

Deloitte.

Fed ve siyaset
kiskacında ekonomi
Ekonomik Görünüm

Mayıs 2016



İçindekiler

Önsöz

Özetle...	4
Küresel ortam: Düşük büyüme, riskli görünüm...	11
Büyüme: 2015 tekrarlanabilir mi?	15
Enflasyonda geçici bahar...	19
Para politikası: Yeni yönetim, eski zorluklar...	22
Bütçe dengelerine dikkat...	24
Ödemeler dengesi: Yumuşak karnımız olmaya devam ediyor...	26

Yazar Hakkında

Dr. Murat Üçer

Deloitte Türkiye 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 (IF), 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 Güner
CEO
Deloitte Türkiye

Küresel ekonomide zayıf büyüme ortamı, piyasalarda ise özellikle ABD Merkez Bankası tarafından gelen açıklamalara duyarlı oynak seyir devam ediyor. Bardağın dolu tarafında Gelişmekte Olan Ülkeler'e yönelik algıda son aylarda görece bir iyileşme görüyoruz. Petrol fiyatının (Brent) – raporumuz yayına hazırlandığı tarihlerde – varil başına 50 dolarlar civarına yükselmiş olması ise başka bir önemli gelişmeyi oluşturuyor. Emtia fiyatlarının geneline de yayılan bu hafif düzeltme hareketi piyasaların risk iştahını destekliyor. Çin ekonomisi tarafında büyümenin seyri önemli bir endişe kaynağı olmaya devam etmekle birlikte yıl başına göre bu endişelerin görece yatıştığı görülüyor. Ancak belirsizliklerin devam ettiği ve halen ülkelerin kendi hikaye ve duruşlarının önem taşıdığı, oynak bir konjonktürde olduğumuzu eklemek gerekiyor...

Türkiye tarafında ise ekonomide görece direnç devam ederken, son haftalarda önemli siyasi gelişmeler yaşandı; Sn. Ahmet Davutoğlu başkanlığındaki 64. Hükümet yerini Sn. Binali Yıldırım başkanlığındaki 65. Hükümet'e bırakırken, ekonomi yönetimi tarafında ise süreklilik sinyali verildi. Ancak halen bir siyasi geçiş döneminde olduğumuzu, buna bağlı olarak da belirsizliklerin devam ettiğini/edeceğini söylemek sanırım yanlış olmaz.

Ekonomi tarafında yılın ilk aylarında dirençli görünüm sürmekle birlikte bazı ekonomik göstergelerin yavaşlamaya işaret ettiğinin altını çizmek gerekiyor. Öte yandan enflasyonda yaşanan -- gıda fiyatları kaynaklı da olsa -- sert düşüş dikkat çekiyor. Nitekim 2016 için beklentilerimiz bu trendlerin devamı -- büyüme ve (gıda fiyatlarına bağlı olarak) enflasyonun geçen yıla göre yavaşlaması yönünde. Cari açığın ise 2015'e benzer bir oranda yılı kapatmasını bekliyoruz.

Bilindiği gibi orta vadede kırılganlıkları azaltırken büyümeyi yükseltmek ancak üretkenlik artışları ve tasarruf açığımızı azaltmakla -- yani yapısal reformlarla -- mümkün. Bu açıdan -- yine bilindiği gibi - siyasi belirsizliklerin bir an önce azaltılması ve reformlara odaklanılması büyük önem arz ediyor.

Ekonomik Görünüm raporumuzu yine dalgalı ve gündemin süratle değiştiği bir ortamda yayınlıyoruz. Ancak yine de karşı karşıya bulunduğumuz makroekonomik gelişmelerin ve risklerin bir resmini çizmeye, bu şekilde gündeme ışık tutmaya çalıştık. Bu çabamızın sizlere faydalı olmasını umuyor, iyi okumalar diliyoruz...

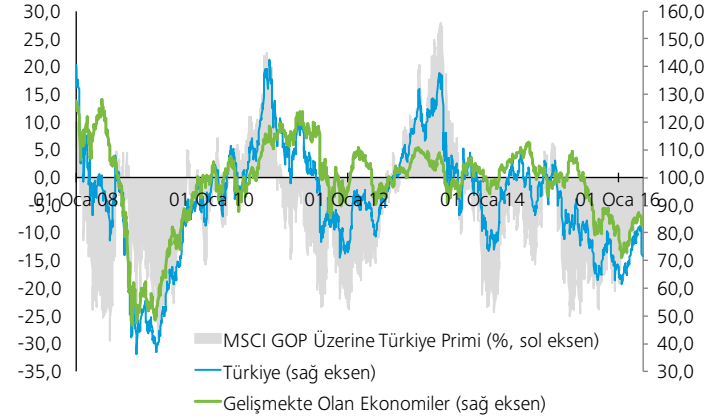
Özetle...

Tatmin edici bir büyüme hızına ulaşamayan küresel ekonominin merkez bankalarına –özellikle ABD merkez bankasına (Fed) – aşırı bağımlılığı devam ediyor. Buna bağlı olarak parasal desteğin devam etmesi ancak diğer politikaların, özellikle de yapısal reformların ve maliye politikasının siyasi gerekçelerle devreye sokulamaması nedeniyle, sağlıklı bir büyüme ortamına geçilememesi, piyasalarda aşırı dalgalı bir seyre sebep oluyor. Geçen seneyi ABD para politikasında “normalleşme” ve ilk faiz hareketi beklentisiyle geçiren piyasalarda algı, bizim de içinde bulunduğumuz Gelişmekte Olan Ekonomiler (GOE) grubuna karşı oldukça olumsuz seyretti¹.

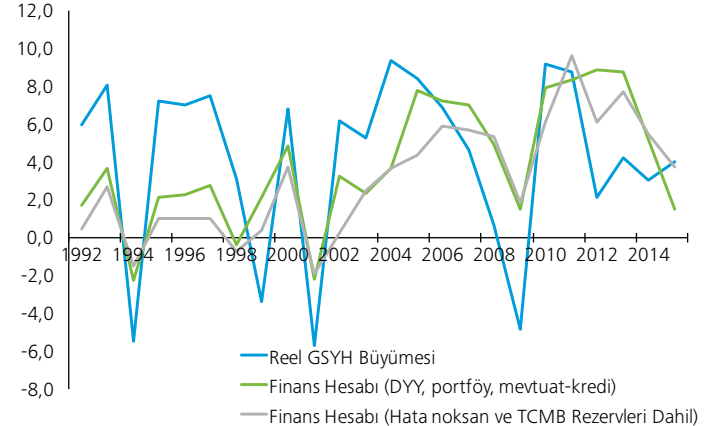
Bu yıla yine olumsuz bir başlangıç yapılmasına rağmen özellikle Fed’den gelen küresel dalgalanmaya son derece duyarlı mesajlar ve Çin verilerinin görece istikrara işaret etmesi –ve bunların neticesinde doların bir zayıflama trendine girmesi– sonucu, küresel risk algısında ve buna bağlı olarak bizim gibi ülkelere bakışta görece bir iyileşme oldu². Bu trendden son siyasi gelişmelere kadar Türkiye piyasalarının da faydalandığını gördük³. Örneğin Mart ayı başına kadar Türk hisse senedi piyasaları Morgan Stanley GOE Composite Index’deki (MSCI) diğer GOE’lere oranla (ortalama) %10-%15 civarında iskontolu seyrederken sonrasındaki toparlanma ile bu rakam tek haneli seviyelere gerilemişti; Mayıs başında yaşanan siyasi gelişmeler ise yeniden %10-%15 seviyelerine dönüşe yol açtı (Grafik 1). Ek olarak yılın ilk iki ayında yaklaşık 3,0 seviyesinde seyreden TL/USD kurunun, Mart-Nisan aylarında belirgin gevşeme gösterdikten sonra yeniden neredeyse bu seviyelere yükseldiğini gördük⁴.

Türkiye ekonomisi aşırı oynaklık ve birçok olumsuz gelişmeye rağmen 2015 yılını %4 oranında hatırı sayılır bir büyüme ile kapattı. Bunda net sermaye akımlarının azaldığı bir konjunktürde, kaynağı belirsiz girişler ile TCMB rezerv kullanımlarının devreye girmesi – ve bu yolla ekonominin dış finansman ihtiyacının bir şekilde karşılanması -- önemli rol oynadı (Grafik 2).

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



Grafik 2 - Sermaye Akımları (GSYH'e % oran olarak) ve GSYH Büyümesi (%)



¹ Bu rapor genel itibarıyla Mayıs ayının ilk yarısına kadar elimizde olan veri ve bilgileri içermektedir.

² Doların güçlenmesi, başta dolar cinsi borç servisinin artması ve emtia fiyatlarının genelde olduğu üzere dolarla ters yönlü hareket etmesi nedeniyle, GOE’lerde büyüme görünümünü bozarak olumsuz etki yapabiliyor.

³ Bilindiği gibi ani hükümet değişikliği bu gelişmelerin başında geliyor; olası bir Başkanlık Sistemi’ne geçiş ise önümüzdeki dönemin temel siyasi gündemi ve belirsizliği olarak karşımıza çıkıyor.

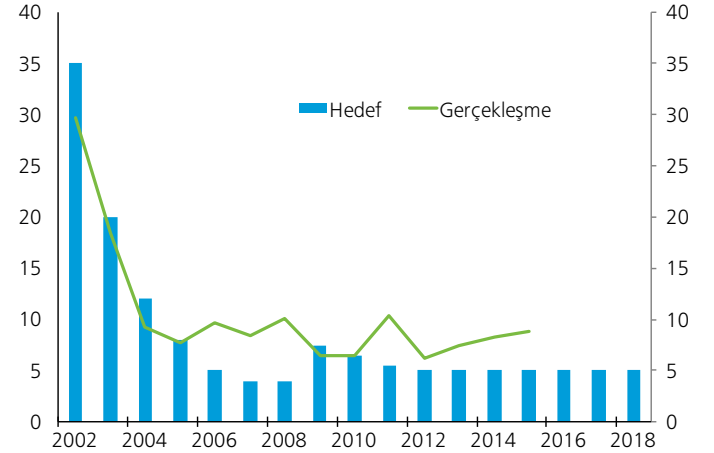
⁴ Bono piyasalarında ise Hazine gösterge faizleri sene başındaki %11’in hafif üzerindeki seviyelerinden Mart-Nisan döneminde %10’un altına geriledi. Faizler son dönemde de bu oranları koruyor. Türkiye’nin 5-yıllık CDS risk (iflas) primi ise Ocak-Şubat aylarında 315 civarı seviyeler ile yılın en yüksekini gördükten sonra Nisan ayında 235’e kadar gerilemişti. Mayıs başında ise yeniden 270 düzeylerine artış yaşandı.

Büyüme özel yatırım ve dış talepten ziyade daha çok özel tüketim ve kamu harcamaları kaynaklı oldu. Son 4 yıla baktığımızda ortalama büyümenin yine hatırı sayılır ancak tatmin edici olmaktan uzak bir düzeye -- %3-%3,5 bandına – indiğini gözlemledik. Bunun, küresel krize kadar olan dönemdeki (2002-2006) büyüme oranlarının yaklaşık yarısına işaret ettiğini hatırlatalım.

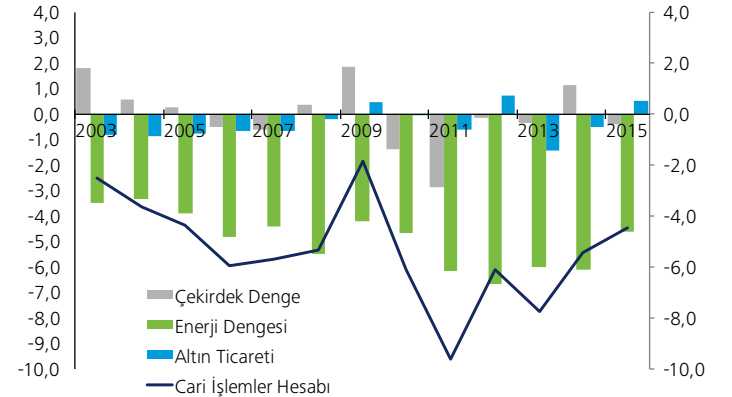
Bunlara ek olarak 2015 yılını yine %5’lik hedefin oldukça üzerinde bir enflasyon (%8,8) ile kapattık (Grafik 3). Enflasyon her ne kadar kur ve gıda fiyatlarının etkisiyle bu düzeylere eriştiyse de, çekirdek ve servis enflasyonunun hedeften oldukça yüksek düzeylerde seyretmesi -- üstelik bu düzeylerde belli bir katılık göstermesi -- ve enflasyon beklentilerindeki bozulma dikkat çekti.

