02

03

Küresel ekonomi

Ancak artırımların ilerleyişine dönük beklentilerde oldukça dalgalı bir seyir yaşanıyor. Trump beklentilerinin geri çekilmesiyle son dönemde faiz artırım beklentilerinde Mart'tan Mayıs-Haziran'a, yılın tamamında ise üç - ve üzeri- faiz artırımından ikiye doğru bir kayma yaşandı. Ancak 27 Şubat haftasında ABD verilerinin güçlü seyrine ek olarak, Fed Başkanı Janet Yellen başta olmak üzere Fed yetkililerinden ardı ardına gelen açıklamalar Mart beklentilerini yeniden %40 civarlarından %90'ın üzerine taşıdı. Özellikle Janet Yellen'in 3 Mart'taki son konuşmasıyla beraber -10 Mart'ta açıklanacak istihdam rakamlarında negatif bir sürpriz yaşanmazsa- 14-15 Mart'taki toplantıda Fed'in 3. faiz artırımını gerçekleştireceği beklentisinin oturduğu görülüyor.

Yılın tamamı açısından ise Mart toplantısında yayınlanacak revize faiz beklentileri yakından takip edilecek. Sonrasında ise ABD ekonomisinin seyri ile yetkililerin söylemleri izlenmeye devam edilecek. Bununla beraber yeni ABD yönetiminin politikalarına dönük belirsizliğin hala Fed'in planlarını -hızlandırıcı ya da yavaşlatıcı- değiştirebilecek bir faktör olmayı sürdürdüğünü ekleyelim.



01

02

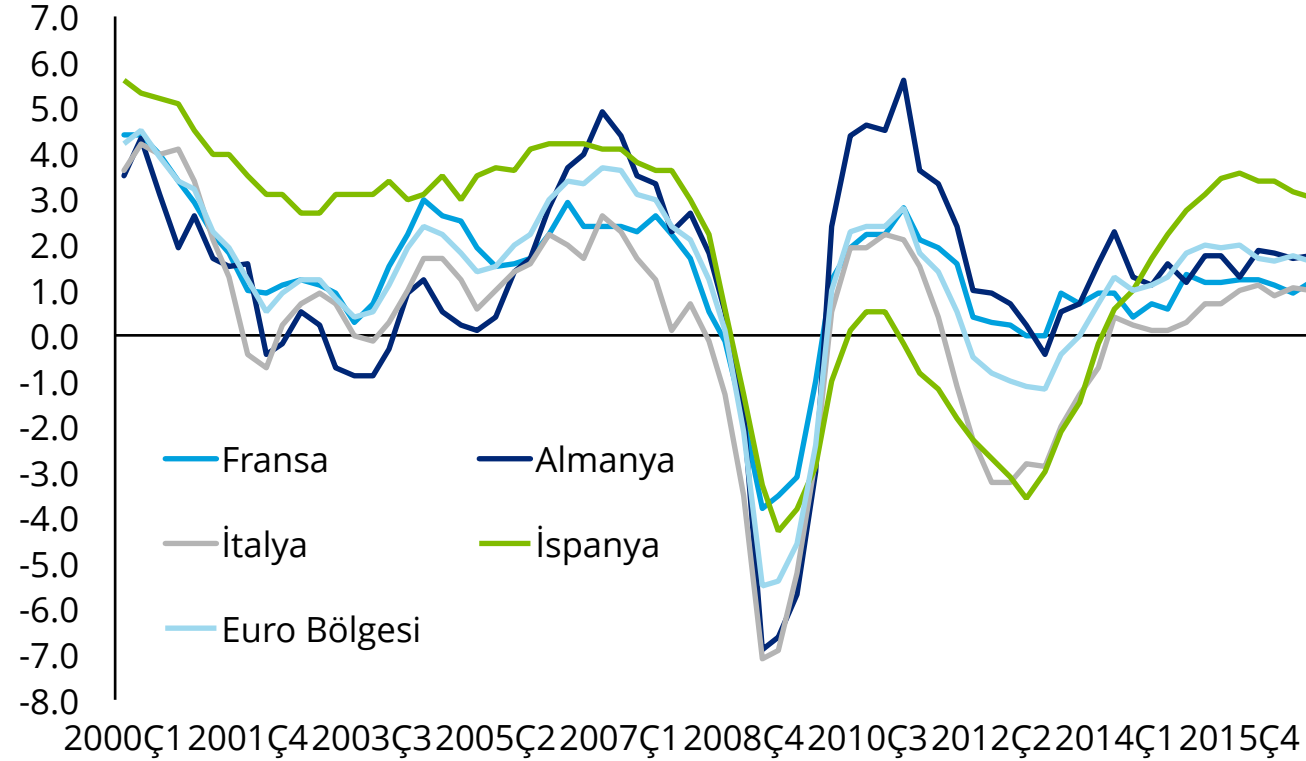
03

Küresel ekonomi

4- Avrupa'ya ve Euro Bölgesi'ne dönecek olursak, bu yıl Bölge'de neleri izliyor olacağız?

Euro Bölgesi 2016 yılını %1,7'lik görece dirençli bir büyüme ile tamamladı (Grafik 6). Genel olarak düşen işsizlik oranı tüketimi; zayıf seyreden Euro da ihracatı destekliyor. Büyümenin bu ve önümüzdeki yıl da %1,6-1,8'lik seyrini koruması bekleniyor. Enflasyonda da görece iyimser bir seyir yaşanıyor. 2016 Haziran'ında yeniden pozitif dönen 12-aylık enflasyon Şubat ayı itibariyle %2'ye kadar yükseldi. Ancak bu büyük oranda petrol fiyatlarında yaşanan yükselişten kaynaklı, nitekim 12-aylık çekirdek enflasyon uzun bir süredir %0,8-0,9'da yatay seyrediyor.

Grafik 6 - Euro Bölgesi ve Dört Büyük Ekonomide GSYH Büyümesi (yıllık, %)



01

02

03

Küresel ekonomi

Avrupa Merkez Bankası (AMB) da enflasyondaki bu seyrin kalıcılığına ilişkin tereddütlerini koruyor. Neticede, Aralık toplantısında varlık alım programını 2017 sonuna uzatan, ancak aylık alımları Nisan'dan itibaren 80 milyar eurodan 60 milyar euroya düşüren AMB'nin bu yılın sonuna kadar herhangi bir sıkılaştırıcı adım atması beklenmiyor. Büyüme ve enflasyondaki bu iyimser seyre karşın Bölge, 2017 yılında belirgin risklerle karşı karşıya. Bu açıdan Yunanistan borç krizi, Avrupa genelinde yapılacak seçimler ve başta İtalya olmak üzere zayıf bankacılık sistemine ilişkin gelişmeler 2017'de Euro Bölgesi'nde izleyeceğimiz üç temel risk faktörü.

Yunanistan tarafında kurtarma paketinin yeni diliminin serbest bırakılmasına ilişkin bir anlaşma sağlanabilmiş değil. Ancak bir an önce bir anlaşma sağlanması elzem; Yunanistan'ın önümüzdeki dönemde (özellikle Temmuz'da 6 milyar euro civarı) borç geri ödemeleri var, dolayısıyla ülke yeni kaynağa ihtiyaç duyuyor. Kreditorler ise Mart'ta Hollanda genel seçimleriyle başlayacak Avrupa seçim takvimi öncesi bir anlaşmaya varılması taraftarı. Ancak Yunanistan'a 2014 yılından bu yana kaynak sağlamayan IMF'nin programa katılımı halen en önemli sıkıntılardan birisi. Fon, Yunanistan'ın kamu borcunun ve orta vadeli faiz dışı bütçe fazlası hedefinin (GSYH'ye oranla %3,5) sürdürülemez olduğu, daha fazla borç hafifletilmesine ihtiyaç olduğu ve ülkenin emeklilik sistemi ve vergi sistemi başta olmak üzere temel yapısal reformlara odaklanması gerektiği başlıklarında ısrarını sürdürüyor⁶.

Raporumuz yayına hazırlandığı esnada yapılan (20 Şubat) son toplantıda tansiyon bir miktar yumuşasa da henüz bir anlaşma sağlanmış değildi. Ancak genel olarak Yunanistan'ın 2019 itibariyle IMF'nin talep ettiği, emeklilik sistemini de içeren bir dizi reformu hayata geçirme taahhüdü verdiği ve Euro Bölgesi Maliye Bakanları'nın 20 Mart'taki veya 7 Nisan tarihli toplantılarında bir anlaşma sağlanabileceği beklentilerinin olduğu görülüyor.



01

02

03

⁶ IMF Yunanistan 4. Madde raporu, Şubat 2017

Küresel ekonomi

Avrupa genelinde yaklaşan seçimler de bir diğer belirsizlik unsuru. Her ne kadar ilk uğrak Mart'ta Hollanda'da yapılacak genel seçimler olsa da Nisan'da yapılacak Fransa seçimlerine ilişkin endişelerin piyasaların daha fazla odağında olduğu görünüyor. Anketlere bakacak olursak, Fransa'da merkez sağ aday Fillon'un hakkında çıkan yolsuzluk söylentilerinin ardından Euro karşıtlığıyla bilinen aşırı sağcı Ulusal Cephe'nin lideri Marie Le Pen anketlerde birinci sıraya yerleşmiş durumda. Bağımsız aday Macron iki, Fillon ise üçüncü sırada. Şu aşamada Le Pen'in ilk turu kazansa da ikinci turda kaybedeceği beklentisi daha ağır basıyor. Almanya tarafında da, Muhafazakâr lider Merkel'in Eylül'de yapılacak seçimleri Sosyal Demokratlara karşı kaybedebileceği ihtimali anketlere yansımaya başladı.

Brexit, ABD seçimleri ve Yunanistan krizinin yeniden gündeme taşınmasıyla İtalyan bankacılık sistemine ilişkin gelişmeler gündemde bir miktar alt sıralara doğru gerilese de endişeler ortadan kalkmış değil. En büyük sorun takipteki kredilerin boyutu olmayı sürdürüyor⁷ ve bu durum bankaların kredi verme iştahını sınırlayarak⁸ büyümeyi olumsuz etkilediği gibi, kamu borç yükünün çok yüksek olduğu ve siyasi krizin de çözülemediği bir ortamda ülkeye ve Euro Bölgesi'ne dönük riskleri artırıyor. Sistem içerisinde en sorunlu Banka olan Monte dei Paschi'ye kamu yardımına ilişkin İtalya ile AB yetkilileri arasında müzakereler hala sürüyor, zira Banka'nın geçtiğimiz yıl talep ettiği yardımın yapılabilmesi için Avrupa Komisyonu'nun onayı gerekiyor.

Diğer yandan konuya ilişkin yapılan analizler, genelde bilançoların temizlenmesinin başta kamu olmak üzere banka-dışı kaynak kullanımının (bail-out) yokluğunda, bankaların kreditorleri ile hisse/mevduat sahiplerinin maliyeti yüklendiği bir süreci (bail-in) öngörüyor⁹.

⁷ Avrupa Bankacılık Otoritesi (EBA) tarafından yürütülen şeffaflık uygulamasına dâhil edilen 15 İtalyan bankasının, 2016 Haziran sonu itibarıyla 292 milyar Euro tutarında ödenmeme riski vardı, bu miktar söz konusu bankaların yasal sermaye ve karşılıklarıyla aynı büyüklükte.

⁸ Avrupa Komisyonu, Ekonomik Beklentiler Raporu, Şubat 2017

⁹ Farklı senaryolar ve bunların muhtemel maliyetlerine ilişkin detaylı bir çalışmaya [buradan](#) ulaşabilirsiniz.



01

02

03

Küresel ekonomi

İngiltere'nin AB'den ayrılma süreci (Brexit) de ayrıca izlenecek bir risk faktörü. Resmi süreç Mart sonunda başlayacak ve iki yıl kadar sürmesi bekleniyor. Şu ana kadarki göstergeler 23 Haziran'da gerçekleşen referandumun ardından dirençli görünümün 2016 yılı ikinci çeyreği ve 2017 ilk çeyreği itibariyle sürdüğünü gösteriyor. Bundan sonrasında ise görüşmelerin seyri belirleyici olacak. IMF şu aşamada 2016 yılında %2 olan büyümenin (2015: %2,2) bu yıl %1,5'e, önümüzdeki yıl ise %1,4'e gerilemesini bekliyor, ancak sürecin beklenenden sert şekilde sonlanması (hard-Brexit) İngiltere'nin yanı sıra Avrupa ekonomisini de olumsuz etkileme potansiyelini sürdürüyor.

5- Gelişmekte olan ekonomilerde görünüm nasıl?

