



Bakış

**Türkiye ve Dünya Ekonomisinde
Makro Gelişmeler**

Sayı 22
Mayıs 2021

kpmg.com.tr





İçindekiler

Genel değerlendirme:	3
DÜNYA	4
Güçlü toparlanma süreci devam ediyor	5
Merkez bankaları politikalarını koruyor	7
Avrupa da toparlanıyor...	10
Gelişen ekonomiler için 2021 hızlı toparlanma yılı olabilir	12
TÜRKİYE	14
Salgını küçülmeden atlattık	15
Öncü sinyaller karışık	17
Enflasyonu dengeleme çalışmaları	19
Faiz politikası gündemden düşmeyen başlık	22
Döviz kurları yatay seyrederken ilave bir değişiklik daha yaşandı	23
Hizmetler sektöründeki kırılma toparlanıyor	25
Merkezi yönetim bütçesinde görünüm stabil	28
Cari işlemler dengesi mevcut görünümünü sürdürüyor	29
Sonuç ve beklentiler	35
Ek: TCMB Beklenti Anketi Aralık 2020	36

Genel değerlendirme



Murat Alsan

KPMG Türkiye Başkanı

2020'nin bizlere mirası, dünya genelinde makroekonomik veri çalkantıları, bozulan kamu maliyeleri, yüksek işsizlik oranları ve bol para arzı oldu. 2021'in ilk çeyreğinin sonunda aşılama faaliyetlerinin yaygınlaşması ile birlikte tünelin sonundaki ışık görüldü diyebiliriz.

Aşılama sürecinde aşılardan yan etkileri ve bazı aşılardan bazı ülkelere yasaklanması gibi sorunlar yaşansa da süreç genel itibarıyla devam ediyor. Güncelde, üçüncü dalgaların yaşandığı, içinde bizim de bulunduğumuz ülkeler bu süreci yönetme gayretinde. Bu süreç, yaz ayları yaklaşırken turizm gelirleri açısından kritik önem taşıyor.

Bu gelişmelere paralel olarak küresel büyüme görünümünde de manzara değişti. Geçen yılın ortasında yaşanan ve "her güncellemede kötüleşen" tahminler, yerlerini "her güncellemede iyileşen" tahminlere bıraktı. Küresel ekonominin 2021 yılında %6 civarında büyümesi bekleniyor.

Öncü veriler de bu görünümü destekliyor. Çok hızlı gerileyen ve özellikle hizmetler sektörü için adeta "çöken" PMI verileri son aylarda güçlü seyrediyor. Bu iyileşme hem imalat hem de hizmetler sektörü için göze çarpıyor.

Bu görünüm içinde AB'de ilk öngörülerden daha hızlı bir toparlanma yaşanması bekleniyor. İhracat pazarımızın yarısını oluşturan AB'de yaşanacak bu toparlanma, ülkemiz için şüphesiz ki olumlu bir gelişme.

Merkez para otoritelerinin duruşlarında ise bir değişim söz konusu değil. Ekonomilerin halen desteğe ihtiyacı olduğunu ifade eden merkez bankası yöneticileri kısa vadede para arzının kısılması ve faizlerin yeniden yükseltilmesinin gündemlerinde olmadığını defalarca ifade ettiler. Buna karşın, ekonomik aktivitede yaşanan canlanma, Merkez Bankası başkanlarının mesajlarına rağmen enflasyon beklentilerini körüklemiş durumda.

Bu durum, piyasa beklentileri ile para otoritelerinin beklentileri arasında önemli bir ayrışmaya yol açtı. Yansımasını Mart ayında gündemde sıkça yer alan ABD gösterge tahvil fiyatlamaları ile takip ettiğimiz süreç, gelişen ülke ekonomileri için çok yakından takip edilmesi gereken bir akım. FED, 2013 yılında yaşanan "taper tantrum" sarsıntısının tekrarlanmaması için elinden geleni yapacağını ifade etse de piyasa her zaman beklentilere paralel hareket etmeyebiliyor.

Bu süreçte, Merkez Bankaları'nın açık, sade ve geniş kapsamlı bir yönlendirme yapmaları bekleniyor. Bu sürecin (bugünkü veriler çerçevesinde) 2022 sonundan önce başlaması beklenmiyor.

Tüm bunların yanında ABD'nin Rusya ve Çin ile olan ilişkileri de küresel iklimin gidişatı açısından yakından izlenmesi gereken bir konu olmaya devam edecek.

Ülkemizin gündemi ise küresel gelişmelerden ayrıştı. Para politikası tarafında enflasyonla mücadele maksatlı atılan adımlar piyasalarda stabilizasyon sağlamıştı. Mart ayında gerçekleşen Merkez Bankası başkan değişimi ise bu havayı nispeten bozdu. CDS primleri 150 baz puan artarken TL bir günde yaklaşık %10 değer kaybetti. Faiz eğrisi her vadede yukarı kayarken enflasyon beklentileri 150 baz puan kadar yükseldi. Kredi büyümesi aracılığı ile sağlanan ekonomik "küçülmeme" sürecinin yan etkilerinin giderilmesi yönünde atılan adımlardan vazgeçilmese de, yaşanan değişim algıyı farklılaştırdı.

Siyasi tarafta, Avrupa Birliği ve ABD ile yeni bir gerilim söz konusu değil. Hatta, AB tarafında ilişkilerin yumuşadığı bile ifade edilebilir. ABD kanadında, yeni yönetim ile henüz güçlü bir ilişki kurulmuş olmasa da önümüzdeki dönemde ilişkilerin pozitif yönlü olmasına gayret gösterileceğini söylemek mümkün.

Herkese sağlıklı, mutlu, huzurlu ve bol kazançlı bir dönem diliyorum

Keyifli okumalar.

Dünya

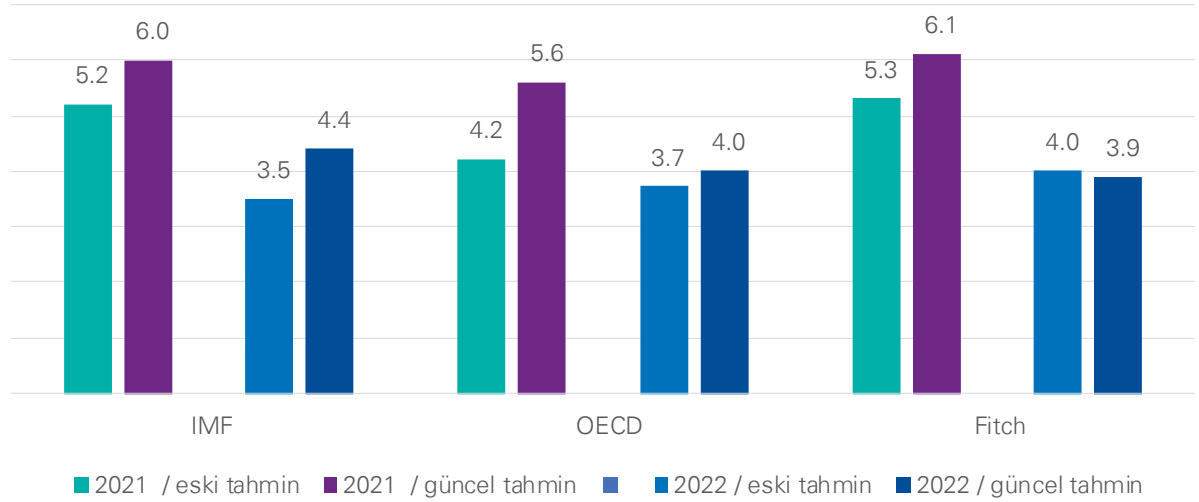
Güçlü toparlanma süreci devam ediyor

2020'nin son çeyreğinde toparlanmaya başlayan beklentiler 2021'in ilk çeyreği sonunda güçlü bir tabana oturdu. Küresel büyüme beklentileri olumlu yönde revizeler görmeye devam ediyor. 2020 yılında küresel daralma %3,5 seviyesinde gerçekleşecek ve bu, %6'lık ilk beklentilere kıyasla oldukça pozitif. 2021 yılında ise küresel büyüme beklentileri %6'lara yükselmiş durumda.

Bu süreçte, aşılama uygulamalarının hızla yaygınlaşması şüphesiz ki en önemli etmen. İngiltere, Avustralya ve İsrail gibi örnekler sıkı aşılama prosedürlerinin normal hayata geçiş noktasında ne kadar etkin olduğunu kanıtlar nitelikte. Aşılama sürecinde karşılaşılan bazı sorunlar ve bazı markaların çeşitli ülkelere yasaklanması genel trendi etkilemiyor.

Nisan 2021'in ortasında küresel vaka sayısı 140 milyona ulaştı. Salgın kaynaklı ölümler ise 3 milyon seviyesini aştı. Bazı ülkelerde üçüncü dalga salgın yaşanmasına rağmen genel görünüm salgının kontrol altında olduğuna işaret ediyor. Bu noktadan sonra ekonomik tahribat yaratabilecek bir küresel kapanma süreci gündemde değil ve olmayacak gibi görünüyor.

Küresel büyüme beklentileri (%)



Kaynaklar: IMF, OECD, S&P, GS, Fitch

2021 yılında gelişen ülke ekonomilerinin bölgesel daralma beklentileri içinde en büyük yarayı Avrupa Birliği ülkelerinin alması bekleniyor. Uzak Asya ise salgını ilk yaşayan ve süreci ilk tamamlayan bölge olarak, 2021 yılını büyüme ile kapatabilecek kapasitede görünüyor.

En kötünün geride kaldığı senaryosunun tamamen satın alınması, küresel büyüme görünümü üzerindeki riskleri sınırlıyor.

Bu noktada artık parasal genişleme sürecinin yaratacağı yan etkiler konuşulmaya başlandı. Bol para arzı ve yanında gelen büyüme beklentileri enflasyon beklentilerini de güçlendiriyor.

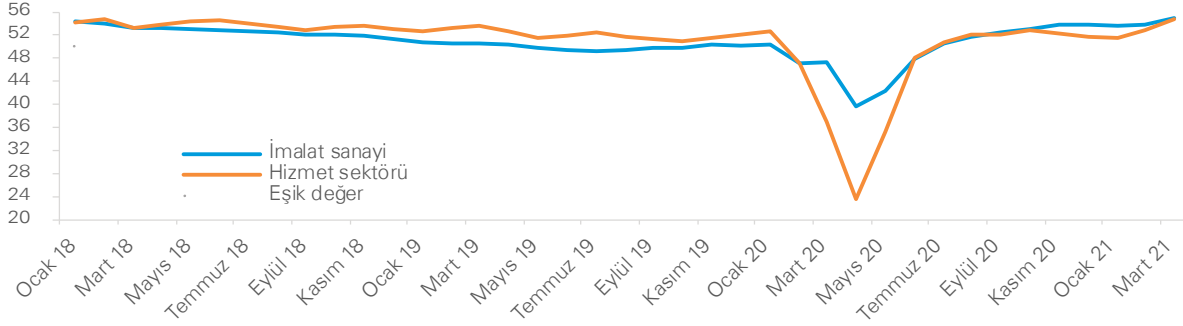
FED ve ECB başta olmak üzere merkez bankalarının attıkları adımların geri alınması süreci küresel çapta dengelerin yeniden

değişmesine yol açabilecek potansiyeli taşıyor. Bu sürecin özellikle gelişen ülkelerin "canını yakmadan" atlatılması için verilen mesajlar süreci yumuşatsa da bahsi geçen risk varlığını tüm gücüyle koruyor.

Bu desteklere maliye politikaları da eşlik etmeye devam ediyor. En son ABD'de açıklanan 2,25 trilyon USD'lik destek paketi bunun en somut örneklerinden biri. Otoriteler, görünümün halen kırılgan olduğunu ve sürecin tamamen stabilize olmadan geri adım atılmayacağını ifade ediyorlar.

Büyüme beklentileri öncü veriler tarafından da destekleniyor. Salgın döneminde dip yapan küresel hizmetler PMI endeksi Şubat 2018'den sonraki en yüksek değerinde. İmalat PMI tarafında ise görünüm daha da güçlü.

