

Yeni bir dünyanın eşiğinde... Ekonomik görünüm



İçindekiler

Küresel ortam ve öngörüler	2
Büyüme ve istihdam	8
Enflasyon ve para politikası	12
Maliye politikası	16
Ödemeler dengesi	18



Küresel ortam ve öngörüler¹

Dünya ekonomisi başta IMF olmak üzere birçok gözlemci tarafından “üç vitesli” tabir edilen büyüme görünümünü sürdürüyor. Bu üç vitesli görünümü, nispeten yüksek büyüme oranlarının söz konusu olduğu Gelişmekte Olan Piyasa (GOP) ekonomileri; içinde ABD’nin de bulunduğu kabul edilebilir bir büyüme oranına ulaşması tahmin edilen ülkeler ve Avrupa’nın ağırlığı oluşturduğu oldukça zayıf bir büyümenin -- hatta resesyonun -- söz konusu olduğu bir üçüncü grup ülke oluşturuyor.

IMF’nin Nisan ayında yayınlanan Dünya Ekonomik Görünümü raporuna göre 2013 yılında ortalama küresel büyümenin %3,3 (2012’deki %3,2’lik büyümenin ardından yatay bir seyir) olması beklenirken, bu oranın 2014 yılında %4’e yükseleceği öngörülüyor. ABD ekonomisinin bu yıl için tahmin edilen %1,9’luk büyümenin ardından gelecek yıl nispeten hızlı bir toparlanma gerçekleştirmesi ve büyüme oranını %3’e çıkarması beklenirken Euro Bölgesi’nde ise daralmanın bu yıl geçen seneye oranla bir miktar hız keseceği (%-0,3), gelecek yıl ise büyümenin zayıf da olsa pozitif (%1,1) döneceği tahmin ediliyor. Raporda 2013 yılında gelişmiş ekonomilerin ortalama %1,2’lük büyüme oranına karşın GOP ekonomilerinin %5,3 büyüme kaydetmesi, 2014 yılında ise bu oranların sırasıyla %2,2 ve %5,7’ye yükselmesi bekleniyor (Tablo 1).

Son aylarda büyüme konusunda endişeler arttıysa da, genelde son gelişmelerin bu görünüm ile tutarlı olduğunu söylemek mümkün. Örneğin ABD tarafında birçok gösterge bazında iyileşmenin devam ettiğini ancak bu esnada büyüme üzerinde maliye politikasından kaynaklanan risklerin de devam ettiğini görüyoruz. Örneğin ABD ekonomisi 2013’ün 1. çeyreğinde %2,5 büyüme kaydederken, kişisel tüketim harcamaları %3,2 gibi sağlıklı bir oranda arttı; tarım dışı istihdam, emlak piyasası, tüketici güveni gibi göstergelerdeki toparlanma ise genelde devam ediyor.

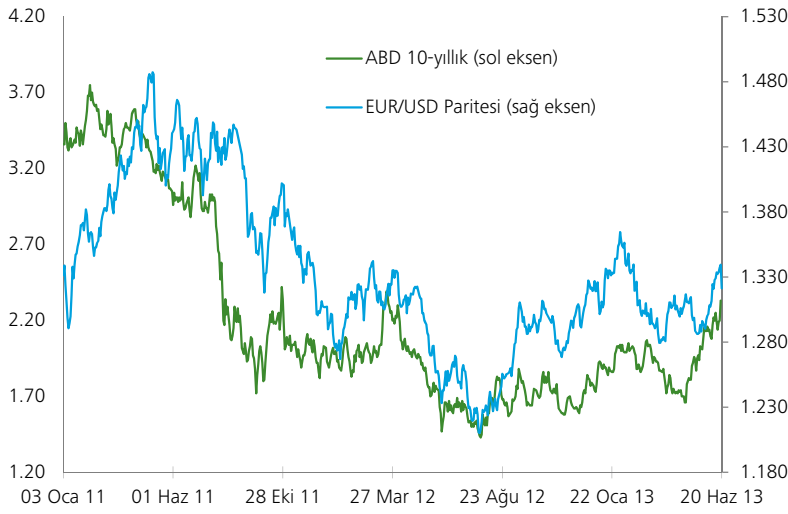
ABD Merkez Bankası’nın (Fed) tahvil alım programını yıl sonuna kadar değiştirmesi beklenmemekle birlikte, Fed’in görece olarak ‘exit’ moduna geçtiğini – yani alım programının yakın bir gelecekte azaltılmasının en olası senaryo haline geldiğini – söylemek mümkün. (Nitekim Fed’in raporumuz yayına girerken gerçekleşen 18-19 Haziran tarihli toplantısından buna benzer bir sonuç çıktı). Bütün bu gelişmelere bağlı olarak ABD 10 yıllık faizlerinin son dönemde belirgin bir şekilde yükseldiğini gözlemledik. Ancak beklentilerin aksine, doların euro karşısındaki görece zayıf seyri devam etti (Grafik 1).

Tablo 1 - Dünya Ekonomik Görünümü Raporu: Büyüme Tahminleri (yıllık değişim, %)

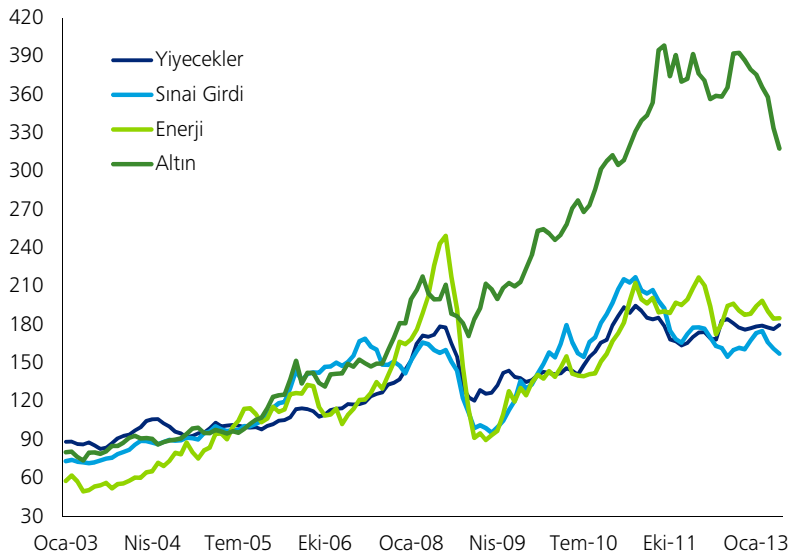
			Güncel tahminler		Ocak tahminlerine göre değişim	
	2011	2012	2013	2014	2013	2014
Dünya	4.0	3.2	3.3	4.0	-0.2	0.0
Gelişmiş ekonomiler	1.6	1.2	1.2	2.2	-0.1	0.1
ABD	1.8	2.2	1.9	3.0	-0.2	-0.1
Euro bölgesi	1.4	-0.6	-0.3	1.1	-0.2	0.0
Gelişmekte olan piyasalar	6.4	5.1	5.3	5.7	-0.2	-0.1
Gelişmekte olan Asya	8.1	6.6	7.1	7.3	0.0	-0.1
Tüketici fiyatları						
Gelişmiş ekonomiler	2.7	2.0	1.7	2.0	0.1	0.2
Gelişmekte olan piyasalar	7.2	5.9	5.9	5.6	-0.1	0.1
Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu (Nisan 2013)						

¹ Her zamanki gibi raporun bu bölümünde genel hatlarıyla global gelişmeler ve Türkiye özelinde makro tahminler ele alınmakta, geri kalanında ise biraz daha detaylı olarak makro-sektörel gelişmeler paylaşılmaktadır. Rapor Haziran ortasına kadar elimizde olan veri ve gelişmeleri yansıtmaktadır.

Grafik 1 - ABD 10-yıllık faiz oranı ve EUR/USD Paritesi



Grafik 2- IMF Emtia Fiyat Endeksleri (2005=100)

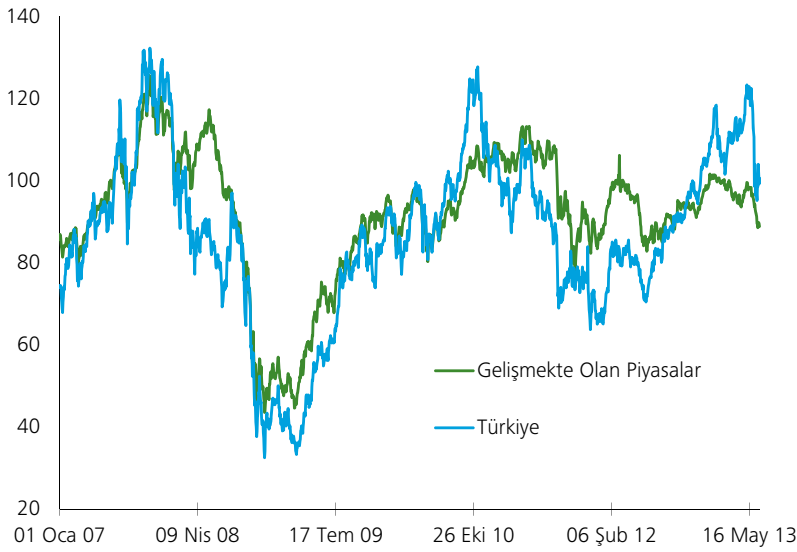


Küresel ekonominin gidişatını çok yakinen ilgilendiren başka bir konu Çin ekonomisinin görünümü. Son verilerin Çin ekonomisinde beklentilerin hafif üstünde bir yavaşlamaya işaret ettiğini söylemek mümkün. Örneğin büyüme 2013'ün ilk çeyreğinde beklentilerden daha düşük -- %7,7 seviyesinde -- gerçekleşirken, son göstergeler de Çin'de imalat sanayiinin zayıf seyrini sürdürdüğünü gösteriyor. Gerek Çin'in kendi 'büyüme modeli'nin zaafiyetleri (özellikle aşırı yatırım ağırlıklı olması) ve gerekse dünya ekonomisindeki yavaşlama, Çin ekonomisini olumsuz etkilemeye devam ediyor.

Euro Bölgesi'nde ise adeta fırtına öncesi sessizlik hakim. Geçen sene Avrupa Merkez Bankası'nın yaptığı çıkıştan beri, Birliğin yapısal tarafında (bankacılık birliği, mali birlik vb.) çok büyük bir gelişme olmamasına rağmen, İtalya ve İspanya'da uzun vadeli borçlanma faizleri ılımlı seyrini sürdürüyor. Ancak büyüme negatif seyrini devam ettiriyor. Yapılan ön tahminlere göre Euro Bölgesi ekonomisi, 2012'nin son çeyreğindeki %0,9'luk daralmanın üzerine, 2013'ün ilk çeyreğinde yıllık %1 daralma gösterdi. Bu olumsuz görüntüye rağmen, son döneme dair PMI verileri, daralmanın giderek yavaşladığı, özel tüketim ve yatırımlardaki sınırlı artışlar da toparlanma izlenimi veriyor.

