

Aralık 2014

- Stokların eritilmeye başlaması sebebiyle üçüncü çeyrekte ekonomik büyüme hayal kırıklığı yarattı. 2014 yılının tamamına ilişkin büyüme tahminimizi yüzde 3,1'e indirdik.
- Petrol fiyatlarındaki keskin düşüş sebebiyle enflasyon ve cari açık görünümü önemli ölçüde iyileşti.
- Kurda tekrar yaşanan zayıflama Türkiye'nin yatırımcı algısındaki değişikliklere karşı hassas olduğunu bir kez daha gösterdi; dolayısıyla para politikası ile ilgili hareket alanı halen sınırlı.

**Stok birikiminden stokların eritildiği bir sürece geçişin, iç talebin diğer bileşenlerinde yaşanan toparlanmayı dengelemesi ile birlikte, yılın üçüncü çeyreğinde ekonomik büyüme hayal kırıklığı yarattı.** Bir önceki çeyrekte yüzde 0,5 daralan reel GSYH, 2014 yılının üçüncü çeyreğinde çeyrek bazında yüzde 0,4 arttı (Şekil 1). Yıllık bazdaki artış ise yüzde 1,7 ile 2012 4. çeyreğinden bu yana kaydedilen en düşük seviyeye indi. Hayal kırıklığına yol açan büyüme rakamına rağmen, büyümenin bileşimi daha dengeli bir hale geldi. Özel tüketimde ve özel yatırımlarda kayda değer bir iyileşme kaydedildi ve kamu harcamaları makul bir oranda arttı. Öte yandan, net ihracat büyüme desteklemeye devam etti. Türkiye'nin büyüme oranı Brezilya, Güney Afrika ve Avro bölgesinin büyüme oranından daha yüksek gerçekleşirken, Macaristan, Polonya, Romanya, Çin, İngiltere ve ABD'nin gerisinde kaldı. 2014 yılının tamamına ilişkin büyüme tahminimizi Ekim notumuzdaki yüzde 3,5'ten yüzde 3,1'e düşürüyoruz.

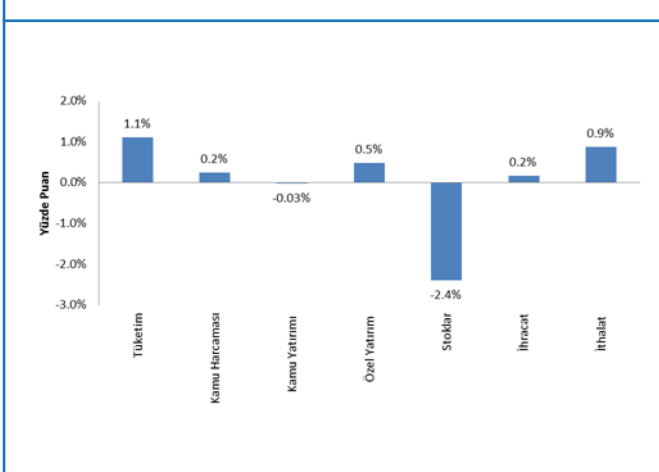
**Güçlü istihdam yaratma performansına rağmen, işgücünün hızlı bir şekilde artması sebebiyle işsizlik arttı.** Sanayi ve hizmetler sektörlerinin desteği ile, Eylül ayında mevsimsel olarak düzeltilmiş bazda 113 bin tarım dışı istihdam yaratıldı; bu rakam Ağustos ayında 94 bin ve Temmuz ayında 2 bin olarak gerçekleşmişti. Sanayi, inşaat ve hizmetler sektörleri sırasıyla 49 bin, 15 bin ve 49 bin yeni iş yarattı. Öte yandan, Eylül ayında tarım dışı işgücünün 210 bin artış göstermesi ile birlikte, tarım dışı işsizlik rakamı 97 bin artış gösterdi (Şekil 2). Mevsimsel olarak düzeltilmiş tarım dışı işsizlik oranı Ağustos ayındaki yüzde 12,5 seviyesinden Eylül ayında yüzde 12,8'e yükseldi. İşgücündeki keskin artış hem demografik değişimi hem de kadınların işgücüne katılım oranındaki artışı yansıtmaktadır; bu faktörlerin her ikisinin de devam etmesi ve orta vadede Türkiye'nin büyüme potansiyeline katkıda bulunması beklenmektedir.