Küresel satın alma yöneticileri endeksleri (PMI)



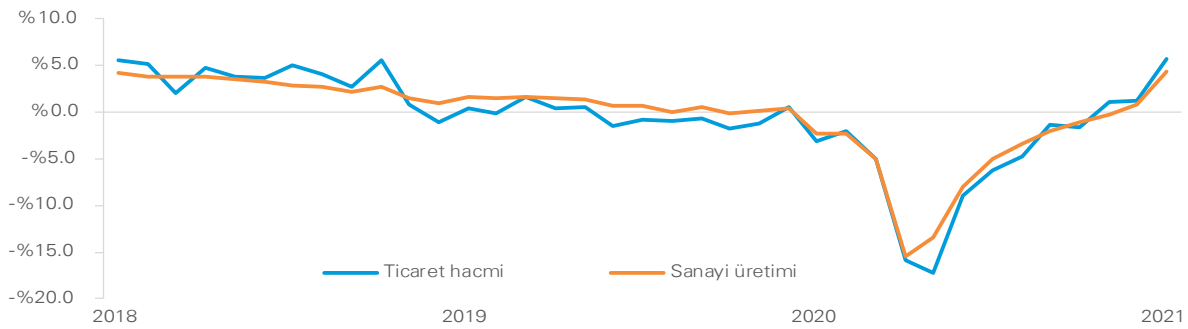
Kaynak: Markit

- Hem hizmetler hem de imalat PMI verileri temmuz ayından bu yana 50 eşik değerinin üzerinde seyrediyor. Endeksler, şubat – haziran döneminde beşer aylık süre boyunca eşik değerinin altında ölçülmüş, nisan ayında ise tarihi dip seviyelerini görmüştü.
- Salgın sürecinde alınan önlemlerden daha çok etkilenen hizmetler sektöründeki dönüş imalat sektöründen daha güçlü oldu. Sektör hem salgından ilk darbeyi alan hem de aşılamanın avantajlarından ilk faydalanan oldu.
- Küresel ticaret tarafında da yılın ikinci yarısından itibaren izlenen güçlü toparlanma ivme kazanarak devam ediyor. Yıl içinde yıllık

bazda %15'i aşan bir daralma ile karşı karşıya kalan küresel ticarete, son verilere göre yıllık büyüme %5,7 seviyesine çıkmış durumda. Küresel imalat tarafında da daralma dönemi geride kaldı ve yıllık büyüme %4,3 seviyesine ulaştı.

- Dünya Ticaret Örgütü, küresel ticaret hacminde yıl sonu büyüme beklentisini %8 olarak açıkladı. Bu değer, 2010 yılından bu yana izlenen en hızlı büyüme olacak. Büyüme değerlerindeki bu hacim büyük oranda baz etkisinden kaynaklansa da geleceğe ilişkin umutların tamamen canlandığının göstergesi.

Küresel ticaret hacmi ve sanayi üretimi



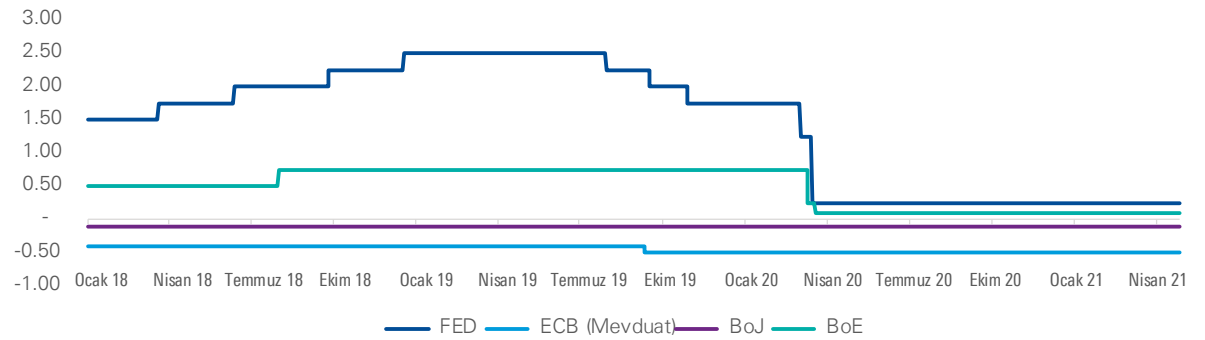
Kaynak: Hollanda Merkezi Planlama Bürosu

- Bu süreçte küresel çapta destekler sebebiyle bozulan kamu maliyesi dengeleri, deflasyonist ortam ve işsizlik ana ortak sorunlar olarak gündemde kalmaya devam edecek.

Merkez Bankaları politikalarını koruyor

- Piyasalara destek olmak ve panik havasını yatıştırmak adına hızla aksiyon alan merkez bankalarının duruşlarında bir değişim bulunmuyor. Bu statik (ve hatta yer yer destekleyici) duruş, yükselen enflasyon beklentilerine rağmen devam ediyor. Likidite koşulları hiç olmadığı kadar geniş ve piyasada fazlasıyla likidite mevcut.
- Bu politika bugünlerde soru işaretleri doğursa da salgın sürecinde yaşanan çöküşün derinliğini azalttığı kesin ve atılan adımların doğruluğu tartışılmaz nitelikte.

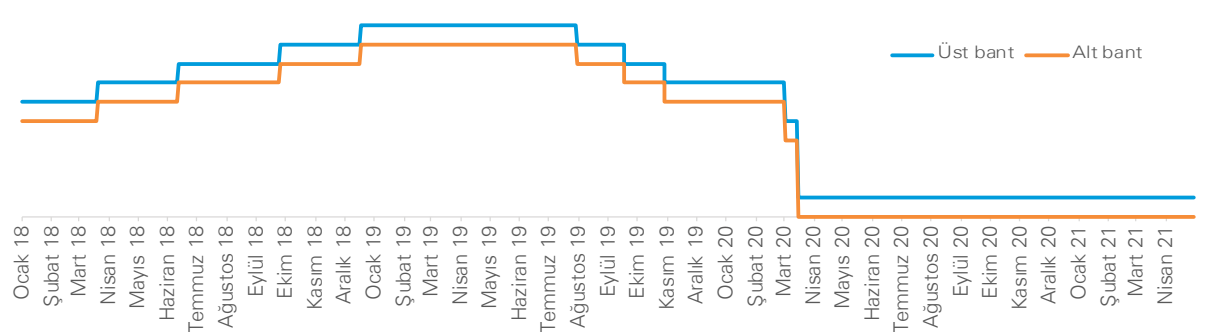
Politika faizleri %



Kaynak: FED, ECB, BoJ, BoE

- Ultra düşük faiz politikasına devam eden FED'in Mart ayı toplantısı, bu duruşun 2021 ve 2022 yıllarında da süreceğini gösteriyor. Politika faizlerinin sıfıra yakın seyri ise 2023 yılı sonuna kadar devam etme potansiyeline sahip. FED, ekonomi tamamen kendi ayakları üzerinde durana dek bu pozisyonunu değiştirmeyecek.
- FED'in son toplantısından sonra yayımlanan "dot plot"a göre, 2022 yılında faiz artırımını bekleyen üye sayısı sadece 4. Bu sayı 2023 sonu için ise 7 oluyor. Toplam üye sayısı ise 18.
- Bu esnada, aksi yönde aksiyon alan piyasada ise gösterge tahvil faizleri çok hızlı bir yükselişle %1,7'leri aşmış durumda. %0,25'lerden başlayan bu ani hareket FED'in duruşunu değiştirmiyor. FED'e göre enflasyon geçici ve istihdam piyasası halen zayıf. Üstelik enflasyonun %2'lik hedef değer üzerinde seyretilmesinde bir sakınca yok.

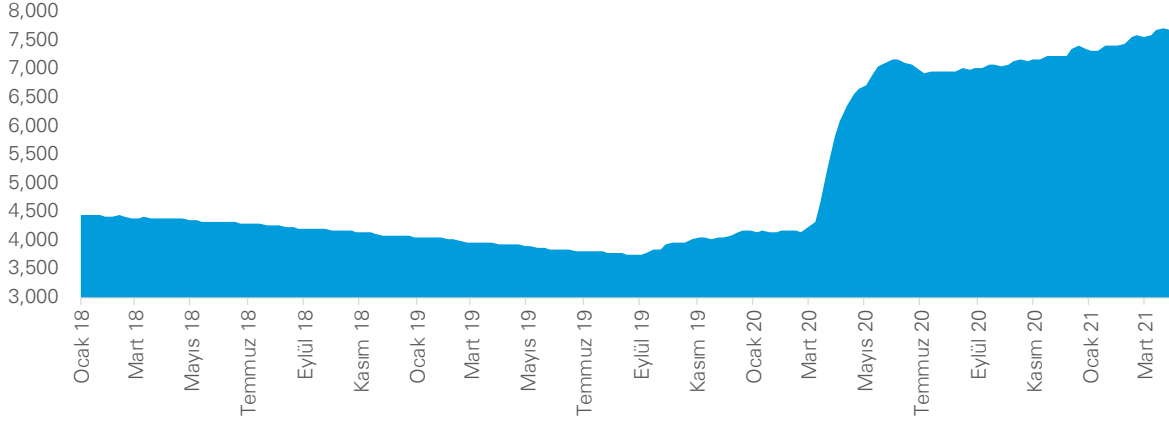
FED politika faizi



Kaynak: FED

Küresel para politikalarına öncülük eden FED, hızlı ve keskin likidite aksiyonu ile bilanço büyüklüğünü 2020'nin başından bu yana ay içinde %85'e yakın artırarak 4 trilyon USD seviyesinden 7,7trilyon USD seviyesine çıkarttı. Bilançoda 12 aylık büyüme oranı ise %27.

Fed bilanço büyüklüğü (milyar USD)

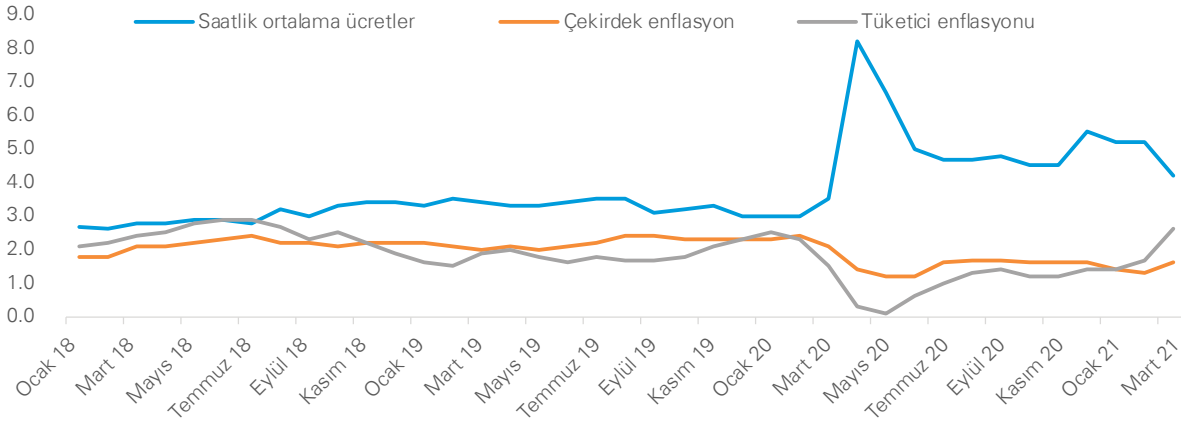


Kaynak: Fed

Salgın sürecinde atılan para politikası adımlarına ve mali desteklere rağmen istihdam piyasasındaki derin bozulma yumuşasa da görünüm kısa vadede bir çözüme kavuşamayacak.

ABD'de TÜFE mart ayında aylık %0,6 arttı ve bu artış temmuz ayından bu yana aylık bazda izlenen en yüksek artış oldu. Yıllık TÜFE ise %2,6 ile ve eylül 2018 sonrası en yüksek seviyeye çıktı. Piyasalar ve FED'in tutumu arasındaki bu ayrışma gelişen ülkeler üzerinde önemli bir risk yaratıyor.