Diğer bir kırılma noktası unsurumuz olan cari açık tarafında ise 2015 yılında bir puan kadarlık bir iyileşme ile GSYH’ye oranla %4,5 düzeyine inildi; ancak bu daralma enerji açığındaki azalmadan kaynaklandı. Çekirdek dengede ise (altın ve enerji hariç cari denge) aksine bozulma yaşandı; 2014 yılında GSYH’ye oranla %1,1 düzeyinde fazla veren çekirdek denge, geçen sene %0,4 düzeyinde eksiye döndü (Grafik 4). Yani cari açığı görece düzeltme tamamen “ticaret hadlerindeki” iyileşmeden kaynaklandı.

Grafik 3 - TÜFE Enflasyonu: Gerçekleşmeler ve Hedefler

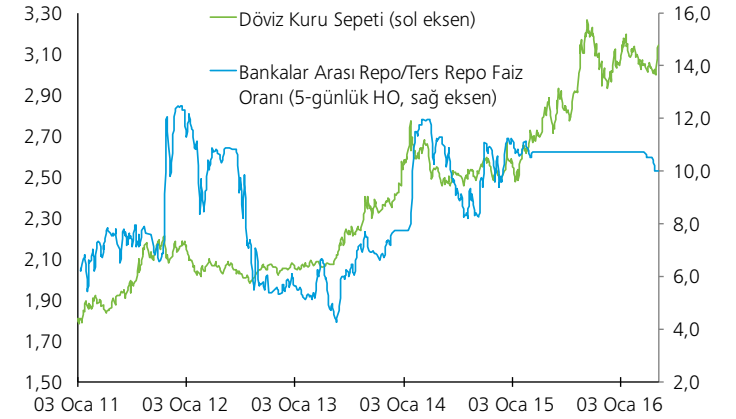


Grafik 4 - Cari Denge: Temel Büyüklükler (GSYH'ye % oran olarak)

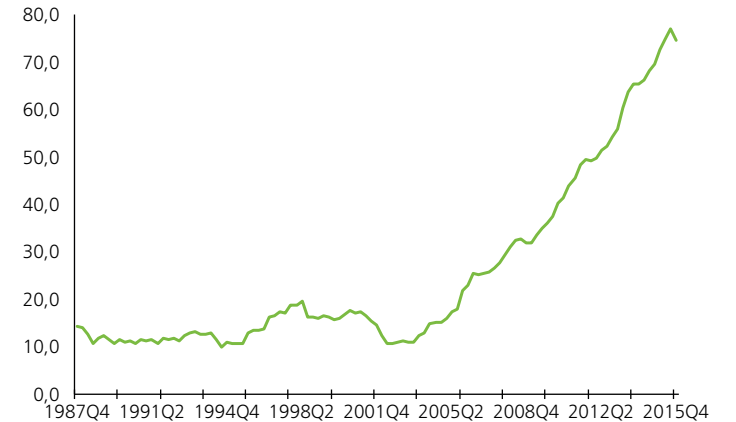


Geri planda, yılın geneli düşünülduğünde para ve maliye politikalarının büyümeyi destekleyici bir duruşta olduğunu gördük⁵. Para politikası, piyasa fonlaması koridorun üst bandına yakın seyrettirilerek görece sıkılaştırılsa da, zayıflayan dış konjoktüre ve finansman koşullarına, hatırı sayılır düzeyde rezerv kullanımı ve lirada –daha önce karşılaşılan benzer durumlara göre (örn. Ağustos 2011 ve Ocak 2014) daha fazla-- değer kaybına izin vermek suretiyle tepki verildi (Grafik 5). Bu sayede yılın son çeyreğine kadar kredi/GSYH oranı –uygulanan bazı makro-ihtiyati politikalara rağmen-- artmaya devam etti⁶. Ancak son çeyrekte gerek talep gerekse arz taraflı (örneğin bankacılık sisteminin kredi/mevduat oranının toplamda 1,2; TL tarafında ise 1,4'lere kadar yükselmesi durumu) kısıtların baş göstermesiyle, kredi tarafında yavaşlama görölmeye başlandı. Uzun bir aradan sonra ilk defa kredi oranları geçen yılın son çeyreğinde GSYH'ye oranla düşüş gösterdi (Grafik 6).

Grafik 5 - Kısa Vadeli Faiz Oranları ve Döviz Kuru Sepeti



Grafik 6 - Özel Sektör Kredileri (GSYH'ye % olarak)



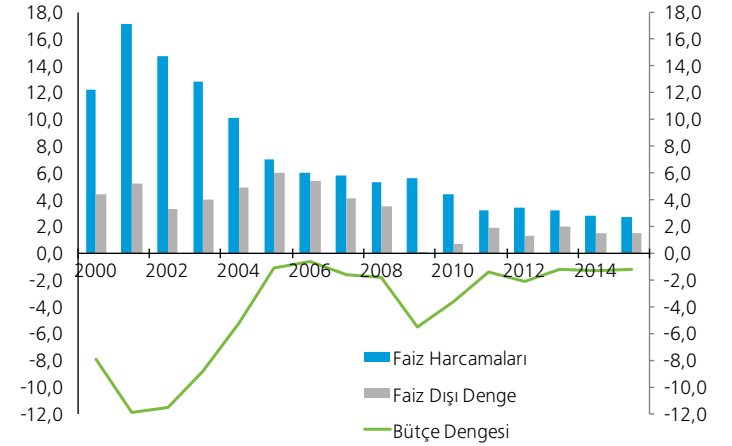
⁵ Nitekim son yayınlanan IMF raporunun da (Turkey 2016 Article IV Consultation / Türkiye 2016 4. Madde Değerlendirmesi) buna işaret ettiğini belirtelim.

⁶ TCMB'nın son makro ihtiyati politikalarının toparlayıcı bir özeti için bkz: IMF Turkey 2016 Article IV Consultation / IMF Türkiye 2016 4. Madde Değerlendirmesi (syf: 60) ve TCMB Bülteni sayı: 35 ve 41.

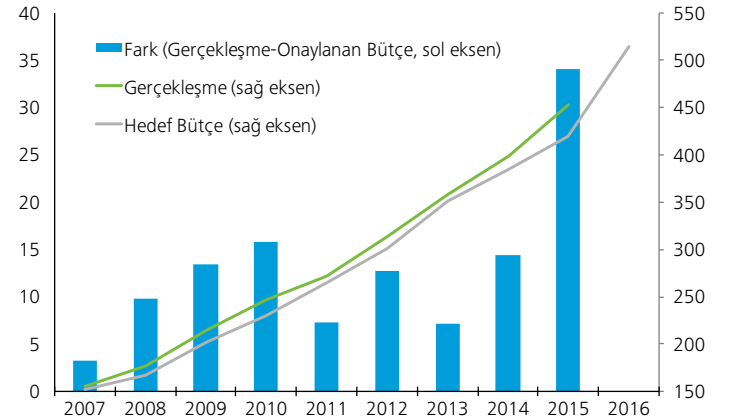
Maliye politikası tarafında da “manşet düzeyde” bütçe açığı sınırlı tutularak önemli bir başarı örneği gösterilse de, faiz dışı harcamaların hedefi yine –hem de bu defa son yılların en yüksek meblağına ulaşacak şekilde (GSYH’ye oran olarak yaklaşık %1,7 düzeyinde) – aştığını gördük (Grafik 7-8). Bu açıdan maliye politikasının da, makul bir bütçe açığına rağmen büyümeyi destekleyici bir duruş sergilediğini söylemek mümkün. Yapısal reformlar tarafında ise 2015 yılı --siyasi takvim göz önünde bulundurulduğunda belki son derece doğal olarak– fazla bir ilerlemenin kaydedilemediği bir yıl oldu.

2016 yılına baktığımızda, yine Fed ve siyasetin etkisinde --ve bunlar arasındaki etkileşimin makro sonuçları belirlediği-- bir yıl geçireceğimiz gibi duruyoruz. İlgili bölümlerde biraz daha detaylandıracağımız gibi bu sene hem büyümenin hem de enflasyonun geçen seneye göre yavaşlamasını, cari açığın ise –GSYH’ye oranla– benzer bir düzeyde seyretmesini bekliyoruz. Büyüme tarafında son asgari ücret zammının da etkisiyle tüketim ağırlıklı bir resmin ortaya çıkacağını ve kamu harcamalarının da büyümeye destek vereceğini, ancak görece zayıf seyreden kredi büyümesi ve yine görece düşük düzeylerde seyreden güven endeksleri gibi unsurların bunları dengeleyici bir rol oynayacağını -- ve büyümeyi geçen seneye göre zayıflatabileceğini -- öngörüyoruz. Patika olarak ise birinci çeyrekte yine yüksek sayılabilecek bir büyüme oranının gerçekleşmesini, ancak bunun yıl içinde zayıflamasını bekliyoruz.

Grafik 7 - Merkezi Yönetim Bütçe ve Faiz Dışı Dengesi (GSYH'ye oran olarak)



Grafik 8 - Faiz Dışı Harcamalar (milyar TL)



Enflasyon tarafında katılık devam etse de, gıda fiyatlarının bu sene daha makul düzeylerde seyredeceği varsayımıyla, enflasyonun yılı %8'in altında, TCMB'nin son tahmini olan %7,5 oranına yakın bitireceğini düşünüyoruz. Cari açık tarafında, daralmaya devam eden enerji ithalatı yardımcı olsa da, özellikle turizm gelirlerinin de etkisiyle açığın geçen seneye göre çok fazla bir değişiklik göstermesini beklemiyoruz. Bu çerçevede sermaye girişlerinin çok güçlü seyretmeyeceğini, TCMB'nin ise bir müddet daha para politikasını gevşetmeyi sürdürse de --ki bunun iletişimi gevşeme yerine "sadeleştirme" olarak yapılıyor-- bir noktada tekrar görece sıkılaştırmaya gitmesini yani üst bandın konjonktür gereği tekrar yükselmesini bekliyoruz. Maliye politikasında ise görece gevşemenin kaçınılmaz olacağını, bütçe açığının hedeflenen düzeyde tutturulmasının güç olacağını düşünüyoruz.

Reformlar tarafında uygulamada yavaş gidildiyse de 64. Hükümet yılı ciddi bir reform perspektifiyle başlangıç yapıp, bazı reformları takvime bağlayarak bu husustaki iradesini göstermeye çalıştı. Nitekim yurtiçi tasarrufların artırılması ve emek piyasasına esneklik kazandırılması amacıyla ele alınan üç başlığın öne çıktığını gördük⁷. Ancak içinde bulunduğumuz siyasi konjonktür göz önüne alındığında bu çabaların sürekliliği konusunda --yeni hükümetin gerek kompozisyonu gerekse bu konudaki tavrı henüz net olmadığından-- bir öngöründe bulunmak şu an için pek mümkün görünmüyor. Oysa büyümesi %3-%3,5 bandına yavaşlamış, "potansiyel" büyümesi de artık o civarda tahmin edilen Türkiye ekonomisinin önümüzdeki dönemde talebi kontrol ederken, üretkenlik tarafına -- dolayısıyla da reformlara -- odaklanması gerektiği genel kabul görüyor. Bu perspektif ortaya çıkıp yatırımcı nezdinde net bir resim oluşana kadar ise Türkiye ekonomisinin siyaset ve küresel gelişmelere endeksli ve dolayısıyla oynaklığın yüksek seyredeceği bir süreç yaşaması kaçınılmaz gibi duruyor.

⁷ Bireysel emeklilik sisteminde (BES) otomatik katılım uygulaması, geçici istihdamın/uzaktan çalışmanın önünü açan yasa değişikliği ve kıdem tazminatı reformu. 2016 Eylem Planı'na göre ilkinin hayata geçmesi Haziran sonunu bulacakken; ikincisi raporumuz yayına hazırlanırken TBMM'de onaylanmıştı; ancak hükümetin 3 aylık planına dahil olan kıdem tazminatı konusunda belirsizlikler sürüyordu.

2016 yılı için makro tahminlerimiz temel göstergeler bazında Tablo 1'de özetlenirken, büyüme, enflasyon ve cari açık tarafında farklı bazı kurumların öngörülerini Tablo 2'de aktarıyoruz. Bunlara bakıldığında, genel olarak 2016 büyüme beklentilerinin Orta Vadeli Program'daki (OVP) %4,5'lük beklentinin altında olduğu görülüyor. IMF %3,8 ile görece daha iyimser bir tahmin ortaya koyarken, Dünya Bankası ve Avrupa Komisyonu %3,5'lük bir büyüme bekliyor. Bir miktar eski olmakla beraber (Kasım 2015) OECD'nin 2016 büyüme beklentisi ise %3,4. Enflasyon tarafında IMF daha karamsar; kurumun 2016 yılsonu enflasyon beklentisi %10,5. Dünya Bankası ve Avrupa Komisyonu'nun ise beklentileri sırasıyla %8,5 ve %8,6. OECD'nin yılsonu enflasyon beklentisi ise %6,9. Cari açık/GSYH oranında IMF'nin daha iyimser olduğu görülüyor. Fon'un 2016 beklentisi %3,5 ki bu, OVP'nin %3,9'lük beklentisinin de altında. Dünya Bankası'nın beklentisi %4,1, Avrupa Komisyonu ve OECD'nin beklentileri ise sırasıyla %4,8 ve %4,9 ile bir miktar daha yüksek.