Genelde zayıflayan büyüme ortamının ve parasal genişlemede -- özellikle Fed tarafında -- görece olarak sonlara gelindiği algısı emtia fiyatlarında önemli düşüşlere sebep oldu (Grafik 2). En hızlı kayıp yılbaşından Haziran ortasına kadar olan dönemde %15-%20 civarında azalan altın fiyatlarında gözlenirken, enerji ve sınai girdi tabir edilen emtia fiyatları ise sırasıyla %2 ve %6 (Mayıs ayı itibarı ile yılbaşından beri değişim) düşüş kaydetti. Gıda fiyatlarındaki artış ise %2 ile sınırlı kaldı. Öte yandan 2012 yılını 109 dolar (brent, varil başına) civarında kapatan petrol fiyatları Şubat ayında 116 dolar civarına yükseldikten sonra düşüş trendine girdi ve yılbaşından bu yana yaklaşık %6 azalarak Mayıs ayında ortalama 103 dolar civarına geriledi.

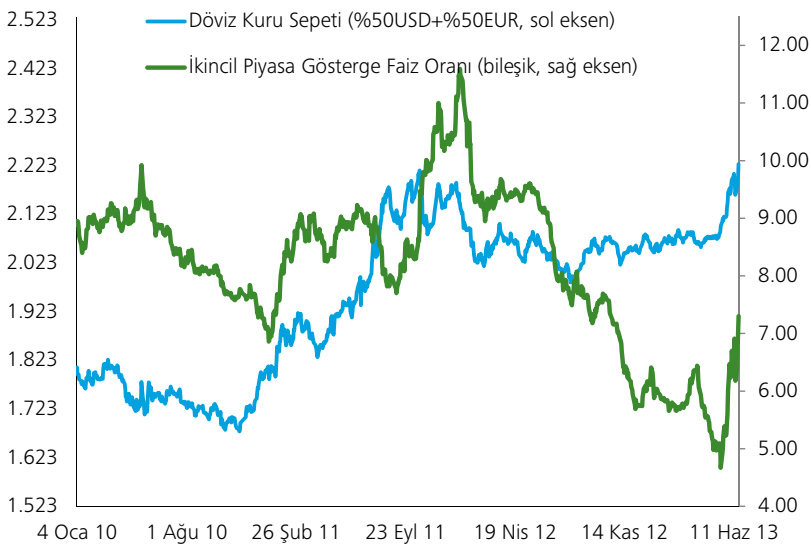
Grafik 3 - MSCI GOP ve Türkiye Endeksleri (2007=100)



Son dönemdeki başka bir önemli gelişme, Türkiye'nin de içinde bulunduğu GOP ekonomilerinde yaşanan sert düzeltme hareketi oldu. Bu düzeltmede yine Fed'in parasal genişlemesinde sona gelindiği ve GOP ekonomilerinin büyüme görünümünün görece bozulduğu algısı etkili oldu. Bu çerçevede Mayıs ayının ilk haftasından sonra düşmeye başlayan MSCI GOP endeksi Haziran ayı ortalarına gelindiğinde %10'a yakın değer kaybetmiş durumdaydı. Bu dönemde Türkiye ise %20'ye yakın düşüş kaydederek, negatif ayrışma yaşadı (Grafik 3).

Bu dönemde içeride kur ve faizde de önemli dalgalanmalar oldu. Mayıs ayı başına kadar nispeten istikrarlı seyreden ve bu dönemde 2,07 seviyelerinde bulunan döviz kuru sepeti (%50USD+%50EUR), Mayıs sonunda 2,17'ye; Haziran ortalarında ise 2,20 seviyelerine kadar yükseldi. Bu arada Merkez Bankası'nın açtığı döviz satım ihaleleri TL'ye bir miktar destek oldu.

Grafik 4- Döviz Kuru ve Faiz



Nisan ayında düşüş trendine başlayan ve Mayıs ortasında tarihi düşük seviyesi olan %4,6- %4,7'ye kadar gerileyen Hazine gösterge kağıdı ise özellikle Haziran başında hızlanan satışlar ile yeniden %7 seviyesine yaklaştı (Grafik 4).

Özetle, küresel ekonomide görece iyileşme devam ederken, küresel ortam çalkantılı ve riskli görünümünü sürdürüyor. Bu risklerin başında Fed'in parasal genişleme programının azaltılmasına küresel ekonominin vereceği tepkinin belirsizliği, Avrupa'da devam eden yapısal sorunlar ve büyü(yeme)me endişeleri, Orta Doğu'da devam eden siyasi çalkantılar ve Çin'de sert yavaşlama olasılığını saymak mümkün.

Diğer yandan Türkiye de --özellikle dış finansman ihtiyacı yüksek bir ekonomi olarak-- küresel ortamdaki bu çalkantılardan oldukça etkileniyor.

Türkiye ekonomisinde 'yeniden dengelenme' sonrasında büyüme dinamiklerini yakından takip etmeye devam ediyoruz. Hatırlanacağı gibi büyüme iki yıl ardarda (2010-11) ortalama %9 seviyelerini yakaladıktan sonra geçen yıl %2,2 seviyesine indi. Elimizdeki son göstergeler çok güçlü bir görünüme işaret etmese de, yılın ilk çeyreğinde başlayan toparlanmanın yılın ikinci çeyreğinde de devam ettiğini söylemek mümkün.

Türkiye'de yaza girerken yaşanan gelişmeler ve önümüzde yüklü bir seçim takviminin olması (2014 mahalli seçimleri ve Cumhurbaşkanlığı seçimi ile halen olasılık olarak telaffuz edilen anayasa referandumu, 2015 genel seçimleri), siyasi tansiyonun arttığı bir döneme girdiğimize işaret ediyor. Toplumsal muhalefetin talepleri doğrultusunda yaşanan olaylar bugün itibarıyla mal ve hizmet üretimi üzerinde kapasite kullanımı açısından henüz herhangi bir etkiye işaret etmezken iç talepte sınırlı bir etkiye sebep olduğu gözlemleniyor. Olayların sakinleşmeye başlamasıyla birlikte hükümetin ulusal ve uluslararası algıyı iyi yönetmesi halinde yaşanan olayların ekonomik alan üzerindeki etkisi sınırlı kalacak. Bununla birlikte piyasalarda devam eden çalkantı göz önünde bulundurulduğunda Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın daha proaktif bir tutum içerisinde olması yararlı olabilir. Bu noktada son dönemde hızla artan siyasi çalkantılar (Mısır ve Amerikan istihbaratının Washington'daki ve Birleşmiş Milletler merkezindeki Avrupa Birliği ofislerini dinleme iddiaları gibi) çok dikkatle takip edilmeli.





Bütün bu faktörleri ve devam eden belirsizlikleri bir arada düşündüğümüzde biz bu aşamada daha önceki raporumuzda ('Yumuşak' İniş Sonrası Yön Arayışları – Mart 2013) bu yıl için verdiğimiz makro tahminlerimizi hemen hemen aynen korumayı tercih ettik (Tablo 2). Detayları verecek olursak 2012 yılındaki %2,2'lik büyümenin ardından beklendiği gibi bu yıl ekonomide ılımlı bir toparlanma olmasını ancak büyümenin -- %4'lük resmi hedefin altında -- %3,5 düzeylerinde kalacağı şeklindeki beklentimizi koruyoruz. Nitekim yılbaşından beri yerli-yabancı birçok kuruluşun büyüme tahminini %3,5 civarına çektiğini de ekleyelim.

Tablo 2 - Temel Makro Göstergeler

	2008	2009	2010	2011	2012	2013t	2014t
Büyüme (GSYH; %)	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.2	3.5	4.1
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	10.1	6.5	6.4	10.4	6.2	6.8	7.1
Cari Denge (milyar \$)	-40.4	-12.2	-45.4	-75.1	-47.7	-55.0	-62.6
Cari Denge (GSYIH'ye oran olarak)	-5.5	-2.0	-6.2	-9.7	-6.1	-6.4	-6.9
Dış Ticaret Dengesi (milyar \$; TÜİK tanımı)	-69.9	-38.8	-71.7	-105.9	-84.1	-95.9	-107.7
Enerji Faturası (net, milyar \$)	40.7	26.0	34.0	47.6	52.4	54.2	58.5
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (milyar \$; net)	17.2	7.1	7.6	13.7	8.5	12.0	14.0
Döviz Kuru (TL/\$; yılsonu, Aralık ortalaması)	1.54	1.50	1.52	1.87	1.78	1.90	1.94
MB O/N Faiz Oranları (yılsonu; basit; %) 1/	15.00	6.50	6.50	5.75	5.50	5.00	6.00
Gösterge DİBS Faizi (yılsonu; bileşik, %)	16.5	8.9	7.1	11.0	6.2	7.5	8.0
Merkezi Hükümet Faiz Dışı Fazlası (GSYH'ya oran olarak)	3.5	0.0	0.7	1.9	1.4	1.2	0.5
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (GSYH'ya oran olarak)	-1.8	-5.5	-3.6	-1.4	-2.0	-2.2	-2.4
Merkezi Hükümet Brüt Borç Stoku (GSYH'ya oran olarak)	40.0	46.3	43.1	39.9	37.5	36.6	35.7

1/ 2010 yılı itibarı ile 1 haftalık repo faizi.

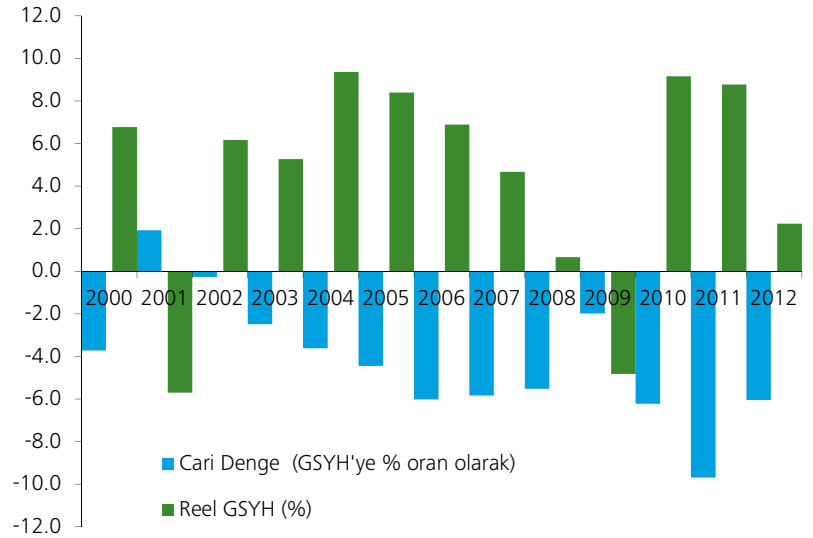
Enflasyon tarafında ise katılıkların sürdüğünü görüyoruz. Geçen yıl ekonomideki (temelde iç talepteki) yavaşlama ve gıda fiyatlarında ani düşüş nedeniyle %6,2 gibi makul bir seviyeye gerileyen enflasyonda --özellikle çekirdek enflasyon göstergelerinde-- halen kalıcı bir gevşeme yaşanmıyor. Önümüzdeki dönemde enflasyonda belirgin bir düşüş trendinin yaşanması için gıda ve enerji fiyatlarından ciddi katkı sağlanması, yönetilen yönlendirilen fiyatlarda da herhangi bir artışın olmaması gerekiyor ki bu senaryo bize bir miktar iyimser görünüyor. Biz bu yıl için %6,5-7 bandında bir enflasyonun (Merkez Bankası hedefinin belirgin üzerinde) daha gerçekçi olduğunu düşünüyoruz.