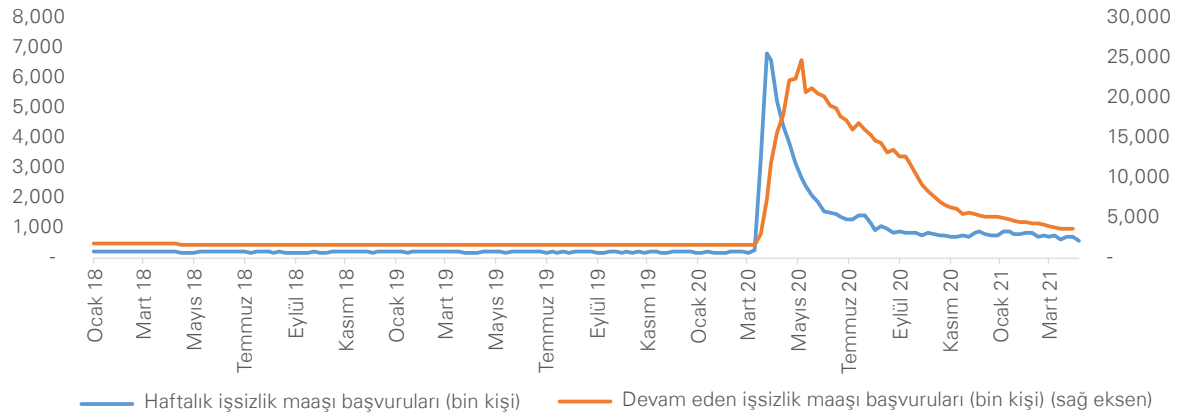
ABD enflasyon görünümü (yıllık)



Kaynak: BLS

- ABD’de, tarihsel olarak %3-4 bandında seyreden işsizlik oranının yeniden bu seviyelere inmesi yıllar alacak bir sürecin sonunda gerçekleşebilecek. Artan enflasyon beklentileri, bol likidite ve toparlanan ekonomik aktiviteye rağmen eski günlere dönüş için daha uzun bir yol var.
- ABD’de bahar döneminde 20 milyonun üzerinde kişi işini kaybetti ve işsizlik oranı %14 seviyesini aştı. Yaşanan şokun etkisi çok büyük oldu. ABD ekonomisi Mayıs 2020 sonrasında her ay yeni istihdam başardı ancak buna rağmen yaratmayı başarsa da mart ayı işsizlik oranı %6,0 seviyesinde ve hala oldukça yüksek.
- Benzer şok ve toparlanma süreci istihdam piyasası öncü verilerinde de izlendi. Haftalık ve devam eden işsizlik maaşı başvuruları verileri yıl içi dalgalanmayı çok çarpıcı bir şekilde ortaya koyuyor ve görece istikrarlı bir toparlanma sağlansa da kesin düşüş hayat bulmuş değil.

ABD işsizlik maaşı başvuruları



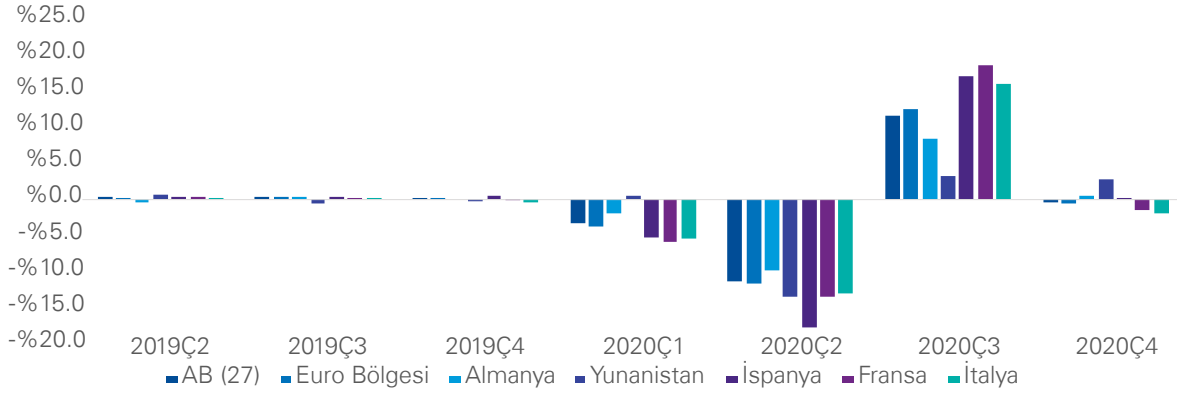
Kaynak: US Department of Labor

- Yılın ilk çeyreği sonunda devam eden işsizlik maaşı başvuruları, salgın öncesi dönemin iki katından fazla. Yıl içinde 25 milyon kişiye dayanan bu havuz, 3,7 milyon seviyesine gerilese de normale dönüş için 2 milyon seviyelerinde kalıcılık şart. Bu havuzu dolduran haftalık verilerde de manzara ilk kapanma kararları geldiğinde yaşanan durumdan çok daha olumlu olsa da, 2021 ortalaması 780 bin seviyesinde. 9 Nisan tarihli veri, yıl içinde açıklanan en iyi veri oldu.
- ABD’de politik kanatta, Çin ve Rusya olan ilişkiler ön planda. Rusya ile Ukrayna üzerinden alevlenen gerilim, diplomatların sınır dışı edilmesi ve bazı ekonomik yaptırımların devreye alınmasına kadar uzandı. Biden yönetimi, Rusya ile çatışmalı bir süreç yönetecek. Çin tarafındaki sorunlar ise daha çok ekonomik başlıklar altında toplanıyor. Küresel ticaretteki rekabetin devam edeceğini ve karşılıklı sürpriz adımlar görmeyi öngörüyoruz.

Avrupa da toparlanıyor...

- Salgının Avrupa'da bıraktığı etki küresel ortalamaların üzerinde gerçekleşti. Bölgesel olarak zaman zaman kontrol dışına çıkan salgın, kıtada mevcut yapısal sorunlar durgunluğun derinleşmesini körükledi.
- Bugünlerde enflasyon beklentileri güçlense ve öncü veriler güçlü bir toparlanmaya işaret etse de yapısal hale dönüşen durgunluk için kalıcı bir çözüm reçetesi bulunmuyor. Ekonomiler salgın sonrası hızlı bir toparlanma yaşasa da bu momentum kalıcı olmayacak.
- IMF'nin analizlerine göre, AB'de salgın sonrasında kalıcı bir çıktı kaybı yaşanacak. Özellikle turizm ve lojistik sektörlerinde görülen etki, genel ekonomiye yayılmış durumda.
- Otoriter bu noktadan sonra "bol likidite" gibi genelgeçer politikalar yerine daha hedefe odaklı politikaların devreye alınması gerektiği konusunda uzlaşa halinde.
- Yakın vadeli manzara görece olumsuz olsa da, yıl ortasında %9'ların üzerinde küçülmesi beklenen AB ekonomisi yılı %6,2 küçülmeye kapattı. Bu görece başarıda, açıklanan neredeyse desteklerin de katkısı büyük.
- AB genelinde yaşanan hızlı daralma ve hemen sonraki çeyrekte gelen baz etkisi kaynaklı toparlanma dengelenmiş görünüyor. 2020'nin son çeyreğinde birlik çeyreklik bazda %0,4 daralırken İtalya %1,9 Fransa ise %1,4 daraldı. Almanya ise büyüme bölgesindeydi.

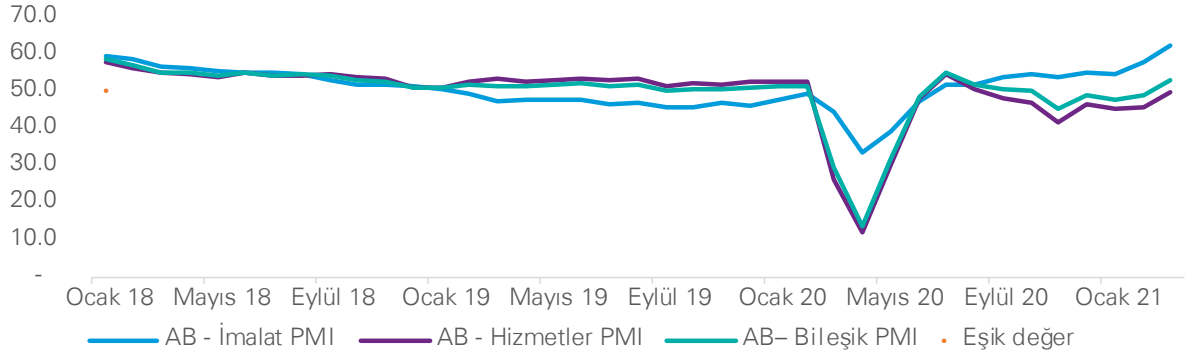
AB çeyreklik büyüme performansı



Kaynak: Eurostat

- Uzun süredir negatif faiz bölgesinde yönetilen para politikası, genişlemeye daha fazla alan kalmadığı için yeterince etkin olamıyor. AB hane halkının tüketim alışkanlıkları gibi unsurlar da bu manzaraya eklendiğinde, başka ülkelerde görülen etkin bir para ya da maliye politikasının inşası oldukça zorlaşıyor.
- AB'nin mevcut dinamikleri, ülkemiz ihracatının %50'sinin bu bölgeye yapıldığı düşünüldüğünde oldukça önemli bir konumda yer alıyor.
- Öncü göstergeler tarafında toparlanma sinyalleri son dönemde küresel görünümünden olumlu anlamda ayrışıyor. Özellikle imalat sanayi PMI'ı 62,5'lik oranı ile 24 yıllık veri setinin en yüksek seviyesine ulaşmış durumda. Hizmetler sektöründe ise yıkımın etkileri yerini normal seyre bıraktı. Burada, ilave salgın önlemleri yine en kritik değişken konumunda.
- Açıklanan son verilere göre imalat PMI endeksi Temmuz 2020'den bu yana büyüme bölgesinde yer alıyor. Hizmetler tarafında ise yılın geçen yılın yaz aylarında büyüme bölgesine geçen endeks daralma bölgesinde seyrediyor.

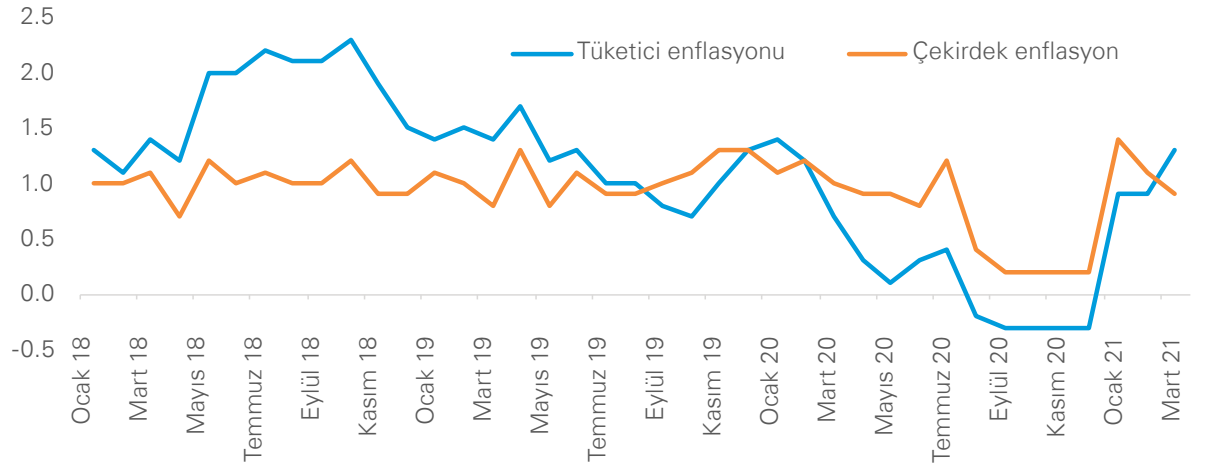
AB PMI göstergeleri



Kaynak: Markit

📄 Bölgede devam eden dezenflasyonist süreç, para arzının aşırı artması ve ekonomik aktivitede normalleşme sinyalleri ile birlikte toparlanma gösteriyor. Bölgede yıllık manşet enflasyon yıl başından bu yana pozitif değerlerde ve mart verisi %1,3 seviyesinde. Bu değer son 13 ayın en yüksek seviyesi. Görünümdeki kalıcılık ise yine salgının ve politika adımlarının gidişatı ile ilintili.

