

- ❖ Başarısız darbe girişimi sonrasında, özel yatırımlar ve tüketimde yaşanan yavaşlama sebebiyle, 2016 yılına ilişkin büyüme tahminimizi aşağı yönlü revize ederek yüzde 3,5'ten yüzde 3,1'e düşürüyoruz.
- ❖ Turizm gelirlerinin azalması ile birlikte cari açığın 2016 yılında artması bekleniyor.
- ❖ Hükümet, zayıflayan özel talep karşısında büyümeyi desteklemek için yılın son çeyreğinde mali politikayı gevşetiyor.

Zayıflayan yurt içi talep ile birlikte büyüme ikinci çeyrekte yavaşlamaya devam etti. Birinci çeyrekte yüzde 0,7'ye düştükten sonra, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış (MEA) çeyrekten çeyreğe GSYH artışı ikinci çeyrekte yüzde 0,3'e geriledi. Son 9 çeyreklik dönemde özel tüketim ilk kez büyümeye negatif katkıda bulunurken, kamu harcamaları pozitif ivmesini korudu. Özel yatırımlar ikinci çeyrekte önemli ölçüde arttı, ancak başarısız darbe girişiminin riskten kaçınma davranışlarını artırarak, şirketlerin yatırım kararlarını ertelemelerine yol açtığı düşünüldüğünde, yılın geri kalanında bu artışın devam etmesi muhtemel görünmemektedir. Azalan turizm girişleri sebebiyle ihracat daralırken, zayıflayan iç talep etkisiyle ithalatın artış hızı zayıfladı. Bu gelişmeler ile birlikte net ihracatın katkısı negatif gerçekleşmeye devam etti.

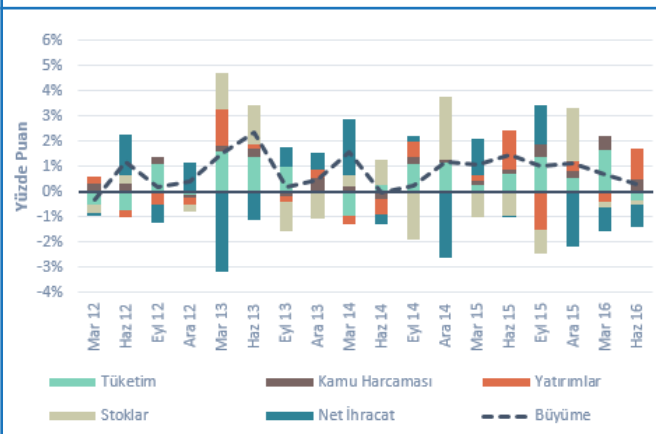
Öncü göstergeler, 2016 yılının ikinci yarısında büyümenin yavaşladığına işaret ediyor. Başarısız darbe girişimi ve son dönemde yaşanan jeopolitik gelişmeler yurt içindeki belirsizlikleri artırdı ve özel sektör güvenini zayıflattı. Üçüncü çeyrekte sanayi üretimi (MEA) bir önceki çeyreğe göre yüzde 3,1 düştü ve satın alma yöneticileri endeksi (PMI) Ekim ayı sonuna kadar kritik seviyenin altında kaldı. Benzer şekilde, istihdam artışı da üçüncü çeyrekte önemli oranda yavaşladı ve bu da ekonomik faaliyetteki yavaşlamayı teyit ediyor. Yatırım harcamaları anketi, özel yatırımlarda ikinci çeyrekteki önemli artışın ardından üçüncü çeyrekte sert bir düşüş yaşandığını ortaya koyarak şirketlerin yatırım kararlarını ertelediklerini gösterdi.² Talep tarafında, artan belirsizlikler hanehalkları arasında riskten kaçınma davranışını artırarak hanelerin harcamalarını kısımlarına sebep oldu; bunun

sonucunda üçüncü çeyrekte perakende satışlar bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,7 azalma kaydetti ve kredi artış hızı yavaşladı. Ayrıca, üçüncü çeyrekte net ihracatın düştüğü tahmin ediliyor. Özet olarak, öncü göstergeler üçüncü çeyrekte reel GSYH artışının negatif olarak gerçekleşebileceğini gösteriyor. Son çeyrekte, hükümetin tüketici harcamalarını teşvik etmeye yönelik önlemleri sayesinde özel tüketimin bir miktar toparlanmasını ve kamu harcamalarının zayıflayan özel talebi kısmen dengelemesini bekliyoruz. Yılın ikinci yarısındaki zayıflayan büyüme görünümünü göz önünde bulundurarak, 2016 yılına ilişkin büyüme tahminimizi yüzde 3,1 olarak revize ediyoruz.