Geçen yıl ekonomideki yavaşlamanın etkisi ile ciddi oranda daralan ve GSYH'ye oranla %6 seviyelerine inen cari açık, bu yıl büyümedeki toparlanmaya bağlı olarak yeniden artış eğilimine girdi. Enerji fiyatlarındaki düşüş bu artışın hızını bir miktar kesmiş gibi görünse de yıl sonunda cari açığın yeniden 55 milyar ya da GSYH'ye oranla %6,5 civarına yükselmesini bekliyoruz (Grafik 5).

2014 tahminlerimizi vermek için gerek küresel, gerekse içerdeki ortam oldukça dalgalı/belirsiz olmakla birlikte, hafif yükselen büyüme ve cari açık/GSYH oranları ile %7'ler civarında seyreden enflasyon bize en makul senaryo olarak görülüyor.

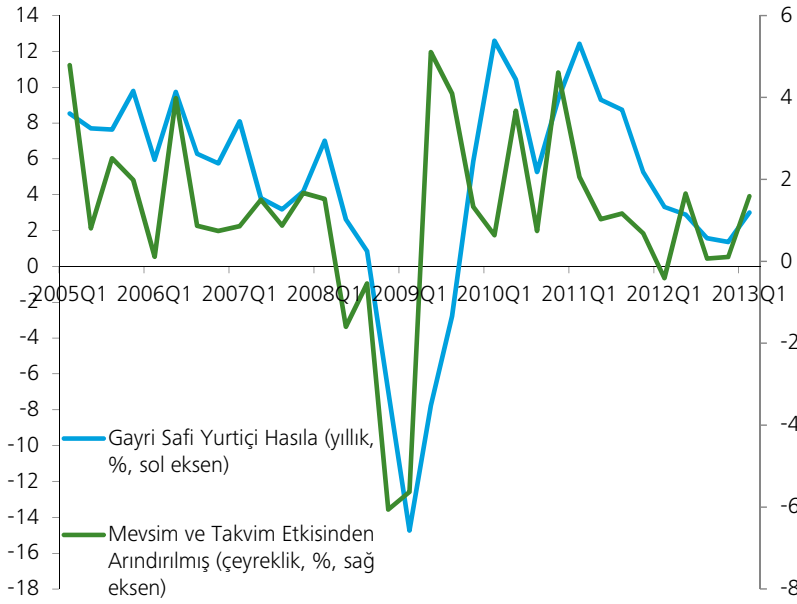
Her zamanki gibi bu baz senaryonun dışında alternatif senaryolar kurgulamak mümkün. Örneğin siyasi çalkantıların durulduğu, Fed korkusunun atlatıldığı sermaye girişlerinin arttığı bir konjonktür düşünülebileceği gibi, bunun tam aksine, Fed'in GOP ekonomilerinde daha sert bir düzeltmeye yol açtığı içerde ve bölgede siyasi risklerin derinleştiği bir senaryo da düşünülebilir. Biz özellikle bu senaryonun çok yüksek olasılığa sahip olmadığı kanısını taşımakla birlikte temkinli olunması gerektiğini düşünmeye devam ediyoruz.

Grafik 5 - Büyüme ve Cari Denge



Büyüme ve istihdam

Grafik 6 - GSYH Büyümesi (%)

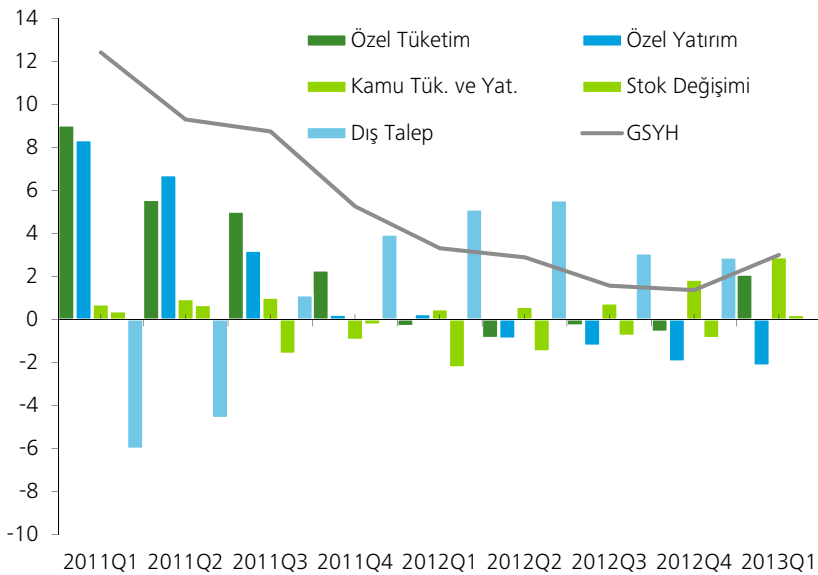


2011 yılı başından beri yavaşlama eğilimini sürdüren ekonomik büyüme, geçen yılın son çeyreğinde yıllık %1,4'e kadar gerilemişti. Beklentiler bu yılın ilk çeyreği itibari ile ekonominin zayıf da olsa bir toparlanma sürecine gireceği yönündeydi. Nitelik rakamlar ilk çeyrekte nispeten beklentilerden de hızlı bir büyüme yaşandığını gösterdi. Ancak bize göre büyümedeki dengesizlikler halen devam ediyor...

Yılın ilk çeyreğinde GSYH, geçen yılın aynı döneminde göre %3 büyüme kaydetti. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış rakamlarla da 2012 4. çeyrekteki %0,1'lik yataya yakın büyümenin ardından %1,6'lık görece güçlü bir artış gösterdi (Grafik 6).

Zayıf iç talebe karşın dış talep kaynaklı büyüme kompozisyonu bu yılın ilk çeyreğinde tersine döndü. İç talebin büyümeye katkısı, 2,8 baz puan ile son üç çeyreğin ardından yeniden pozitif olurken dış talebin katkısı ise 0,1 baz puan ile yeniden negatife döndü. Böylece 2011 yılının son çeyreğinden beri süren ekonomide "yeniden dengelenme" süreci sona ermiş oldu.

Grafik 7 - Büyümenin Kaynakları
(geçen dönemin GSYH'sine % olarak)



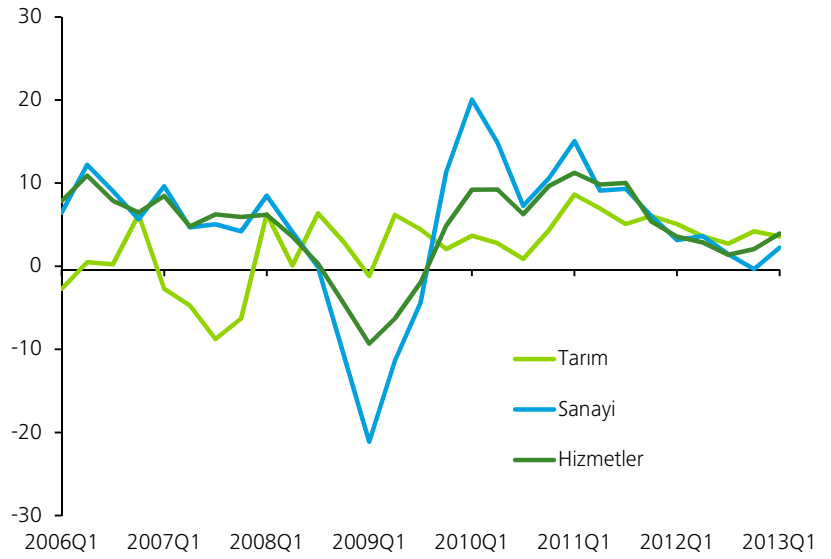
Hatırlanacağı gibi "yeniden dengelenme" sürecinin en önemli unsuru yatırım ve tüketim harcamalarındaki (iç talepteki) zayıflamaydı. Yılın ilk çeyrek verileri iç talepteki toparlanmayı, büyümeye 3,5 baz puanlık katkı sağlayan tüketim harcamalarının, özellikle de özel tüketim harcamalarının (2,1 baz puan) sırtlamış olduğunu gösterdi. Toplam yatırımlar ise 0,1 baz puan ile oldukça zayıf seyretti. Ancak yatırım tarafında dikkat çeken nokta özel sektör yatırımlarının büyümeye olan negatif katkısının —önceki 3 çeyrekte olduğu gibi—artarak devam ederken kamu yatırımlarının 2,2 baz puan (yıllık %82 artış) ile büyümeye uzun süredir olmadığı kadar yüksek bir katkı yapması oldu. Diğer yandan stok artışı ise yılın ilk çeyreğinde büyümeye zayıf bir katkı (0,2 baz puan) sağladı (Grafik 7).

Sektörel olarak ise yılın ilk çeyreğinde tarım sektörü yıllık %3,5; hizmet sektörü (finansal aracılık hariç, vergi teşvikler dahil) ise %3,3 artış gösterdi. Hizmet sektörünün alt kalemi olan ve geçtiğimiz yıl oldukça zayıflayan inşaat sektörü bu yılın ilk çeyreğinde kamu sektörü yatırımlarının etkisi ile yıllık %5,9'lık bir büyüme kaydetti. Sanayi sektöründeki büyüme ise %2,2 ile sınırlı kaldı (Grafik 8).