Euro bölgesi enflasyon görünümü



Kaynak: Eurostat

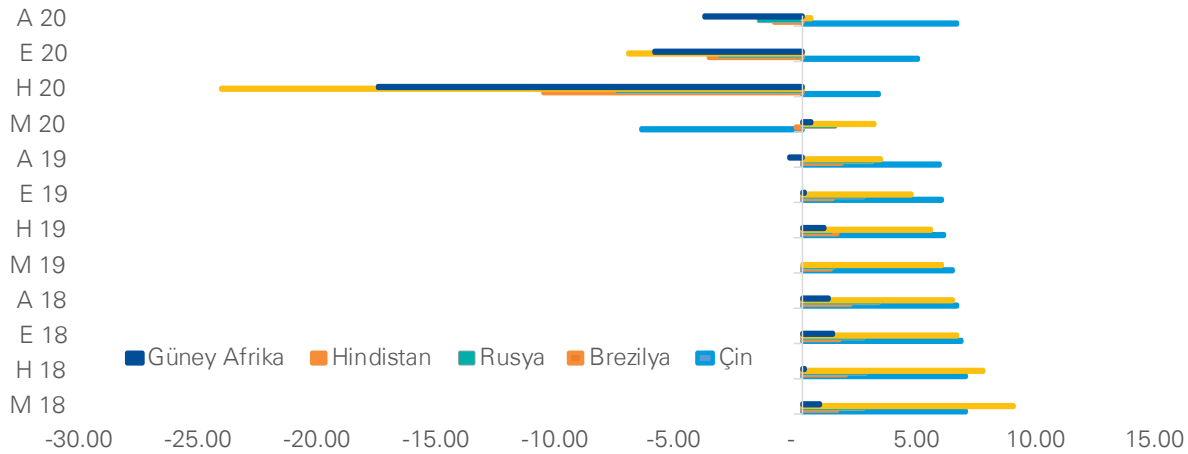
Gelişen ekonomiler için 2021 hızlı toparlanma yılı olabilir

- Gelişen ülke (EM) ekonomileri, salgın sürecinden beklendiği üzere daha hızlı bir toparlanma süreci ile çıkacaklar. Başını Çin'in çektiği grup gerek yüksek üretim faktörleri potansiyelleri gerekse de adaptasyon kabiliyetleri ile avantaj sağlayacaklar.
- Salgının devam etmesi sebebiyle turizm gelirleri beklendiği kadar artmayacak olsa da bol likidite ve düşük faiz ortamı, belirli miktarda riski kabullenen ve daha yüksek getiri arayışında olan portföylerin ülkelere

girişini olumlu etkiliyor. Risk algısının normalleşmeye başlaması, EM ekonomileri için şüphesiz ki büyük bir kazanım.

- Grup içi ülkelerden sadece Çin ve ülkemiz 2020 yılını büyümeye kapattı. 2020 yılında daralmaktan kurtulamayan gelişen ülke ekonomileri için 2021 yılı büyümeye öncülük edecekleri bir dönem olmaya aday.

Gelişen ülkeler büyüme hızları %



Kaynak: Ulusal istatistik kurumları

- EM ekonomileri için ana sorunlar gelişmiş ekonomilerden fazlaca ayrıışmıyor. Yüksek işsizlik ve bozulan kamu maliyesi görünümü ana sorunlar. Bu sorunlar, normal akışta önemli olmakla birlikte, içinden geçtiğimiz sürecin yeni normalleri olarak değerlendiriliyor. Söz konusu görünümün nasıl ve ne zaman düzeltileceği ise ana soru işareti.
- Bu görünüme rağmen AB ve ABD'de yaşanan enflasyonist baskı ve oluşan piyasa algısı portföy yatırımlarının hız kesmesine yol açtı. Bunun yanında, küresel görünümünden yerel ve kendilerine has riskleri sebebiyle olumsuz yönde ayrıışan ülkeler bu süreçten daha yüklü bir maliyetle çıkıyor.
- Gelişen ülke piyasaları için yakın vadedeki en büyük risk, başta ABD olmak üzere düşük faiz politikasından vazgeçilmesi olacak. Bu sürecin

2013 yılına benzer bir şekilde yaşanması ihtimali ise en kötü senaryo ve beklentiler sadece bu sebeple bile tamamen terse dönebilir.

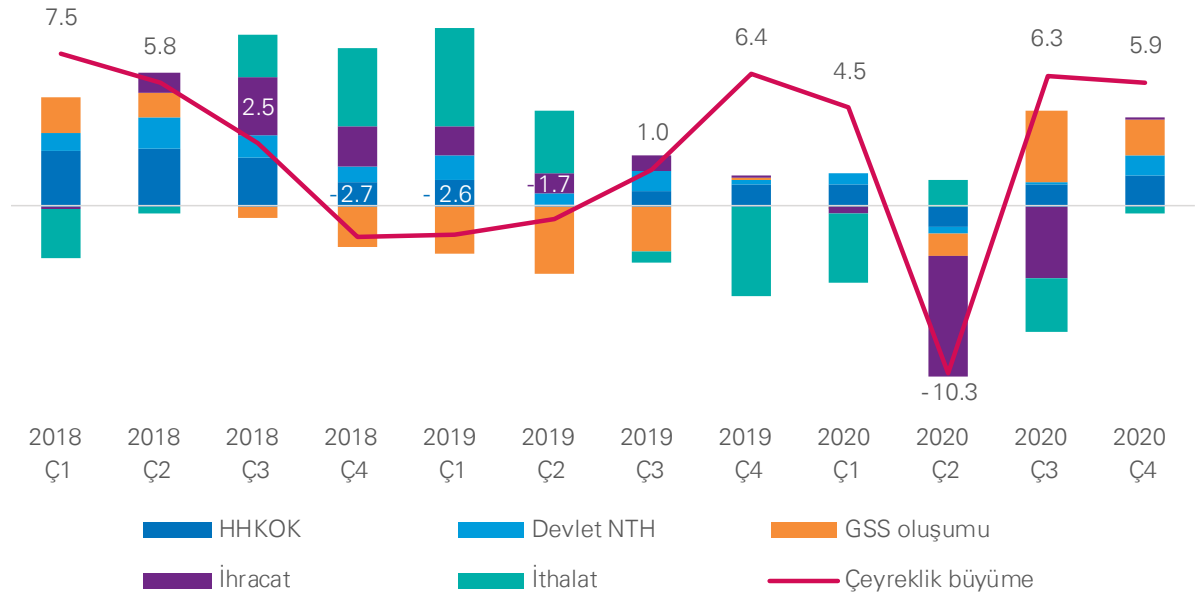
- Sonuç olarak, 2021 yılında çok güçlü bir büyüme yaşanması beklenen EM ülkelerinde görünüm (sermaye piyasaları kaynaklı risklere rağmen) pozitif. Ülkemizin de içinde değerlendirildiği bu grup, bu yıl yaşanan çöküşün ardından 2021 yılında büyük kazanımlar sağlayabilir.
- Bu noktada, ülkelerin birbirlerinden çok farklı olan dinamikleri ve risk unsurlarını da göz ardı etmemek gerekiyor. Ülkeler özelinde önemli farklılıkların yaşanmasına bu risk yapısı değişkenliği yol açacaktır. Risk yapıları arasındaki farklılıklar ise etkilerini önce ve büyük oranda sermaye piyasasında gösterecektir.

Türkiye

Salgını küçülmeden atlattık

2018 yılında yaşanan kur şokunun ardından 2019 yılını %0,9 büyümeyle kapatan ekonomimiz, 2020 yılını da %1,8'lik büyüme ile kapattı. Salgın önlemleri ile birlikte hızla yaşanan daralma ikinci çeyrekte %10'un üzerinde bir daralmaya yol açmıştı. Sonraki dönemde gelen hızlı toparlanma ile üçüncü çeyrek büyümesi %6,3 olarak açıklandı. Yılın son çeyreğinde ise büyüme oranı %5,9 olarak açıklandı ve yıllık büyümemiz %1,8 oldu.

Türkiye çeyreklik GSYH büyümesi

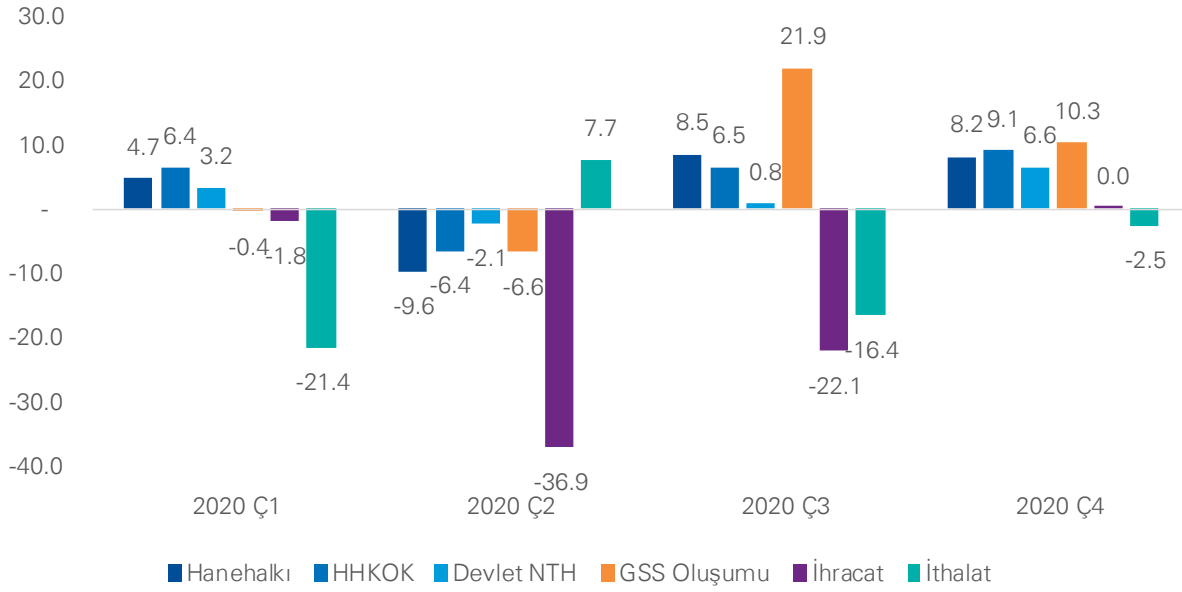


Kaynak: TÜİK

Salgın döneminde devreye alınan kredi büyümesi politikası, 2020 yılında negatif büyüme kaydedilmemesini hedefliyordu ve süreç bugün mücadele ettiğimiz enflasyonist baskı gibi yan etkilere rağmen başarıyla tamamlandı. Üstelik 2020 yılının son çeyreğinde, yılın geri kalanından farklı, sıkılaştırıcı bir para politikası izlendiğini de anımsamak gerekiyor.

Ülkemiz bu sonuçla birlikte G20 ülkeleri içinde Çin dışında yılı büyümeyle kapatan tek ülke oldu.

GSYH bileşenlerinin büyüme hızları



Kaynak: TÜİK

GSYH'yi oluşturan faaliyetler incelendiğinde; 2020 yılında bir önceki yıla göre finans ve sigorta faaliyetleri toplam katma değeri %21,4, bilgi ve iletişim faaliyetleri %13,7, tarım sektörü %4,8, kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri %2,8, gayrimenkul faaliyetleri %2,6, diğer hizmet faaliyetleri %2,5 ve sanayi %2,0 arttı. Mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri %5,2, hizmetler %4,3, inşaat sektörü ise %3,5 azaldı.

GSYH değerine USD bazında bakıldığında ise reel anlamda daralma görülüyor. TL'nin sert değer kaybettiği bu dönemde, ülkemiz GSYH'si 761 milyar USD'den 717 milyar USD'ye geriledi. Bu sonuçla birlikte kişi başına milli gelir de 8.600 USD seviyesine geriledi.