Gelişmekte olan ekonomilerde (GOE) de büyüme toparlanmayı sürdürüyor. Petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş eğilimi, Çin talebinin güçlü seyri ve devam eden sermaye girişleri büyümeyi destekliyor. Sermaye girişleri tarafında Uluslararası Finans Enstitüsü¹⁰ 2015 yılındaki sert gerilemenin ardından 2016 yılında toparlanan GOE'lere sermaye girişlerinin 2017 yılında 2016'ya göre hemen hemen yatay seyretmesini bekliyor. Ancak kuruma göre Trump ve Avrupa'daki seçimlerle beraber korumacılıkta yaşanabilecek artış bu açıdan en büyük risk. Küresel ekonomik büyümeye ilişkin artan iyimserlik de GOE'leri destekliyor, ancak önümüzdeki dönemde Fed kaynaklı endişeler bu açıdan bir diğer kritik risk.



01

02

03

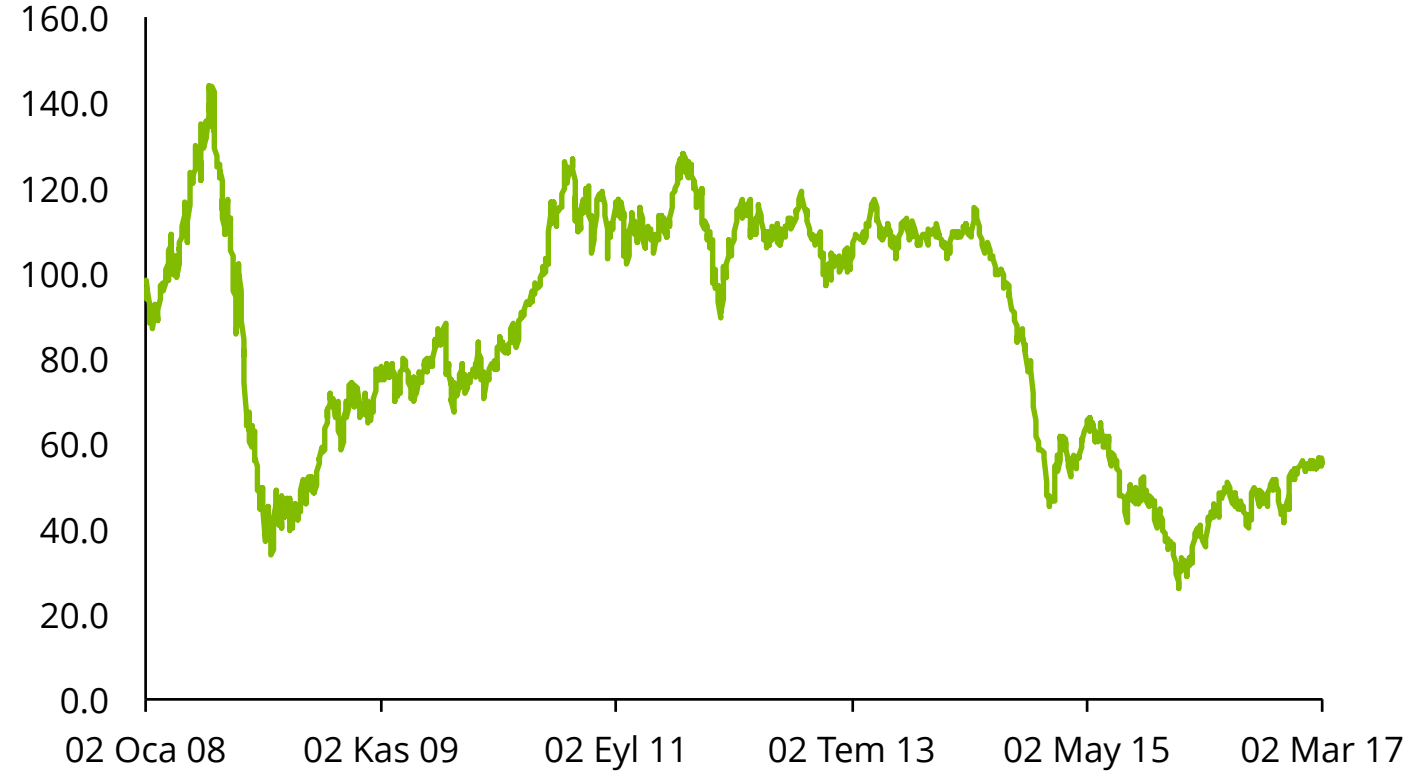
¹⁰ IIF, Capital Flows to Emerging Markets, 8 Şubat 2017

Küresel ekonomi

Petrol fiyatları tarafında OPEC'in üretimi kısma kararının kimi pürüzlere rağmen büyük oranda uygulanmaya devam etmesi fiyatlarda bir artışı getirdi, ancak ABD üretimi fiyatlarda belirgin bir yükselişi engelliyor (Grafik 7). Dünya Bankası da fiyatların (Brent, ortalama) 2017 yılını 55 dolar civarında kapatmasını bekliyor¹¹. Bunun yine de 2015 ortalamasına göre (yaklaşık 43 dolar) belirgin bir artış anlamına geldiğini belirtelim.

Diğer yandan gelişmekte olan ülkelerde görünümün ülke ve bölgelere göre de oldukça farklılaştığı bir dönemden geçiyoruz. Trump'ın seçilmesinin ardından sınıra duvar örme projesi, kimi firmaları üretimi ABD'ye taşıma konusunda zorlayıcı tutum sergilemesi ve ticareti etkileyecek diğer adımları Meksika'ya ilişkin beklentileri kötüleştirilmiş durumda.

Grafik 7- Petrol Fiyatları (varil başına, USD)



¹¹ Dünya Bankası Emtia Piyasaları Görünüm Raporu, Ocak 2017



01

02

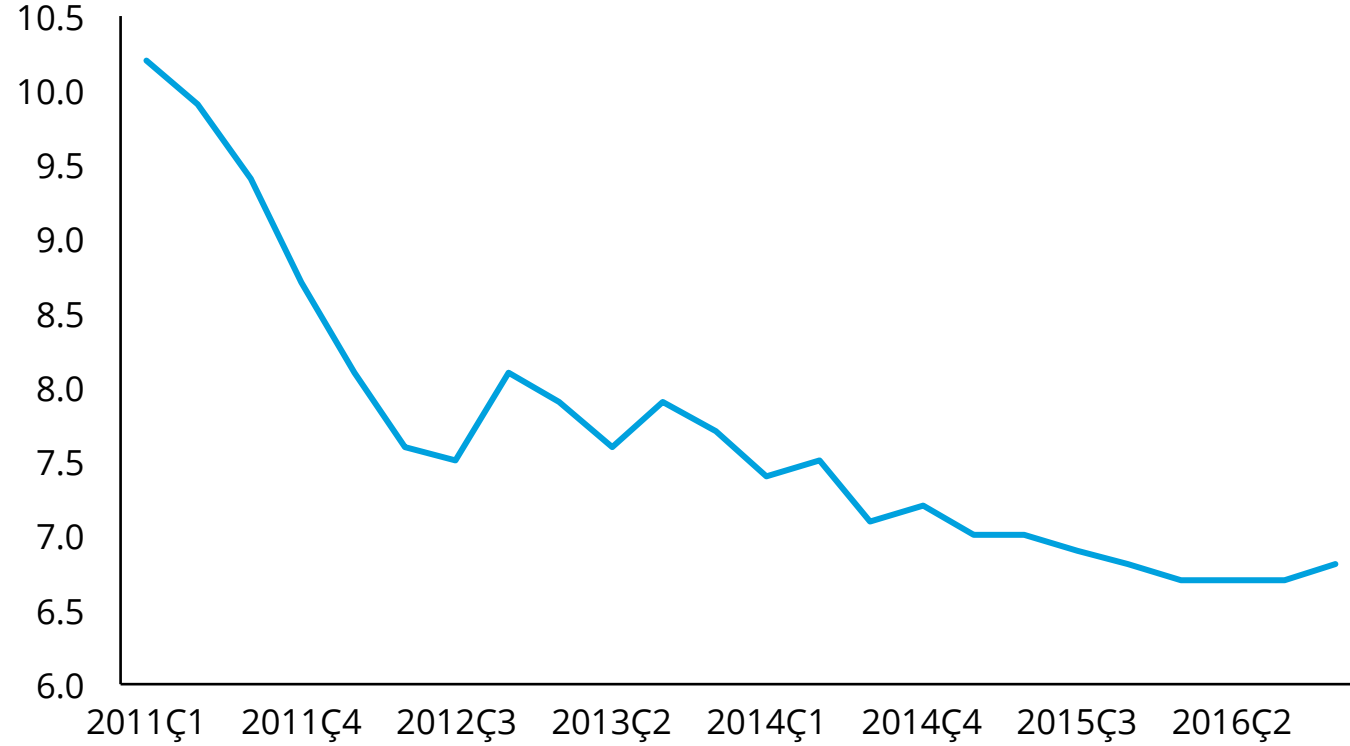
03

Küresel ekonomi

Son yıllarda oldukça olumlu bir performans sergileyen Hindistan'da ise hükümetin 2016 sonuna doğru 500 ve 1000 rupilik banknotları piyasadan çekme kararının tüketim kanalıyla büyümeyi bir miktar olumsuz etkilediği görülüyor. Diğer yandan Brezilya ekonomisi 2016 sonundaki beklentilerin altında bir ivmeyle ilerlese de, 2015 ve 2016'da daralan Rusya ve Brezilya'nın 2017 itibariyle büyümeye geçeceği beklentileri GOE'lere ilişkin iyimserliği besliyor.

Son olarak GOE'ler içerisinde sistemik önemi olan Çin ekonomisine baktığımızda, ülke 2016 yılını %6,7'lik bir büyüme ile tamamladı (Grafik 8).

Grafik 8 - Çin GSYH Büyümesi (yıllık, %)



01

02

03

Küresel ekonomi

Elde olan göstergeler uygulanan teşvikler ve güçlü seyreden kredi büyümesi sayesinde ekonominin görece ivme kazandığını gösteriyor. Genelde beklenti, sonbaharda yapılacak Komünist Parti Kongresi öncesinde yönetimin büyümede kayda değer bir yavaşlama olmaması için teşvikleri sürdüreceği yönünde, nitekim IMF de 2017 büyüme beklentisini 0,3 puan artırarak %6,5'e yükseltti, ancak 2018 beklentisi %6.

Daha önceki raporlarımızda sıkça değindiğimiz dönüşüm veya “yeniden dengelenme” sürecinin ilerleyişine ilişkin genel çerçeve ise geçerliliğini koruyor: Olumlu tarafta, tüketim güçlenmeyi sürdürüyor, hizmetler sektörü de ekonomideki ağırlığını artırıyor. Ancak, yatırımlarda –özellikle kamu tarafı- istenilen yavaşlama halen sağlanamadı ve kredi büyümesi de GSYH büyümesinin oldukça üzerinde seyrediyor. Yüksek borçluluk, özelde şirket borçları da büyümenin yavaşladığı ve sermaye çıkışlarının yuan üzerindeki aşağı yönlü baskıyı artırdığı bir konjonktürde temel riskler arasında olmayı sürdürüyor. Bunlara ek olarak Trump yönetiminde ABD-Çin ilişkilerinin seyrinin de izlenecek temel riskler arasına eklendiğini belirtelim.