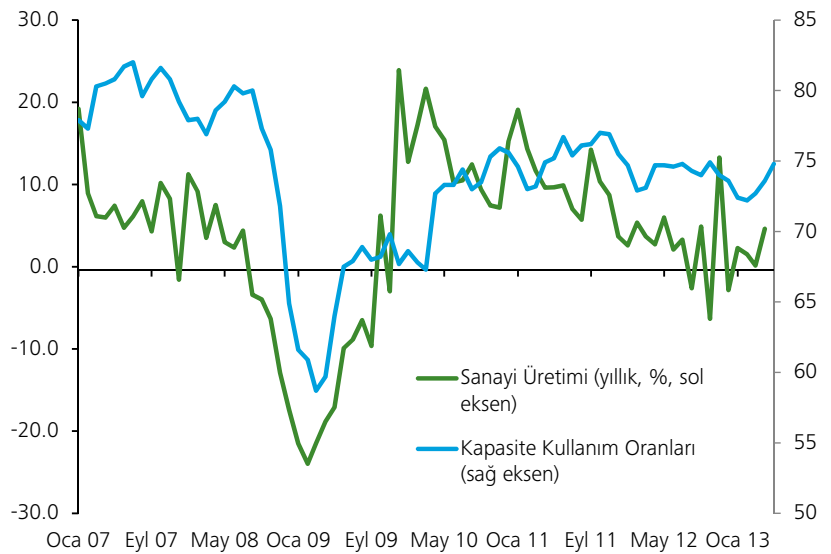
Yukarıda da belirttiğimiz gibi beklentilerden hızlı olsa da bizce büyümedeki bu toparlanma henüz tam olarak sağlıklı bir görünüme işaret etmiyor. Özel sektör yatırımlarının bu denli zayıf seyrettiği bir ortama ek olarak, özellikle son dönemde yurtiçinde yaşanan gelişmeler büyümede risklerin aşağı yönlü olabileceğine işaret ediyor. Biz bu veriler ışığında, özellikle yatırım tarafından bir destek sağlanmadığı sürece, bu yıl için %4 olan resmi büyüme hedefinin tutturulmasını zor olduğuna inanıyoruz ve %3,5'lik bir büyüme beklentisinin daha makul olduğunu düşünüyoruz.

Yılın ikinci çeyreğine dair elimizdeki göstergeler henüz sınırlı olsa da büyümenin bir parça daha hızlanacağını sinyallerini alıyor. Bu göstergelerden en önemlisi olan sanayi üretimi (SÜ) Nisan ayında yıllık bazda %4,6 artış ile sene başından bu yana en yüksek artış gösterdi ve ikinci çeyreğe olumlu bir başlangıç yaptı. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış SÜ de Mart ayına göre %1,3'lük oldukça güçlü denebilecek bir artış gösterdi. Yılın ilk çeyreğinde ortalama %72,4 seviyesinde seyreden kapasite kullanım oranları ise Nisan-Mayıs döneminde ortalama %74,2'ye yükseldi (Grafik 9).

Grafik 8 - GSYH Büyümesi: Üretim Tarafından (yıllık, %)



Grafik 9 - Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranları (%)





Benzer şekilde yatırım göstergeleri tarafında makine ve teçhizat üretimi yıllık artışının ilk çeyrekteki negatif seyrine karşın Nisan ayında zayıf da olsa bir artış göstermesi, yatırım mali ithalatının da yine Nisan ayında yıllık %14 artması (1. çeyrekte ortalama %0,1) 2. çeyrek büyümesi açısından umut verici gelişmeler... Ancak Reel Kesim Güven Endeksi, özellikle toplam siparişler, genel gidişat ve gelecek üç ay için istihdam artışı konusunda olumlu sinyaller verse de yatırım harcamaları tarafında halen katılımcıların temkinli olduğunu gösteriyor.

1. çeyrekte güçlü seyreden tüketim tarafı, yılın 2. çeyreğinde de bu görünümü korumaya devam edecek gibi görünüyor. Tüketici kredileri (bireysel kredi kartları dahil) Nisan-Mayıs döneminde güçlü artış oranlarını korurken (yıllık %16,5), Tüketici Güven Endeksi halen tüketicilerin karamsar olduğunu gösteren 100 seviyesinin altında olsa da Nisan-Mayıs döneminde kayda değer yükseliş kaydetti ve özellikle Mayıs ayında son bir yılın en yüksek seviyesine çıktı.

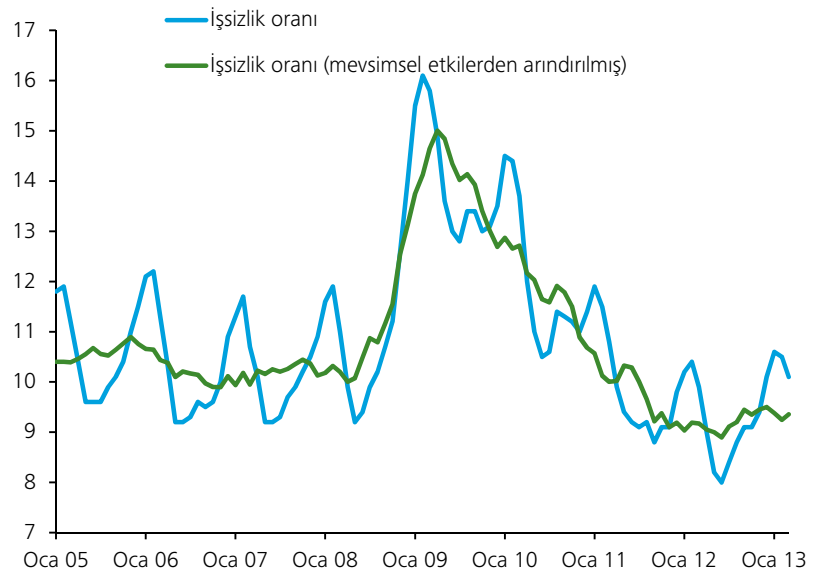
Diğer yandan Nisan ayında ihracat hacim endeksinin yıllık bazda düşüş göstermesine karşın, ihracat hacminde %23'e yakın artış görülmesi yılın 2. çeyreğinde de dış talebin negatif katkısının devam edeceğine işaret ediyor.

Ancak Nisan-Mayıs verilerinin çizdiği bu nispeten olumlu tabloya karşın, özellikle Mayıs sonu Haziran başında ekonomiyi yakından etkileyebilecek önemli olaylar yaşandı. Gelen not artırımları uzun vadeli yatırımlar açısından olumlu bir gelişme olsa da GOP'lardaki çıkışlar, içeride sosyal tansiyonun nispeten yükselmesi ve TL'nin bunlara bağlı olarak son dönemde yüksek oynaklık göstermesi zaten zayıf seyreden özel sektör yatırımlarında kısa vadede bir toparlanma yaşanabileceğine dair umutları azaltıyor.

Geçtiğimiz dönemde işgücü piyasasındaki gelişmeler ise dikkat çekiciydi. Düşük büyüme ortamına karşın istihdamda güçlü artışlar görülmeye devam etti. Önceden olduğu gibi istihdam artışı hizmet sektöründe yoğunlaşsa da, özellikle geçen yılın Ekim ayından itibaren sanayi sektöründeki artışların düzenli olarak hızlanması oldukça umut verici görünüyor.

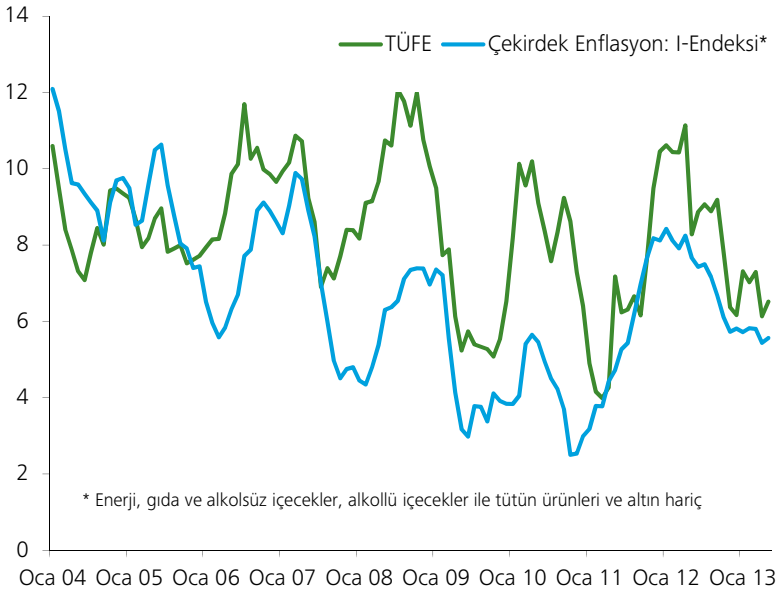
Ancak istihdamdaki bu artışlara karşın işgücü de son dönemde hızlı bir genişleme gösterdi. Nitekim istihdam artışlarının, işgücündeki artışın gerisinde kalması işsizlik oranındaki yükselişin temel nedeni oldu. İşsizlik oranı 2012 Aralık (Kasım-Aralık-Ocak ortalaması) döneminde yeniden çift haneli rakamlara çıktı ve bu yılın ilk çeyrek göstergesi olan Şubat ayı verilerine göre de %10,5'a kadar yükseldi. Ancak burada mevsimsellik etkisinden arındırılmış verilerin bu dönemde işsizlik oranında bir düşüş eğilimine işaret ettiğini belirtelim (Grafik 10).

Grafik 10 - İşsizlik Oranı (%)



Enflasyon ve para politikası

Grafik 11 - TÜFE ve Çekirdek Enflasyonu (12-aylık; %)

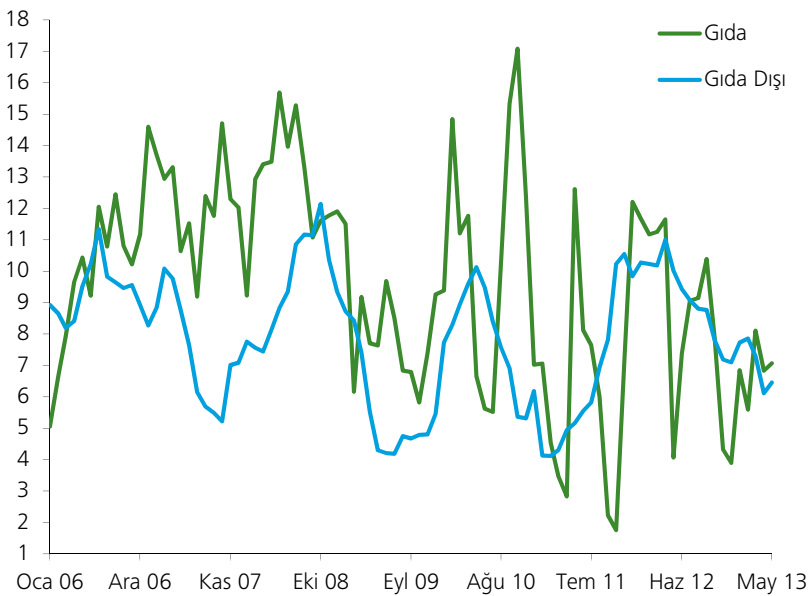


Son dönemde aylık tüketici fiyatları enflasyonu, beklentilerin belirgin şekilde altında kaldı. Ancak manşet enflasyondaki bu olumlu seyre karşın veriler enflasyon göstergelerinde katılığın devam ettiğine işaret ediyor.