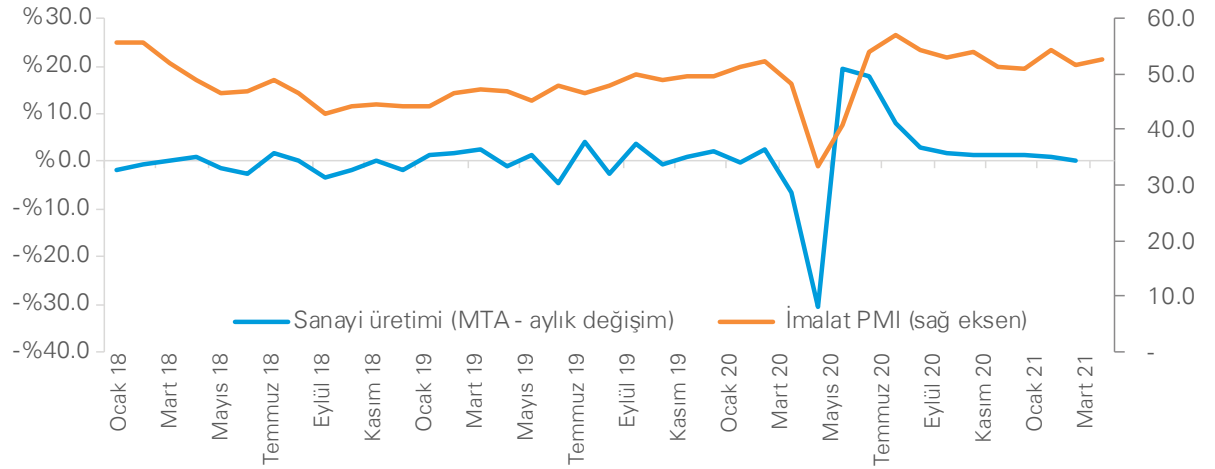
Hızlı kredi büyümesi süreci ekonomik büyümeyi ivmelendirmekle birlikte aşırı ısınmaya yol açtı. Borç yoluyla büyümenin yarattığı enflasyonist baskı, düşük faiz ortamının etkisiyle reel faizleri hızla negatif bölgeye çekerken, kur ve ödemeler dengesi üzerindeki baskıyı hafifletmek üzere kullanılan rezervler risk fiyatlamalarının bozulmasına yol açtı.

Yılın son çeyreğinde yaşanan TCMB başkanı ve politika değişimi olumlu sinyaller verse de mart ayında yaşanan yeni değişiklik manzarayı tamamen değiştirdi. Risk algısı yeniden bozuldu, faizler yükseldi ve kurda yaşanan sıçrama yıl sonu enflasyon beklentilerini ciddi oranda yukarı çekti.

Öncü sinyaller karışık

- Öncü sinyaller küresel görünümle paralel bir şekilde yılın ikinci çeyreğinde gördükten sonra normalleşti.
- İmalat PMI verisi Nisan 2020 itibarıyla 33,4'lük tarihi dip seviyesini gördü. Sonrasında yaşanan hızlı toparlanma ile birlikte, endeks haziran ayından bu yana büyüme bölgesinde seyrediyor. İmalat PMI endeksinde temmuz ayında açıklanan 56,9'luk değer tarihi zirve olarak kayda geçti.
- Sanayi üretiminde de benzer bir görünüm söz konusu. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre aylık %30 daralmanın yaşandığı nisan ayının ardından mayıs ve haziran aylarında %18 büyüyen göstergede büyüme hızları azalmakla birlikte olumlu trend sürüyor.
- Yine de yaşanan parasal sıkılaşma süreci ve artan makroekonomik belirsizlikler, bu alandaki performansı kısıtlıyor.
- 13 Nisan tarihinde açıklanan sanayi üretimi verisi, son 10 ayın en düşük değeri oldu. Yıllık büyüme %8,8 olurken (beklentilerin altında) aylık büyüme ise %0,1 ile salgın döneminin başından bu yana en düşük seviyede.
- Sanayide, yaşanan tüm olumsuz gelişmelere rağmen büyüme trendinin sürmesi şüphesiz ki son derece olumlu. Görünüm üzerindeki temel risk unsuru ise şüphesiz ki borçlanma kabiliyeti ve maliyetler gibi unsurlar.

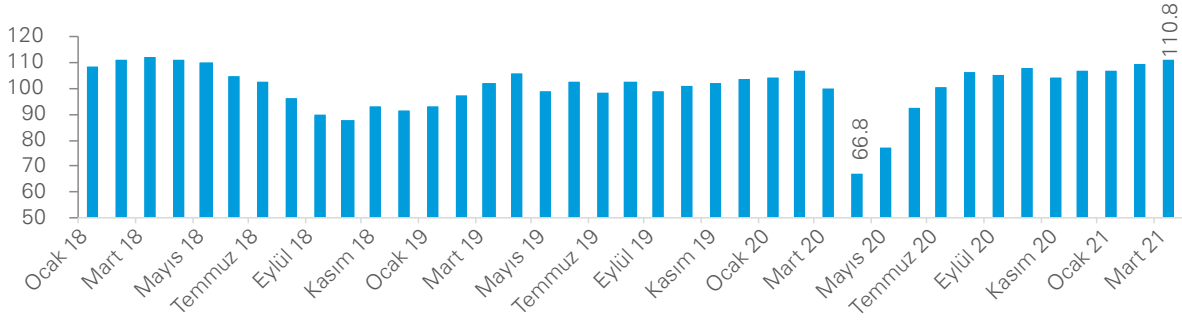
Türkiye sanayi üretimi ve imalat PMI



Kaynak: İSO ve TÜİK

- Öncü göstergeler içinde büyük öneme sahip güven endekslerinde de görünüm paralel. Reel sektör ve ekonomik güven endeksleri nisan aylarında dip yaptıktan sonra toparlanmış durumda.
- Reel kesim güven endeksinde, genel görünüm olumlu olmakla birlikte, gelecek üç aya ilişkin istihdam, ortalama maliyet ve satış fiyatı beklentileri olumsuz seyretmeye devam ediyor. Alt kalemler incelendiğinde, makroekonomik çalkantılara rağmen toparlanma ivmesinin dengeli olduğu görülüyor.
- Para politikasına bağlı olarak kredi koşullarında meydana gelen sıkılaşma, endeks görünümünde olumsuz etki yaratıyor ancak politikaların öngörülebilirliği bu süreçteki ana değişken.

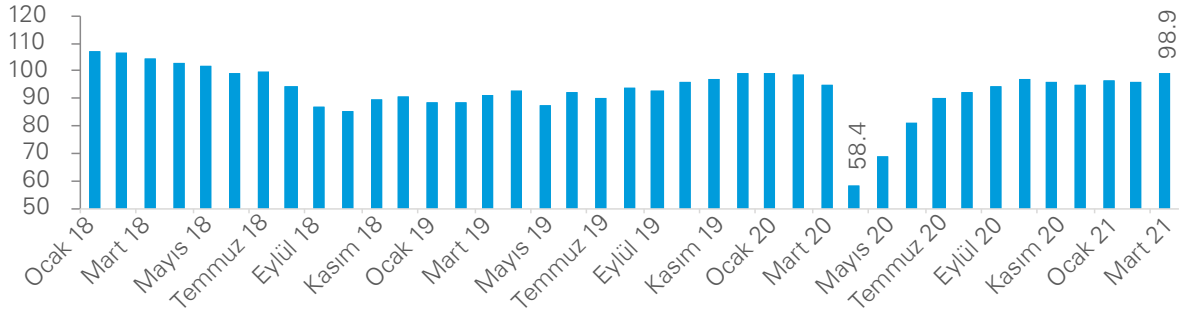
Reel kesim güven endeksi



Kaynak: TCMB

Ekonomik güven endeksi, Mart ayında son 14 ayın en yüksek değerini aldı. Bu endekste de dengeli bir toparlanma süreci izlense de Mart sonrası yaşanan iklim sebebiyle önümüzdeki aylarda daha düşük değerler göreceğiz.

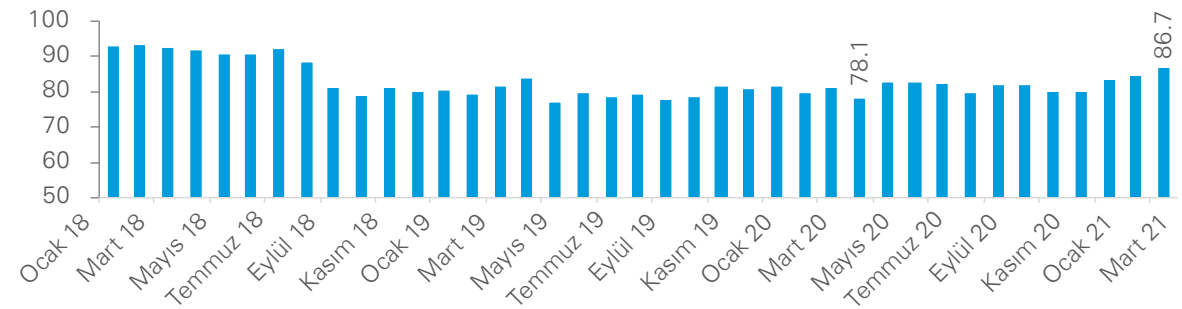
Ekonomik güven endeksi



Kaynak: TÜİK

Tüketici güven endeksinde de son 31 ayın en yüksek değerini gördük. Alt kalemlerde hane halkının maddi durumu, maddi durum beklentisi ve dayanıklı tüketim harcamaları yapma düşüncesi endeksleri hafif pozitif seyrediyor. Buna karşın "Mart sonrası" yorumu bu endeks için de geçerli.

Tüketici güven endeksi



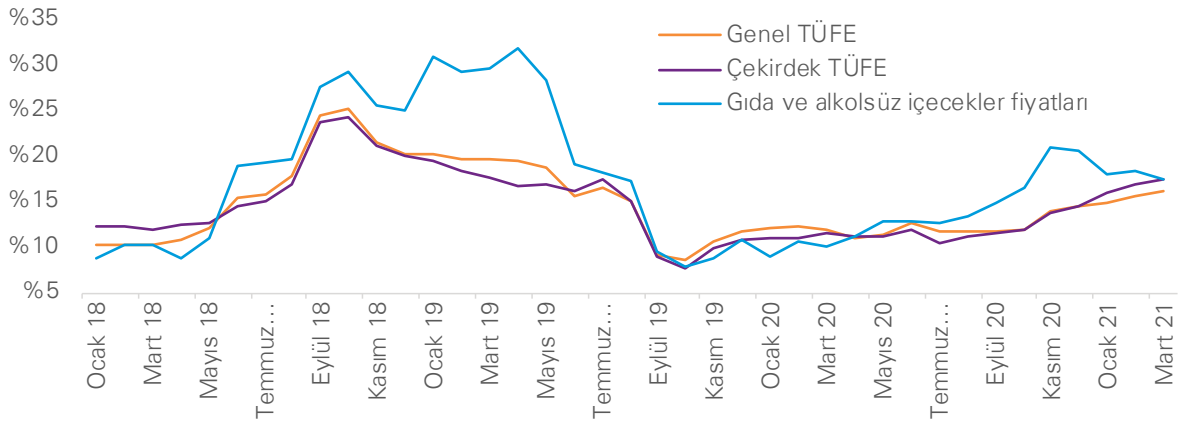
Kaynak: TÜİK

Enflasyonu dengeleme çalışmaları

- Enflasyonda 2020'nin üçüncü çeyreğinde tamamen değişen manzaranın sert yansımaları yaşanmaya devam ediyor. Kredi büyümesi destekli ekonomide talep canlanırken enflasyon üzerinde oluşan güçlü baskı ve hızla değer kaybeden TL enflasyonda hızlı bir yükselmeyi tetikledi. Hem imalat hem de talep taraflarındaki mevcut yoğun ithalat gereksinimi sebebiyle enflasyon üzerindeki baskının iyice artmasına yol açtı.
- TL'deki değer kaybının enflasyona etkisinin, yani enflasyonda kur geçişkenliğinin %20'ler seviyesinde olduğu Merkez Bankası 23. Başkanı tarafından 28 Ekim tarihindeki enflasyon raporu sunumunda ifade edilmişti. TL'nin 2020 yılında sepet bazında %30 değer kaybettiği de göz önüne alındığında enflasyonda önemli ölçüde bir sapma yaşanması da kaçınılmaz oldu.
- Merkez Bankası, Ekim sonunda 2020 yıl sonu enflasyon hedefini 320 baz puan artırarak %12,1'e çekerken, gerçekleşen manşet enflasyon (TÜFE) ise yılı ayında %14,6' ile kapattı.