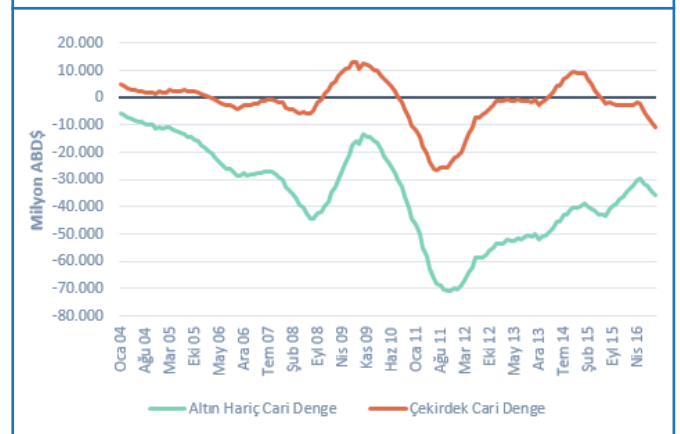
Cari açık Mayıs ayında tekrar artmaya başlayarak daha önceki gidişatı tersine çevirdi. 12 aylık cari açık Mayıs ayında 27,7 milyar ABD\$'a düştükten sonra, özellikle azalan turizm gelirleri sebebiyle tekrar artmaya başlayarak, Eylül ayında 32,4 milyar ABD\$'a ulaştı. Rusya'nın uyguladığı yaptırımların ve güvenlik endişelerinin, Rusya'dan ve Avrupa'dan turist akışlarını kesmesi sebebiyle 2016 yılında Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısı sert bir şekilde azaldı. Son iki yılda dış dengedeki iyileşmenin ana sürükleyici etkeni olan enerji açığı, 2016 yazında enerji ithalat fiyatlarının etkisiyle yaklaşık 25 milyar ABD\$ olarak dengelenmeye başladı. Küresel petrol fiyatları birinci çeyreğin başlarından bu yana tekrar yükselişe geçti. Bu durumun bir süre sonra enerji açığını olumsuz etkilemeye başlayarak, 2017 yılında enerji açığını artırması bekleniyor.

Gıda fiyatları manşet enflasyonunda dalgalanmaya sebep oluyor. Gıda fiyatları enflasyonu 2016 yılında oldukça oynak bir hal aldı. 12 aylık gıda enflasyonu Ocak ile Nisan ayları arasında yüzde 11,7'den yüzde 0,6'ya düştükten sonra, Temmuz ayında yüzde 9,6'ya yükseldi ve Eylül ayında tekrar yüzde 3,9'a indi. Gıda enflasyonunda son zamanlarda yaşanan düşüşle birlikte, Ekim itibarıyla manşet enflasyonu yüzde 7,2'ye indi. Öte yandan, gıda, enerji, içecek ve tütün ürünlerinin yer almadığı çekirdek enflasyon oranı, Ocak ayından bu yana istikrarlı bir şekilde düşerek, Ekim itibarıyla yüzde 7,0 olarak gerçekleşti. Önümüzdeki dönemde, oynak gıda fiyatları ile TL'de son zamanlarda yaşanan değer kaybı dalgalı-eğer kalıcı hale gelirse- enflasyon görünümündeki başlıca yukarı yönlü riskleri oluşturuyor.