**Manşet enflasyon zirveye ulaşıyor.** Gıda fiyatlarının hızla yükselmeye devam etmesi ile birlikte, Kasım ayında 12 aylık enflasyon hafif bir yükselişle yüzde 9,15'e ulaştı. Yıllık bazda Ekim ayında yüzde 12,7 artan gıda fiyatları Kasım ayı itibarıyla yüzde 14,7 artış gösterdi. Gıda dışı enflasyon 0,4 puanlık bir gevşeme ile yüzde 7,5 olarak gerçekleşmesine rağmen, halen yüzde 5'lik resmi hedefin oldukça üzerindedir. Yıllık çekirdek enflasyon ölçüsü olan TÜFE-I endeksi ise Kasım ayında değişmeyerek yüzde 9'da kaldı. Bununla birlikte, mevsimsel olarak düzeltilmiş bazda, aylık enflasyon önemli ölçüde yavaşladı; bu durum herhangi bir şok yaşanmaması halinde 12 aylık enflasyonun düşeceğini göstermektedir. Temmuz ayında yüzde 13,7 olarak gerçekleşen mevsimsel olarak düzeltilmiş ve yıllıklandırılmış enflasyon Kasım ayında yavaşlayarak yüzde 3,8'e gerilerken, mevsimsel olarak düzeltilmiş ve yıllıklandırılmış çekirdek enflasyon yüzde 10,2'den yüzde 6,0'a geriledi. Petrol fiyatlarındaki keskin düşüş, gıda fiyatlarında beklenen ortalamaya dönüş ve olumlu baz etkisi, 2015 yılının başlarında enflasyonun düşmesini destekleyecektir. Liradaki değer kaybı eğiliminin tekrar başlaması olumlu enflasyon görünümündeki en önemli aşağı yönlü risktir.

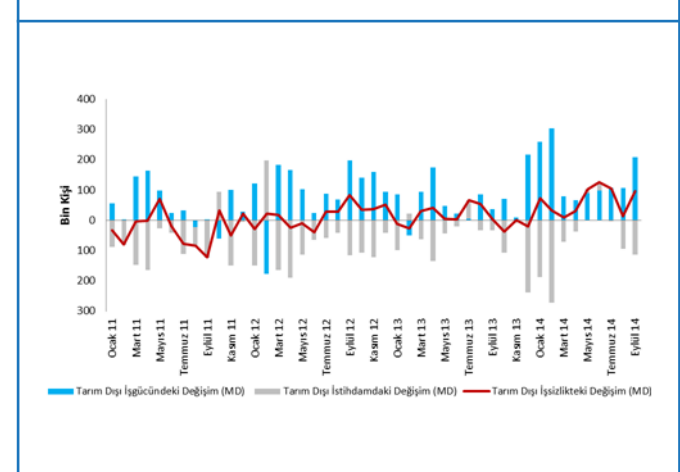
**İhracatın esnekliği sayesinde dış dengeleme Ekim ayında da devam etti.**

12 aylık birikimli cari açık, Haziran ayında GSYH'nin yüzde 6,5'i seviyesinde iken Ekim ayında yüzde 5,7 seviyesine indi. Bu düzelmeye 0,2 puanlık bölümünü altın ticareti oluştururken, kalan 0,6 puanlık düzelmeye altın dışı bileşenlerden kaynaklandı. Yılın ikinci yarısındaki yavaşlamaya rağmen, AB'ye yapılan ihracat 2014 yılındaki ihracat performansının ana sürükleyicilerinden birisi olmaya devam etti. Zayıf iç talep ithalatın azalmasına yol açmış ve bu da düzelmeye olumlu katkıda bulunmuştur. Özellikle AB'deki zayıf büyüme ve jeopolitik gerilimler sebebiyle önümüzdeki dönemde daha zayıf bir ihracat performansı beklemekteyiz. Öte yandan, iç talebin toparlanmaya başlaması ile birlikte ithalatın artması, ancak düşen enerji fiyatlarının bunun etkisini azaltması beklenmektedir.<sup>1</sup> 2014 yılında cari açığın yüzde 5,6 olarak gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Net DYY girişi yıl başından bu yana temin edilen finansmanın sadece yüzde 16,1'ini oluştururken, net portföy girişlerinin, net diğer yatırım girişlerinin ve net hata ve noksanın payları sırasıyla yüzde 46,6, yüzde 32,8 ve yüzde 17,9 olarak gerçekleşmiştir. Cari açığa önemli ölçüde gerçekleşen düzelmeye sebebiyle, Türkiye'nin önümüzdeki 12 aylık dönemdeki toplam dış finansman gereksinimi 210 milyar ABD\$'na inmiştir (tahmini GSYH'nin yüzde 24'ü).