01

02

03

Türkiye ekonomisi



01

02

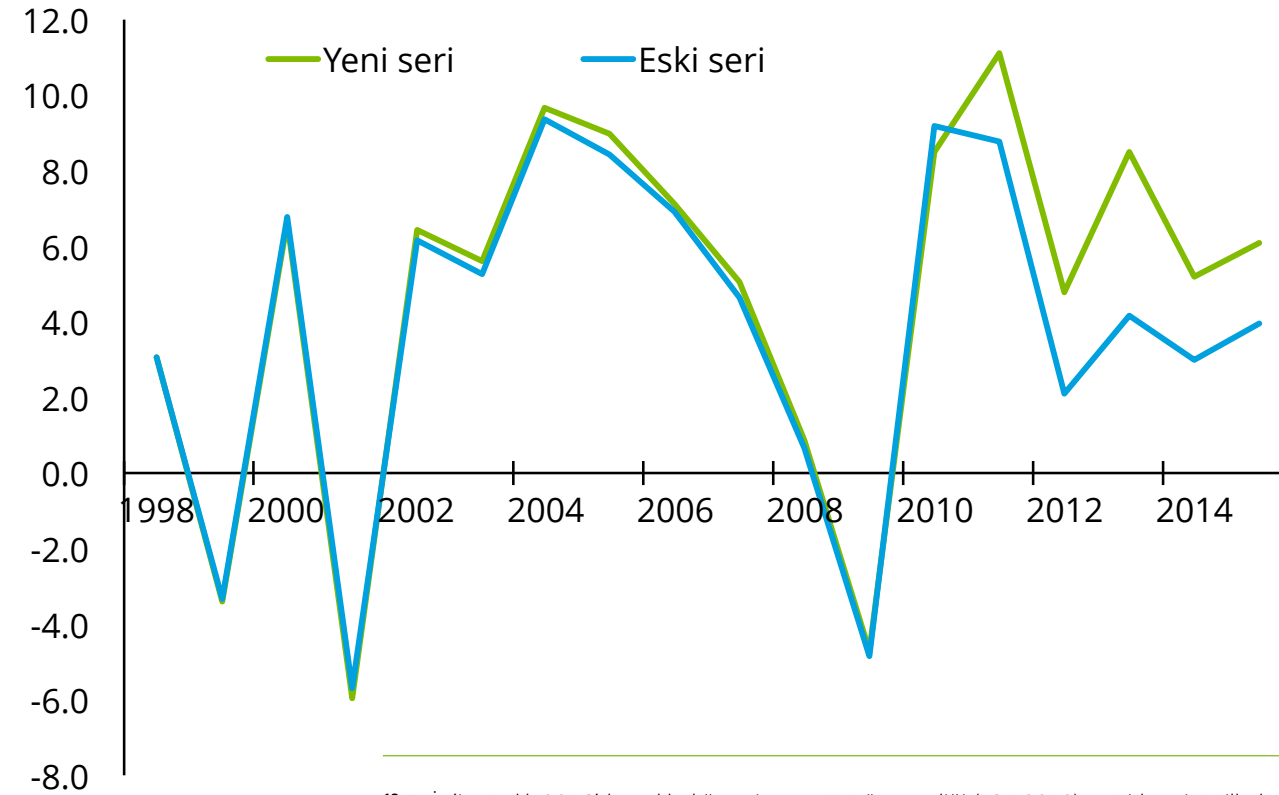
03

Türkiye ekonomisi

1. Geçen Aralık ayında revize edilen Gayri Safi Yurtiçi Hasıla verilerinden neler öğrendik?

Yapılan revizyonun en dikkat çekici tarafı hem nominal GSYH'nin hem de büyüme oranlarının eski seriye göre belirgin şekilde artmış olmasıydı¹². Özellikle 2011 sonrasında sanıldığından daha hızlı bir büyüme kaydettiğimizi gördük (Grafik 9). Örneğin 2015 yılı nominal GSYH'sı, eski seriye oranla %20 civarında daha yüksek olarak açıklanırken, 2012-2015 yılları arasında ortalama %3,3 olan büyüme hızı da revizyon sonrası %6,1'e yükseldi. TÜİK'in açıklamaları, yukarı yönlü revizyonun en temel nedenlerinin, yeni veri kaynaklarının kullanımı (özellikle Gelir İdarisi kayıtları) ile ölçüm hataları olduğunu gösteriyor. Revizyonun rakamlara yansımaları ise -harcamalar tarafından GSYH verilerine baktığımızda-- büyük oranda yatırım harcamaları tarafından, özellikle de inşaat yatırım harcamaları tarafından oldu.

Grafik 9 - GSYH Büyümesi (%)



¹² TÜİK'in Aralık 2016'da açıkladığı revizyon, AB Yönetmeliği (ESA-2010) ve Birleşmiş Milletler Ulusal Hesaplar Sistemi (SNA 2008) ile uyum çerçevesinde yapıldı. Eski ve yeni serilerin karşılaştırılması ve yeni verilerin yorumlanmasına dair detaylı analizler için bakınız: (1) TÜİK, Ulusal Hesaplar Sistemi ESA-2010'a Uyum Soru ve Cevaplarla Ana Revizyon Çalışmaları, (2) BETAM, Eski ve Yeni GSYH Serileri Arasındaki Farklar ve Nedenleri (3) Erik Meyersson, Constructing Growth in New Turkey, Is New Turkey's Growth From Outer Space?, Will the Real Real GDP in Turkey Please Stand Up? (4) Dünya Bankası, Turkey's GDP Revision: Understanding the Source of Changes.



01

02

03



Örneğin yukarıda bahsedilen 2015 yılı GSYH'ndaki %20'lik artışın, %80'e yakın bölümü yatırım harcamalarındaki artıştan gelirken, bunun da %70'lik bölümü inşaat harcamalarından kaynaklandı.

Tahmin edileceği gibi revizyon bazı soru işaretlerini de beraberinde getirdi. Örneğin büyüme oranlarının bu ölçüde artış göstermesi bir yana, özellikle 2013 (%8,5) ve 2015 (%6,1) yıllarındaki büyüme oranlarını –o yıllardaki zorlu global ve yurtiçi koşullara ek olarak Türkiye ile benzer ülkeleri kıyaslayan bir perspektif göz önüne alındığında— açıklamak çok kolay değil. Diğer yandan yatırımların artmasına bağlı olarak tasarruf oranlarının da otomatik olarak yükseldiğini ve tasarruf/GSYH oranının eski hesaplama göre %14-15'lerden, yeni seride %24-25'ler patikasına çıktığını görüyoruz.



01

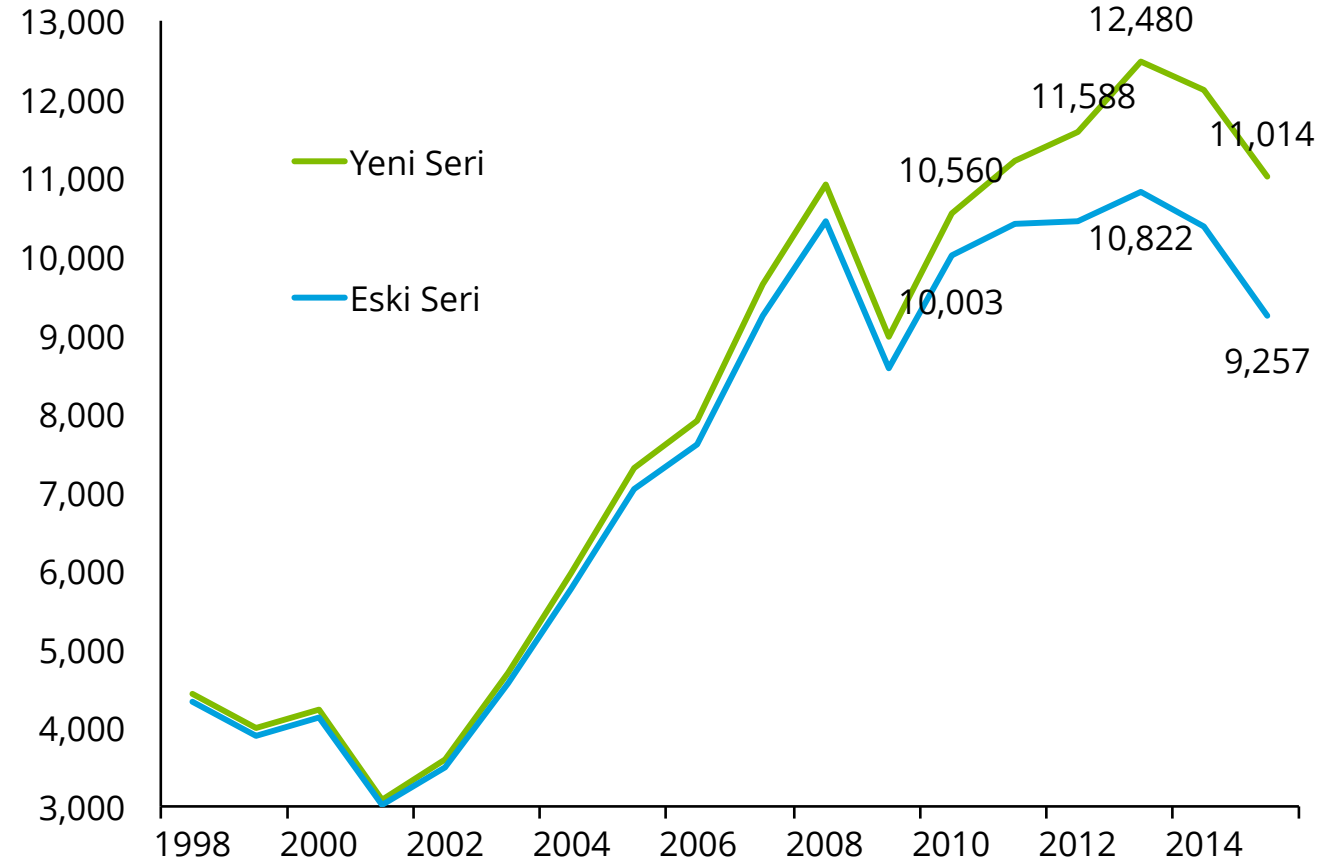
02

03

Türkiye ekonomisi

Diğer yandan revizyonun Türkiye'nin, bu zamana kadarki büyüme görünümünde çok büyük bir farklılığa yol açmadığını hatırlatalım. Revizyon sonrası büyüme oranlarının "fazla yükseldiği" tartışmaları gündeme geldi. Ancak "miktar" kısmını bir kenara koyarsak "kalite" başlığında resmin çok da değişmediğini görüyoruz: İnşaat sektörünün sürüklediği ve borçlanma kaynaklı büyüme görünümü devam ediyor. Ek olarak hedefin belirgin üzerinde bir enflasyon oranı ve dış finansmana olan yüksek ihtiyaç gibi temel kırılganlıklarımız da sürüyor. Ayrıca her ne kadar nominal GSYH ve büyüme oranlarımızın yükseldiğini görsek de "Orta Gelir Tuzağı" halen Türkiye için bir risk olmaya devam ediyor. Sonuçta yeni serilerle kişi başı dolar bazlı gelirimizin, seviye atlamakla beraber, son yıllarda halen düşüş eğiliminde olduğunu görüyoruz (Grafik 10).

Grafik 10 -Nominal GSYH Kişi Başına (milyon, USD)



01

02

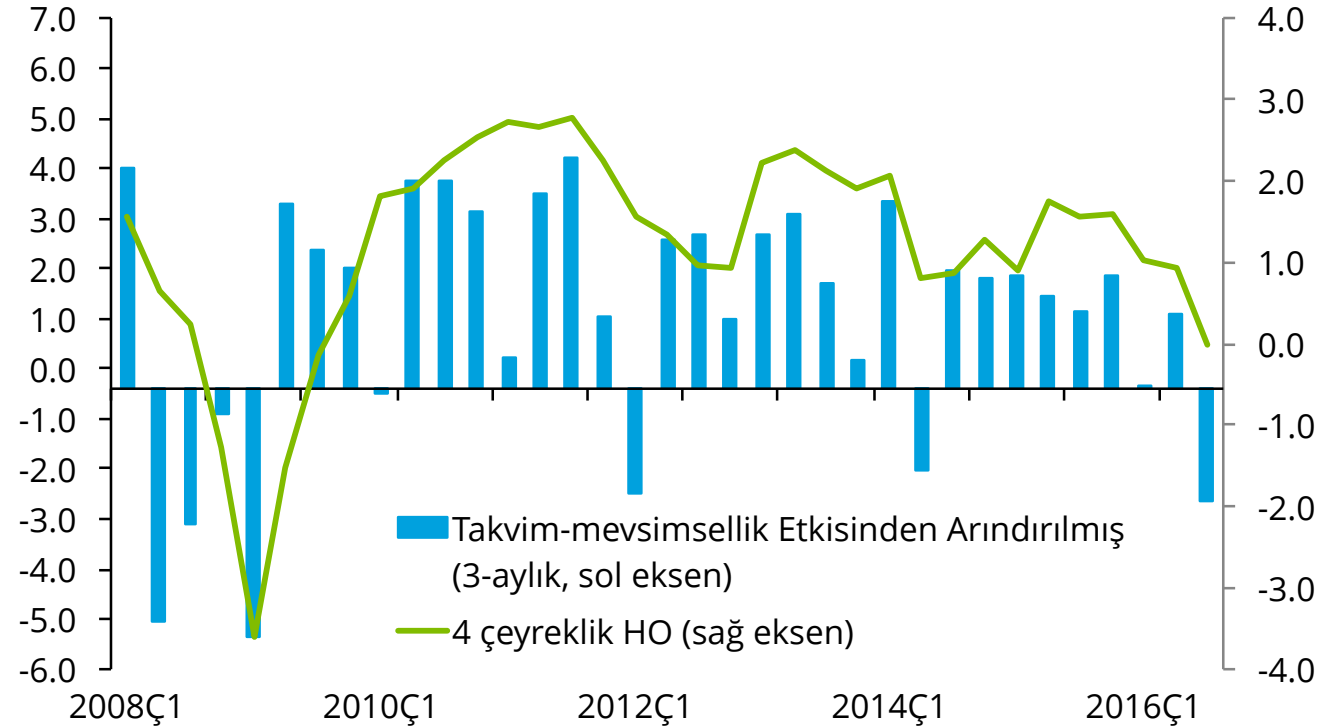
03

Türkiye ekonomisi

2. Büyümede neredeyiz, 2017 yılında nasıl bir büyüme görünümü öngörüyoruz?

2016 yılının 3. çeyreğinde GSYH, sert bir daralma kaydetti ve önceki yılın aynı dönemine oranla %1,8 küçüldü. Daralmanın büyük oranda (yıllık %3,2 düşüş ile) özel kesim tüketim harcamalarından kaynaklandığını, kamu harcamalarının belirgin şekilde artarken (yıllık %24), yatırımların¹³ ise mütevazı (yıllık %0,6) bir düşüş kaydettiğini görüyoruz. Dış talep tarafı ise --ihracattaki yıllık %9,2'lik daralmaya karşın ithalattaki %2,4'lük artış göz önüne alındığında—yine büyümeyi düşürücü, negatif bir katkı sağlamış görünüyor. Her ne kadar takvim etkisi hesaba katıldığında daralmanın o kadar da sert olmadığı görülse de¹⁴, yine de 3. çeyrek ekonomik aktivitenin belirgin şekilde zayıfladığı bir dönem oldu (Grafik 11).