Tablo 1 - Temel Makro Göstergeler

	2012	2013	2014	2015	2016t
Büyüme (GSYH; %)	2,1	4,2	3,0	4,0	3,0
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	6,2	7,4	8,2	8,8	7,8
Cari Denge (milyar \$)	-48,0	-63,6	-43,6	-32,1	-32,2
Cari Denge (GSYH'ye oran olarak)	-6,1	-7,7	-5,5	-4,5	-4,4
Dış Ticaret Dengesi (milyar \$; TÜİK tanımı)	-84,1	-99,9	-84,6	-63,3	-57,7
Enerji İthalatı (net, milyar \$)	52,4	49,2	48,8	33,3	24,0
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (milyar \$; net)	9,2	8,8	5,5	11,7	9,0
Döviz Kuru (TL/\$; yılsonu, Aralık ortalaması)	1,78	2,06	2,29	2,92	3,08
Bankalararası Faiz Oranı (yılsonu ort. 5 iş günü; basit; %)	5,70	7,75	11,10	10,75	10,50
Gösterge DİBS Faizi (Aralık ortalaması; bileşik, %)	5,90	9,40	8,10	10,80	11,00
Merkezi Hükümet Faiz Dışı Fazlası (GSYH'ya oran olarak)	1,3	1,4	1,5	1,6	0,4
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (GSYH'ya oran olarak)	-2,1	-0,2	-0,1	-1,2	-2,2
Merkezi Hükümet Brüt Borç Stoku (GSYH'ya oran olarak)	37,5	37,4	35,0	34,7	34,3

Tablo 2 - Temel Makro Göstergeler: 2016 Tahminleri

	OVP	IMF	Avrupa Komisyonu	DB	OECD	TCMB Anketi
GSYH Büyümesi (%)	4,5	3,8	3,5	3,5	3,4	3,9
Nominal GSYH (milyar TL)	2.207	2.313	...	...	...	...
Nominal GSYH (milyar \$)	736	751	...	...	...	...
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	7,5	10,5	8,6	8,5	6,9	7,8
Cari Denge (milyar \$)	-28,6	-26,3	...	...	...	-37,0
Cari Denge (GSYH'ye oran olarak)	-3,9	-3,5	-4,8	-4,1	-4,9	...
Döviz Kuru (TL; ortalama)	3,00	3,08	...	...	...	3,00

Kaynak: Revize OVP Ocak 2016, IMF 2016 4. Madde Değerlendirmesi, Avrupa Komisyonu Tahminleri Bahar 2016, Dünya Bankası Nisan 2016, OECD Kasım 2015, TCMB Anketi Nisan 2016.

Tablo 3’de ise Türkiye’nin üç büyük kredi derecelendirme kurumu bazında kredi notu ve görünümü özetleniyor. Buna göre Fitch ve Moody’s halen Türkiye’yi yatırım yapılabilir seviyede, S&P ise bunun bir derece altında tutmaya devam ediyor. Görünüm Fitch’de durağan, Moody’s’de negatif. S&P ise Şubat 2014’den beri negatif olarak belirlediği görünümü Mayıs başındaki gözden geçirmesinde --ekonominin dış şoklara ve iç siyasi belirsizliklere karşı dayanıklılığına ve maliye politikasına vurgu yaparak-- durağana yükseltti. Biz, baz senaryomuza göre, bu yıl içinde herhangi bir not indirimi beklemiyoruz. Her zamanki gibi baz senaryoya –daha olumlu ve daha az olumlu olmak üzere— en az iki alternatif senaryo tasarlamak olası. Olumsuz senaryoda yılın ikinci yarısında özellikle Moody’s tarafından bir not indirimi gelmesi beklenebilir. Hatırlatmak gerekirse Moody’s Nisan 2014’den bu yana, görünümü negatifte tutuyor. Bu gerekli iyileştirmelerin sağlanamaması durumunda notun indirilebileceğine işaret ve birçok analiste göre iki yıl –kredi derecelendirme kurumlarının genel eğilimine baktığımızda— görünümü aynı şekilde korumak için yeterince uzun bir süre. Olumlu tarafta ise siyasi belirsizliklerin önümüzdeki aylarda azalması, yeni hükümetin reform gündemini yeniden kararlı bir şekilde masaya koyması gibi gerekçelerle her üç kurumdan da en azından görünümde bir düzeltme olabilir.

Tablo 3 - Uzun Vadeli Yabancı Para Cinsi Kredi Notu	Not	Tarih	Görünüm	Tarih	Önceki Not	Tarih	Sonraki gözden geçirme
S&P	BB+	Mar 13	Durağan	Şub 14	BB	Şub 10	6 Mayıs 2016 4 Kasım 2016
Fitch	BBB-	Kas 12	Durağan	Kas 11	BB+	Ara 09	6 Mayıs 2016 19 Ağustos 2016
Moody's	Baa3	May 13	Negatif	Nis 14	Ba1	Haz 12	5 Ağustos 2016 2 Aralık 2016

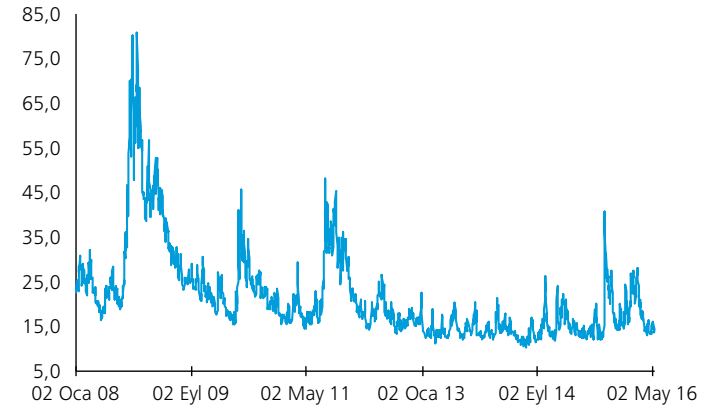
Kaynak: Kredi derecelendirme kuruluşlarının web siteleri.

Küresel ortam: Düşük büyüme, riskli görünüm...

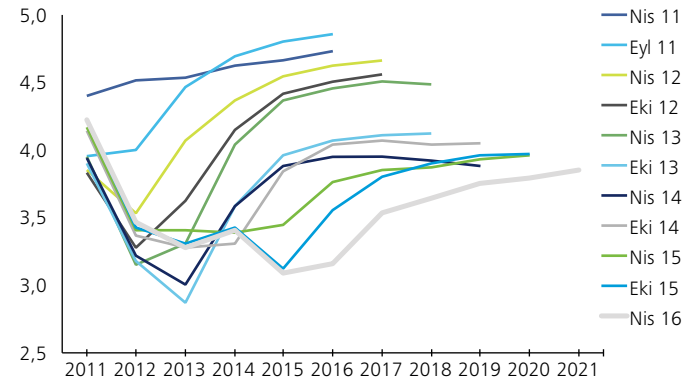
Yılın başında küresel finans piyasalarında sert bir şekilde yükselen volatilité, Şubat itibariyle yerini güçlü bir iyimserliğe bıraktı. Ocak ortasında keskin yükselişler gösteren CBOE Volatilité Endeksi (VIX) -- diğer bir deyişle "korku endeksi" -- Mayıs başı itibariyle 15'in altına kadar gerilemişti (Grafik 9). Ortamın iyileşmesinde, son yıllarda olduğu gibi gelişmiş ekonomilerin (GE) merkez bankalarından özellikle de ABD Merkez Bankası'ndan gelen adımlar etkili oldu. Mart toplantısında Fed faiz artırım beklentilerini 2016 yılı için 4'ten 2'ye indirirken tonunu da belirgin derecede yumuşattı; diğer yandan Avrupa (AMB) ve Japonya (BoJ) Merkez Bankaları ek gevşeme adımları attı. Bunlara ek olarak Çin ile ilgili endişelerin hafiflemesi ve petrol fiyatlarının 45 dolar civarlarında toparlanma göstermesi etkili olan diğer önemli faktörler. Uzun dönemdir sert satışlar yiyen GOE varlıklarının aşırı ucuzlamasından kaynaklı düzeltmenin de önemli bir etken olduğunu belirtelim.

Öte yandan küresel ekonomide büyüme halen yavaş ve aşağı yönlü riskler -- özellikle de Çin'de devam eden dönüşüm ve yavaşlama, oynak petrol fiyatları ve GOE'lere azalan sermaye girişleri -- ağır basıyor. Büyüme tahminleri açısından elimizdeki en güncel kaynak olan IMF Küresel Ekonomik Görünüm Nisan raporunda IMF'nin bir kez daha büyüme beklentilerini aşağı yönlü revize ettiğini görüyoruz. Krizden bu yana neredeyse kesintisiz bir hal alan bu durum küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin düzeyini göstermesi açısından da çarpıcı (Grafik 10).

Grafik 9 - CBOE Volatilité Endeksi (VIX)

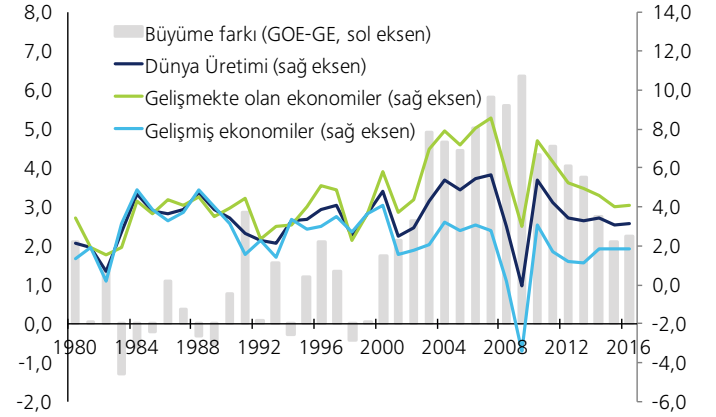


Grafik 10 - IMF Global Büyüme Tahminleri (%)



Son revizyonda IMF küresel büyüme beklentisini 2016 yılı için %3,4'ten %3,2'ye, 2017 için ise %3,6'dan %3,5'e düşürdü. Gruplar bazında GE'lerin büyüme beklentisini 2016 için %2,1'den %1,9'a çekerken, GOE'lere ilişkin büyüme beklentisini de 2016 için %4,3'ten %4,1'e, 2017 içinse %4,7'den %4,6'ya azalttı (Tablo 4). Böylece, 2015'de 2 puan ile 2000 yılından bu yana en düşük düzeye gerileyen GOE'ler ile GE'ler arasındaki büyüme farkının da, 2016'da çok hafif artması (2,2 puan) ancak mevcut düşük düzeyi sürdürmesi bekleniyor (Grafik 11).

Grafik 11 - Küresel Büyüme (%)



Tablo 4 - Dünya Ekonomik Görünümü Raporu: Büyüme Tahminleri (yıllık değişim, %)

	2014	2015	Güncel tahminler		Ocak 2016 raporuna göre değişim	
			2016	2017	2016	2017
Dünya	3,4	3,1	3,2	3,5	-0,2	-0,1
Gelişmiş ekonomiler	1,8	1,9	1,9	2,0	-0,2	-0,1
ABD	2,4	2,4	2,4	2,5	-0,2	-0,1
Euro bölgesi	0,9	1,6	1,5	1,6	-0,2	-0,1
Gelişmekte olan piyasalar	4,6	4,0	4,1	4,6	-0,2	-0,1
Yükselen ve Gelişmekte olan Avrupa Ülkeleri	2,8	3,5	3,5	3,3	0,4	-0,1
CIS Ülkeleri	1,1	-2,8	-1,1	1,3	-1,1	-0,4
Rusya	0,7	-3,7	-1,8	0,8	-0,8	-0,2
Yükselen ve gelişmekte olan Asya	6,8	6,6	6,4	6,3	0,1	0,1
Çin	7,3	6,9	6,5	6,2	0,2	0,2
Hindistan	7,2	7,3	7,5	7,5	0,0	0,0
Latin Amerika ve Karayipler	1,3	-0,1	-0,5	1,5	-0,2	-0,1
Brezilya	0,1	-3,8	-3,8	0,0	-0,3	0,0
Meksika	2,3	2,5	2,4	2,6	-0,2	-0,3
Sub-Saharan Africa	5,1	3,4	3,0	4,0	-1,0	-0,7
Güney Afrika	1,5	1,3	0,6	1,2	-0,1	-0,6
Tüketici fiyatları (ortalama)						
Gelişmiş ekonomiler	1,4	0,3	0,7	1,5	-0,4	-0,2
Gelişmekte olan piyasalar	4,7	4,7	4,5	4,2	0,2	0,1

Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü, Nisan 2016

GE'ler tarafında, ABD görece olumlu ayrışmayı sürdürüyor. Güçlenmeyi sürdüren işgücü piyasası özel tüketimi destekliyor, ancak dış talebi baskılayan güçlü dolar hala büyümenin önündeki en büyük sorun. İlk çeyrekte yaşanan yavaşlamaya rağmen IMF ülkenin 2014-15'deki %2,5 büyüme trendini 2016-17'de de sürdürmesini bekliyor.