Şekil 1. Çeyreklik GSYH Artışına Katkıları – 2014 3. Çeyrek



Şekil 2. Tarım Dışı İşsizlikteki Aylık Değişim



## Seçilmiş Ekonomik Göstergeler

	2013	2014	2015	2016	2017
Reel GSYH artış oranı (yüzde)	4,1	3,1	3,5	3,7	3,9
Tüketici fiyatları enflasyonu (dönem sonu, yüzde)	7,4	9,0	6,7	5,0	5,0
Merkezi yönetim faiz dışı dengesi (GSYH'nin yüzdesi olarak)	2,0	1,3	0,8	0,8	1,2
Gayrisafi kamu borcu (GSYH'nin yüzdesi olarak)	39,8	40,9	38,3	35,4	32,0
Cari denge (milyar ABD\$)	-65,0	-44,9	-38,4	-44,9	-50,3
Cari denge (GSYH'nin yüzdesi olarak)	-7,9	-5,6	-4,5	-4,9	-5,0
Gayrisafi dış borç (GSYH'nin yüzdesi olarak)	47,2	48,8	48,6	48,0	47,0
Döviz rezervi (milyar ABD\$)	110,9	112,6	113,4	116,0	116,7

*Kaynak: TÜİK, TCMB, Hazine Müsteşarlığı ve Dünya Bankası personeli projeksiyonları.*

**2014 yılının ilk 11 aylık dönemindeki bütçe performansı geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre daha zayıf olmasına rağmen mali hedeflerle uyumludur.** Yıl başından bu yanaki merkezi yönetim bütçe açığı Kasım 2014 itibarıyla 11,3 milyar TL'ye ulaşmıştır –yılın tamamı için belirlenen 33,3 milyar TL (GSYH'nin yüzde 1,9'u) hedefinin yüzde 34,1'i. Bu arada, Ocak-Kasım döneminde faiz dışı fazla, resmi yıl sonu hedefi olan 18,7 milyar TL'ye (GSYH'nin yüzde 1,1'i) kıyasla 37,1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.<sup>ii</sup> Zayıf tüketim harcamaları vergi gelirlerini sınırlamış ve Kasım 2013'te yıllık bazda yüzde 17,1 artan vergi gelirleri Kasım 2014'te yıllık bazda yüzde 7,4 artmıştır. Kasım 2013'te yıllık bazda yüzde 21,8 artış gösteren dolaylı vergi gelirleri Kasım 2014'te yıllık bazda sadece yüzde 4,7 artmıştır. Geleneksel olarak harcamaların yılın son ayında artış eğilimi göstermesine ve gelir artışındaki yavaşlamaya karşın, hükümetin 2014 yılına ilişkin mali hedeflerinin ulaşılabilir olduğu düşünülmektedir.

**T.C. Merkez Bankası (TCMB) likiditeyi aktif bir şekilde yöneterek yatırımcı algılarındaki değişikliklere karşılık vermiştir.** Petrol fiyatlarındaki düşüş ve ABD Merkez Bankası tarafından yapılan daha yatıştırıcı açıklamalar Kasım ayının sonlarına kadar Türk varlıklarında bir mini ralliye yol açmıştır. Bu dönemde gösterge borsa endeksi yüzde 14,5 yükselirken, gösterge tahvil faizi 234 baz puan düşmüştür. 27 Kasım tarihine kadar önde gelen Yükselen Piyasa para birimleri arasında Türk Lirası ABD Doları karşısında en iyi performans gösteren para birimi olmuştur. Türk Lirası üzerindeki baskının yumuşaması ile birlikte, TCMB likiditeyi gevşetmiş ve TCMB finansmanının maliyeti ve bankalar arası gecelik faiz oranları politika faiz oranına yaklaşmıştır. Kasım ayının sonlarından itibaren Yükselen Piyasaların çoğu tekrar baskı altına girmiştir ve 17 Aralık itibarıyla Türk Lirası ABD\$ karşısında yüzde 7,4 değer kaybetmiş ve ABD\$ kuru 2,37'e yükselmiştir. TCMB döviz piyasasında artan volatilitenin karşısında 1 haftalık repo yoluyla daha az finansman sağlamıştır (talebe göre). Bankalar arası piyasada ortalama gecelik faiz oranı yüzde 11,24 ile koridorun üst sınırına ulaşmış ve TCMB finansmanının ortalama maliyeti 17 Aralık itibarıyla yüzde 8,78'e yükselmiştir. Son zamanlarda yaşanan kur volatilitesi Türkiye'nin yatırımcı algısındaki değişikliklere karşı hassasiyetini bir kez daha vurgulamaktadır; bu aynı zamanda TCMB'nin iyileşen enflasyon görünümüne ve dış düzeltmeye politika faiz oranlarını düşürerek cevap verme konusundaki hareket alanını da sınırlamaktadır.