Grafik 11 - GSYH Büyümesi (takvim ve mevsimsellik etkisinden arındırılmış, 3-aylık, %)



¹³ Revizyon sonrasında yatırımları özel/kamu ayırımında takip edemiyoruz. Ancak özel sektör yatırımlarının uzun süredir zayıf seyretmesi ve kamunun büyümeyi destekleyici adımları göz önüne alındığında yatırımlarda yine kamu sektörünün başı çektığı söylenebilir.

¹⁴ TÜİK'in açıkladığı veriler takvim etkisinden arındırılmış olarak %0,2'lik, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak ise %2,7'lik bir daralmaya işaret ediyor. Ancak TCMB bünyesinde yapılan "Çalışma Günleri Büyümeyi Ne Kadar Etkiliyor?" başlıklı bir çalışma, bayram tatili ve 15 Temmuz'un hemen sonrası gibi, ek takvim etkileri de hesaba katıldığında zayıflamanın daha mütevazı olduğuna işaret ediyor.



01

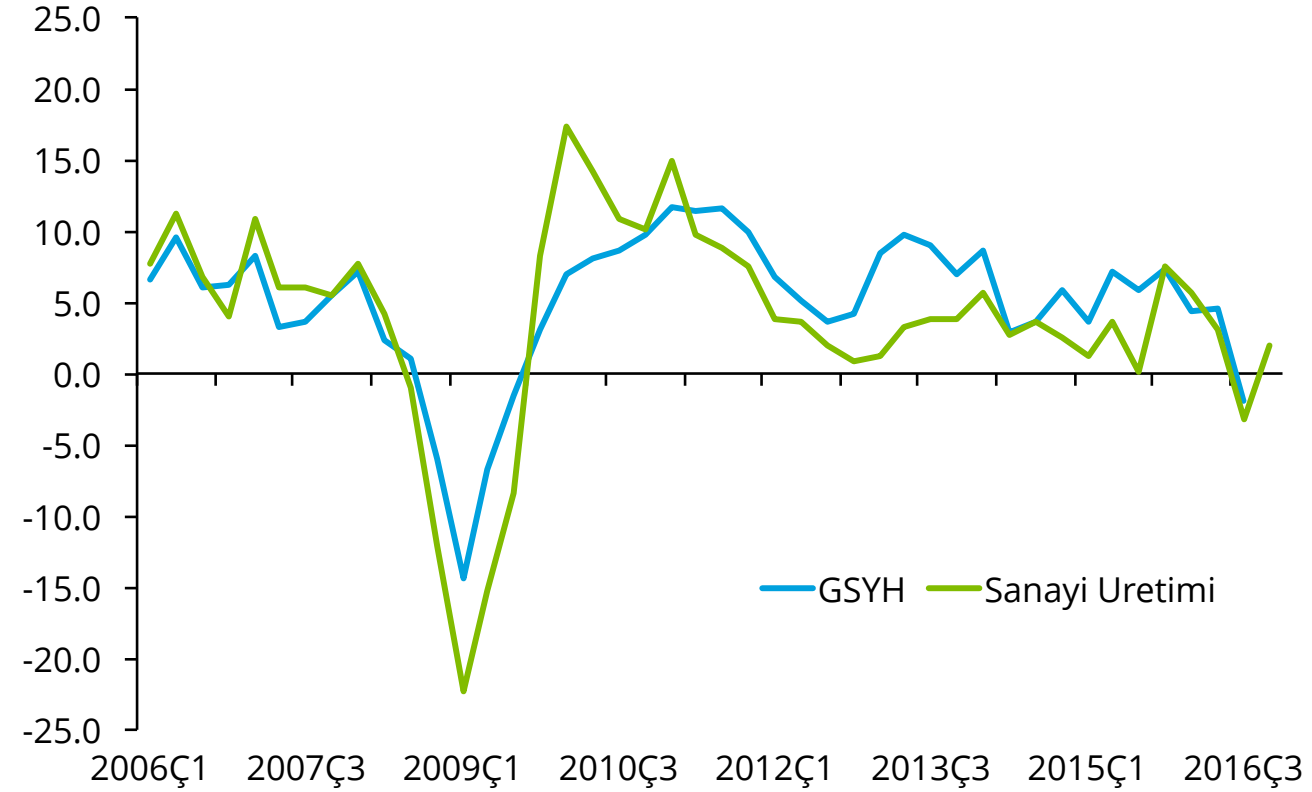
02

03

Türkiye ekonomisi

4. çeyreğe dair göstergeler ise görece bir toparlanmaya işaret ediyor. GSYH verilerindeki revizyon sonrasında büyüme ile bağı eskisi kadar güçlü olmasa da, sanayi üretiminin 3. çeyrekteki (yıllık) %3'lük daralmasının ardından 4. çeyrekte toparlanarak (yıllık) %2 büyüme kaydettiğini görüyoruz (Grafik 12). Otomobil üretimi (yıllık %38) ve satışları (yıllık %19) ile reel kredi büyüme oranları (yıllık %7,5), konut satışları (yıllık %15), hammadde ithalatı (yıllık %5,8) gibi göstergeler de 4. çeyrekte büyümenin hafif de olsa bir toparlanma yaşadığı tezini destekliyor. Sonuç olarak 2016 yılının tamamına bakıldığında yılı %2-%2,5'lik bir büyüme ile kapatmış gibi duruyoruz. Bunun 2015'deki %6,1'lik büyümenin ardından önemli bir yavaşlama anlamına geldiğini belirtelim.

Grafik 12 - GSYH ve Sanayi Üretimi (yıllık, %)



01

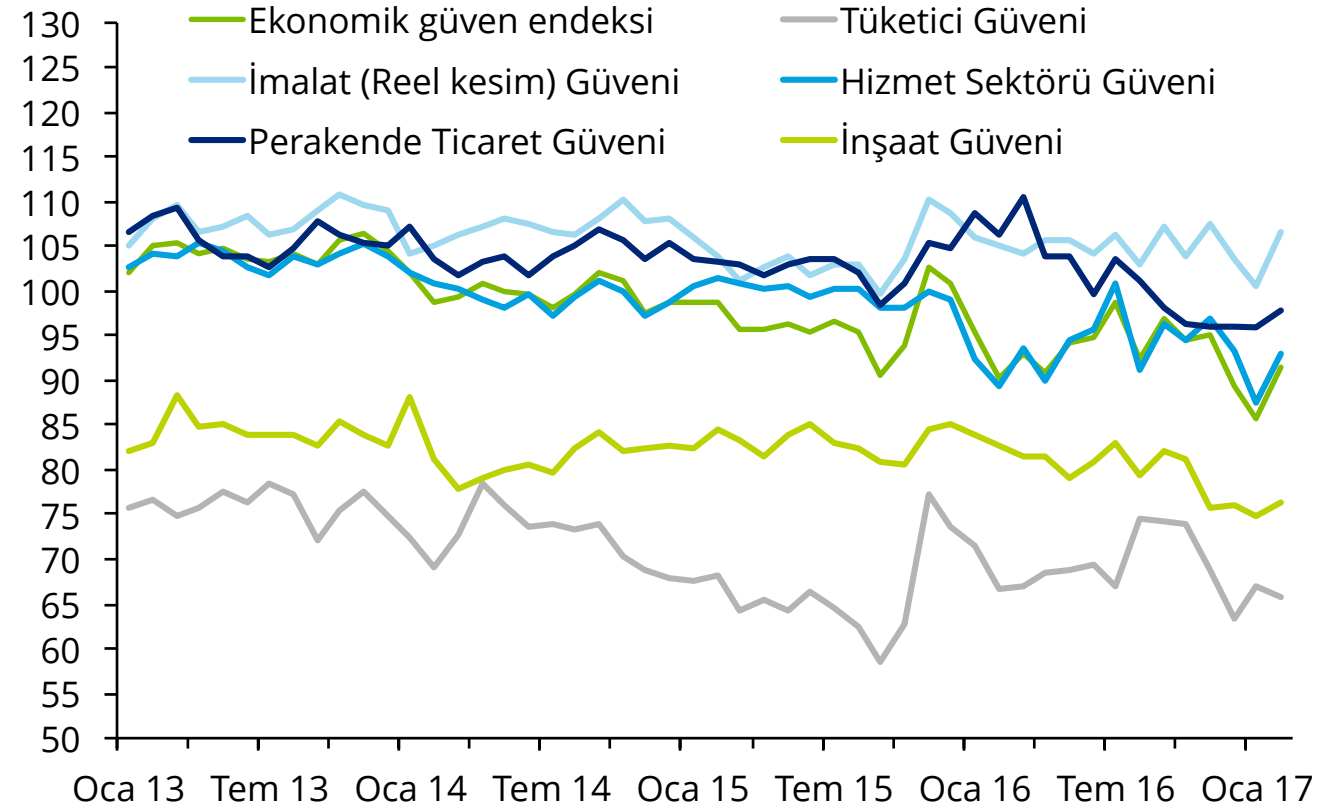
02

03

Türkiye ekonomisi

Bu yıl büyümenin nasıl şekilleneceği ise büyük belirsizlik taşıyor, ancak Ocak ve Şubat aylarına dair elimizdeki verilere baktığımızda şimdilik zayıf görünümün devam ettiği söylenebilir. İSO İmalat Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI), Ocak'da, Aralık ayına (47,7) göre ılımlı bir artış (48,7) kaydetse de halen 50 seviyesinin altındaki düzeyleri ile zayıf seyrin devam ettiğine işaret ediyor. Diğer yandan, özellikle 15 Temmuz darbe girişiminin ardından, güven endeksleri, dalgalı seyirleri bir yana, trend olarak zayıf seyrin devam ettiğini gösteriyor. Örneğin TÜİK'in yayınladığı Ekonomik Güven Endeksi, Ocak ayında dip seviyesini (85,7) gördükten sonra Şubat'da bir miktar artış (91,5) kaydetti; ancak halen 100'ün altındaki seviyeler ile zayıf bir görünüm sergiliyor (Grafik 13).

Grafik 13 - Ekonomik Güven Endeksi ve Alt Kalemleri



01

02

03

Türkiye ekonomisi

2017 yılının tamamı için büyüme açısından hem aşağı hem yukarı yönlü riskler mevcut. Dışarıda, Fed'in beklenilenden fazla faiz artışı gerçekleştirmesi ile yükselen petrol fiyatları büyümeyi olumsuz etkileyecektir. Ek olarak içeride referandum sürecinin yarattığı belirsizlik ortamı ile güven ortamının henüz kalıcı bir iyileşme göstermemesi, yatırımları, en iyi ihtimalle, Nisan sonrasına erteleyebilir. Diğer yandan her ne kadar etkilerini yakıcı bir şekilde hissetmesek de (örneğin ani sermaye çıkışı yaşanmaması gibi) iki yatırım yapılabilir notumuzu da kaybetmiş olmamız dış finansman ihtiyacımız düşünüldüğünde yılın kalanında sıkıntı doğurabilir. Bu sıkıntının Hazine borçlanmasından çok özel sektör ve bankacılık üzerinde kendini gösterebileceğini düşünüyoruz¹⁵. Hatırlatmak gerekirse Türkiye'nin yıllık 200 milyar dolara yakın bir dış finansman ihtiyacı bulunuyor.