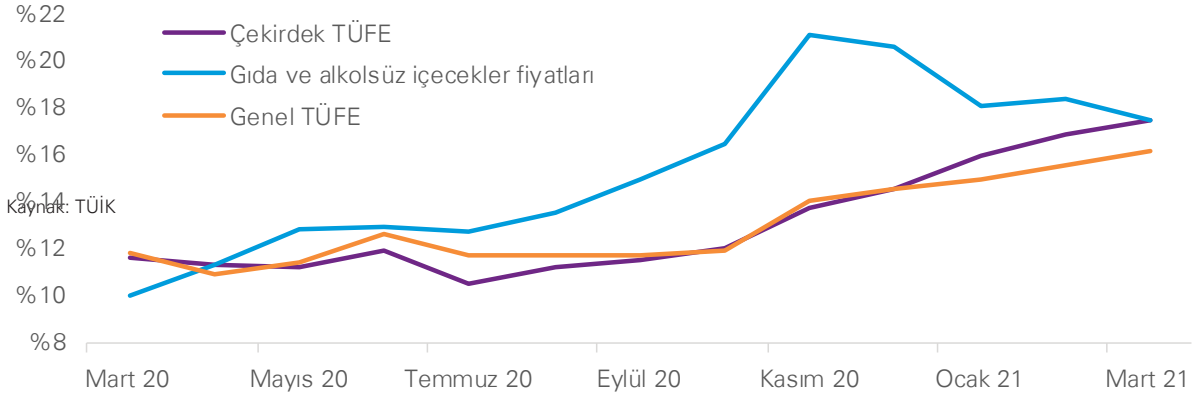
- Kasım 2020'de yeni Merkez Bankası Başkanı'nın atanmasını takip eden süreçte, enflasyona ilişkin güçlü duruş yorumları ve atılan seri adımlar havayı yumuşattı. Kur ve orta vadeli enflasyon beklentileri aşağı gelirken risk primlerinde de önemli düşüşler izledik.
- Yeni TCMB Başkanı'nın mart ayında görevden alınması ise manzarayı neredeyse tamamen eskiye döndürdü. Sıkı para politikasından vazgeçileceği endişeleri tüm beklentileri bozarken TL sadece bir günde %10 değer kaybetti. Bu hareket, enflasyon beklentilerini de ciddi anlamda yukarı çekti.
- Enflasyon görünümündeki sert bozulma, özellikle gıda enflasyonu kaleminde izlenmeye devam ediyor. 2020 başında %9 olan gıda ve alkolsüz içecekler enflasyonu mart sonu itibarıyla %17,4 seviyesinde. Seri, 11 aydır TÜFE'nin üzerinde seyrediyor ve baskı yaratıyor. Küresel çapta gıda enflasyonu baskısı olsa da yerel maliyet baskıları da bu görünümde oldukça etkili. Üretim ve lojistik maliyetlerindeki artışın yanında ithal ürünlerin fiyatlarının artması hem işlenmiş hem de işlenmemiş gıda fiyatlarının sıçramasına yol açıyor.

TÜFE'nin seyri



Kaynak: TÜİK

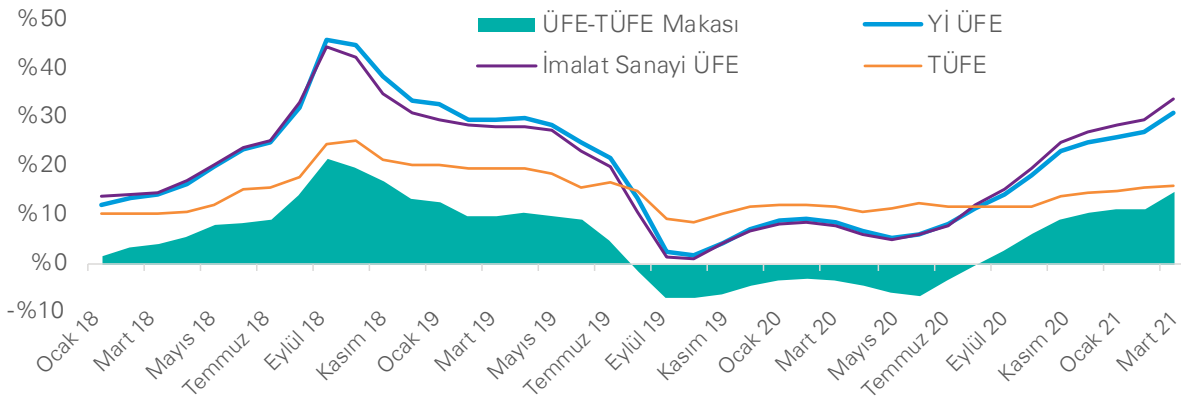
TÜFE'nin seyri - 12 aylık



Kaynak: TÜİK

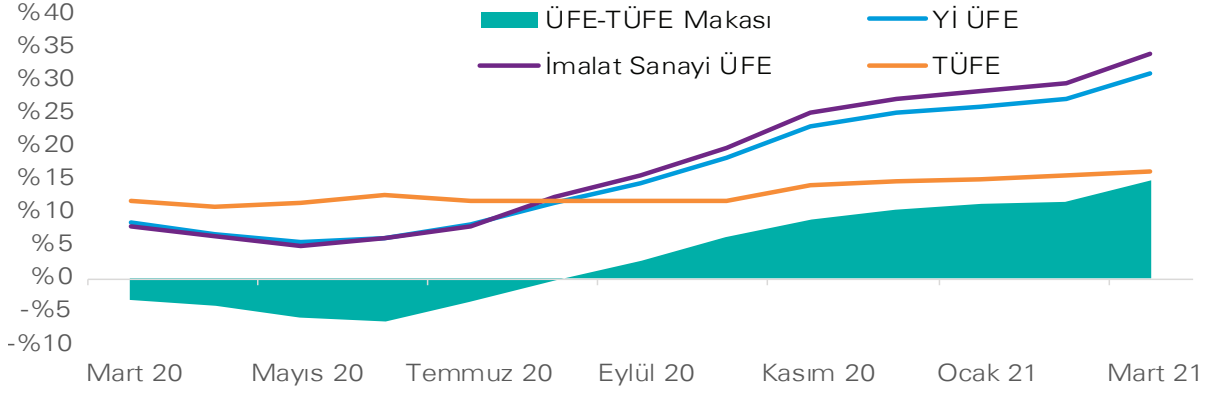
Eylül 2019 Temmuz 2020 dönemi arasında ortalama %6,3 olarak kayda geçen ÜFE, Mart 2021 itibarıyla %31,2'ye ulaştı. Kur geçişkenliği ve lojistik maliyetlerindeki artışlardan TÜFE'ye kıyasla daha hızlı etkilenen ÜFE, genel enflasyon görünümü üzerinde büyük baskı yaratıyor. Son 26 ayın en yüksek değerine ulaşan ÜFE'de TÜFE makası ise %15 ile son 28 ayın zirvesinde bulunuyor.

ÜFE'nin seyri



Kaynak: TÜİK

ÜFE'nin seyri - 12 aylık



Kaynak: TÜİK

- 📄 Enerji fiyatlarında son 12 ayda yaşanan ve iki kata yaklaşan yükseliş enflasyon görünümü adına şüphesiz ki olumsuz.
- 📄 Enflasyon görünümünde tepe noktasının mayıs verileri ile görülmesi bekleniyor. Yaşanan son kur şoku, tepe noktasını bir miktar daha yukarı çekmiş gibi görünüyor. Aynı sebeple, yıl sonu beklentileri de Merkez Bankası'nın öngörülerinden giderek uzaklaşıyor.
- 📄 Birikimli kur etkisinin yarattığı sert ve kalıcı baskı ise yeni şokların yaratacağı potansiyel maliyetleri artırıyor.
- 📄 Bugün itibarıyla, para politikası kurgusunun piyasalara çok iyi anlatılması ve soru işaretlerinin ortadan kaldırılması en önemli husus.

Faiz politikası gündemden düşmeyen başlık...

TCMB, faiz indirimleri serisine Haziran 2020 toplantısı ile son vermiş, Eylül ayında 200 baz puan artırım yapmıştı. Ekim ayında politika faizini artırmadan geç likidite penceresi aracı devreye alınmış ve TL'de güçlü bir değer kaybı yaşanmıştı. Kasım ayında ise TCMB başkanı değişti ve çok daha katı ve sade bir söylem bütünlüğü deklare edildi.

Yeni TCMB yönetimi döneminde politika faizi büyük bir hızla %19'a çekilirken, yaşanan 875 baz puanlı artış TL'deki görünümü değiştirdi. 18 Mart tarihli toplantıda beklentilerin ötesinde artırılan faiz ise bu yönetiminin aldığı son karar oldu. TCMB başkanı Mart 2021'de bir kez daha değişti.

TCMB yönetiminde yaşanan bu değişim, piyasaları bir kez daha etkiledi. Yönetimin benimsediği "sıkı duruş" politikası (son artırımın erken alınmış bir karar olabileceği eleştirileri ile birlikte) son yönetim değişikliği ile bazı soru işaretlerine yol açtı.

Yeni yönetim göreve geldikten sonra mevcut politikanın sürdürüleceği ve politika faizinin enflasyonun üzerinde tutulacağı taahhütlerini mükerrer kere dile getirdi. Diğer yandan TL, sepet kur karşısında %10 değer kaybetti, faiz oranları tüm vadelerde %3'ün üzerinde yükseldi ve CDS primi 150 baz puan arttı. Beklentilerde yaşanan bu ani bozulma yıl sonu enflasyon hedefinden de önemli bir miktarda sapma yaşanmasına yol açacak.

Bu noktada, 2016 yılından bugüne TCMB başkanlık koltuğuna 5 yılda 4 ismin geçtiğini de ifade etmekte fayda var. Bu görünüm öngörülebilirliği azaltıyor.

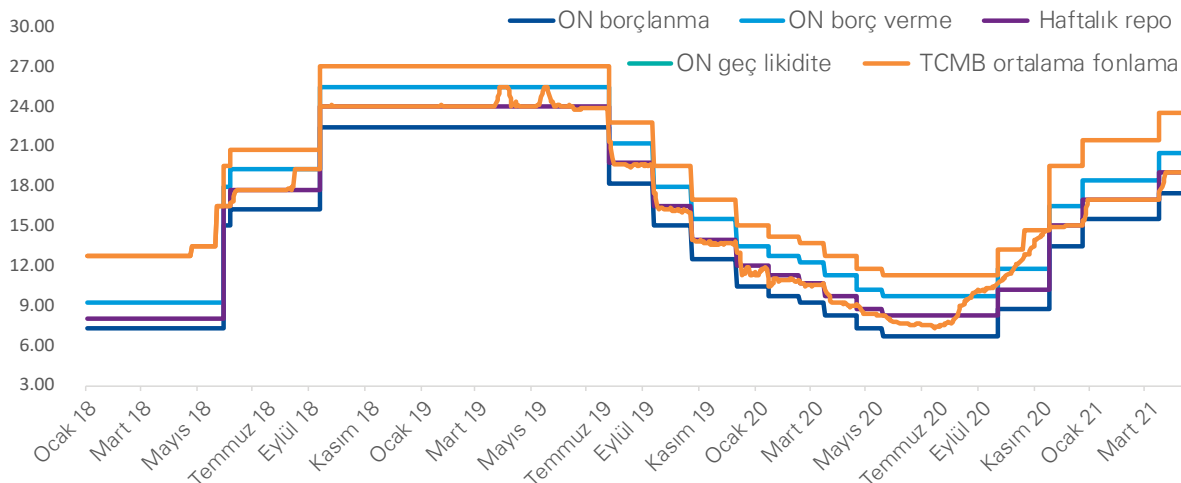
Bugün, bir önceki yönetim döneminde alınan kararlar ve piyasa tarafından benimsenen uygulamalar (örneğin: politika faizi ana araç olarak kullanılması, swap faizinin politika faizine eşitlenmesi, aktif rasyosunun devre dışı bırakılması, TL mevduatta stopaj avantajlarının uzatılması, bankaların swap kısıtlarının genişletilmesi) sürdürülüyor.

Yakın gelecekte, pozitif reel faiz vermeye devam edeceğiz. Bu durum, ülkemizi gelişen ülkelere karşı sermaye akımları anlamında bir adım öne çıkarıyor. Yine de atılan adımların ve uygulama esaslarına ilişkin iletişimin çok güçlü bir şekilde yapılması gerekiyor.