Enflasyonda ise son dönemde bir kıpırdanma yaşansa da hedef düzeye doğru kalıcı bir yükseliş trendi yakalanabilmiş değil.

Euro Bölgesi'nde, AMB'nin ek gevşeme adımları ve gerileyen işsizlik oranı ile güçlenen iç talep büyümeyi sürüklemeye devam ediyor, ancak zayıf küresel büyüme dış talebi olumsuz etkileyerek büyümeyi baskılıyor. IMF'ye göre 2015'te %1,6 olan büyüme, 2016 ve 2017'de de %1,5-1,6 ile mütevazı seyrini koruyacak. Düşük enflasyon/deflasyon hala önemli bir risk olmayı sürdürürken Bölge bir dizi başka önemli riskle de -- İngiltere'de 23 Haziran'da yapılacak referandumda AB'den ayrılma kararının çıkması (Brexit), Yunanistan ile kreditorler arasındaki ilişkinin kırılganlığı, göçmen akımı ve terör tehdidi gibi-- karşı karşıya. Daha uzun vadeli bakıldığında ise, yüksek kamu borçluluğu, yaşanan nüfus ve yüksek uzun vadeli işsizlik oranları potansiyel büyümeyi aşağıya çekiyor. Son olarak Japonya'da ise BoJ'un destekleyici adımlarına rağmen büyüme ve enflasyonda hala oldukça düşük seviyeler Abenomics'i daha da sorgulanır hale getirdi; IMF 2016'da %0,5 ile oldukça mütevazı bir büyüme, 2017'de ise %0,1 daralma bekliyor.

GE'lerdeki bu tablo karşısında büyük merkez bankalarının kurtarıcı rolü de sürüyor. Bu, Fed tarafında normalleşmenin/faiz artırımlarının çok daha küçük ve yavaş adımlarla ilerlemesi anlamına gelirken, BoJ ve AMB'de genişleyici duruşun sürmesine karşılık geliyor. Bu çerçevede Fed'in yıl içerisinde bir, en fazla iki faiz artırımını yapması bekleniyor, BoJ Ocak ayında negatif faiz uygulamasına geçerken, AMB ise Mart ayında kapsamlı adımlar atarak, politika faizlerini daha aşağılara çekmiş ve varlık alımlarını aylık 60 milyar eurodan 80 milyar euroya çıkarmıştı.

Birçok analist, mevcut büyüme ve enflasyon görünümü altında – özellikle BoJ'dan – önümüzdeki dönemde ek adımlar gelebileceğini belirtiyor⁸.

GOE'ler arasında ayrı bir öneme sahip Çin ekonomisinde ilk çeyrek itibarıyla büyüme görünümü bir miktar daha olumluya döndü ancak raporumuz yayına hazırlanırken veri akışının oynaklığı devam ediyordu. Yılın ilk çeyreğinde %6,7 büyüyen Çin ekonomisi bir yandan büyümede dengelenme sinyalleri verdi; bunda özel tüketimin dirençli görünümü ve hizmet sektöründeki hızlanma etkili oldu. Ancak Çin'de borç artışının kontrol edilemediği bir durumla karşı karşıya olduğumuzu da eklemek gerekiyor. Bazı hesaplamalara göre 2008 yılında %155 olan toplam borçların GSYH'ye oranı geçtiğimiz yılın sonu itibarıyla %260'a yaklaştı⁹. Bu anlamda yavaşlayan büyüme/yüksek borç denkleminde takılmış Çin'de sert-iniş olasılığı küresel ekonomi için temel bir endişe kaynağı olmayı sürdürüyor.

Sermaye akımlarının seyri – yine IMF'ye göre -- bir ikinci risk başlığını oluşturuyor. Yukarıda değinildiği gibi GOE'lere sermaye girişleri Mart itibarıyla yeniden pozitif döndü. Uluslararası Finans Enstitüsü'nün (IIF) son yayınlanan Nisan raporuna göre girişler son beş yılın aylık ortalamasının altında olsa da yılın kalanında da devam edecek¹⁰. Hatırlanacağı üzere yılın başındaki yüksek çıkışlarda Fed'den faiz artırım beklentileri ve Çin ile ilgili endişeler etkiliydi. IMF de Nisan raporunda GOE'lerden sermaye çıkışlarını mercek altına aldığı bölümde, çıkışların iki temel faktör olarak GOE'lerde yavaşlamaya ve Fed'in politika normalleşmesine dikkat çekiyor¹¹. Bu iki başlıkta da sona gelmediğini ve Çin ile ilgili endişelerin önümüzdeki süreçte artabileceği dikkate alındığında, risklerin devam ettiğini söylemek mümkün.

⁸ Şu an itibarıyla dünya GSYH'sinin %20'sini oluşturan ülkelerde negatif politika faizi uygulanıyor, buna %0-1 arası politika faizi uygulayan ülkeler eklendiğinde oran %40'a çıkıyor. Doğal olarak, mevcut düşük büyüme/enflasyon görünümü ışığında bu araçların işe yararlığı sorgulanırken, olası olumsuz etkilerine dair tartışmaların da yoğunlaştığı görülüyor.

⁹ The Economist, 7-13 Mayıs 2016, Inside: A Special Report on China's Coming Debt Bust.

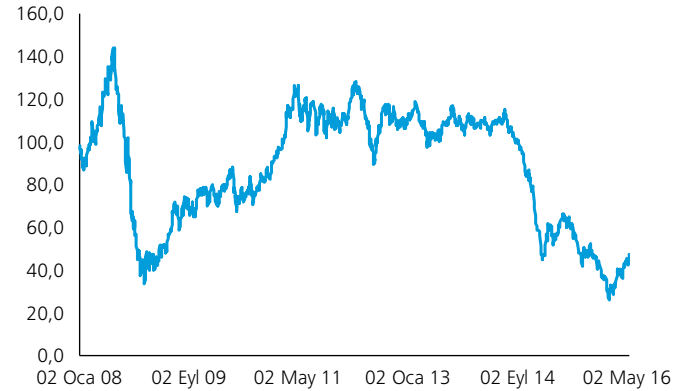
¹⁰ IIF, April 2016 EM Portfolio Flows Tracker.

¹¹ IMF World Economic Outlook, April 2016, Chapter 2.

Petrol fiyatlarının seyri ve burada görülen oynaklık üçüncü bir risk başlığını oluşturuyor. 2016'nın ilk dört ayında petrol fiyatları oldukça dalgalı bir seyir izledi: 2015'i 35 dolar seviyelerinden kapatmasının ardından, Brent petrolün varil fiyatı 2016 Ocak sonu itibariyle 26 dolara kadar geriledi. Bunu Şubat ayından itibaren bir toparlanma süreci izledi ve raporumuz yayına hazırlandığı esnada fiyatlar 45 doların bir miktar üzerine kadar çıkmıştı (Grafik 12). Yükselişte –kimi üretici ülkelerdeki üretim azalışları ve üretimi dondurma çabaları gibi- arz yönlü faktörlerle beraber dolardaki zayıflama ve piyasalarda yaşanan son ralli etkili. Önümüzdeki sürece bakacak olursak, yaşanan son toparlanma, aşağı yönlü riskleri zayıflatsa da stokların hala yüksek seviyelerde olması, İran ile S. Arabistan arasındaki siyasi gerilim ile pazar rekabeti ve düşük küresel büyüme gibi faktörler nedeniyle fiyatlarda keskin bir yükseliş de genel olarak beklenmiyor. Nitekim tahminler de bunu doğruluyor. Dünya Bankası Nisan sonunda yayınlanan Emtia Piyasaları Görünümü raporunda 2016 yılı petrol fiyatı beklentisini Ocak ayındaki 37 dolar seviyesinden 41 dolara yükseltti (Brent petrol, ortalama)¹².

Sonuç itibariyle dünya ekonomisi dengesiz ve zayıf bir büyüme görünümü vermeye -- ve bu bağlamda özellikle Fed ve Çin kaynaklı gelişmelere aşırı duyarlı olmaya -- devam ediyor. Para politikasına aşırı yüklenilmesi ve başta mali politika olmak üzere diğer araçların yeter derecede kullanılmaması ve ihtiyaç duyulan reform adımlarının atılmaması, kısa vadede merkez bankalarının etkisini azaltırken, daha uzun vadede verimlilik artışlarını ve dolayısıyla potansiyel büyümeyi baskılıyor. Mevcut makro görünüm ise sermaye hareketlerini ve küresel finansal piyasalarını dalgalanmalara daha açık hale getiriyor. Genel hatlarıyla bu ortamın – Avrupa'da yaşanan görece iyileşme hariç -- Türkiye ekonomisi açısından da çok destekleyici olmadığı söylenebilir.

Grafik 12- Petrol Fiyatları (varil başına, USD)



¹² World Bank, Commodity Markets Outlook, April 2016, <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2016/04/26/world-bank-raises-2016-oil-price-forecast-revises-down-agriculture-price-projections>

Büyüme: 2015 tekrarlanabilir mi?

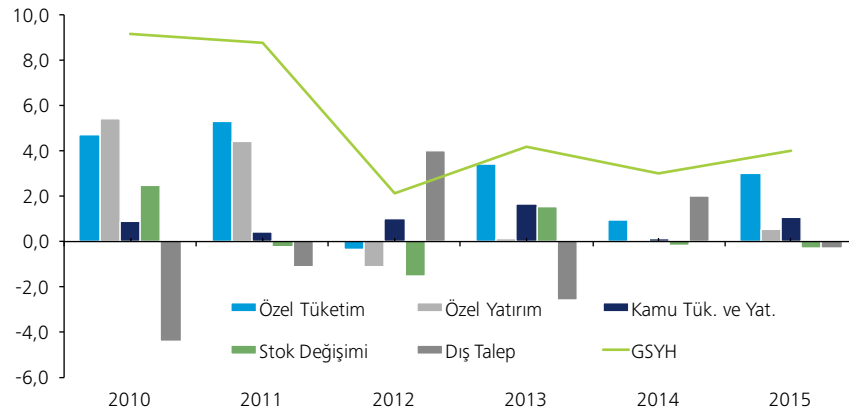
Türkiye ekonomisi, iki genel seçim, terör olayları, jeo-politik riskler ve Fed kaynaklı endişelere rağmen, 2015 yılında büyüme tarafında oldukça dirençli bir profil çizdi. Hatırlanacağı gibi ilk çeyrekte önceki yılın aynı dönemine göre %2,5'lik görece zayıf büyümenin ardından, içeride ve dışarıdaki birçok olumsuz şoka karşın, ekonomide bir ivmelenme başlamış, ikinci ve üçüncü çeyreklerde sırasıyla %3,7 ve %3,9'luk büyüme oranları görülmüştü. 2015 yılının son çeyreğinde ise beklentilerin belirgin üzerinde %5,7'lik oldukça güçlü bir büyüme gördük¹³. Böylece 2014'de %3 büyüme kaydeden Türkiye ekonomisi, 2015 yılını %4 civarında bir büyüme ile tamamladı.

Bu dirençli büyüme görünümünün ardından birçok sebep saymak mümkün. Bunların başında bütün bu şoklara rağmen bir şekilde tüketimin devam etmesi (örneğin otomotiv alımlarında gördüğümüz artış gibi) ve destekleyici para ve maliye politikaları geliyor.

Ayrıca Suriyeli mültecilerin talebe sağladığı destek, düşük petrol fiyatları ve zayıflayan TL'nin (döviz cinsi mevduat sahibi) hanehalkı gelirlerinde pozitif bir etki yaratması, başta otomotiv olmak üzere bazı sektörlerde sınırlı da olsa ithal ikamesi diğer sebepler olarak sayılabilir.

Nitekim kompozisyon açısından 2014 yılının aksine geçtiğimiz yıl iç talebin –özellikle de özel ve kamu tüketiminin– sürüklediği, dış talebin ise negatif katkıda bulunduğu bir büyüme resmi gördük (Grafik 13). 2014 yılında büyümeye 1,2 puanlık katkıda bulunan iç talep 2015 yılında tüketimde (özel olarak da özel tüketim harcamalarında) görülen artış ile bu oranı 4,6 puana çıkardı. Dış talep tarafında 2014'de gördüğümüz 2 puanlık pozitif katkı hem ihracat hem de ithalat tarafındaki (ihracat tarafındaki azalış daha belirgin) zayıflama ile 0,3 puan ile negatife döndü.