Böylesi bir ortamda "miktar" olarak bir sıkıntı yaşanmasa dahi fiyatların/maliyetlerin yükselmesi kaçınılmaz olacaktır.

Ancak diğer yandan hükümetin son dönemde kredi piyasası, istihdam seferberliği, vergi düzenlemeleri, sektörel önlemler gibi, ekonomiyi canlandırmaya dönük ciddi hamleleri olduğunu görüyoruz. Elbette bu adımların etkilerini ölçmek için henüz erken, ancak yılın kalanında büyüme açısından yakından takip edilmesi gereken olumlu bir başlık olduğunu düşünüyoruz. Nisan sonrasında siyasi belirsizliğin geride kalmasıyla risk priminin düşmesi ve sermaye girişlerinde bir hareketlenme olması ihtimalini de göz önünde bulundurmak gerekiyor. Ancak şu an itibarıyla 2017 yılında geçen seneye göre büyümede belirgin bir hızlanma beklemek zor diye düşünüyoruz.

¹⁵ Nitekim indirim sonrası gerçekleşen Eurobond ihraçlarının başarılı geçtiğini, ancak basında çıkan haberlere göre bankaların sendikasyon kredilerinde maliyetlerin artmaya başladığını görüyoruz.



01

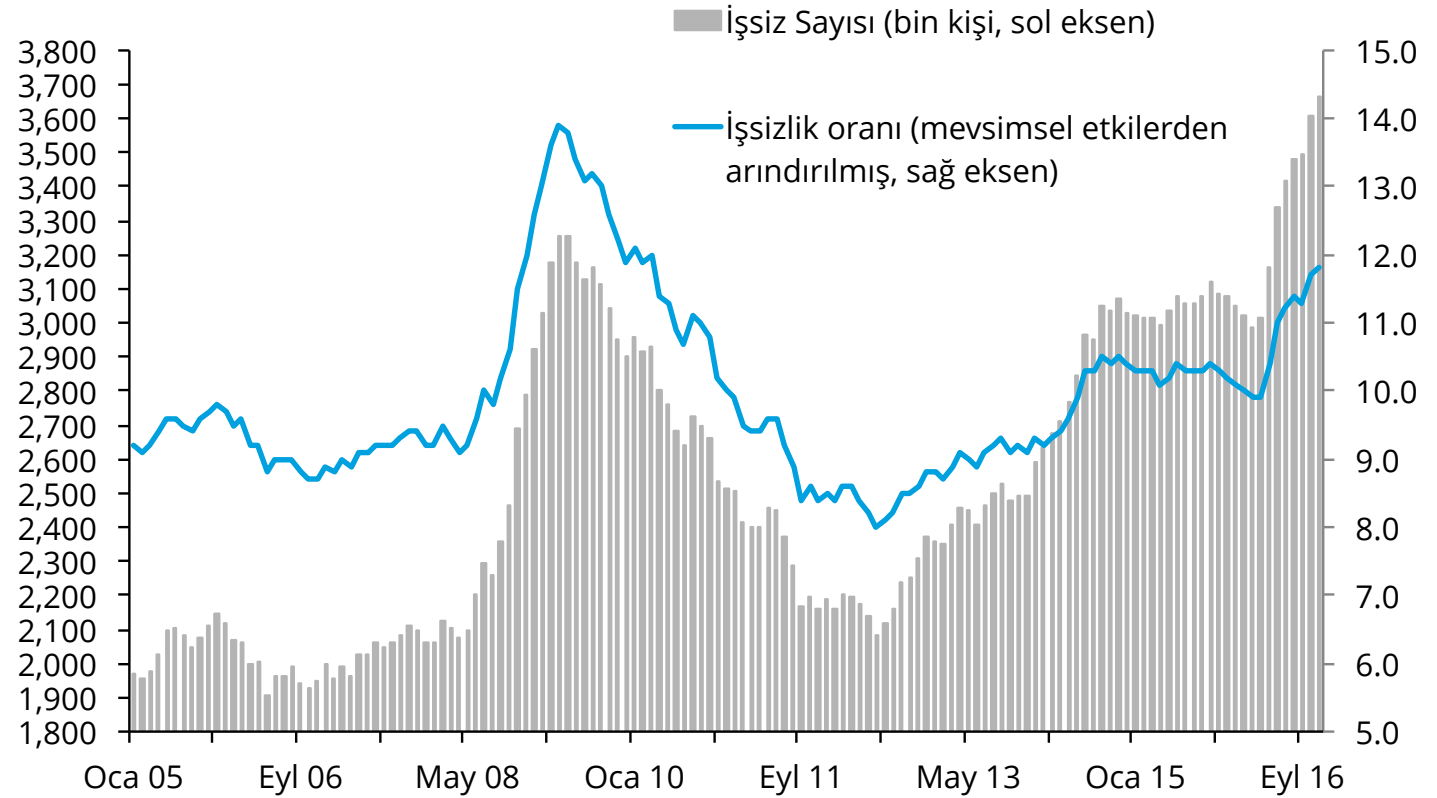
02

03

Türkiye ekonomisi

Zayıf büyüme ortamı istihdam piyasasına da olumsuz yansıdı ve işsizlik oranlarında ciddi artış kaydedildi. Elimizdeki son veri olan Kasım'da işsizlik oranı mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak 2010 Mart ayından beri en yüksek seviyeye, %11,8'e ulaştı (Grafik 14). Bu rakamın sadece bir yıl önce %10,3 olduğunu göz önüne alırsak, artışın oldukça dikkat çekici olduğunu söyleyebiliriz. Bunda işgücüne katılım oranının nispeten yüksek seyretmesi, istihdam artışının ise (muhtemelen büyümenin zayıflamasına ve ücret artışlarının yüksek seyretmesine bağlı olarak) görece zayıflaması etkili olmuşa benziyor. Hükümet Şubat ayının ortalarına doğru, bu yükselişin önüne geçmek için bir istihdam seferberliği başlatarak 2017 yılındaki -şartlara uygun-- ilave istihdamlar için vergi ve SGK primlerinin devlet tarafından ödeneceğini açıkladı¹⁶. Basında çıkan haberler, seferberliğin iş dünyası tarafından da olumlu karşılandığını gösteriyor, ancak bunun işsizlik üzerindeki net etkilerini izlemek gerekecek.

Grafik 14 - İşsizlik Oranı ve İşsiz Sayısı



¹⁶ İstihdam seferberliği desteğinden yararlanabilmek için istihdam edilenlerin İşkur'a kayıtlı olması ve önceki 3 ayda işsiz olmaları gerekmektedir.



01

02

03

3. Para politikası tarafında görece bir sıkılaşıma oldu. Şu anda neredeyiz, önümüzdeki dönem ne türlü gelişmeler beklenmeli?

Bir perspektif çizmek amacıyla biraz geriye gidersek, 2016 yılının Mart-Eylül döneminde Merkez Bankası “sadeleşme” çerçevesi altında para politikasında önemli bir gevşemeye gitti ve faiz koridorunun üst bandında (gecelik O/N borç verme) toplamda 250 baz puan indirim gerçekleştirdi¹⁷. Bu esnada lira da, sepet bazında (%50EUR+%50USD) 15 Temmuz darbe girişiminin ardından 3,233 seviyelerini görmüş, sonrasında Ağustos-Eylül aylarında bir miktar kayıplarını geri alarak 3,112'lere gerilemişti.

Ancak Ekim ayıyla birlikte liranın neredeyse kontrolsüz şekilde değer kaybettiğini ve yılı 3,618 seviyelerinde kapattığını gördük. Yıl sonuna doğru TL üzerindeki baskının böylesi net bir şekilde artması sonucunda Merkez'in gevşeme adımları da kesintiye uğradı ve Ekim toplantısı pas geçildikten sonra Kasım ve Ocak aylarında faiz artırımına gidildi. Kasım ayında politika faizi olan 1-haftalık repo faiz oranı 50 baz puan artırılırken; faiz koridorunun üst bandı ise (gecelik (O/N) borç verme faiz oranı) Kasım'da 25 baz puan, Ocak'da 75 baz puan olmak üzere toplamda 100 baz puan yükseltildi.



01

02

03

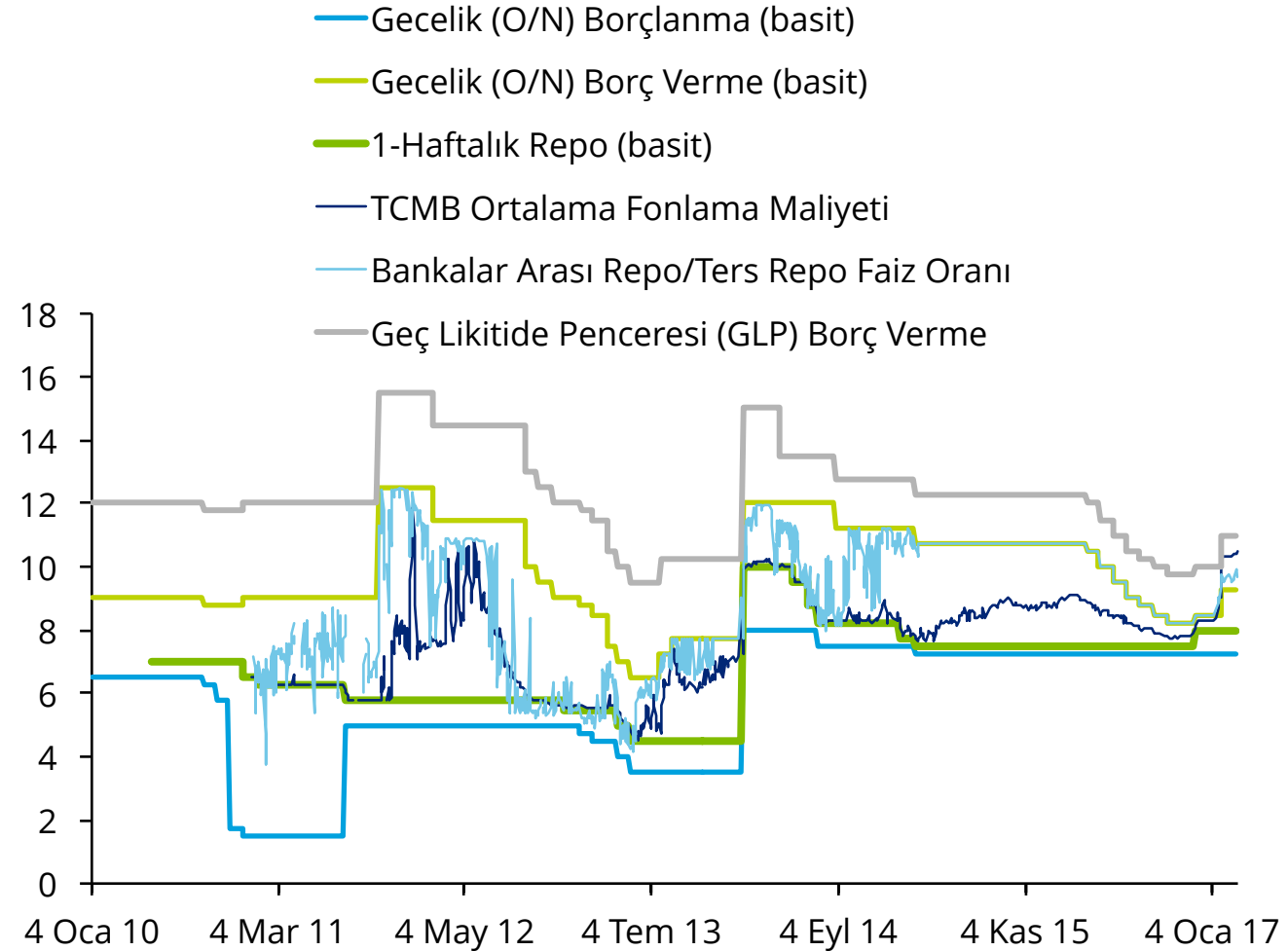
¹⁷ Hatırlatmak gerekirse Banka'nın sadeleşmeden kastı, faiz koridorunu daraltarak, politika faizi olan 1-haftalık repo faiz oranı etrafında simetrik hale getirmek ve fonlamayı ağırlıklı olarak politika faizinden sağlamak.