Şekil 1. Çeyreklik Büyüme Katkıları (MEA, çeyrekten çeyreğe)



Şekil 2. Cari Denge (12-Ay Birikimli)



	2014	2015	2016	2017	2018
Reel GSYH Büyüme Oranı (yüzde)	3,0	4,0	3,1	3,5	3,5
Tüketici Fiyatları Enflasyonu (dönem sonu, yüzde)	8,2	8,8	8,0	8,0	7,5
Genel Hükümet Bütçe Dengesi (GSYH'nin yüzdesi olarak)	-0,6	0,0	-2,1	-1,9	-2,0
Genel Devlet Borç Stoku (GSYH'nin yüzdesi olarak)	36,3	36,0	36,4	36,7	37,0
Cari Denge (GSYH'nin yüzdesi olarak)	-5,4	-4,5	-4,7	-5,0	-5,5

Kaynak: Dünya Bankası Tahminleri, TÜİK, Hazine Müsteşarlığı, TCMB

Küresel ve yerel faktörler sebebiyle finansal piyasalardaki dalgalanma Mayıs ayından bu yana artış kaydetti. Haziran ayının sonlarındaki Brexit oylaması ve Temmuz ortasındaki başarısız darbe girişimi, Türk varlıklarının fiyatlarını zayıflattı, ancak her iki durumda da hızlı bir toparlanma yaşandı. Eylül ayından bu yana, zayıf küresel görünüm, ABD'de beklenen faiz artışı, yurt içindeki yavaşlayan büyüme, artan cari açık ve gevşek makro politikalar sebebiyle dalgalanma daha da arttı. Ayrıca, Eylül ayı sonunda, Moody's Türkiye'nin kredi notunu Baa3'ten Ba1'e, yani yatırım yapılabilir seviyenin bir basamak altına indirdi. Bunun sonucunda, Türkiye özellikle TL cinsinden ihraç edilen tahvillerde olmak üzere, portföy çıkışları yaşamaya başladı ve TL baskı altına girdi. Kasım ayının başlarında TL Dolar karşısında yaklaşık yüzde 8 değer kaybederek 3,17 ile en düşük seviyesine indi. Son zamanlarda ise ABD seçimlerinden çıkan sürpriz sonuç, küresel tahvil faizlerini yükseltti ve gelişen ülkelerin para birimlerini baskı altına aldı. Bu bağlamda, 21 Kasım itibarıyla, TL yüzde 7 değer kaybetti ve ABD\$ kuru 3,37 TL'ye yükselirken, 2 yıllık gösterge niteliğindeki tahvilin getiri oranı yaklaşık 100 baz puan yükselerek yüzde 10,44'e ulaştı. TL'de yaşanan değer kaybı büyük miktarda açık döviz pozisyonları bulunan şirketler kesimi üzerinde ilave baskılar oluşturmakta ve güven ve yatırım görünümünü olumsuz etkilemektedir.

Zayıflayan TL karşısında endişelenen Merkez Bankası Ekim ayında parasal genişlemeye ara verdi. Merkez Bankası Mart ile Eylül ayları arasında gecelik borç verme oranını 250 baz puan düşürerek, yüzde 8,25'e indirdi ancak haftalık repo ve gecelik borçlanma oranlarını aynı tuttu; böylece ortalama TCMB fonlama maliyetini 100 baz puan azalttı. Başarısız darbe girişimi sonrasında bankalar için fonlama maliyetlerini düşürmek ve kredi koşullarını gevşetmek amacıyla, Merkez Bankası ayrıca Ağustos ve Eylül aylarında tüm vadeler için zorunlu karşılık oranlarını toplamda 100 baz puan kadar düşürdü. Ancak, TL'de son zamanlarda yaşanan değer kaybı enflasyon dinamiklerine ve finansal istikrara ilişkin kaygıları arttırdı. Bunun sonucu olarak, Merkez Bankası Ekim ayı toplantısında tüm faiz oranlarını aynı tuttu.

Hükümet büyümeyi desteklemek için dördüncü çeyrekte mali politikayı gevşetiyor. Yıllık yüzde 1,6'lık bütçe açığı hedefine karşın, merkezi yönetim bütçe açığı yılın ilk üç çeyreğinde GSYH'nin yüzde 0,6'sı düzeyinde kaldı. Vergi gelirlerindeki artış 2015 yılına göre yavaşlarken, sermaye ve mülkiyet gelirleri sayesinde vergi dışı gelir artışı güçlendi, böylelikle toplam gelir artış hızı makul derecede yüksek tutulabildi. Ücret giderlerinin ve cari transferlerin hızlanan artışına rağmen, sermaye giderlerindeki,