Grafik 13 - Büyümenin Kaynakları (geçen dönemin GSYH'sine % olarak)

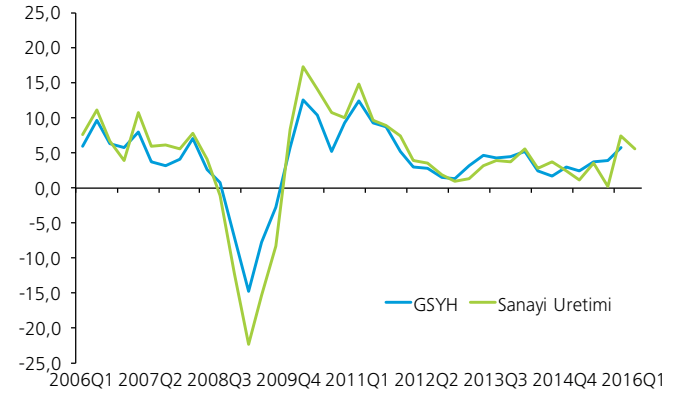


¹³ 4. Çeyrekteki güçlü büyüme performansının kısmen çalışma günü sayılarındaki farklılıktan kaynaklandığını belirtelim. Nitekim takvim etkisinden arındırılmış rakamlar 3. Çeyreğe göre hız kesti. Detaylarına girmesek de mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış rakamlar da benzer bir tabloya işaret ediyor. 2. ve 3. Çeyreklerdeki sırasıyla %1,3 ve %1,2'lik büyüme oranları 4. Çeyrekte %0,7'ye yavaşladı.

Sektörel olarak ise 2015 yılında tarım sektöründeki güçlü artışa karşın sanayi ve inşaat sektörü büyümelerinin hız kestiğini, hizmet sektörü tarafında ise az da olsa bir ivmelenme olduğunu gördük. 2014 yılında %2,1 daralma kaydeden tarım sektörü, geçtiğimiz yıl %7,6'lık dikkate değer bir büyüme kaydetti. Sanayi ve inşaat sektörleri büyüme hızları sırasıyla %3,8'den %3,7'ye ve %2,2'den %1,7'ye geriledi. Hizmet sektörü ise 2014'deki %4,3'lük büyümesinin ardından 2015'i %4,8'lik bir büyüme ile tamamladı.

2016 yılına dönecek olursak, ilk çeyrekte -- sanayi üretiminden hareketle -- yine %4 civarı bir büyüme şaşırtıcı olmayacaktır (Grafik 14). Her ne kadar son aylarda diğer büyüme göstergeleri ile bir miktar farklı bir görünüm çizse de GSYH büyümesi ile oldukça yakın seyreden sanayi üretimi yılın ilk çeyreğinde yıllık bazda %5,6'lık güçlü bir artış kaydetti. Bu geçen yılın son çeyreğine göre hız kesmiş ancak yine de oldukça kuvvetli bir artış anlamına geliyor.

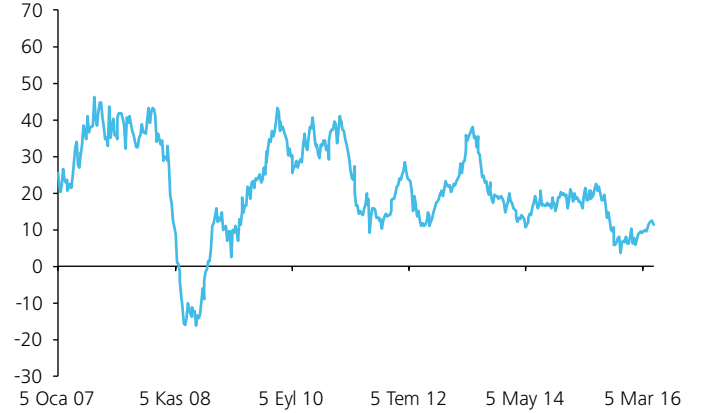
Grafik 14 - GSYH ve Sanayi Üretimi (yıllık, %)



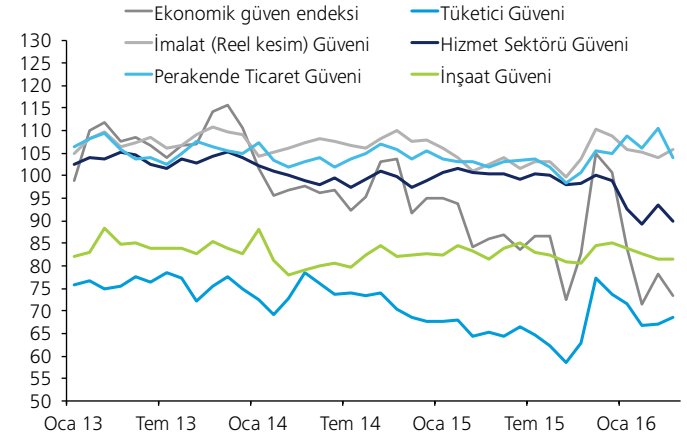
Birinci çeyrek sonrası için ise büyüme göstergeleri genelde yavaşlamaya işaret ediyor. Öncelikle Aralık ayında 52,2 seviyesinde olan İstanbul Sanayi Odası (İSO) Türkiye İmalat Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI), sonrasında kademeli olarak azaldı ve Nisan ayı itibarı ile 48,9 seviyesine geriledi. (Endekste 50'nin altının imalat sanayinde daralma anlamına geldiğini hatırlatalım). Toplam kredilerdeki reel artış ise Nisan'da yılın önceki aylarına oranla hız kesmeye devam etti; benzer şekilde güven endeksleri tarafında bazı alt kategorileri bir toparlanmaya işaret etse de genel Ekonomik Güven Endeksi'nin aşağı yönlü eğilimi devam ediyor (Grafik 15-16).

Sermaye hareketlerinin ürkek ve zayıf seyredeceği beklentimiz ile siyasi tablonun raporumuz yayına hazırlanırken karmaşıklaşması, gerek kredilerde gerek güven tarafında bariz bir iyileşmeyi engelleyebilir kanısındayız. Bütün bu gelişmelerin -- asgari ücretteki %30'luk artışa rağmen -- geçen yılın büyüme motoru olan özel tüketimi yavaşlatabileceği görüşündeyiz¹⁴. Yatırım ve dış talebin ise yılın tamamı düşünüldüğünde büyümeye fazla destek verebileceğini düşünmüyoruz. Bu gelişmelerden hareketle yılın tamamı için geçen yılki büyüme oranının tekrarlanmasının pek mümkün olmadığı ve yılı -- piyasa beklentilerinin (%3,5'un üzeri) ve hükümetin yıl sonu hedefinin (%4,5) altında -- %3'lük bir büyüme ile tamamlayacağımız kanaatindeyiz.

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



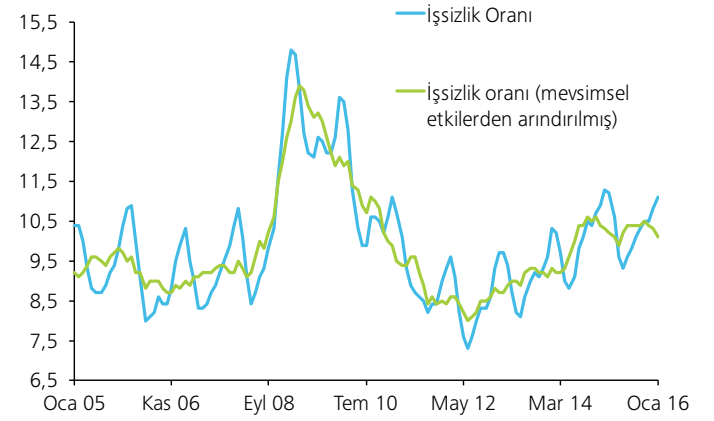
Grafik 16 - Ekonomik Güven Endeksi ve Alt Kalemleri



¹⁴ Bu bağlamda asgari ücret artışlarının tüketimden çok borç ödemesine gitmesi ya da işgücü piyasasında kayıtdışılık sorunlarına yol açması olasılıkları da göz ardı edilmemeli.

2015 yılındaki bu görece güçlü büyüme oranına rağmen işsizlik oranının %10,3 ile dört yıl aradan sonra ilk kez çift haneli seviyelere yükseldiğini gördük. Bunun ardında nispeten güçlü seyretime devam eden istihdam artışlarına karşın, işgücüne katılımın daha hızlı artış göstermesi yatıyor. Son aylarda ise işsizlik oranında hafif bir iyileşme söz konusu: Ekim itibari ile %10,5 seviyesinde bulunan mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı Ocak itibari ile %10,1'e kadar geriledi (Grafik 17). Ancak 2016 yılının tamamı düşünüldüğünde bunun sürdürülmesinin zor olacağı kanısındayız. Ekonomik büyümenin yavaşlayacağı varsayımına ek olarak, Suriyeli mültecilere çalışma izni verilmesi ve asgari ücret artışı gibi faktörlerin işsizlik oranını artırabileceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede işgücüne katılım oranının seyrinin kritik bir parametre oluşturduğunun da altını çizmek gerekiyor.

Grafik 17 - İşsizlik Oranı (%)

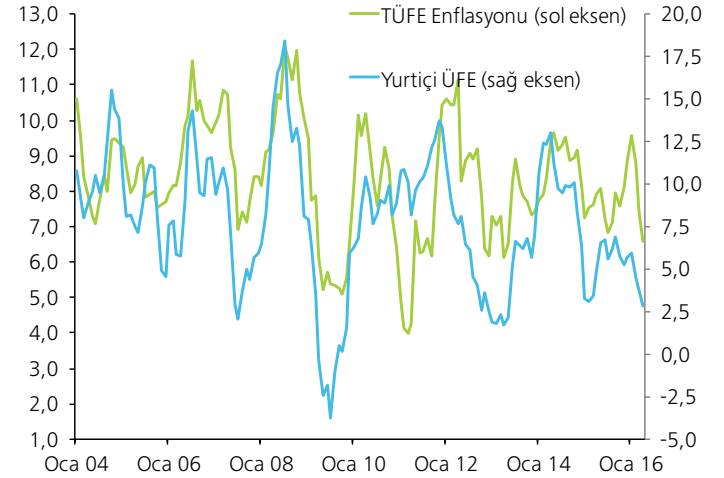


Enflasyonda geçici bahar...

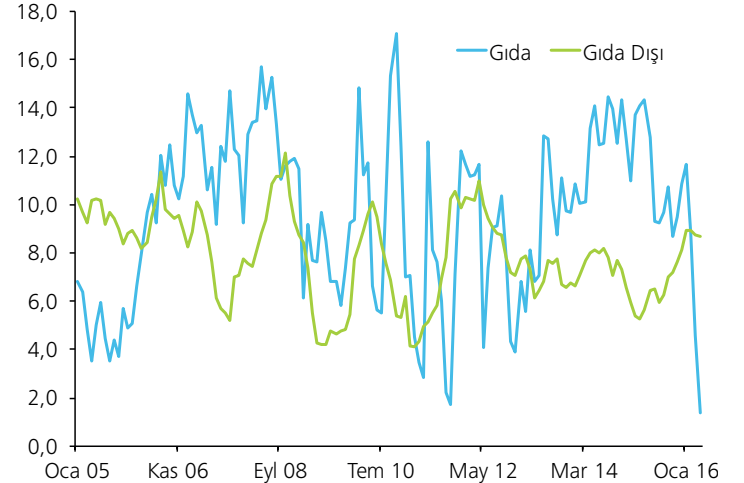
Tüketici fiyatları enflasyonu (TÜFE) geçen yılı düşen petrol fiyatlarının olumlu etkisine karşın başta TL'deki değer kaybı ve gıda fiyatlarındaki yüksek seyir nedeniyle hem %5'lik hedefin hem de TCMB'nin yılsonu tahmini olan %7,9'un belirgin üzerinde -- %8,8 seviyesinde -- tamamladı. Ocak ayında hükümetin yılbaşında uygulamaya koyduğu zamların yanı sıra gıda fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle yıllık enflasyon %9,6'ya kadar yükseldikten sonra düşüş eğilimine girdi ve elimizdeki son veri olan Nisan ayında, son üç yılın en düşüğü olan %6,6 seviyelerine geriledi. 2015 yılını 5,7 seviyesinde kapatan Üretici Fiyatları Enflasyonu (ÜFE) da benzer şekilde Ocak'daki 0,2 puanlık sınırlı artışın ardından kademeli olarak gevşeme gösterdi ve Nisan itibari ile %2,9'a kadar düştü (Grafik 18).