Türkiye ekonomisi

Böylece gecelik O/N borçlanma faiz oranı %7,25'de korunurken, politika faizi olan 1- haftalık repo faiz oranı %8'e, gecelik (O/N) borç verme faiz oranı ise %9,25'e çekilmiş oldu (Grafik 15).¹⁸

Bu artırımlar dışında Banka, Ocak ayında geç likidite penceresi (GLP) borç verme faiz oranını da 100 baz puan arttırarak %11'e çekti ve fonlamanın önemli bir bölümünü bu pencereye kaydırarak "örtülü faiz artırımına" gitti. Bunun için, bankalara %8 ile fonlamanın sağlandığı haftalık repo ihalelerine ara verildi, %9,25 ile yapılan fonlama sınırlandırıldı ve bankalar %11'lik GLP'ye yönlendirildi. Böylece Ocak ayı başında %8,3 seviyelerinde seyreden ortalama fonlama maliyeti, Şubat sonuna doğru %10,4'e kadar yükseldi, yani yaklaşık 200 puanlık bir faiz artışına gidilmiş oldu.

Grafik 15 - MB Faiz Oranları (basit, %)



¹⁸ 2017 başında yasal değişiklik ile toplantı sayısı "yılda en az 8 olacak şekilde" azaltıldı, buna istinaden Şubat'ta PPK toplantısı yapılmadı.



01

02

03

Türkiye ekonomisi

Banka bunun yanı sıra yine Ocak ayı ortasında swap ihaleleri düzenlemeye başlayarak döviz likiditesini arttırmaya (ve TL likiditesini sıkılaştırmaya) dönük adım attı. Döviz tarafını direk rahatlatmak içinse, Şubat ayında ihracat ve döviz kazandırıcı reeskont kredilerinde Mayıs sonuna kadar vadesinde yapılacak ödemelerin döviz yerine lira ile ve bunun da 2 Ocak kuru olan 3,5338'le (örneğin 28 Şubat seviyelerinden %2.1 daha düşük) yapılmasına imkan tanıdı.

Kısaca, Mart ayında başlayan sadeleşmenin yerine, Merkez Bankası'nın son dönemde sıkça kullandığı tabiri ile "dinamik" bir çerçeveye geçildi. Aslında diğer bir deyişle kökleri 2010/11'e kadar uzanan "geleneksel olmayan" para politikası çerçevesine geri dönülmüş oldu.

Merkez Bankası'nın bu adımları, küresel taraftaki gelişmeler ile de desteklenince (başta yeni ABD yönetiminin politikalarına dönük belirsizlik ortamı) Ocak sonlarında 4 seviyelerini gören sepet kur (%50USD+%50EUR), yaklaşık bir ay içinde 3,7'ye doğru gerileme kaydetti.

Ancak analistlere göre Merkez Bankası'nın politika faizini düşük tutarak, faiz artırımını farklı ve çok çeşitli başka araçlar kullanarak yapması, para politikasının öngörülebilirliğini azaltıyor. Uygulanan bu çerçeve, genel kabul gördüğü üzere, faiz artırımlarının kalıcı olmadığı ve Merkez Bankası'nın TL tarafında elinin rahatlamasıyla birlikte indirimlere geri döneceği sinyalini veriyor. Nitekim Ocak ayı sonunda yayınlanan Enflasyon Raporu'nda 2017 yılsonu beklentisinin %8 olarak belirlenmesi de %5'lik hedefe ulaşmak için gerekli sıkılaştırmanın yapılmayacağı şeklinde yorumlandı.

Bu aynı zamanda yılsonu gerçekleşme tahmininin daha yılın başında %5'lik hedefin +/- 2 puanlık belirsizlik aralığının dahi üzerinde kalacağına kabul edilmesi anlamına geliyor ki; bu da bir süredir olduğu gibi Merkez Bankası'nın enflasyondan çok, büyüme tarafını gözetmeye devam edeceğine işaret ediyor.



01

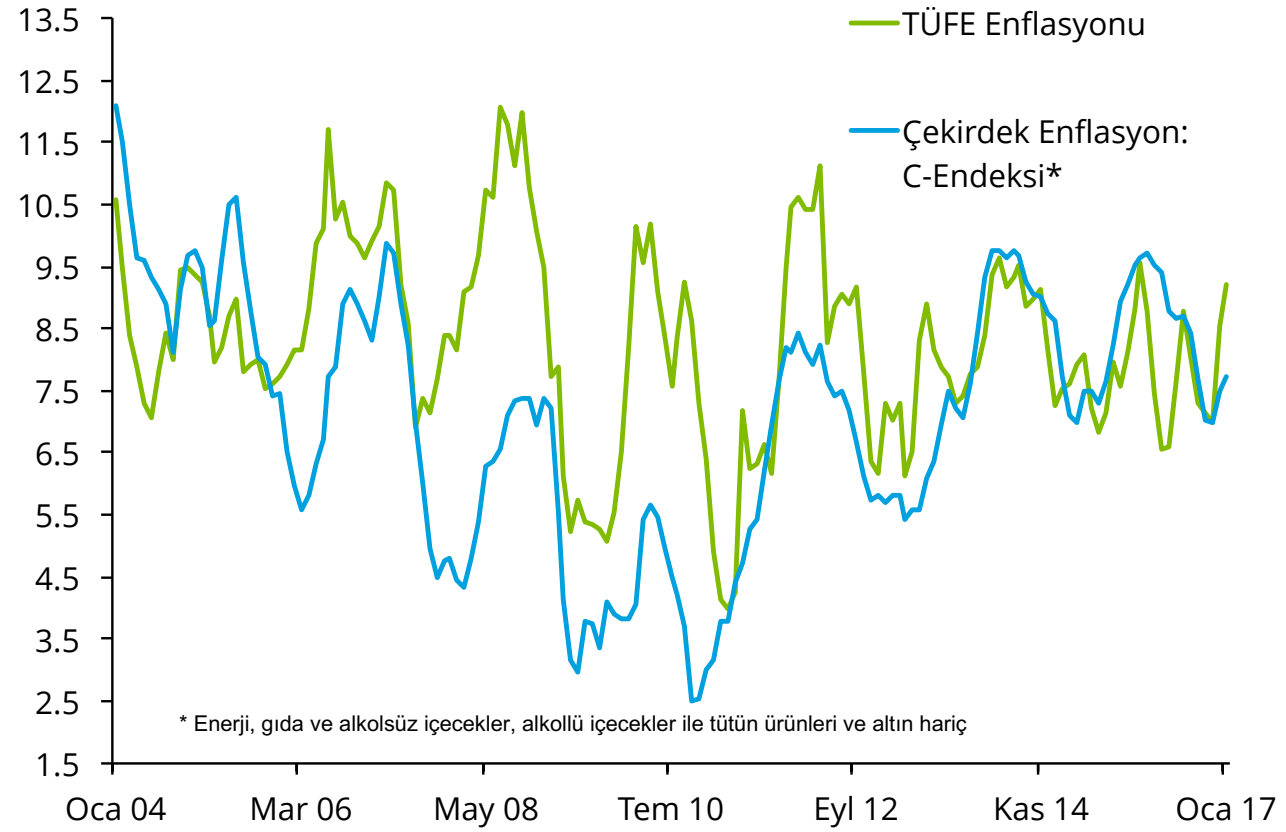
02

03

Türkiye ekonomisi

Ancak enflasyondaki son gelişmeler oldukça sıkıntı verici. 2016 yılını yıllık %8,5 seviyesinde kapatan Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) enflasyonu, Ocak ayında temelde gıda ve yükselen enerji fiyatları ile tütün ürünlerine yapılan vergi düzenlemesi ve elbette TL'deki değer kaybının yansımaları sonucunda %9,2'ye yükseldi (Grafik 16).

Grafik 16 - TÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık, %)



01

02

03

Türkiye ekonomisi

Eylül ayında %1,8 seviyesinde olan Yurtiçi Üretici Fiyatları Endeksi (Y-ÜFE) enflasyonu da sonrasında sert şekilde artarak Ocak'da %13,7'ye kadar yükseldi. Bu, TÜFE üzerinde maliyet yönlü baskıların da yoğunlaştığına işaret ediyor. Çekirdek enflasyon tarafında Kasım ayının ardından başlayan yükseliş eğilimi de devam ediyor. C-Endeksi (eski adıyla I-endeksi) yıllık enflasyonu yılın ilk ayında %7,7 seviyelerindeydi. Genel beklenti TÜFE'de baz etkisi ile birlikte bahar aylarında çift haneli rakamları göreceğimiz yönünde¹⁹.

Bundan sonrası için referandum kritik önem taşıyor. Merkez Bankası'nın referanduma kadar bu çerçeveyi (politika faizini düşük tutarak, farklı araçlar ile kuru tutmak) sürdüreceğini, referandum sonuçlandıktan sonra ise piyasaların tepkisine ve Türkiye'nin kurgulayacağı yeni "hikayemize" göre hareket edeceğini düşünüyoruz. Ancak şunu söylemek de herhalde mümkün: Dış finansman tarafında görece sıkışıklık devam ettikçe, TCMB'nin elinin rahatlaması da pek söz konusu olmayacaktır...



01

02

03

¹⁹ Ancak enflasyondaki bu artış beklentilerden önce gerçekleşti. Raporumuzun yayına hazırlandığı sırada açıklanan Şubat ayı verilerine göre yıllık TÜFE enflasyonu %10,1 ile Nisan 2012'den bu yana ilk kez çift haneli seviyeleri görürken; yıllık Y-ÜFE %15,4; yıllık C-endeksi enflasyonu ise %8,6'ya yükseldi.

4. Maliye politikası nispeten başarılı seyrini sürdürürken; son gelişmeler nasıl, riskler nerede?

Merkezi Yönetim Bütçesi, 2016 yılını hükümetin yılsonu gerçekleşme tahminleri ile büyük oranda uyumlu olarak 29,3 milyar TL'lik bir bütçe açığı (bizim tahminimizle GSYH'ye oranla %1,2) ve 21 milyar TL'lik (GSYH'ye oranla %0,8) faiz dışı fazla ile tamamladı. Manşet veriler –2015 yılına göre hafif bozulma gösterse de—nispeten olumlu bir tablo çiziyor (Tablo 1). Ancak detaylar, bütçe performansının ardında belli bir zayıflamanın yattığına da işaret ediyor.

Tablo 1 - Merkezi Yönetim Bütçesi: 2015-2017

	2016		2015		Reel Büyüme (%) 2016 / 2015	2017
	Gerçekleşme	Bütçe	Gerçekleşme	Bütçe		
Merkezi Yönetim Gelirleri	554.4	540.8	482.8		598.3	
sak: Genel Bütçe Gelirler	533.7	528.3	464.2	6.7	0.7	
Vergi Geliri	458.7	459.2	407.8	4.4	511.1	
sak: Gelir Üzerinden Alınan Vergiler	139.6	135.7	119.1	8.7	155.1	
Gelir Vergisi	96.6	98.9	85.8	4.5	108.9	
Kurumlar Vergisi	43.0	36.8	33.4	19.4	46.2	
Mal ve Hizmet Üzerinden Alınan Vergiler	191.3	183.8	167.1	6.2	212.3	
sak: KDV	54.0	51.2	46.4	7.9	57.1	
ÖTV	120.4	116.3	105.9	5.4	136.4	
Dış Ticaretten Alınan Vergiler	86.0	96.7	83.2	-4.1	96.8	
Vergi Dışı Gelirler	95.8	81.7	75.0	18.5	87.2	
Giderler	583.7	570.5	506.3	7.0	645.1	
Faiz-Dışı Giderler	533.4	514.5	453.3	9.2	587.6	
sak: Personel (sosyal güvenlik primleri dahil)	173.6	172.7	146.1	10.2	189.8	
Cari Transferler	224.9	217.7	182.7	14.2	249.3	
Yatırım	68.3	59.3	67.6	-6.3	77.1	
Faiz Giderleri	50.2	56.0	53.0	-12.0	57.5	
Bütçe Dengesi	-29.3	-29.7	-23.5	...	-46.9	
Faiz Dışı Denge	21.0	26.3	29.5	...	10.6	

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Turkey Data Monitor, OVP 2017-2019.



01

02

03

Türkiye ekonomisi

Öncelikle faiz dışı harcamalardaki artışın (reel bazda yıllık %9,2), vergi gelirlerindeki artışın (reel bazda yıllık %4,4) belirgin şekilde üzerine çıktığını görüyoruz. Bunda büyük oranda vergi gelirlerinin ekonomideki yavaşlamaya bağlı olarak zayıflarken, giderler tarafının hükümetin büyümeyi desteklemeye dönük adımları (kamuda yeni istihdamlar, SGK prim teşvikleri vb.) ve zorunlu harcamalar (güvenlik harcamaları) nedeniyle artması etkili oldu. Gelirler tarafında ayrıca –varlık barışı, özelleştirmeler, TCMB kar transferinden sağlanan gelirler gibi-- bir defalık gelirlerin ağırlığının artmaya devam etmesi bütçe performansındaki artan risklerin bir diğer göstergesi²⁰. Diğer yandan son dönemde gündeme geldiği üzere gelirlerin tahsilatlarında bir düşüş yaşandığını görüyoruz.