Yılın ilk çeyreğinde büyük oranda işlenmemiş gıda fiyatlarının etkisi ile yıllık tüketici fiyatları enflasyonu %7 seviyesinin üzerinde seyretmişti. Nisan ayında işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düşüşün yanı sıra uluslararası petrol fiyatlarındaki gerileme de enflasyonun %6,1'e düşmesini sağladı. Ancak Mayıs'da aylık TÜFE enflasyonu oldukça düşük (%0,15) gerçekleşse de geçen yılın düşük baz etkisi nedeniyle yıllık enflasyon yeniden %6,5 seviyelerine yükseldi.

Bu dönemde çekirdek enflasyon göstergeleri arasında en yakından takip edilen I-endeksi de (TÜİK tarafından hesaplanan ve enerji, gıda, alkollü ve alkolsüz içecekler ile tütün ürünleri ve altını dışarıda bırakan I-endeksi) benzer bir seyriz izledi. Yılın ilk çeyreğinde %5,5-6 bandında katılık gösteren I-endeksi, Nisan'da %5,4'e geriledikten sonra Mayıs ayında tekrar %5,6'ya çıktı (Grafik 11).

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

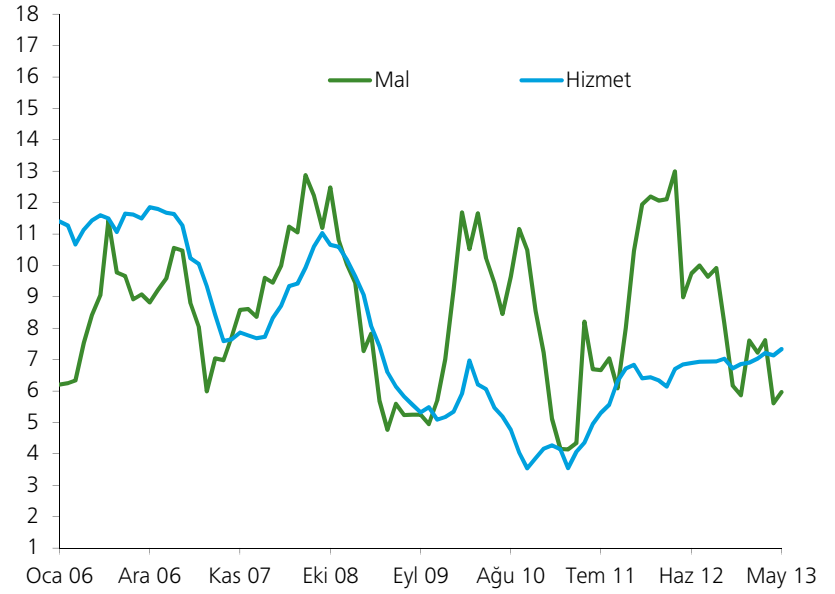


Gıda enflasyonu yılın ilk üç ayında geçen yılın yüksek baz etkisi nedeniyle (2012 Ocak-Mart döneminde yıllık gıda enflasyonu ortalama %11,4 idi) ortalama %6,8 seviyesinde seyretti. Nisan ayında da bu düzeyleri koruyan gıda enflasyonu Mayıs ayında %7 seviyesinin üzerine çıktı. Gıda-dışı enflasyon ise Ocak-Mart döneminde yıllık %7,6 ile oldukça yüksek seyretdikten sonra Nisan ayındaki ciddi gevşemenin ardından (%6,1) Mayıs ayında yeniden %6,5 seviyelerine yükseliş gösterdi (Grafik 12).

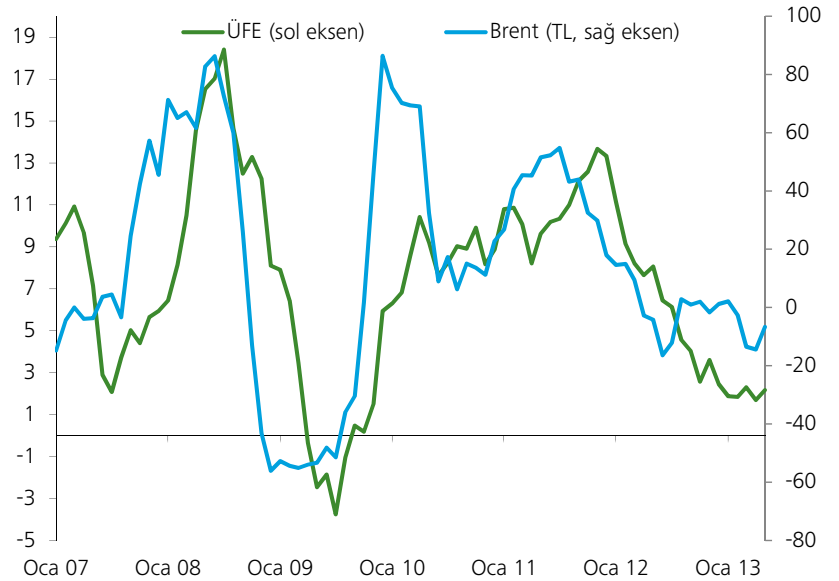
Diğer yandan Nisan-Mayıs döneminde mal grubu enflasyonunda kayda değer düşüşler yaşandı. AB tanımlı TÜFE verilerine göre yılın ilk çeyreğinde %7'nin üzerinde seyreden yıllık mal grubu enflasyonu Nisan ayında sert bir düşüş ile %5,6'ya geriledikten sonra Mayıs'da bir miktar daha yükselse de halen %6'nın altında bulunuyor. Buna karşın hizmet gurubu tarafında yıllık enflasyon, özellikle kira, haberleşme ve restoran fiyatlarının etkisi ile Şubat ayından bu yana %7'nin üzerinde katılık göstermeye devam ediyor (Grafik 13).

Üretici fiyatları enflasyonu ise özellikle petrol fiyatlarının ve (Mayıs ortasına kadar) nispeten istikrarlı seyreden TL'nin olumlu etkisi ile düşük seviyelerini korudu. Yılın ilk iki ayında %2'nin de altında seyreden yıllık ÜFE enflasyonu Mart ayında %2,3 ile bu senenin en yüksek seviyesine çıktıktan sonra Nisan'da yeniden %1,7'ye geriledi. Mayıs ayında özellikle tarım fiyatlarındaki yüksek artışlar (%5,8) nedeniyle yeniden %2,2 seviyesine yükselen ÜFE enflasyonunda önümüzdeki dönemde bir parça TL'deki değer kaybının etkisi hissedilebilir (Grafik 14).

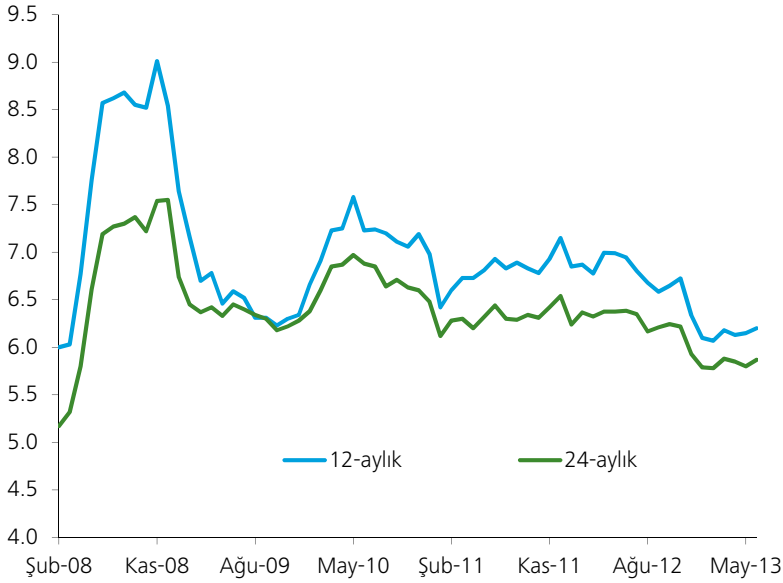
Grafik 13 - TÜFE: Mal ve Hizmet Enflasyonu (AB tanımlı, yıllık, %)



Grafik 14 - ÜFE Enflasyonu ve Petrol Fiyatları (yıllık, %)



Grafik 15 - Enflasyon Beklentileri (%)

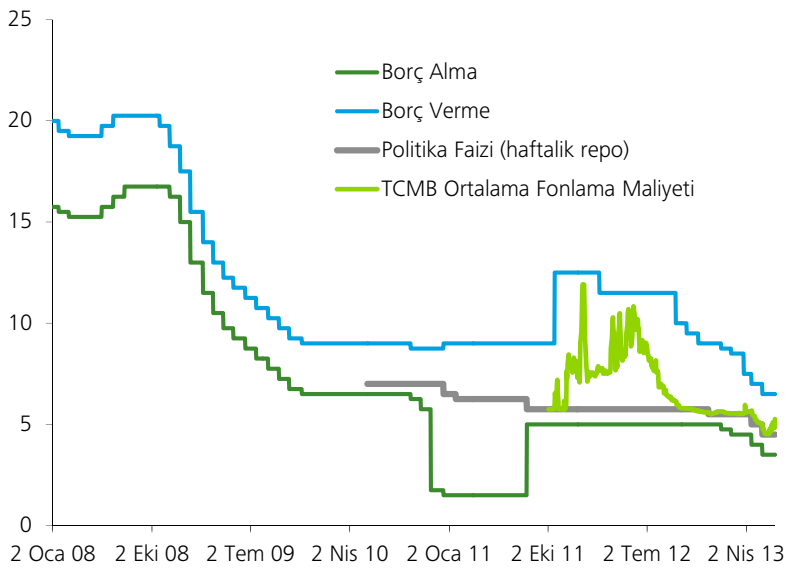


Her ne kadar Merkez Bankası son Enflasyon Raporu'nda Mayıs-Haziran döneminde geçici bir yükseliş, ardından yılın ikinci yarısında enflasyonda aşağı yönlü bir trend öngörmüş olsa da biz enflasyonda belirgin bir gevşemenin, dolayısıyla da Banka'nın yılsonu beklentisi olan %5,3'lük hedefe ulaşılmasının oldukça zor olduğunu düşünüyoruz. Merkez Bankası'nın para politikası açısından TL'deki değerlenmeye izin vermediği -- hatta ciddi değer kaybını tolere ettiği-- göz önüne alındığında, enflasyonda son dönemde oluşan katılığın kırılması için gıda ve enerji fiyatlarından hatırı sayılır bir katkı gelmesi ayrıca yönetilen yönlendirilen fiyatlarda (ÖTV, KDV vb vergi artışları, doğalgaz ve elektrik zamları gibi) herhangi bir artış yaşanmaması gerekiyor. Bu da bize oldukça iyimser bir senaryo gibi görünüyor.