TÜFE enflasyonunda son aylarda görülen bu aşağı yönlü eğilimdeki en önemli etken gıda fiyatları oldu. 2015 yılını Merkez Bankası'nın %8'lik hedefine karşı %10,9 seviyesinde kapatan gıda fiyatları yıllık enflasyonu, Nisan ayında tarihi düşük seviyeler diyebileceğimiz %1,4'e kadar geriledi (Grafik 19). Gıda fiyatlarındaki düşüş büyük oranda Rusya ambargosu ve olumlu hava koşulları sonucu taze sebze-meyvede artan arzdan ve kısmen de et fiyatlarında alınan önlemlerden kaynaklandı. Ancak fiyatlardaki oynaklık göz önüne alındığında yılın kalanında gıda enflasyonunda yeniden yukarı yönlü bir eğilim görmemiz beklenebilir. Hatta Mayıs ayındaki baz etkisi göz önüne alındığında gıdadaki düşüşün Mayıs itibari ile kesintiye uğrama olasılığının olduğunu da söyleyebiliriz. Nitekim son aylardaki olumlu seyre rağmen Merkez Bankası'nın Nisan ayı Enflasyon Raporu'nda yılsonu gıda enflasyonu beklentisini %9 olarak koruduğunu hatırlatalım.

Grafik 18 - TÜFE ve Yi-ÜFE Enflasyonu (yıllık, %)



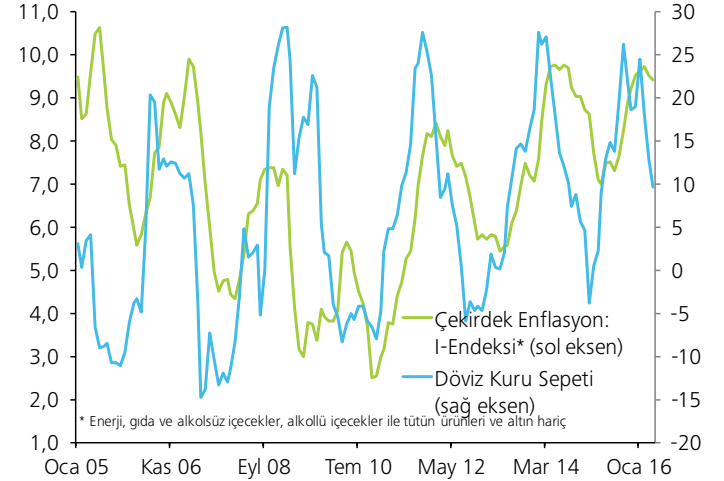
Grafik 19 - TÜFE Enflasyonu: Gıda ve Gıda Dışı (12-aylık, %)



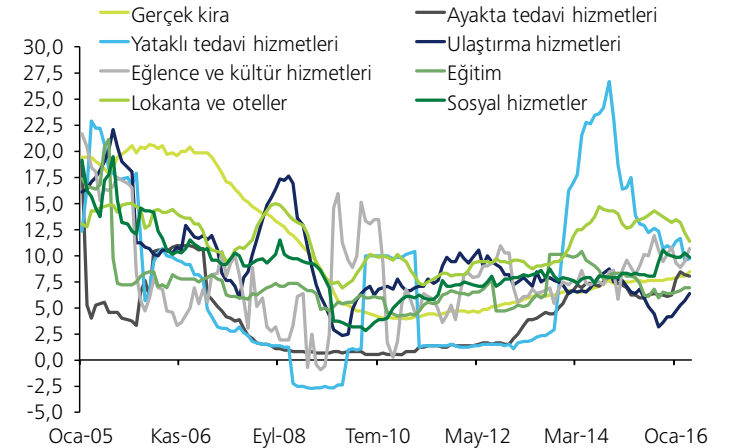
Gıda tarafındaki bu olumlu seyre rağmen gıda dışı enflasyonun yılın başından bu yana %8,5-%9 bandında katılık göstermeye devam ettiğini görüyoruz. Gıda da dahil olmak üzere oynaklık gösteren kalemlerin çıkartılmasıyla hesaplanan ve enflasyonun ana trendini görmemizi sağlayan çekirdek enflasyon göstergelerinden en çok takip edilen I-Endeksi, TL'nin son dönemde görece güçlü seyretmesinin etkisiyle Mart-Nisan aylarında bir miktar gevşeme gösterse de halen %9,4 gibi oldukça yüksek seviyelerde (Grafik 20).

Benzer şekilde hizmet grubu enflasyonundaki katılığın da sürdüğünü söyleyebiliriz. Her ne kadar gıda fiyatlarının dolaylı etkileri ve TL'deki görece güçlü seyir başta otel ve restoran olmak üzere ilgili fiyat gruplarında bir gevşemeyi beraberinde getirirse de hizmet grubunda da genele yayılmış bir aşağı yönlü eğilim göremiyoruz. Örneğin bu grubun en önemli kalemi olan kira enflasyonu (yıllık bazda) son aylarda bir ivmelenme kaydediyor. Merkez Bankası'nın hesaplamaları, 2015 yılını %8,9'da kapatan hizmet enflasyonunun Nisan ayı itibarı ile halen %8,8 seviyelerinde olduğunu gösteriyor. Otel ve restoran fiyatları yıllık artışı gıda fiyatlarındaki düşüşün başladığı Ocak ayından bu yana 2 puanlık düşüş ile %11,4'e gerilerken kira enflasyonunun aynı dönemde %7,8'den %8'4'e yükseldiğini görüyoruz (Grafik 21). Bütün bu gelişmeler manşet enflasyondaki düşüş trendinin pek kalıcı olmayabileceğine işaret ediyor.

Grafik 20 - Çekirdek Enflasyon ve Döviz Kuru (yıllık, %)



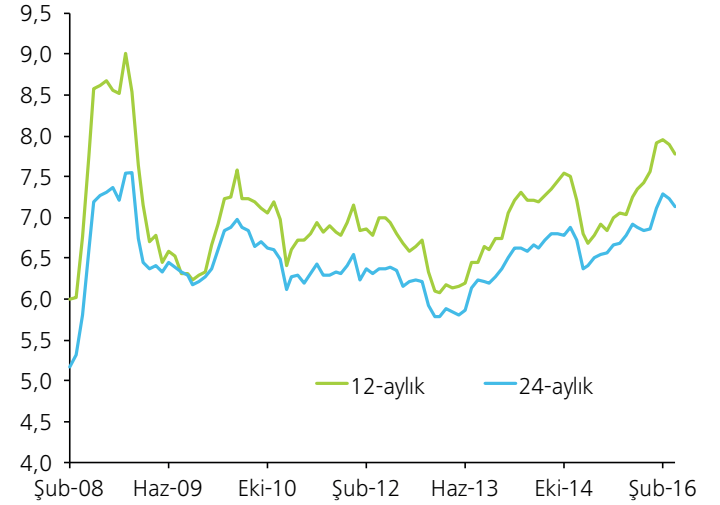
Grafik 21- Hizmet Enflasyonu Ana Kategoriler (yıllık, %)



Benzer bir durum enflasyon beklentilerinde de söz konusu. Enflasyondaki son aşağı yönlü trend beklentiler tarafına da bir miktar yansımış olsa da, buradaki toparlanmanın sınırlı olduğunu ve verilerin halen hedef ile tutarlı olmanın çok uzağında olduğunu görüyoruz. Örneğin Nisan ayı verilerine göre 2016 yılsonu enflasyon beklentisi %7,9 ile Merkez Bankası'nın Nisan Enflasyon Raporu'nda açıkladığı %7,5'lik gerçekleşme tahminin üzerinde. Benzer şekilde orta ve uzun vadeli (12-aylık ve 24-aylık) beklentiler de halen sırasıyla %7,8 ve %7,1 seviyelerinde seyrediyor (Grafik 22).

Merkez Bankası ise Nisan ayı sonunda açıkladığı yılın ikinci Enflasyon Raporu'nda Ocak ayındaki tahminlerini korudu. Buna göre 2016 için yılsonu enflasyonu orta noktası %7,5 olmak üzere %6,3 ile %8,7 aralığında tahmin ediliyor. Bizim tahminimiz de buna yakın; yıl sonunda %7,5-%8 bandında bir enflasyon bize de makul görünüyor. Ancak bizim beklentimiz gıda fiyatlarının %7 civarında seyredeceği, temel enflasyon göstergelerinin ise katılığını koruyacağı bir kompozisyonu içeriyor.

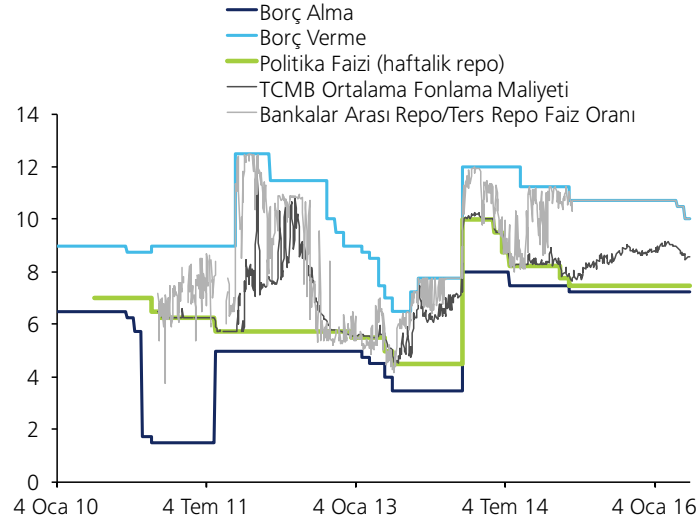
Grafik 22 - Enflasyon Beklentileri (%)



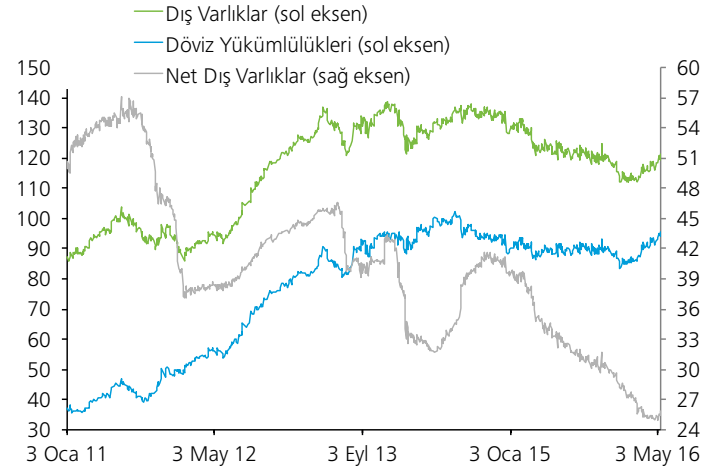
Para politikası: Yeni yönetim, eski zorluklar...

2015 yılında Ocak-Şubat aylarındaki indirimlerin ardından TCMB, yıl boyunca faiz oranlarını sabit tuttu. Buna göre 1-haftalık repo faiz oranı yılın ilk iki ayındaki toplam 75 baz puanlık indirimle %7,5'e çekilirken; gecelik borç verme faiz oranı (koridorunu üst bandı) %11,25'den %10,75'e; gecelik borçlanma faiz oranı (koridorunu alt bandı) ise %7,5'den %7,25'e indirildi (Grafik 23). Yıl içinde küresel likiditenin GOE'lerden çıkışı ve dış finansman koşullarının zorlaşmasına karşı TCMB politika faizlerinde herhangi bir değişikliğe gitmedi; bu esnada TL'nin -- benzer dönemlere kıyasla daha fazla -- zayıflamasına ve rezervlerde belirgin bir düşüşe izin verildi. Nitekim bizim hesaplamalarımız Banka'nın net rezervlerinin 2015 yılı içinde 10-11 milyar dolar kadar azaldığını gösteriyor (Grafik 24).

Grafik 23 - MB Faiz Oranları (basit, %)



Grafik 24 - TCMB Net Dış Varlıklar (milyar USD)



Son aylarda ise gerek TL'nin görece istikrara kavuşması gerek –her ne kadar geçici olduğu genel kabul görse de-- enflasyon tarafında yaşanan gevşeme TCMB'nin de elini rahatlatmış oldu. Bilindiği gibi Aralık'ta Fed'in faiz artırımına gitmesinin ardından başlanması beklenen sadeleşme adımları, piyasalardaki oynaklığa atıfta bulunularak, ertelenmişti¹⁵. Aralık, Ocak ve Şubat toplantılarını pas geçerek herhangi bir faiz değişikliğine gitmeyen Banka, Mart ayında -- Sn. Erdem Başçı başkanlığında yaptığı son toplantısında -- faiz koridorunun üst bandı olan gecelik borç verme faiz oranını 25 baz puan düşürerek "sadeleşmeye" başlamış oldu. Nisan ayındaki toplantıda da bu adımlar devam etti. Göreve yeni gelen Sn. Murat Çetinkaya başkanlığındaki bu ilk toplantıda faiz koridorunun üst bandı 50 baz puan indirdi ve %10'a çekildi. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı (politika faizi) ve gecelik borçlanma faiz oranı (alt bant) ise değiştirmede ve sırasıyla %7,5 ve %7,25'de sabit tutuldu¹⁶.