Örneğin 2013 yılında tahakkuk edilen vergi gelirlerinin %85,4'ü tahsil edilirken, bu oran takip eden yıllarda kademeli olarak azalarak 2016 yılında %79'a gerilemiş durumda. Önümüzdeki dönemde bu düşüşün devam etmesinin bütçe açısından bir sıkışma yaratabileceğini, bu nedenle dikkatle takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz. 2016, giderler tarafında ise yine bütçe hedeflerinin (570,5 milyar TL) aşıldığı bir yıl oldu. Yukarıda değindiğimiz üzere bunda ekonomik yavaşlama ve zorunlu harcamalar etkili olmuşa benziyor. Nitekim personel harcamaları 2016 yılında reel bazda yıllık %10,2 artış kaydederken; mal ve hizmet alım giderlerinin %9,1 (yıllık, reel), toplam cari transferlerin ise %14,2 (yıllık, reel) yükseldiğini görüyoruz.



01

02

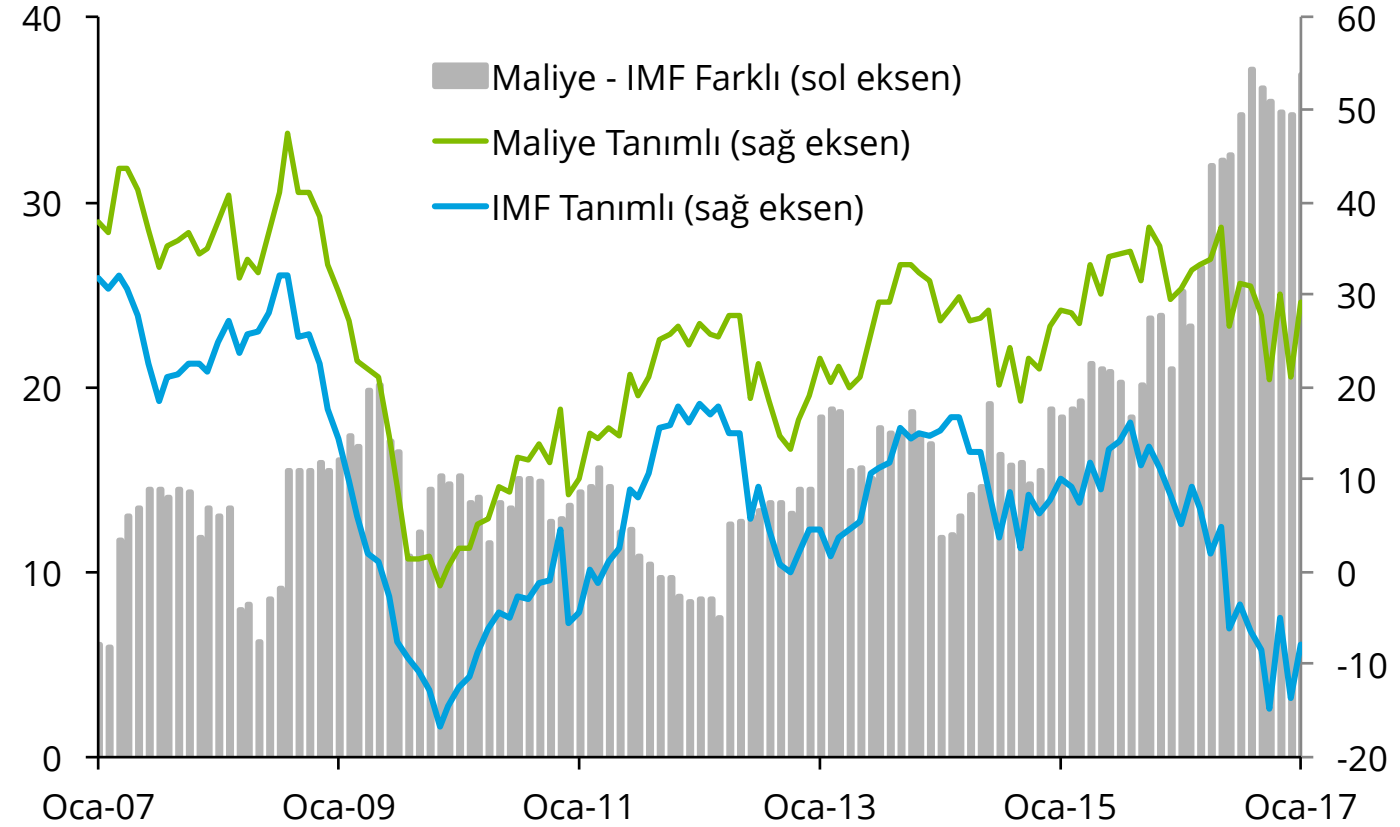
03

²⁰ 2016 yılında varlık barışı kanalıyla 13,7 milyar TL, özelleştirme ve 4,5 G ihalesinden 15 milyar TL, Merkez Bankası kar transferi kanalı ile ise 9,3 milyar TL gelir sağlandı.

Türkiye ekonomisi

Sonuç olarak kökleri IMF programına uzanan ve bazı bir defaya mahsus gelirleri (özeleştirme, TCMB karı vb.) çıkararak hesaplanan "program" tanımlı faiz dışı denge, uzun bir aranın ardından ilk kez açık vererek 2016 yılını -13,7 milyar TL (GSYH'ye oran olarak ise %-0,5) seviyesinde kapattı. Bizim hesaplamalarımıza göre vergi barışından sağlanan gelir de çıkarıldığında bu açık GSYH'nin %1'ine kadar yükseliyor (Grafik 17).

Grafik 17 - Merkezi Yönetim Faiz Dışı Dengesi (milyar TL, 12-aylık toplam)



01

02

03

Türkiye ekonomisi

2017 için baktığımızda risklerin büyük oranda devam ettiğini söylemek yanlış olmayacaktır. Ekonomide henüz belirgin bir toparlanma görülmemesi vergi gelirlerindeki artışı sınırlı tutacaktır ve hükümetin büyümeyi destekleyici adımları harcamalar tarafında daha fazla baskı yaratacağı diye düşünüyoruz. Nitekim 11,4 milyar TL bütçe fazlası ve 18 milyar TL faiz dışı fazla ile Ocak ayında yıla oldukça güçlü bir başlangıç yapılsa da, bunda yine büyük oranda vergi barışı (1,4 milyar TL) ve özelleştirme gelirlerinin (4,3 milyar TL) desteklediği gelirler tarafının etkili olduğunu görüyor, harcamalardaki görece disiplinin ise sürdürülmesinin zor olacağını düşünüyoruz. Diğer yandan yılsonu bütçe hedeflerine baktığımızda da hükümetin bütçe açığını 46,9 milyar TL'ye yükseltirken, faiz dışı fazlayı ise 10,6 milyar TL'ye düşürerek, bütçe tarafında belirgin bir gevşemeyi zaten göze aldığını görüyoruz.

Ancak siyasi ortam ve ekonomideki görece zayıflık göz önüne alındığında – ve son dönemde bütçeyi de direk etkileyecek teşviklerin artmasıyla (örneğin mobilya, beyaz eşya, konuttaki ÖTV indirimleri, istihdam seferberliği kapsamında yeni istihdam edilenlerin vergiden muaf olması vb.) bu hedeflerin dahi tutturulmasının kolay olmayacağını eklemek gerekiyor²¹.

Ancak bütçe tarafında bu ölçüde bir bozulmanın yine de kamu borcunda ciddi bir artışa yol açacağını öngörmüyoruz.

Bize göre mali taraftaki asıl risklerden biri “koşullu yükümlülüklerdeki” olası artış. IMF'nin de son raporunda özellikle vurguladığı gibi, bunun bir kaynağı Kamu-Özel İşbirliği kapsamında yürüyen projeler²². Bu çerçevede bir anlamda bu projelere finansman sağlamak ve geliştirmek amacıyla kurulan Türkiye Varlık Fonu'nun (TVF) aktivite ve stratejilerinin de çok yakından izlenmesi gerekiyor²³.

²¹ Burada takip edilmesi gereken diğer bir konu, bütçeye gelir sağlayan bazı kurumların Türkiye Varlık Fonu'na (TVF) devredilmesi; Maliye Bakanı Sn. Naci Ağbal bir söyleşide bunun 2017 yılı için 1 milyar TL ile sınırlı kalacağını belirtti.

²² Turkey: 2017 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Turkey, sayfa: 20.

²³ Hatırlanacak olursa geçen Ağustos ayında kurulan Türkiye Varlık Fonu'na bu sene başında --içlerinde Milli Piyango, THY, Botaş'ın da olduğu-- bazı büyük kamu kurumlarının Hazine'ye ait hisseleri devredildi. TVF dünyadaki diğer benzerlerinden farklı bir örnek sunuyor ve bu nedenle, başta bu portföyü ile nasıl bir gelir akışı sağlayacağı olmak üzere, uygulamaya dair halen bir dizi soru işareti barındırıyor. Bu konuda TVF Başkanı Mehmet Bostan'ın söyleşisine ve TEPAV'dan Emin Dedeoğlu'nun “Türkiye Varlık Fonu bu portföyü ile ne yapabilir?” başlıklı çalışmasına bakılabilir.



01

02

03

Türkiye ekonomisi

5. Türkiye ekonomisinin yumuşak karnı her zamanki gibi cari açık ve finansmanı; 2016 nasıl bir yıldır, 2017 nasıl olacak?

2016 yılında cari açık, önceki yıla oranla hemen hemen yatay seyretti ve 32,6 milyar dolarda ve bizim tahminimizle GSYH'ye oranla ise %3,9 civarında yılı kapattı (2015: 32,1 milyar dolar; GSYH'ye oranla %3,7). Açığın kompozisyonu tarafında ise bir miktar değişim yaşandı: Enerji faturası, petrol fiyatlarındaki düşüş sayesinde önceki yıla oranla 9,4 milyar dolar civarında azalırken, bunun yarattığı pozitif etki --enerji ve altın hariç-- çekirdek cari dengedeki bozulma ile dengelendi. Çekirdek denge 2015 yılında 2,7 milyar dolar açık verirken, 2016'da bu açık 10,4 milyar dolara yükseldi (Tablo 2; Grafik 18). Bunun temel kaynağını ise turizm gelirlerindeki daralma oluşturdu. 2015 yılındaki 21,2 milyar dolarlık net turizm geliri 2016 yılında 14 milyar dolara geriledi.

Cari açığın temel bileşenlerinden dış ticaret tarafı ise (enerji ve altın hariç veriler ile) 34 milyar dolar ile 2015 yılına oranla yatay bir seyir izledi.