Diğer yandan enflasyon beklentilerinde de katılığını sürdürdüğünü ve beklentilerin enflasyon hedefinin belirgin üzerinde seyrettiğini görüyoruz. Nitekim Merkez Bankası'nın Haziran ayı anketine göre katılımcıların bu yıl sonu enflasyon beklentileri %6,5 civarında... 12-ay sonrası için enflasyon beklentileri geçen yılın son ayında bir parça düşüş göstermiş olsa da yılın ilk yarısında %6'nın üzerindeki seviyelerini korumaya devam etti. Uzun vadeli (24-ay sonrası için) enflasyon beklentileri ise aynı dönemde %5,8 seviyesinin üzerinde nispeten yatay bir seyir izliyor (Grafik 15).

Para politikası tarafında ise faiz indirimlerinin özellikle geçen senenin sonlarından beri derinleştiğini gördük. Ocak ve Şubat aylarında faiz koridorunu (borçlanma ve borç verme faiz oranları) 25'er baz puan aşağı çeken Merkez Bankası bu toplantılarda politika faizi olan 1-haftalık repo faiz oranına ise dokunmadı. Nisan-Mayıs toplantılarında ise tüm faiz oranlarında 50'şer baz puan faiz indirimine gidildi. Böylece yılbaşında %5 olan borçlanma faiz oranı %3,5'a, %9 olan borç verme faiz oranı %6,5'e ve %5,5 olan politika faiz oranı %4,5'ye çekilmiş oldu (Grafik 16).

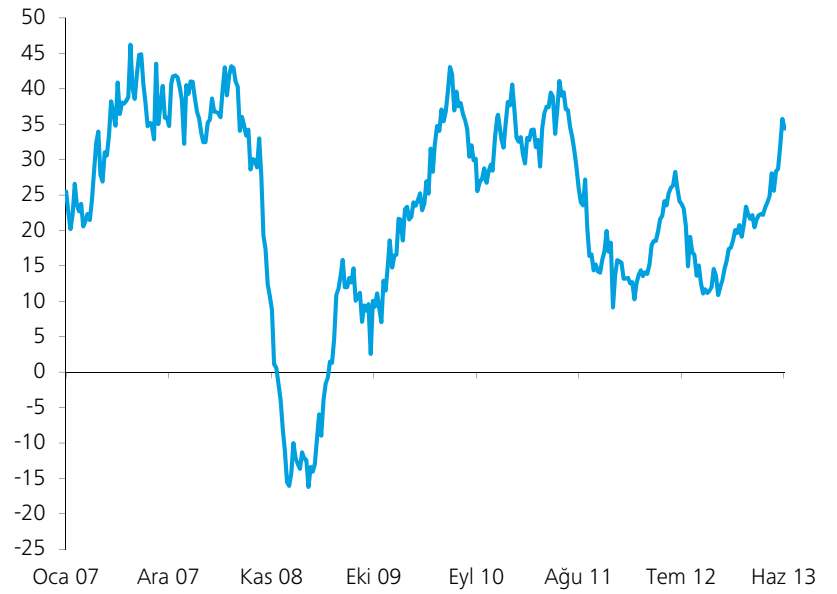
Grafik 16 - MB Faiz Oranları (basit, %)



Ancak son dönemde gerek global taraftan gerekse içerdeki gelişmelerden kaynaklanan riskler nedeniyle sermaye girişlerinin yavaşladığını ve buna bağlı olarak bir düzeltme yaşandığını görüyoruz. Para politikasının öngörülebilirliğini de güçleştiren bu ortamda Banka, Haziran toplantısında faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmedi ve para politikasının her iki yönde de esnekliğinin korunmasının uygun olacağına dair vurgu yaptı.

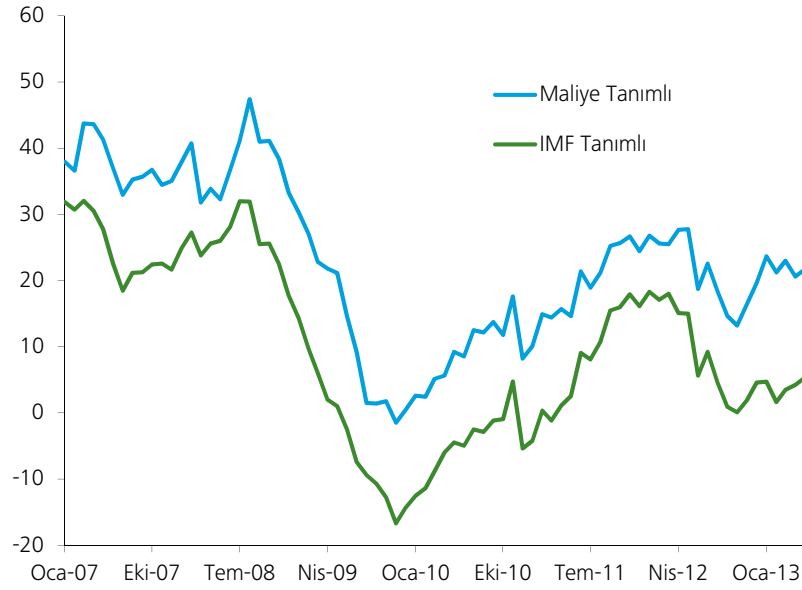
Bu esnada kredi artışları son dönemde oldukça hız kazandı. Bizim hesaplamamıza göre 13-haftalık yıllıklandırılmış, kur etkisinden arındırılmış kredi artış hızı Haziran ayının ilk haftasında %35 civarında seyrediyordu (Grafik 17). Banka son toplantıda kısa vadede büyümeye odaklanacağını sinyallerini verirken kredi artışındaki bu seyrin fiyatlama üzerindeki etkilerini yakından takip edeceğinin altını çizdi. Reel kur ile ilgili gelişmelere raporun son bölümünde ele aldık. Ancak burada son dönemde nominal TL'deki zayıflamanın reel kur konusunda Merkez'in elini rahatlattığını – hatta değerlendirme endişesi yerine aşırı zayıflama endişesinin aldığını -- belirtelim. Hatırlanacağı gibi Banka, reel kurun 120 seviyesinin üzerine çıkması durumunda önlem alınacağını, aşağı yönlü ise 115 düzeylerinin ters etki yapabileceğini, enflasyonu yükselterek, döviz açık pozisyonu üzerinden reel sektör üzerinde olumsuz etkiler oluşabileceğini sinyallemişti.

Grafik 17 - Toplam Krediler
(13-haftalık ortalama, yıllıklandırılmış, kur etkisinden arındırılmış)



Maliye politikası

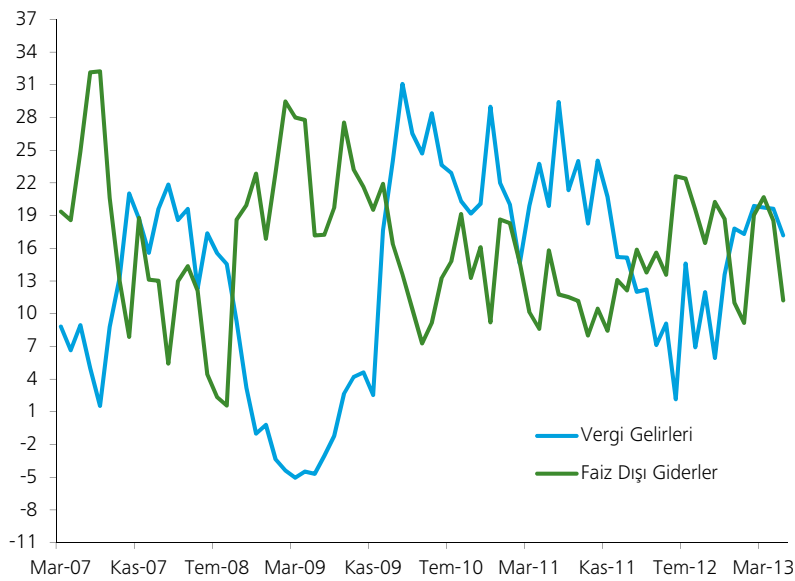
Grafik 18 - Merkezi Yönetim Faiz Dışı Dengesi
(milyar TL, 12-aylık toplam)



Geçen yılın görece zayıf performansının ardından Merkezi Yönetim Bütçesi yıl başından bu yana belirgin bir toparlanma yaşadı. Ancak geçen raporumuzda da belirttiğimiz gibi bu toparlanmada gelir tarafındaki artışın baskın olması, giderlerin ise bir türlü kısılamaması bize bu olumlu performansa temkinli yaklaşılması gerektiğini düşündürüyor.

Ocak-Mayıs döneminde Merkezi Hükümet Bütçesi 4,3 milyar TL fazla verdi. Böylece 2012 yılını 28,8 milyar TL’de kapatan bütçe açığı, Mayıs ayı itibarı ile (12-aylık toplam olarak) 24,1 milyar TL’ye geriledi. Faiz dışı fazla da yılın ilk 5 aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre 2,1 milyar TL yükselerek 26 milyar TL oldu. 12 aylık toplam olarak ise 2012 yılı sonundaki 19,6 milyar TL’den Mayıs sonunda 21,7 milyar TL’ye çıktı. Bir defaya mahsus gelirlerin çıkartılmasıyla hesaplanan ve bütçe performansını daha sağlıklı takip edebilmemizi sağlayan IMF tanımlı faiz dışı fazla ise Mayıs ayında (12-aylık toplam olarak) 2012 yılı sonuna göre 0,8 milyar TL artarak 5,3 milyar TL’ye yükseldi (Grafik 18).

Grafik 19 - Vergi Gelirleri ve Faiz Dışı Giderler
(12-aylık %, 3-aylık hareketli ortalama)



Vergi gelirleri ve faiz dışı giderlerin yıllık artışları ise son dönemde hız kesti. Dalgalandırmalardan arındırmak için 3-aylık hareketli ortalama olarak baktığımızda vergi gelirlerindeki artışın Mayıs ayında %17,2’ye (Nisan’da %19,6), faiz dışı giderlerin ise %11,2’ye (Nisan’da %18,5) gerilediğini görüyoruz.

Yılın ilk beş aylık döneminde Merkezi Hükümet bütçe gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre reel bazda (enflasyondan arındırılmış) %8,7 artış gösterdi. Vergi gelirleri bu dönemde büyük oranda ÖTV, KDV ve ithalden alınan vergilerdeki artışların etkisi ile (reel olarak) %11,1 artarken, vergi dışı gelirlerde %1,4’lük düşüş yaşandı. Ancak burada vergi gelirlerindeki artışta ekonomideki canlanmanın yanı sıra geçtiğimiz Ekim ayında alınan önlemler sonucu bazı vergilerde artırıma gidilmesinin ve Halkbank’ın özelleştirilmesi gibi bir defaya mahsus gelirlerin de katkısı olduğunu hatırlatalım.

Giderler tarafında ise toplam Merkezi Yönetim Giderlerinin yine reel bazda yıllık olarak %5,5'lik bir artış gösterdiğini, bunun faiz giderlerindeki düşüşe (%16,4) karşın faiz dışı giderlerde görülen belirgin artıştan (%10,2) kaynaklandığını görüyoruz. Faiz dışı giderler tarafında personel harcamaları (%8,4), yatırımlar (%55,3) ve mahalli idarelere ayrılan hazine yardımları (%31,6) ile görev zararları (%48,7) dikkat çeken kalemler arasında...