Önümüzdeki dönemde küresel piyasaların izin verdiği oranda, başka bir deyişle TL üzerinde ciddi bir baskı olmadığı ve volatilitenin çok fazla artmadığı sürece, Banka'nın faiz indirimlerine devam edeceği öngörülmüyor¹⁷. Ancak küresel ve siyasi konjonktür düşünüldüğünde bunun hassas bir süreç olacağı ve bir noktada faizlerin tekrar yükseltilmesi olasılığının bulunduğu da altını çizmek gerekiyor.

¹⁵ Sadeleştirme adımları için bkz. Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası (Ağustos 2015)

¹⁶ Hatırlanacağı üzere 19 Nisan itibari ile görev süresi dolan Başkan Erdem Başçı'nın ardından, Haziran 2012'den beri TCMB Başkan Yardımcısı olan Murat Çetinkaya TCMB Başkanı oldu. Raporumuz yayına hazırlanırken Haziran başı itibariyle 2 Başkan Yardımcısının daha görev süresinin dolacağı ve 3 PPK üyesinin atanması gereken bir sürece girilmişti.

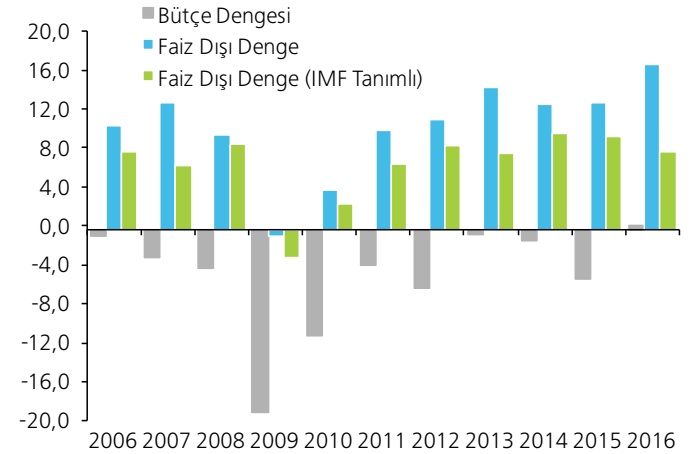
¹⁷ Nitekim Mayıs ayı toplantısında Banka, faiz koridorunun üst bandında 50 baz puanlık bir indirim daha gerçekleştirdi.

Bütçe dengelerine dikkat...

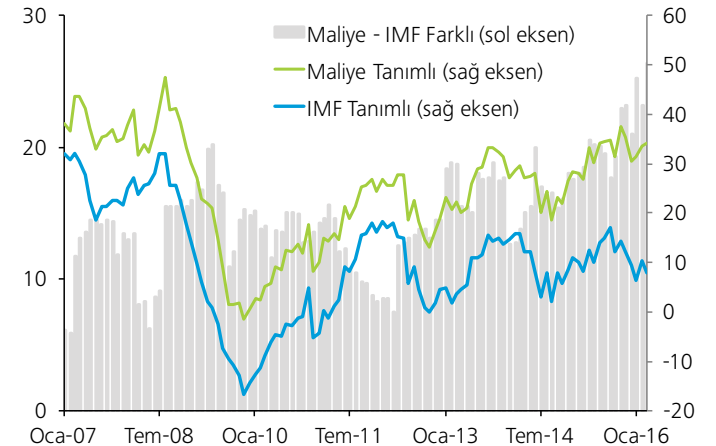
Yılın ilk çeyrek verileri bütçe büyüklükleri açısından oldukça olumlu bir görünüme işaret ediyor. Geçen yılın aynı dönemindeki 5,4 milyar TL'lik açığa karşın, bütçe bu yıl (46 milyon TL fazla ile) hemen hemen dengede kaldı. Faiz dışı fazla (FDF) ise 16,5 milyar TL ile geçen yılın 12,7 milyar TL'lik seviyesinin üzerindeydi (Grafik 25). Bu çerçevede vergi gelirleri geçen yılın aynı dönemine oranla 12,3 milyar TL (reel bazda yıllık %3,8) artarak 108,5 milyar TL'ye ulaşırken, faiz dışı harcamalar ise 100,5 milyar TL'den 115,2 milyar TL'ye (reel bazda yıllık %5,5) yükseldi.

Ancak detaylara baktığımızda bu güçlü bütçe performansının bazı zayıflıklar ve riskler barındırdığını da eklemek gerekiyor. Öncelikle bu olumlu performansın temelde bir defaya mahsus gelirlerdeki artış ve kısmen de faiz giderlerindeki azalışa dayandığını belirtelim. Örneğin geçen yılın ilk çeyreğinde 1,6 milyar TL olan özelleştirme gelirleri bu yıl 6,1 milyar TL'ye yükselmiş durumda. Aslında IMF ve Maliye tanımlı faiz dışı fazla arasındaki makas bu durumun net bir göstergesi. Hatırlanacağı üzere IMF tanımlı faiz dışı fazla, Maliye tanımlı FDF'den bir defaya mahsus gelirlerin ve ek olarak faiz gelirleri ile Merkez Bankası karının çıkartılması ile hesaplanıyor. Bu iki veri arasındaki 12-aylık toplam farkın Mart ayı itibari ile – serinin elimizdeki başlangıç tarihi olan 2004'den bu yana -- rekor bir düzeye, 26,4 milyar TL'ye yükseldiğini görüyoruz.

Grafik 25 - Merkezi Yönetim Bütçesi (milyar TL, Oca-Mar toplam olarak)



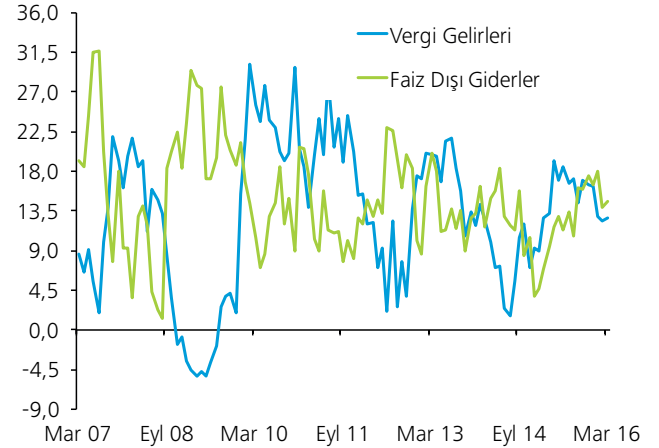
Grafik 26 - Merkezi Yönetim Faiz Dışı Dengesi (milyar TL, 12-aylık toplam)



Diğer yandan – mali gelişmelerin temel bir göstergesi olarak izlediğimiz üzere - faiz dışı giderlerdeki artışın, bir süredir vergi gelirlerinin üzerinde seyrettiğini görüyoruz. Daha spesifik olarak, verileri dalgalanmalardan arındırmak için 3-aylık hareketli ortalama ile baktığımızda, vergi gelirleri-faiz dışı giderler makasının Kasım 2015’den bu yana faiz dışı giderler lehine işlediğini görüyoruz. Elimizdeki son verilere göre vergi gelirlerindeki yıllık artış (3-aylık hareketli ortalama olarak, nominal) %12,7 seviyelerindeyken, faiz dışı giderlerdeki artış %14,6’da seyrediyordu (Grafik 27). Bu makasın harcamalar lehine dönmesi mali performans açısından kanımızca bir risk teşkil ediyor ve yakından izlenmesi gerekiyor. Önümüzdeki siyasi süreç düşünüldüğünde bu makasın daha da açılması bizce azımsanmaması gereken bir olasılık.

Son olarak, geçen yıl bütçeye önemli katkı yapan sosyal güvenlik ve vergi borcu yapılandırılmalarının – ki görebildiğimiz kadarıyla bu geçen sene 15 milyar TL civarında (GSYH’ye oranla %0,7) bir büyüklüğe işaret ediyordu – bu sene tekrarlanmayacağını da ekleyelim¹⁸. Diğer yandan her ne kadar seçim vaatlerinin bir bölümü bütçelendirilmiş olsa da yılın kalanında (ekonomideki zayıflık, olası erken seçim ya da referandum senaryosu vb. gerekçelerle) faiz dışı giderler tarafında bir artış yaşanması da olası görünüyor. Bu noktada geçtiğimiz yıllarda sürekli olarak faiz dışı harcamaların hedefin üzerinde seyrettiğini de hatırlatalım (bkz. Grafik 8). Tüm bunlar bir arada düşünüldüğünde yıl sonu hedeflerinin -- hatırlatmak gerekirse hükümetin 2016 sonu için 29,7 TL’lik bir bütçe açığı ve 26,3 TL’lik FDF hedefi bulunuyor (GSYH’ye oranla sırasıyla %-1,3 ve %1,2 düzeylerinde) -- tutturulmasının kolay olmayabileceğini düşünüyoruz. Bilindiği gibi maliye politikaları Türkiye’nin önemli bir çıpası. Buradaki olası bir bozulma kredi notu açısından da risk teşkil ediyor.

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



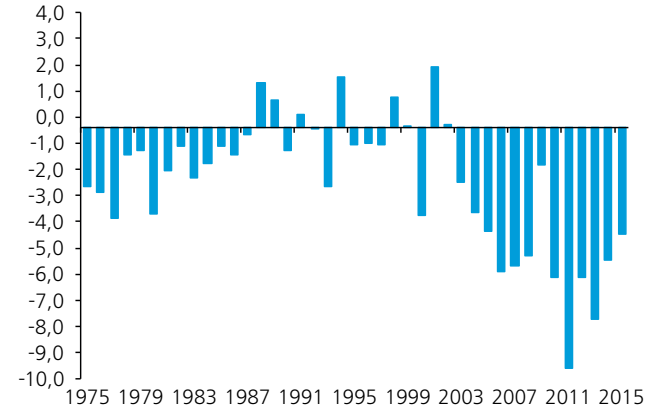
Kamu borcu tarafı ise nispeten istikrarlı görünümünü koruyor. Merkezi Yönetim Borç Stoku 2015 yılını 677,6 milyar TL seviyesinden (GSYH’ye oranla %34,7) kapattıktan sonra Mart ayı itibarı ile 683,5 milyar TL’ye yükseldi (GSYH’ye oranla %34). Bu dönemde iç borç stoku yaklaşık 8 milyar TL artarak 448,2 milyar TL oldu, dış borç stoku ise 2,3 milyar TL azalarak 235,2 milyar TL’ye geriledi. Kamu borç sürdürülebilirliği anlamında – çok özel koşullar dışında – bir sorun olmadığını zaten biliyoruz. Ancak bu maliye politikasının – talebin yönetimi ve tasarrufların artırılması anlamında – ekonomiye yeterli desteği verdiği anlamına da gelmiyor.

¹⁸ Nitekim IMF’nin Türkiye’ye dair yayınladığı son ülke raporunda maliye politikası konusunda önemli uyarılar geldiğini gördük. IMF 2015 yılı bütçesini sıkıdan ziyade “nötr” olarak niteliyor ve bütçe “yapısının” kötüleştiğini söylüyor. Son dönemde artan bazı bütçe dışı yükümlülüklerin dikkatli maliyet analizinin yapılmasını öneriyor. Fon ayrıca 2016 yılı bütçesinin de “gevşek” olduğunu belirtiyor.

Ödemeler dengesi: Yumuşak karnımız olmaya devam ediyor...

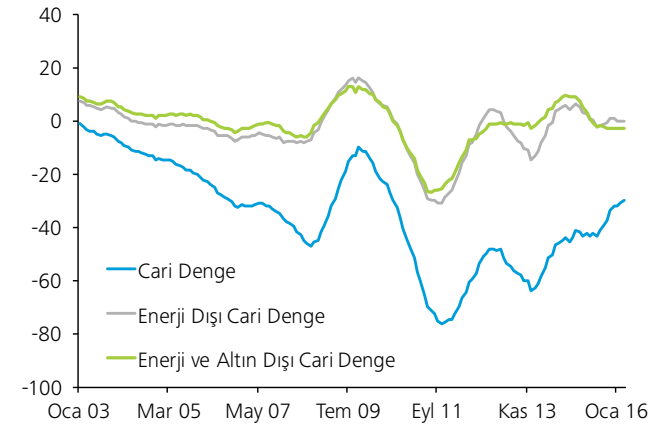
Cari açık 2015 yılında düşük enerji fiyatlarının desteği ile belirgin bir daralma kaydetti ve 2014 yılındaki 43,6 milyar dolarlık seviyesinden 32,1 milyar dolara geriledi. Bu GSYH'ye oran olarak da %5,4'den %4,5'e azalış anlamına geliyor (Grafik 28). Ancak giriş bölümünde bahsettiğimiz gibi (Grafik 4) bu daralma tamamıyla enerji açığındaki azalmadan kaynaklandı; çekirdek denge (enerji ve altın hariç) tarafının ise aksine bozulduğunu gördük.