Tablo 2 - Cari Denge (milyon \$)	2012	2013	2014	2015	2016
Cari Denge	-47,961	-63,621	-43,597	-32,118	-32,605
sak: Çekirdek Denge 1/	-1,257	-2,651	9,080	-2,749	-10,445
Dış Ticaret Dengesi	-65,367	-79,917	-63,597	-48,114	-40,746
İhracat	161,948	161,789	168,926	151,970	150,222
%	13.7	-0.1	4.4	-10.0	-1.2
İthalat	227,315	241,706	232,523	200,084	190,968
%	-1.8	6.3	-3.8	-14.0	-4.6
Hizmetler (net)	22,588	23,680	26,768	24,208	15,396
sak: Turizm (net)	21,251	23,180	24,480	21,248	13,960
%	5.4	9.1	5.6	-13.2	-34.3
Gelir (net)	-6,588	-8,590	-8,175	-9,642	-9,009
sak: Faiz Harcamaları	5,828	5,767	5,631	5,160	5,637
Cari Transfer	1,406	1,206	1,407	1,430	1,754

Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor

1/ Enerji ve altın dengesi hariç cari denge



01

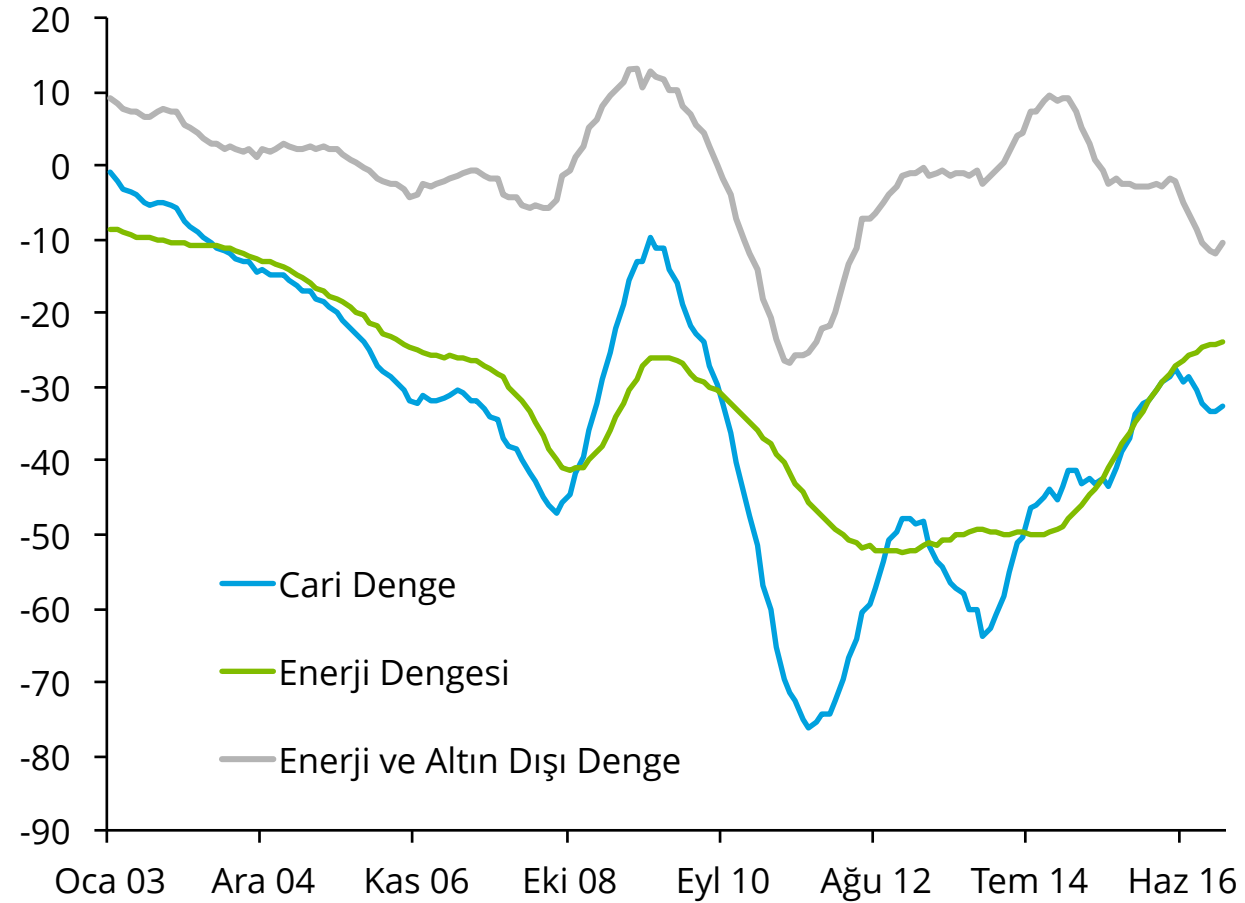
02

03

Türkiye ekonomisi

Cari açığın finansmanı tarafında, sermaye girişleri açısından çok zor bir yıl olan 2015'e göre bir iyileşme gördük. 2015 yılında 10 milyar dolar olan sermaye girişleri (finans hesabı) 2016 yılında 22,3 milyar dolara yükseldi. Ancak bu girişler cari açığın (32,6 milyar dolar) tamamını finanse etmeye yeterli olmadı ve aradaki açık 11,1 milyar dolarlık kaynağı belli olmayan sermaye girişleri (net hata noksan) ile kapatıldı. Ancak bu kez finansmanda en azından TCMB rezervlerine ihtiyaç duyulmadı; 2015 yılında Merkez Bankası rezervlerinde 11,8 milyar dolarlık bir kullanımın ardından 2016'da küçük de olsa 0,8 milyar dolarlık bir rezerv birikimi sağlandı. Diğer yandan finansmanın kalitesinde görece iyileşme söz konusu oldu.

Grafik 18 - Cari Denge (12-aylık toplam; milyar \$)



01

02

03

Türkiye ekonomisi

Geçtiğimiz yıl yaşanan artış portföy yatırımları kanalıyla gerçekleşmekle birlikte bunun ciddi bir kısmı daha uzun vadeli ve tanımı gereği döviz cinsi olan Eurobond ihraçları yoluyla gerçekleşti. Ayrıca finansal olamayan şirketler kesimi uzun vadeli borçlanması da 8,9 milyar dolar civarında seyretti. Öte yandan Doğrudan Yabancı Yatırım ve bankaların dış borçlanmasının zayıfladığını gördük. DYY'ler 2015'deki 12,5 milyar dolarlık seviyesinden 2016'da 9 milyar dolara gerilerken, bankalar önceki yıl 5,3 milyar dolar borçlanma gerçekleştirdikten sonra geçtiğimiz yıl 3 milyar dolar ile net borç ödeyicisi konumundaydı (Tablo 3).

2017 yılında ise, cari açık tarafında, yükselen petrol fiyatlarına bağlı olarak enerji faturasının, dolayısıyla ticaret açığının yükseleceğini; ancak bunun büyük oradan turizm gelirlerindeki mütevazı toparlanma ile dengeleneceğini düşünüyoruz.

Ayrıca yıla kuvvetlice bir giriş yapan ihracatın bu seyrinin sürdürülebilir olup olmayacağı da yakından izlenmesi gereken bir konu. Ancak şu an itibarıyla bizim beklentimiz cari dengenin 2017 yılını 36 milyar dolar civarında bir açık (GSYH'ye oranla %4,6) ile kapatması yönünde.

Reel kur tarafında da son dönemde önemli gelişmeler oldu.

Tablo 3 - Finans Hesabı (milyon \$)	2012	2013	2014	2015	2016
Cari Açık	-47,961	-63,621	-43,597	-32,118	-32,605
Sermaye Transferleri	-58	-96	-70	-21	23
Finans Hesabı	-69,749	-72,051	-41,159	-10,110	-22,331
Doğrudan Yabancı Yatırım	-9,179	-9,269	-5,781	-12,455	-8,998
Portföy Yatırımı	-41,012	-23,988	-20,114	15,719	-6,404
Diğer Yatırımlar	-19,558	-38,794	-15,264	-13,374	-6,929
Varlıklar	703	-2,331	1,675	14,963	6,218
Yükümlülükler	20,261	36,463	16,939	28,337	13,147
Net Hata Noksan	-916	1,577	2,040	10,198	11,069
Rezerv Varlıklar	20,814	9,911	-468	-11,831	818

Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor



01

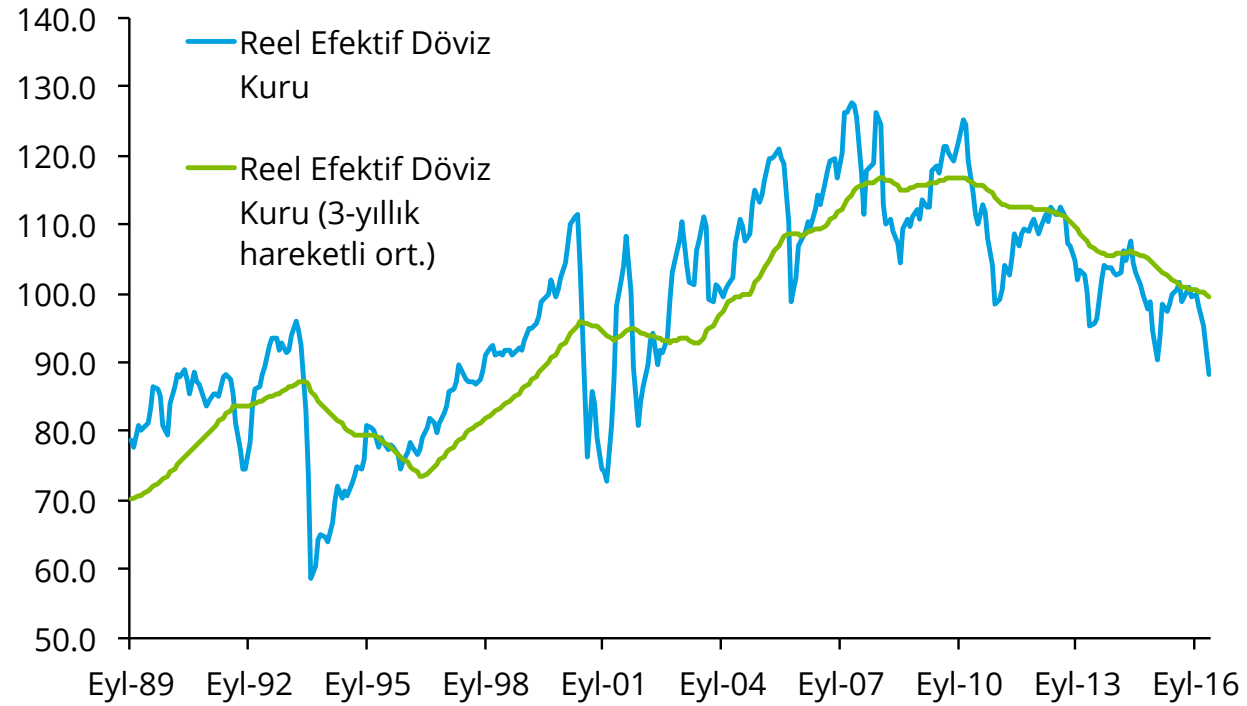
02

03

Türkiye ekonomisi

Yıla çok sert değer kayıpları ile giren TL/USD kuru, (2016 yılını 3,522 seviyesinde tamamladıktan sonra), Ocak ayı sonuna doğru 3,881 seviyelerine yükseldi. Aynı dönemde sepet (%50EUR+%50USD) bazında ise 2016'nın sonundaki 3,618 seviyelerinden 4,00'ün hafif üzerine yükseliş yaşandı. Bu esnada reel kur da Aralık ayındaki 92,1 seviyesinin ardından Ocak'da 88,2 ile Eylül 2002'den beri en düşük seviyesine geriledi (Grafik 19). Ancak Ocak ayının son günleri itibari ile -- gerek küresel ortamın iyileşmesi gerekse de TCMB'nin attığı adımlarla toparlanma kaydedildi (28 Şubat itibari ile TL/USD 3,611; döviz kuru sepeti ise 3,718 seviyelerindeydi). Ancak buna rağmen rehavete kapılmamak gerekiyor. Her zaman belirttiğimiz gibi Türkiye dış finansman açığı yüksek bir ekonomi ve global ortam değişiyor. Buna ek olarak ücret artışları hem TÜFE hem de üretkenlik artışlarından belirgin şekilde güçlü seyrediyor, dolayısıyla birim işgücü maliyetleri görece yüksek seviyelerini koruyor.

Grafik 19 - Reel Efektif Döviz Kuru: Uzun Vadeli Görünüm (2003=100)



01

02

03

Türkiye ekonomisi

Sonuç olarak, referandum sonrasında güçlü bir hikâye oluşturulmadığı sürece; TL'nin yurtiçi ve yurtdışı gelişmeler kaynaklı dalgalı seyrine devam etmesi şaşırtıcı olmayacaktır.

Son olarak dış borç tarafına bakacak olursak, ağırlıklı olarak kurdaki değer kaybı dolayısıyla bir artış yaşandığını görüyoruz. 2015 yılını 398 milyar dolar (GSYH'ye oranla %46,3) civarında bir dış borç stoku ile tamamladıktan sonra 2016 yılının 3. çeyreği itibari ile bu rakam 417 milyar dolara (GSYH'ye oran olarak %49) yükseldi. Kamu borcu aynı dönemde 8,7 milyar dolar artış ile 122 milyar dolar olurken, özel sektör borcu ise 283 milyar dolardan 293,7 milyar dolar artış kaydetti.



01

02

03

Deloitte Türkiye

İstanbul Ofisi

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

Ankara Ofisi

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

İzmir Ofisi

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

Bursa Ofisi

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

Çukurova Ofisi

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



www.deloitte.com.tr



[/deloitteturkiye](https://www.facebook.com/deloitteturkiye)



[/company/deloitte-turkey](https://www.linkedin.com/company/deloitte-turkey)



[/deloitteturkiye](https://twitter.com/deloitteturkiye)



[/instagram.com/deloitteturkey](https://www.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 adanmıştır. 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.

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



01

02

03