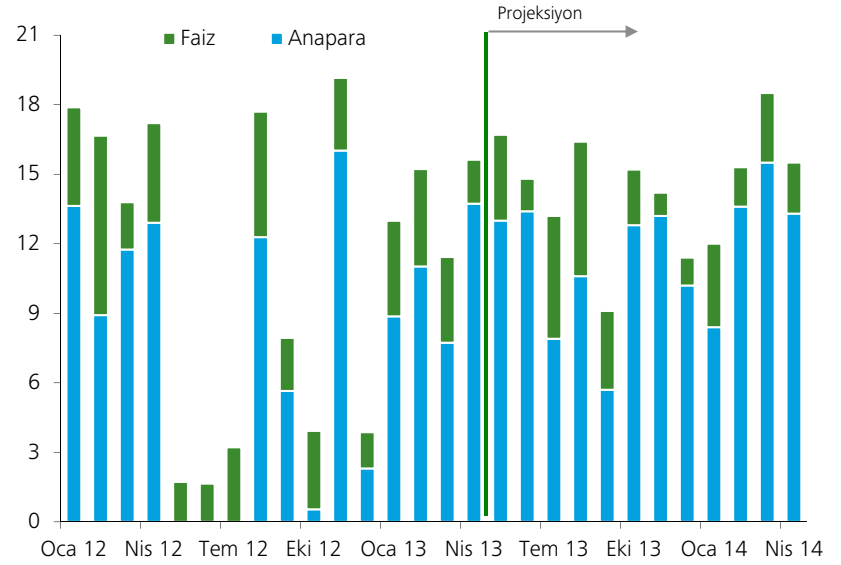
Önümüzdeki dönemde elbette ekonomideki toparlanmaya bağlı olarak gelir tarafındaki iyileşme devam edecektir. Ayrıca burada hükümetin yeni bir varlık barışı sürecini başlattığı ve yılın geri kalanında vergi gelirleri tarafına bu yolla da destek gelebileceğini hatırlatalım. Ancak biz özellikle özel sektör yatırımlarının oldukça zayıf seyrettiği bir dönemden geçerken, kamu yatırım harcamalarının azalmayacağı ve gelecek yıl için üç seçimli bir siyasi takvimin dillendirildiği bir ortamda önümüzdeki dönemde bütçe giderlerinde bir azalmanın mümkün olmadığı görüşündeyiz.

Bu nedenle yılın ikinci yarısından sonra bütçe performansında bir parça bozulma bizim açımızdan sürpriz olmayacaktır....

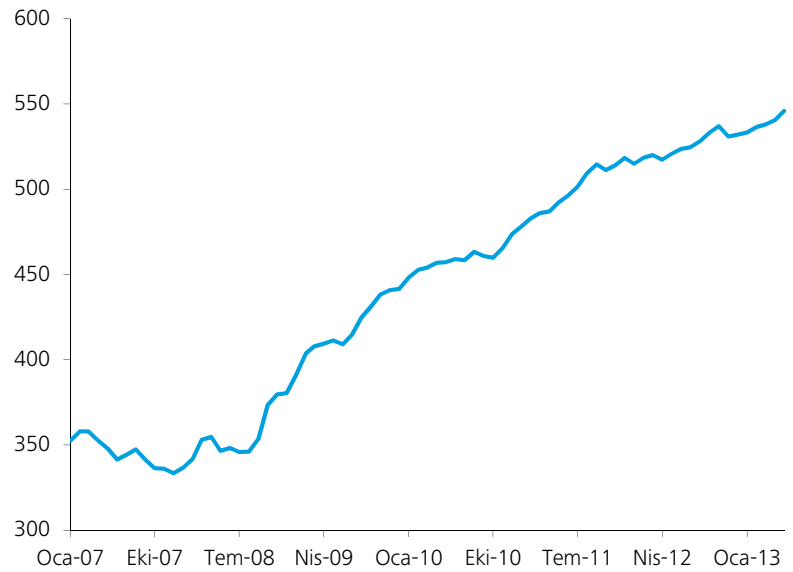
Hazine borçlanması açısından 2013 yılı sorunsuz başladı. Ocak-Nisan döneminde 63,3 milyar TL borç servisi (55,3 milyar TL'si iç borç) bulunan Hazine, bu miktarı zorlanmadan karşıladı. Bu dönemde iç borç çevirme rasyosu ise %87,4 seviyesinde gerçekleşti. Ancak Hazine'nin yılın geri kalanında halen 111 milyar TL civarında yüksek miktarda itfası bulunuyor. İç siyasette son dönemde süren karışıklık ve GOP'lara olan sermaye akımlarının azalması önümüzdeki dönemin Hazine için bir miktar daha zorlu geçebileceğine işaret ediyor (Grafik 20).

Merkezi Yönetim Borç Stoku ise olumlu seyrini sürdürüyor. TL'nin istikrarlı seyrinin de etkisi ile 2012 yılı sonunda 532 milyar TL olan toplam borç stoku Nisan ayı sonunda 8,4 milyar TL gibi sınırlı bir artış göstererek (393,6 milyar TL'si iç borç, 146,8 milyar TL'si dış borç olmak üzere) 540 milyar TL oldu... Geçen raporumuzda da belirttiğimiz gibi biz önümüzdeki dönemde borç dinamikleri açısından belirgin bir riskin olduğunu düşünmüyoruz (Grafik 21).

Grafik 20 - Hazine İç Borç Geri Ödemeleri (milyar TL)

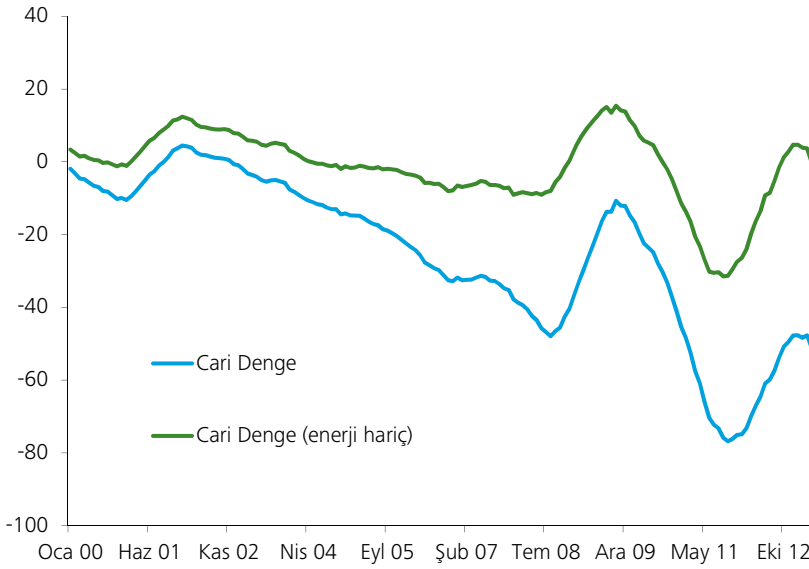


Grafik 21 - Merkezi Yönetim Borç Stoku (milyar TL)



Ödemeler dengesi

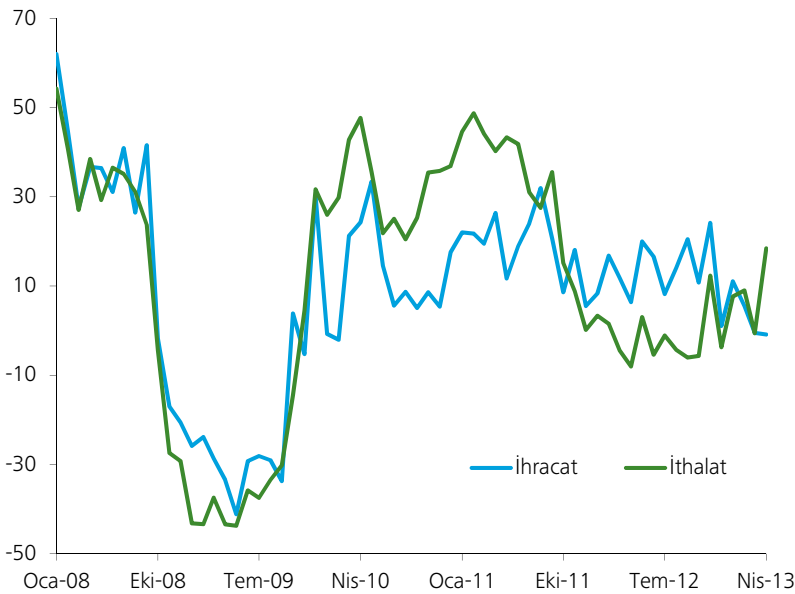
Grafik 22 - Cari Denge
(12-aylık toplam; milyar \$)



Ekonomide yeniden dengelenme sürecinin sona ermesi cari açığa da genişleme trendinin başlamasına neden oldu. Yılın ilk çeyreğinde enerji fiyatlarının desteği ile bu genişleme nispeten sınırlı kalırken Nisan ayı rakamları cari açığın belirgin şekilde artmaya başladığını gösterdi.

2012 yılını 47,7 milyar dolar (GSYH'ye oran ile %6,1) seviyesinden kapatan cari açık, 12-aylık toplam olarak Nisan ayı itibari ile 51,3 milyar dolara yükseldi. Aynı dönemde enerji açığı, düşük seyreden fiyatların etkisi ile daralırken; cari açığıdaki genişlemede, iç talepteki canlanmaya bağlı olarak enerji dışı denge etkili oldu. Böylece sene başından bu yana enerji açığı 52,4 milyardan 51,1 milyar dolara daralırken, 2012 yılı sonunda 4,7 milyar dolar fazla veren enerji-dışı cari denge ise Nisan'da hafif de olsa açık vermeye başladı (Grafik 22).

Grafik 23 - İhracat ve İthalat Büyümesi (12-aylık, %)



Cari açığın ana belirleyeni olan dış ticaret açığı da yıl başından Nisan ayına kadar olan dönemde 4,8 milyar dolar artarak 88,8 milyar dolara yükseldi. Küresel ekonomideki zayıflık özellikle son dönemde ihracatta belirgin düşüşe neden olurken (Mart-Nisan döneminde yıllık ihracat değişimleri negatif seyretti) iç talepteki canlanma ithalatın artmasını sağladı. Mart ayındaki düşüşe karşın yıllık ithalat artışı yılın ilk dört ayında %8,6 gibi oldukça güçlü denebilecek bir oranda seyretti (2012 yılının tamamında ortalama %-1,5 idi) (Grafik 23).