Politika faizinin, enflasyon görünümüne göre şekilleneceği taahhüdü yeni yönetim tarafından da verildi. Yine de yüksek politika faizinin daha kısa süre devam ettirileceği düşünülüyor. Buradan hareketle, enflasyonun tepe noktasına ulaşacağı bahar aylarının ardından faiz indirimleri konuşulmaya başlanacaktır. Bu noktada yürütülecek iletişim ve atılacak adımların boyutları ise başta TL'nin değeri olmak üzere pek çok konuya doğrudan etki edecek.

Bu yöndeki ilk adımın da 15 Nisan tarihli Para Politikası Kurulu toplantı metnindeki "ilave sıkılaştırma" maddesinin çıkarılması olduğu piyasalarca kabul edilen bir husus.

TCMB 1 hafta vadeli repo faizi (politika faizi)



Kaynak: TCMB

Döviz kurları yatay seyredirken ilave bir değişim daha yaşandı

2020, döviz kurlarında tarihi zirvelerin üst üste görüldüğü bir dönem olmuştur. Geç likidite penceresi adınının geldiği Ekim 2020 PPK toplantısının ardından aşırı hızlanan değer kaybı, USD/TRY kurunun serbest piyasada 8,5 seviyesini aşmasına yol açtı. Kasım ayında, ekonomi yönetimindeki bayrak değişimi ile birlikte görece sakinleşen hareket, TL'de %12'ye yakın bir değer kazanımını sağladı.

Süreç 2021 Mart ayına dek devam etti. Reel anlamda değer kazanan TL, enflasyon beklentilerinin ve faizlerin aşağı yönlü hareketini güçlendirdi. Mart ayında yaşanan TCMB başkan değişikliği ise manzarayı Ekim dönemindekine benzer bir noktaya taşıdı.

2015-2020 Kur Bilgileri

	USD/TRY	EUR/TRY	EUR/USD
Dip Seviye	3.7438	4.4921	1.0701
Tarih	29-01-2018	10-01-2018	24-03-2020
Zirve Seviye	8.4765	10.0460	1.2517
Tarih	09-11-2020	09-11-2020	19-02-2018

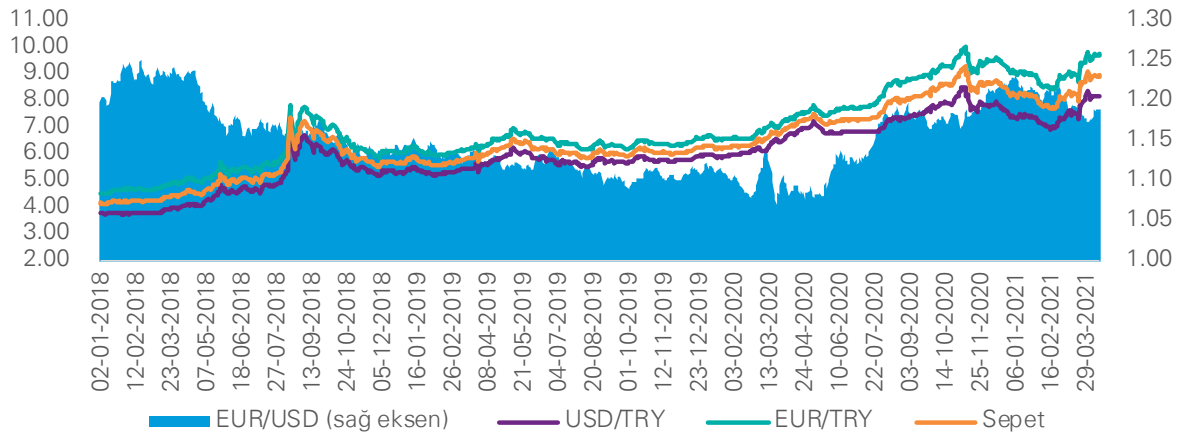
Kaynak: TCMB (döviz satış kurları)

Ocak ayında 5,90, Şubat ayında ise 6,15 sınırlarını aşan USD/TRY kuru, Mart ayı içinde 6,50 sınırını üç kez aşarak Ağustos 2018 sonrası döneminden bu yana izlenen en yüksek değerlerin görülmesine sebep olmuştur. Yılın ilerleyen döneminde de bu trend devam etti ve son aya kadar Türk Lirası hem nominal hem de reel anlamda hep değer kaybetti.

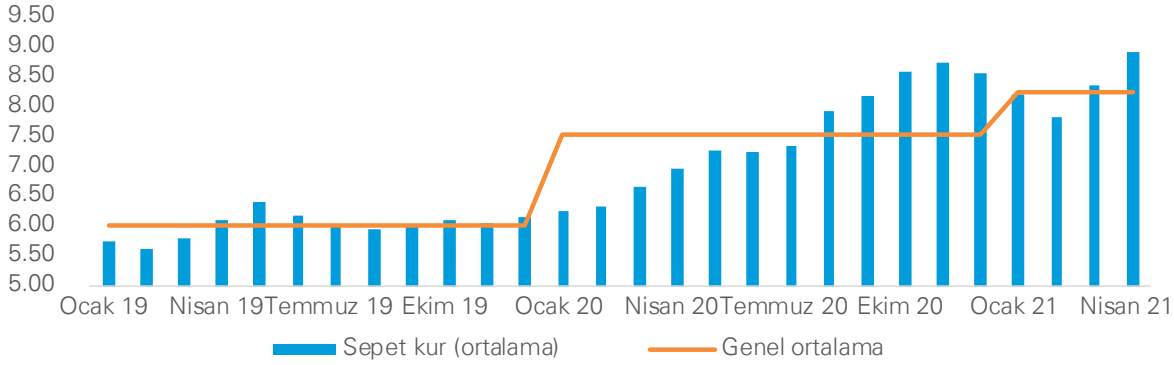
2021 yılına 7,73 seviyesinde başlayan USD/TRY kuru şubat ortasında yeniden 6'lı seviyeleri gördü ve mart ayı sonunda 8'in üzerine çıktı.

2021 yılında 75 iş gününde USD/TRY kurunun dip ve tepe seviyeleri arasındaki azami fark 1,4 TL seviyesinde oldu. Bu volatilité, piyasa algısındaki sert değişimleri ve kur şoklarına karşı kırılganlığımızın yüksekliğini gösteren en önemli değerlerden biri olarak kabul edilebilir.

Döviz kurları ve parite



2019-2020 Kur gelişimi (ortalama)



Kaynak: TCMB

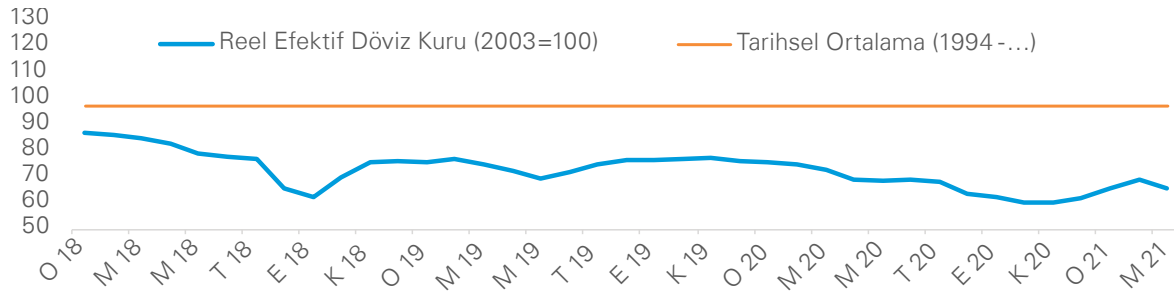
Para politikası uygulamalarında oluşan belirsizlik algısının yanında diğer destekleyici reform adımlarının da hızla atılması gerekiyor. Para politikasında netlik ve maliye politikaları ile yapısal reform çalışmalarında gözle görülür değerler ortaya çıkması halinde reel olarak değer kazanan bir TL'den söz edebilmek halen oldukça mümkün.

Bu noktada, jeopolitik risklerin kötüleşmeyeceği varsayımının benimsendiğini de ifade etmek gerekiyor.

Kur değerlerine, enflasyondan arındırılmış olarak baktığımızda da (Reel Efektif Döviz Kuru – REDK) tarihi dip seviye rekorlarının 2020 yılında birkaç kez kırıldığını görüyoruz. Dört yıl önce 92 seviyesinde olan REDK, en son açıklanan Mart 2021 verisinde 65,7 seviyesine düşmüş durumda.

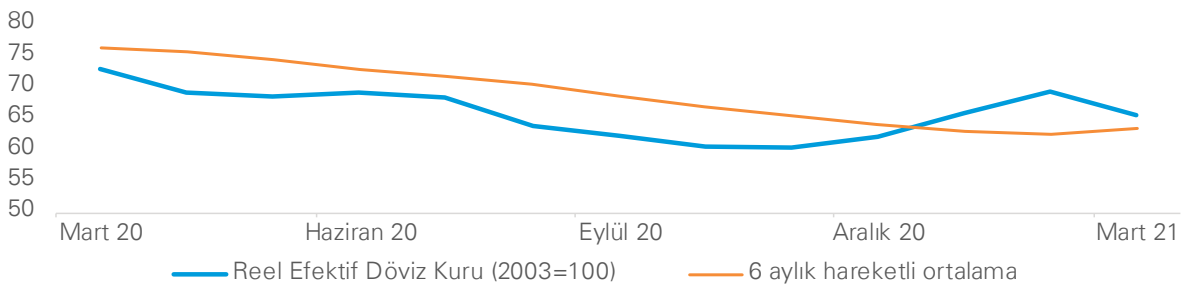
Ağustos 2018'de büyük bir kırılma yaşayan endeks, 2021 yılına 66,0 seviyesinde başlamıştı. 2020 Aralık ayından 2021 Şubat ayına kadar yükselen REDK, mart ayında yaşanan kur şoku ile tekrar geriledi.

REDK



Kaynak: TCMB

REDK - 12 aylık



Kaynak: TCMB

Bu manzara, TL'nin rekabetçiliğini teorik olarak desteklemekle birlikte zayıf olan ve zayıf devam etmesi öngörülen ihracat potansiyeli sebebiyle sadece enflasyon baskısı yaratıyor.

Hizmetler sektöründeki kırılma toparlanıyor

İstihdam verilerinden önce, TÜİK'in 2021 Ocak ayı ile birlikte yaptığı önemli değişikliği anımsamakta fayda var. TÜİK, AB ülkeleri ile eş zamanlı olarak, ILO kararları ve AB tüzüğüne uyum sağlamak amacıyla istihdam ve işsizliğe ek olarak tamamlayıcı göstergeler yayımlamaya başladı. Bunun yanında veri yayımlama sıklığı üç aylıktan aylığa çekildi. Yeni endeksler ve hesaplamalar, geriye doğru da çalıştırıldı ve veri setleri tamamlandı.

Tamamlayıcı veriler içinde geniş tanımlı işsizlik olarak da özetlenebilecek önemli veri setleri bulunuyor.

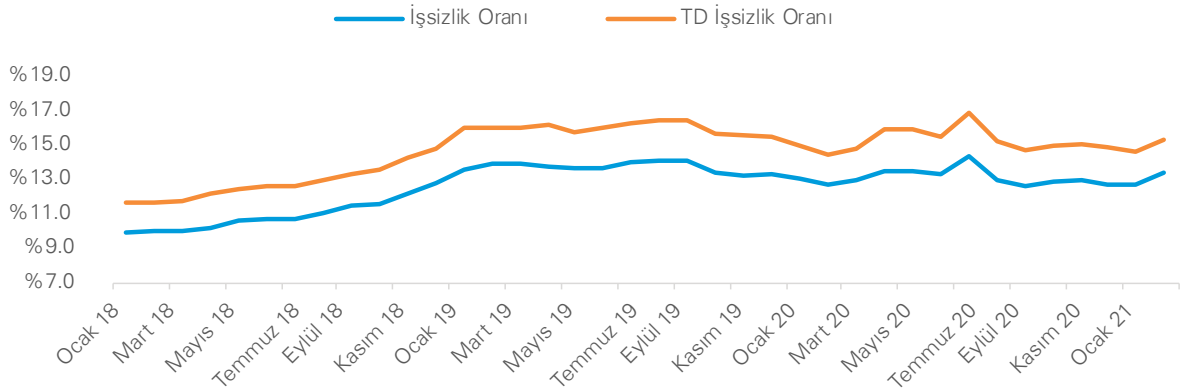
İstihdam piyasasındaki sorunlar devam ediyor. Genç nüfusta işsizlik ortalaması son 27 aydır %25'in üzerinde seyrediyor. Toplam işsiz sayısı 4 milyonun üzerinde seyrederken istihdam ve işgücüne katılım oranları da ortalamaların altında seyrediyor.