sermaye transferlerindeki ve faiz giderlerindeki azalma tarihsel artış eğilimlerinden sapmayı önledi. Bununla birlikte, orta vadeli programda, önümüzdeki dönem için büyümeyi desteklemek amacıyla mali hareket alanının kullanıldığı daha gevşek bir mali politika öngörülmüyor. Özel talepteki zayıflığı telafi etmek amacıyla, yılın geri kalanında kamu harcamalarının artması ve 2017 yılında GSYH artışını desteklemek amacıyla kamu yatırımlarının önemli ölçüde artması bekleniyor. Genel yönetim bütçe açığının 2016 yılında yüzde 2,1'e yükselmesini, 2017 yılında ise yüzde 1,9'a gerilemesini öngörüyoruz.

Özellikle Rusya yatırımlarının kalkması ile birlikte iyileşen net ihracat sayesinde 2017 yılında GSYH artışının tekrar yüzde 3,5'e çıkacağını tahmin ediyoruz. Destekleyici makroekonomik politikalar ve darbe girişiminin tüketici talebi üzerindeki olumsuz etkisinin kaybolması sayesinde özel tüketimdeki toparlanmanın dördüncü çeyrekte başlamasını bekliyoruz. 2017 yılında özel tüketim artışının tekrar Temmuz öncesindeki seviyelere yaklaşmasını bekliyoruz. Sınırlı toparlanmaya rağmen, iş dünyasındaki güvenin halen zayıf olması ve TL'de son zamanlarda yaşanan değer kaybının bilançoları zorlaması sebebiyle, özel yatırımların 2017 yılında zayıf kalması bekleniyor. İş dünyasında güvenin yeniden tesis edilmesine ve yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik yapısal reformlar kademeli olarak orta vadede özel yatırımların iyileşmesine yardımcı olacaktır. Diğer yandan, orta vadeli hükümet programı 2017 yılı için cömert bir kamu yatırım planı ortaya koymaktadır; bu durum toplam yatırımların büyümeye olan katkısını artırırken, kamu harcamalarının katkısı önemli ölçüde yavaşlayacaktır. Küresel petrol fiyatlarındaki artışın ve negatif net ihracatın 2017 yılında cari açığı gayrisafi yurt içi hasılanın yüzde 5'i seviyesine çıkarmasını öngörüyoruz.

Kredilerin mevduattan daha hızlı artması ve kredilerin mevduata oranının yüzde 120'ye çıkması ile birlikte, orta vadede kredi artışı büyüme üzerinde bağlayıcı bir kısıt haline gelebilir. Şimdiye kadar bankalar mevduatlar ile karşılanan kredilerin üzerindeki kredileri neredeyse tamamen, Ağustos 2016 itibarıyla 160 milyar ABD\$'na ulaşan dış borçlanma ile finanse etmiştir. TL'deki oynaklığın dış borçlanma iştahını azaltması olasıdır; öte yandan yurt içi tasarrufların düşük seviyede olması, mevduat olanağının artmasını sınırlayabilir ve azalan karlılık eğilimi sermaye artışlarını caydırabilir. Sonuç olarak, orta vadede kredi artışının düşük seviyede kalması ve bunun özel yatırımları ve özel harcamaları olumsuz etkilemesi söz konusu olabilir.

¹ Türkiye Düzenli Ekonomi Notu, Türkiye'deki ekonomik gelişmeleri değerlendiren ve temel makroekonomik değişkenler hakkında Dünya Bankası'nın tahminlerini sunan kısa bir bilgi notudur. Bilgi notunun yakın geçmişe odaklandığı düşünüldüğünde, mevsim etkisinden arındırılmış verileri çeyrekte çeyreğe (veya 3 aylık) değişiklikleri bildirmektedir. Yıllık bazdaki oranlar çok daha az oynak olmakla birlikte, çeyrek bazındaki büyüme oranlarını kullanmanın temel avantajı bir resesyonun sona ermesi veya büyüme döneminin başlaması gibi ekonomideki dönüm noktalarını tespit etmenin daha kolay olmasıdır.

² Yatırım harcamaları anketi Merkez Bankası tarafından yayınlanan reel sektör güven endeksinin sabit sermaye harcamaları alt bileşenini ifade etmektedir.