Nisan 2013 itibari ile Türkiye'ye giren sermaye akımları 12-aylık toplam olarak 94,2 milyar dolar seviyesine ulaştı. Bunun 52,7 milyar doları portföy yatırımları tarafından geldi. Başka bir deyişle, portföy yatırımları, 51,3 milyar dolarlık cari açığın tamamını karşılayacak düzeye ulaştı. Burada portföy yatırımları derken büyük oranda borç senetlerinden (11,3 milyar doları bankacılık sektörüne, 2,8 milyar doları bankacılık dışı özel sektöre ve 28,5 milyar doları kamu sektörüne ait olmak üzere toplam 42,6 milyar dolar) bahsettiğimizi; hisse senedi tarafından sağlanan girişlerin ise sınırlı kaldığını (6 milyar dolar) hatırlatalım. Finansmanın diğer bir sürükleyicisi olan kısa vadeli borçlanmalar yolu ile ise son bir yılda yaklaşık 20 milyar dolarlık sermaye girişi sağlanmış oldu.

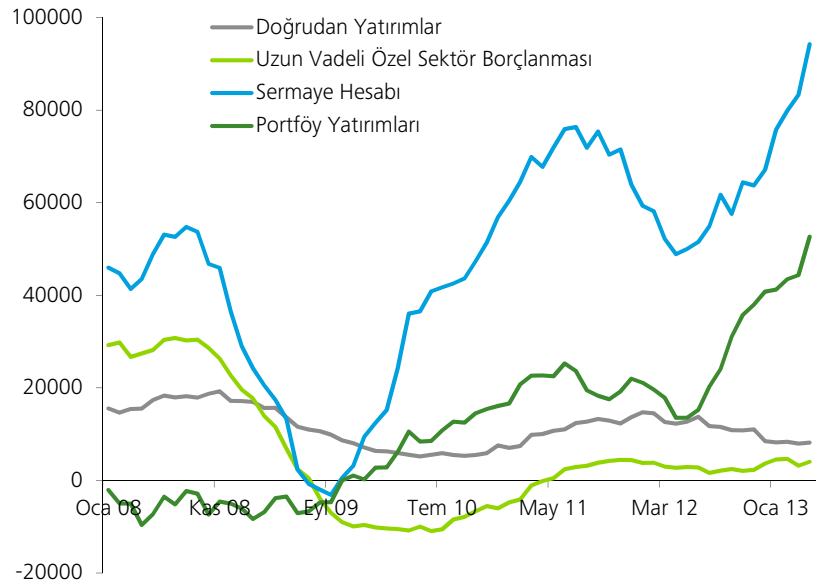
Diğer yandan, daha sağlıklı sayılan finansman yollarından Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) ve özel sektör uzun vadeli borçlanması ise zayıf seyirlerini sürdürdü. Nisan ayı itibari ile 12-aylık toplam olarak 8,2 milyar dolar civarında seyreden DYY'ler böylece cari açığın sadece yaklaşık %15'ini karşılayabilecek seviyede bulunuyor. Bankacılık dışı özel sektör uzun vadeli borçlanması ise (yine 12-aylık toplamda) 4 milyar dolar seviyesinde bulunuyor. Ancak sektörün borç çevirme yollarının genelde yüksek seyretmesini olumlu bulduğumuzu söyleyebiliriz (Grafik 24).

Geçmişte kayda değer sermaye girişlerinin yaşandığı net hata noksan kalemi (ya da kaynağı belli olmayan sermaye akımları) son bir yılda ise 8,8 milyar dolar civarında bir sermaye çıkışına işaret ediyor. Merkez Bankası ise, zorunlu karşılık ve ROK mekanizması sayesinde, son bir yılda toplam 34 milyar dolar rezerv birikimi sağlamış bulunuyor.

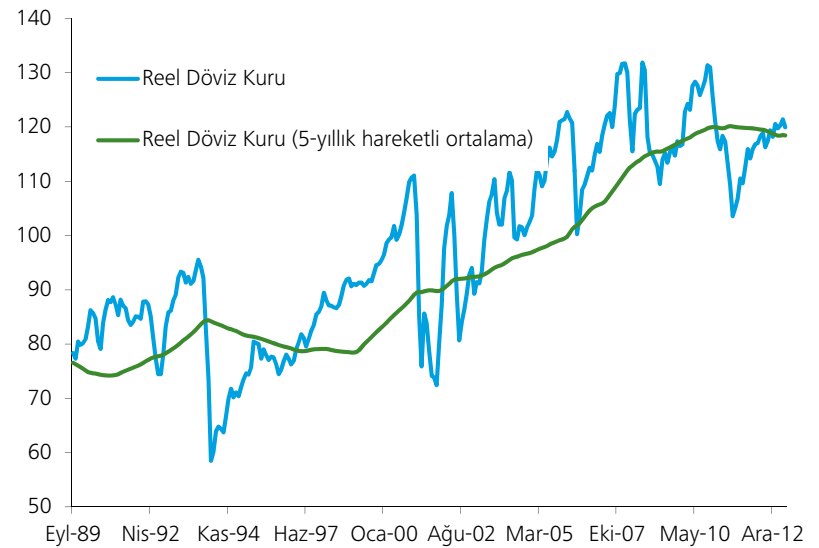
Biz önümüzdeki dönemde GOP'lardaki çıkışla birlikte, yurtdışındaki gelişmelere bağlı olarak portföy yatırımlarında bir miktar azalma olabileceği, DYY'lerde ise çok ciddi bir artış olmayacağı varsayımıyla finansmanın bu yapısının temelde değişmeyeceğini düşünüyoruz.

Bu yılın başından beri uzun vadeli trendinin üzerinde seyreden reel döviz kuru, Mayıs itibari ile Merkez Bankası'nın kritik eşiği olan 120 seviyesinde bulunuyor. Biz geçtiğimiz raporda reel kurdaki değerlenme sürecinin hemen hemen sonuna gelindiğini belirtmiştik. Nitekim son dönemde nominal kurda yaşanan kayıplar ve Merkez Bankası'nın para politikası tarafında aldığı önlemler reel kurdaki değerlenmenin 2013 yılında sınırlı olacağı, hatta bir miktar değer kaybı olabileceği yönündeki görüşümüzü destekliyor.

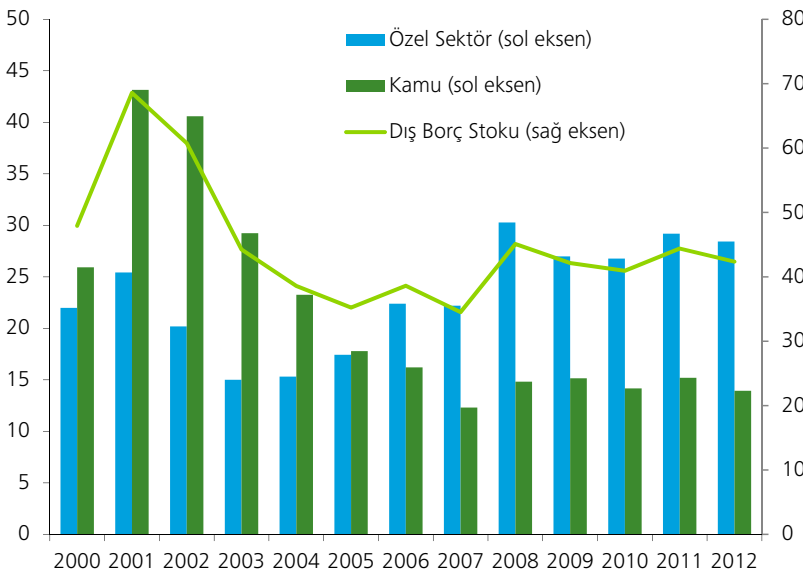
Grafik 24 - Sermaye Hesabı: Seçilmiş Kalemler (12-aylık toplam, milyon \$)



Grafik 25 - Reel Döviz Kuru (TÜFE Bazlı; 2003=100)



Grafik 26 - Dış Borç Stoku (GSYH'ye % oran olarak)



2012 yılı sonunda 337 milyar dolara yükselen Türkiye'nin toplam dış borç stoku, GSYH'ye oran ile ise 2011 yılı sonundaki %44,4 seviyesinden %42,4'e geriledi. Aynı dönemde kamu kesimi borcu %15,2'den %13,9'a; özel sektörün borcu ise %29,2'den %28,4'e düşüş gösterdi. Vade açısından ise uzun vadeli borcun GSYH'ye oranı gerilerken (%32,4'den %29,7'ye) kısa vadeli borçların artış eğilimi devam etti. Türkiye'nin toplam kısa vadeli borç stoku (GSYH'ye oran olarak) 2012 yılı sonunda önceki yıla oranla 0,7 baz puan artış ile %12,7'ye yükseldi (Grafik 26).

Merkez Bankası'nın aylık olarak yayınladığı veriler kısa vadeli borç stokunun (borcun alındığı tarihe göre, vadesi 365 günden düşük olan krediler) 2013 yılında da artmaya devam ettiğini gösterdi. Bu verilere göre 2012 yılı sonunda 100,8 milyar dolar olan kısa vadeli borçlar, büyük oranda bankacılık sektörünün etkisi ile, Nisan itibari ile 122,2 milyar dolara çıktı. Bankacılık sektörü kısa vadeli borç stokundaki bu artışlarda Merkez Bankası'nın zorunlu karşılık oranları ve ROK mekanizmasının etkili olduğunu hatırlatalım.

Deloitte Türkiye

Sun Plaza

Maslak Mah. Bilim Sok. No:5
34398 Şişli, İstanbul
Tel: 90 (212) 366 60 00
Fax: 90 (212) 366 60 30

Armada İş Merkezi

A Blok Kat:7 No:8
06510, Söğütözü, Ankara
Tel: 90 (312) 295 47 00
Fax: 90 (312) 295 47 47

Punta Plaza

1456 Sok. No:10/1
Kat:12 Daire: 14 – 15
Alsancak, İzmir
Tel: 90 (232) 464 70 64
Fax: 90 (232) 464 71 94

Zeno Center İş Merkezi

Odunluk Mah. Kale Cad.
No: 10 d
Nilüfer, Bursa
Tel: 90 (224) 324 25 00



www.deloitte.com.tr

Deloitte, faaliyet alanı birçok endüstriyi kapsayan özel ve kamu sektörü müşterilerine denetim, vergi, danışmanlık ve kurumsal finansman hizmetleri sunmaktadır. Küresel bağlantılı 150'den fazla ülkedeki üye firması ile Deloitte, nerede faaliyet gösterirse göstere, başarılarına katkıda bulunmak için müşterilerine birinci sınıf kapasitesini ve derin yerel deneyimini sunar. Deloitte'un yaklaşık 200.000 uzmanı, mükemmelliğin standardı olmaya kendini adanmıştır.

Deloitte; bir veya birden fazla, ayrı ve bağımsız birer yasal varlık olan, İngiltere mevzuatına göre kurulmuş olan Deloitte Touche Tohmatsu Limited ve üye firma ağına atfedilmektedir. Deloitte Touche Tohmatsu Limited ve üye firmalarının yasal yapısının detaylı açıklaması için lütfen www.deloitte.com/about adresine bakınız.