Grafik 28 - Uzun Vadeli Görünüm: Cari İşlemler Dengesi (GSYH'ye % oran olarak)



Cari açığı azaltma eğilimi bu yılın ilk çeyreğinde de sürdü. Elimizdeki son veri olan Mart ayı itibarı ile 12-aylık toplam cari açık 29,5 milyar dolar seviyesinde bulunuyordu. 2015 yılında önceki yıla oranla 15,5 milyar dolar azalarak 33,3 milyar dolar olan enerji açığı Ocak-Mart döneminde de gerilemeye devam etti ve 29,3 milyar dolar oldu. 2014 yılı sonunda 9,1 milyar dolar fazla veren çekirdek denge ise 2015 yılını 2,8 milyar dolarlık açığa kapattı ve yılın ilk üç aylık döneminde de hemen hemen yatay seyrederek bu seviyeleri korudu (Grafik 29). Bu da cari açık tarafında -- 12-aylık toplam bazda -- süre gelen daralmanın son aylarda tamamıyla enerji açığındaki daralmadan kaynaklandığını gösteriyor. Mevsimsel etkilerden arındırılmış aylık rakamlar ise, enerji açığındaki düşüşün çekirdekteki bozulma ile dengelendiğini, dolayısıyla cari açığındaki daralma eğiliminin aylık bazda halihazırda durduğuna işaret ediyor. Nitekim biz yaz aylarında turizm gelirlerinin düşük seyredeceği ve enerji fiyatlarının yarattığı olumlu baz etkisinin ortadan kalkacağı varsayımı ile yılın sonlarına doğru 12-aylık toplam bazda cari açığı yeniden artış trendi görebiliriz diye düşünüyoruz. Bu da 2016 yılını 2015'e benzer seviyelerde --32 milyar doların hafif üzeri ya da GSYH'ye oranla %4,4 civarı-- bir cari açık ile kapatacağımız anlamına geliyor.

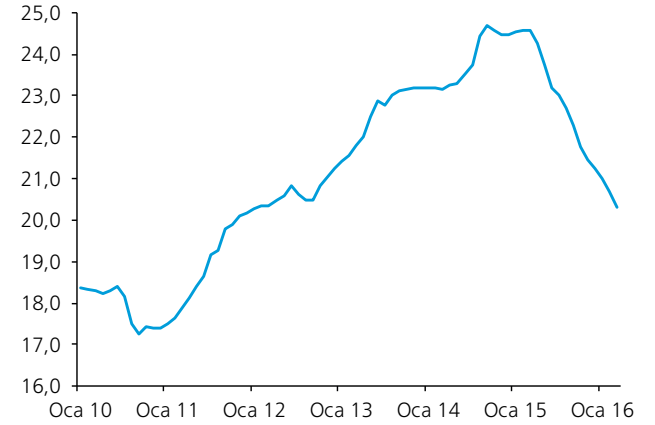
Grafik 29 - Cari Denge (12-aylık toplam; milyar \$)



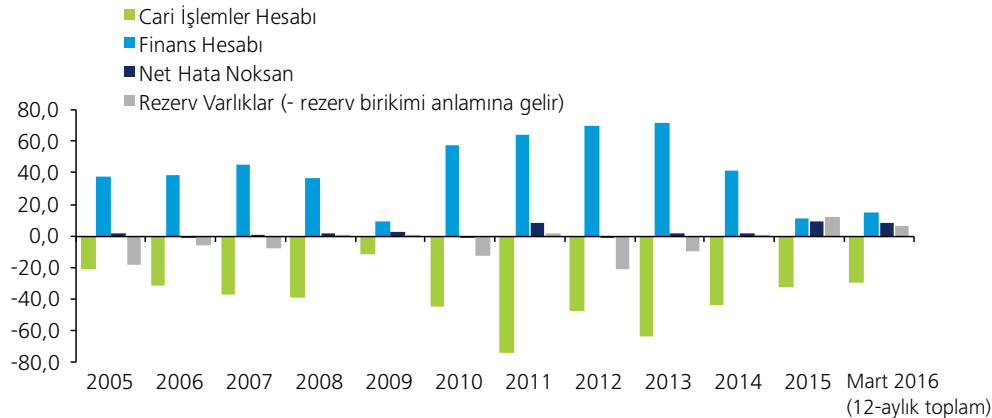
Bu noktada cari açığa bu yılın en önemli gelişmesinin turizm gelirlerindeki sert düşüş olasılığı olduğunu belirtmek gerek. Rusya ile yaşanan gerginlik ve terör olaylarının olumsuz etkileri sonucu ülkeye gelen turist sayısı yıllık bazda Ağustos 2015'den bu yana kesintisiz olarak azalış kaydediyor. Bu yılın ilk üç aylık dönemine baktığımızda toplam turist sayısının %10'un üzerinde, Rusya'dan gelen turist sayısının ise %56 oranında azaldığını gördük. Nitekim tüm yıl için net turizm gelirlerinin 15-16 milyar dolara kadar düşebileceğini hesaplıyoruz. (Mart ayında 12-aylık toplamda net turizm gelirlerinin 20 milyar dolar civarında olduğunu hatırlatalım, Grafik 30).

Dış finansman tarafına dönecek olursak, 2015 yılında oldukça farklı bir resimle karşı karşıyaydık. Yaklaşık 32 milyar dolar civarındaki bir cari açığın sadece 11 milyar dolarını görünen sermaye akımları ile finanse edilebildik. Finansmanın kalanı ise kaynağı belli olmayan sermaye akımları (net hata noksan, 9,3 milyar dolar) ve TCMB rezervleri (11,8 milyar dolar) ile sağlanmış oldu. Yılın ilk üç aylık döneminde, büyük oranda Mart ayında portföy tarafındaki girişe bağlı olarak, bu görünüm bir miktar toparlanma gösterse de halen cari açığın yarısı net hata noksan ve rezervler ile finanse edilir durumda idi (Grafik 31).

Grafik 30 - Turizm Gelirleri (net, 12-aylık toplam, milyar USD)



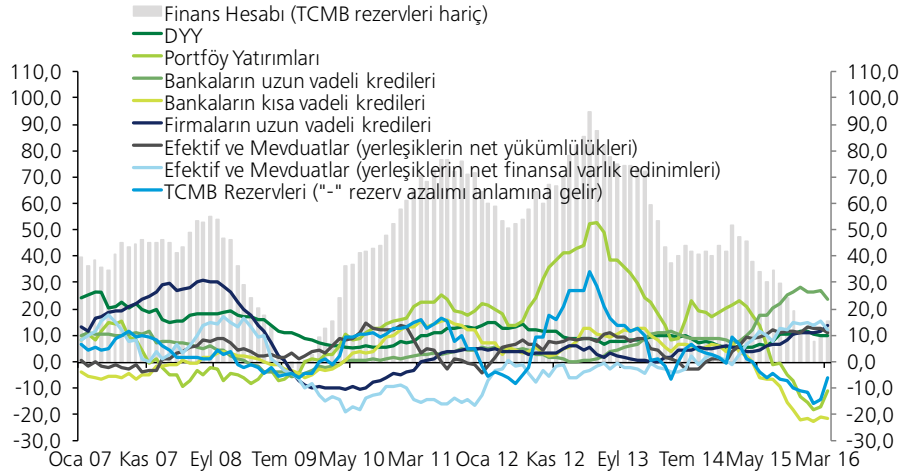
Grafik 31 - Ödemeler Dengesi (milyar USD)



Bu noktada iki başlığın altını çizmek faydalı olabilir diye düşünüyoruz. Öncelikle toplam sermaye akımlarının, miktar olarak 2013 yılından beri aşağı yönlü bir trend sergilediğini, ve geçtiğimiz yıl itibari ile 2009 krizi düzeylerine gerilediğini gördük – ki bu kronik tasarruf açığı olan bir ekonomi için geleceğe yönelik önemli uyarılar taşıyor. Öte yandan toplamdaki bu zayıf seyre karşın 2015 kompozisyon açısından resmin çok olumsuz olmadığı bir yıldır. Spesifik olarak 2015 portföy akımları ve kısa-vadeli borçlanma tarafında yaşanan çıkışın doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) ve uzun-vadeli borçlanma ile kapatıldığı bir yıl oldu. DYY 2015’de 11,7 milyar dolar olurken, uzun vadeli borçlanma (net) 35 milyar dolar düzeyindeydi (Grafik 32)¹⁹.

2016 yılına portföy yatırımlarının dönüşü ile görece olumlu bir giriş yapılırsa da, yılın tamamı için finansman tarafında aşırı bir rahatlama beklemek iyimser olur diye düşünüyoruz. Başka bir ifade ile her ne kadar son dönemde gelişmekte olan ülkelere giren sermaye akımlarından Türkiye de olumlu etkilense de, Fed’in yılın kalanında en az bir faiz artırımına daha gideceği, içeride ise politik risklerin gündemde olmayı sürdüreceği varsayımı ile girişlerin sınırlı kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Grafik 32 - Finans Hesabı (12-aylık toplam, milyar USD)

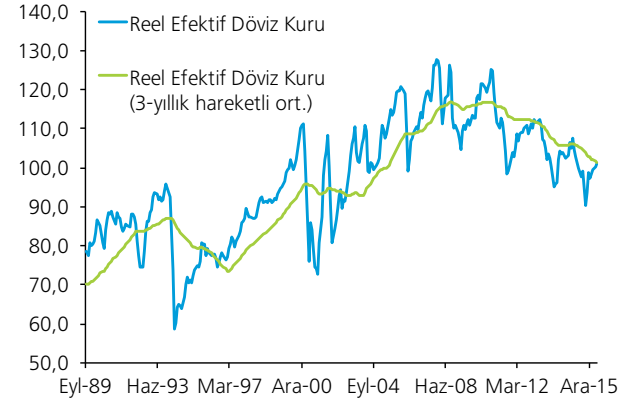


¹⁹ Bankalar tarafında kısa-uzun vade değişiminin ağırlıklı olarak TCMB'nin makro-ihiyati tedbirlerinden kaynaklandığını, ancak "uzun" vadenin genellikle bir yılın biraz üstünde olduğunu ekleyelim.

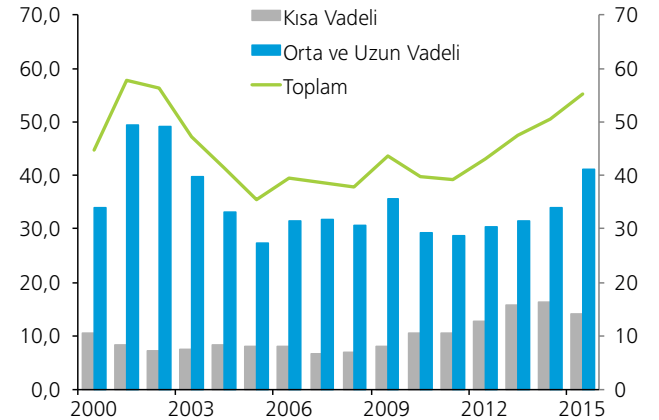
Kur tarafına dönecek olursak, efektif reel döviz kuru tarafında son aylarda bir değerlendirme görüyoruz. Hatırlanacağı gibi Eylül ayı itibari ile TÜFE bazlı Reel Efektif Döviz Kuru serisi 90,5 ile 2003 Nisan ayından beri en düşük seviyesine gerilemişti. Endeks bu Nisan itibariyle ise 100'ün hafif üzerinde bulunuyordu (Grafik 33). Bu seviyeler her ne kadar uzun vadeli trendin altında olup kur için görece "değersiz" görüntüsü verse de, birçok faktörün -- TCMB para politikası duruşu, yüksek dış finansman ihtiyacımız, vb. -- rehavete kapılmamayı gerektirdiğini düşünüyoruz.

Türkiye'nin toplam dış borç stoku 2015 yılı sonunda, 102,7 milyar doları (GSYH'ye oran olarak %14,3) kısa vadeli; 295,3 milyar doları (GSYH'ye oran olarak %41,1) ise uzun vadeli olmak üzere yaklaşık 400 milyar dolar seviyesindeydi. Bu 2014 yılına göre nominal bazda 4,7 milyar dolarlık bir azalışa işaret etse de TL'deki değer kaybının yarattığı değerlendirme etkisi ile GSYH'ye oran olarak dış borcun aynı dönemde %50,4'den %55,3'e yükseldiğini belirtelim (Grafik 34). Bu oran aşırı yüksek olmasa da son dönemde trendin gerek uluslararası kuruluşların gerekse yatırımcıların dikkatini çekmeye başladığını gözlemliyoruz.

Grafik 33 - Reel Efektif Döviz Kuru: Uzun Vadeli Görünüm (2003=100)



Grafik 34 - Dış Borç Stoku (GSYH'ye % oran olarak)



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.

© 2016. Daha fazla bilgi için Deloitte Türkiye (Deloitte Touche Tohmatsu Limited üye şirketi) ile iletişime geçiniz.