**2015 yılında özel tüketimin artmasını ve tekrar büyümenin ana sürükleyici etkenlerinden birisi olmasını bekliyoruz.** 2015 yılına yönelik referans tahminimizde, büyümenin marjinal bir artışla yüzde 3,5 olarak gerçekleşmesini, cari açığın GSYH'nin yüzde 4,5'i seviyesine inmesini ve yıl sonu enflasyonun yüzde 6,7'ye inmesini bekliyoruz. Düşen enflasyon ve Haziran 2015'te yapılacak Genel Seçimler öncesindeki destekleyici maliye ve para politikaları sayesinde özel tüketimin toparlanmaya devam etmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, düşen petrol fiyatlarının olumlu etkisine rağmen, siyasi belirsizlikler ve küresel finansal piyasalardaki volatilitenin yatırımcı algısını baskılamaya devam edecektir. İç talepteki toparlanmanın reel ithalat artışını hızlandırması, öte yandan AB'deki yavaş büyümenin ve jeopolitik zorlukların reel ihracat performansını kısıtlaması ile birlikte, net ihracatın katkısı tekrar negatife dönecektir. Baz tahminimiz, FED ve İngiltere Merkez Bankası'nın 2015 yılının ikinci yarısında faiz oranlarını kademeli olarak arttırmaya başlayacağı varsayımına dayanmaktadır. Uluslararası likiditenin beklenenden daha erken sıkılaşması, özellikle son zamanlarda görülen yatırımcıların Yükselen Piyasalardan uzaklaşma eğilimini sürdürmesi halinde aşağı yönlü bir risk oluşturacaktır.

**Orta vadede Türkiye'nin büyüme beklentileri özel yatırımların toparlanmasına ve bu da yapısal reformların uygulanmasına bağlıdır.** 2002 ile 2007 arasında, özel yatırımlar büyümenin ana belirleyicilerinden birisi olmuştur ve söz konusu dönemde ortalama yıllık büyümeye yüzde 2,9 puan (bir başka deyişle ortalama yıllık büyüme oranının yaklaşık yarısı) kadar katkıda bulunmuştur. Ancak 2012 yılından bu yana özel yatırımlar zayıf seyretmiştir. Bu durum büyümeyi kısıtlamıştır ve yatırımdaki zayıf performansın devam etmesi ekonominin potansiyelini baskılayacaktır. Hükümetin açıkladığı 25 Dönüşüm Programı yapısal reformlara tekrar ivme kazandırmak için bir fırsat sunmaktadır ve hükümetin tüm yatırımcılar için adil bir oyun alanı sunma konusundaki kararlılığına işaret etmektedir. Bu konuda, programların açıklanmasından uygulamaya geçiş kritik öneme sahip olacaktır.

<sup>i</sup> Düşen petrol fiyatlarının Türkiye'deki ekonomik dengelere etkisinin detaylı analizi Odak Notu Aralık sayısında mevcuttur.

<sup>ii</sup> Merkezi yönetim bütçe açığı ve faiz dışı fazla 2014 yıl sonu tahminleri, 2015-2017 Orta Vadeli Program çerçevesinde sırasıyla yüzde 1.4 ve yüzde 1.5 olarak güncellenmiştir.

### İletişim:

Kamer Karakurum Özdemir: [kozdemir@worldbank.org](mailto:kozdemir@worldbank.org)

Ayberk Yılmaz: [ayilmaz@worldbank.org](mailto:ayilmaz@worldbank.org)