Salgın döneminde özellikle hizmetler sektöründe yaşanan istihdam sorunları küresel görünüme paralel bir seyir izliyor. Salgın önlemlerinin hafiflemesi kayıpların bir anlamda telafisini sağlasa da kalıcı sorunların çözümü için oldukça uzun bir zaman ve yapısal reform adımlarının hayata geçmesi gerekiyor.

TÜİK tarafından açıklanan son işsizlik oranı %13,4 seviyesinde ve bu oran, Ağustos 2020'den bu yana açıklanan en yüksek oran. Diğer yandan, TÜİK tarafından hesaplanan ve geniş tanımlı işsizlik olarak da kabul edilen "atıl işgücü oranı" %28,3 gibi oldukça yüksek bir noktada.

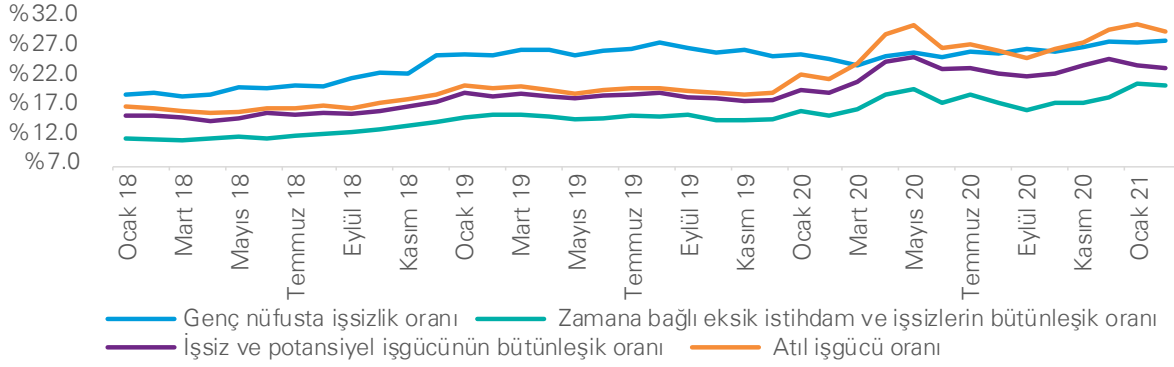
Mevsim etkilerinden arındırılmış verilere göre 12 aylık ortalama işsizlik oranı %13,2 seviyesinde. İşsizliğin yüksek seyri, harcanabilir gelir, tasarruf eğilimi, vergiler ve benzeri açılardan verimsizlikler yaratıyor. Öte yandan, istihdam sorunu sosyal dengeler açısından da belki en önemli değişken niteliğinde.

İşsizlik oranları (mevsimsel etkilerden arındırılmış)



Kaynak: TÜİK

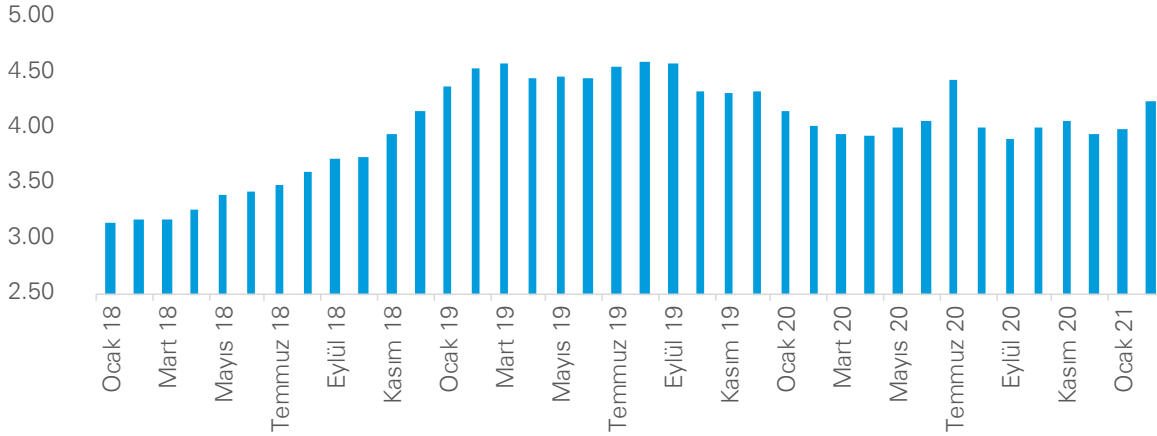
Tamamlayıcı istihdam göstergeleri (MEA)



Kaynak: TÜİK

- İşsizlik sorununa kısa vadede kalıcı bir çözüm üretebilmek çok kolay görünmüyor. Çıktı açığının dengelenme sürecinde nüfus artış hızına paralel bir istihdam kapasitesi artışı yaratılabilme kapasitesi mevcut olsa da uzun vadeli yatırımlar ve reformların ivedilikle devreye alınması gerekiyor.
- TÜİK tarafından açıklanan son verilere göre istihdam oranı %43,4 olarak gerçekleşti. Bu değer salgının erken dönemlerinde %40'larda gerçekleşmişti.
- İşsiz sayısı 4 milyon seviyesinin üzerinde seyrediyor. Bu değer 2019 ortalamasının altında olmakla birlikte 2017 ve 2018'nin 1 milyon kişi üzerinde. Tarım dışı işsizlik tarafında da benzer manzara devam ediyor. %15,3'lük oran, son yedi ayda ölçülen en yüksek değer olmakla birlikte ortalama değerlerin oldukça üzerinde.

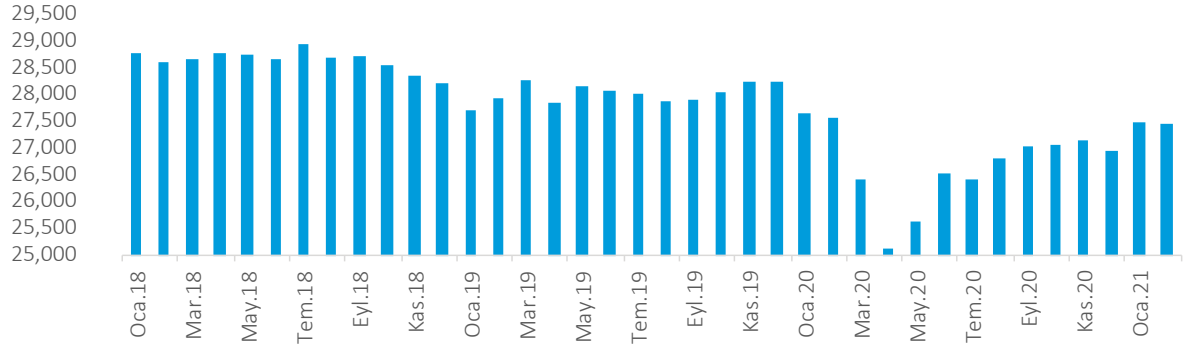
İşsiz sayısı (milyon kişi)



Kaynak: TÜİK

- 2021 Şubat ayı itibarıyla yaklaşık 4,8 milyon kişi tarım; 5,7 milyon kişi sanayi; 1,7 milyon kişi inşaat; 15,3 milyon kişi ise hizmetler sektöründe istihdam edildi. İstihdam edilenlerin sayısı son verilere göre yıllık bazda 126 bin kişi azalarak 27,4 milyon oldu. Bir önceki yıl ile karşılaştırıldığında, hizmetler sektörünün 362 bin istihdam kaybı ile en çok etkilenen sektör olduğu görülüyor.
- Toplam istihdamda iki yıllık fark -479 bin; üç yıllık fark ise -1,17 milyon seviyesinde. Yani, ekonomimiz bugün Şubat 2018'e kıyasla 1,2 milyon kişi daha az istihdam yaratıyor. Aynı dönemde 15 ve daha yukarı yaşta nüfus ise 2,9 milyon artmış durumda.

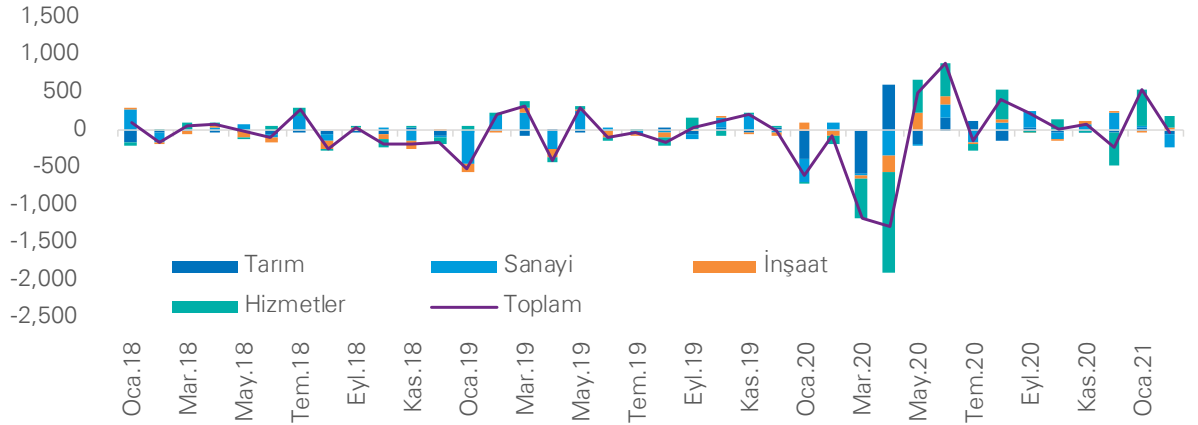
Tamamlayıcı istihdam göstergeleri (MEA)



Kaynak: TÜİK

📖 Sektörel istihdam verilerinde salgın döneminde özellikle hizmetler sektöründe yaşanan büyük kırılmanın kısmen de olsa toparlandığı görülüyor. Kredi büyümesi sürecinde desteklenen inşaat sektöründe de pozitif bir görünüm söz konusu. Kredi büyümesinin kesilmesi süreci ve makroekonomik belirsizlikler ise en önemli risk faktörleri.

Aylık sektörel istihdam değişimleri



Kaynak: TÜİK

Merkezi yönetim bütçesinde görünüm stabil

- Salgın tüm dünyada kamu maliyeleri üzerine önemli yükler getirdi. Sektörel destek paketleri ve vergi uygulamalarındaki değişiklikler 2020 yılında merkezi yönetim bütçesinin 139 milyar TL seviyesine açık vermesine sebep oldu.
- Merkezi yönetim bütçesinin karşı karşıya kaldığı bu yükün bir kısmı kısa vadeli yükümlülüklerden oluşuyor ve kalıcı bir yük unsuru olarak değerlendirilmemesi gerekiyor. Bütçe üzerindeki görece kısa vadeli bu bozulmanın etkileri hafifliyor ve hafifleyecek.
- Hazine 2020 yılında yaptığı 10'ar yıl vadeli ihraçlara 2021'in ilk çeyreğinde de devam etti. Bu ve benzer adımlarla, iç borçlanma operasyonlarındaki ortalama vade bir yılda 20 ayın üzerinde arttı. Bunun yanında, hazinenin borçlanma kabiliyeti devam etse de artan faiz oranları faiz yükü üzerinde önemli bir baskı oluşturacak.
- İç borç itfalarında ise Temmuz ve Ekim ayları en sıkışık dönemler olacak.
- Hazinenin, toplam borç stokunun %56'sının yabancı para cinsinden olması ise önemli bir risk unsuru olarak öne çıkıyor. Öte yandan, iç borç stokunun da 1/4'ünün yabancı para cinsinden olduğunu da not etmek gerekiyor. İç borçlanmada yabancı para payının artması, an itibarıyla mücadele edilen dolarizasyon sürecine olumsuz etki ediyor.

Merkezi yönetim bütçe gerçekleştirmeleri

(Milyon TL)	2020 Bütçe	2020 Ocak-Mart	%	2021 Bütçe	2021 Ocak-Mart	%	Değişim (%)
Bütçe Giderleri	1,095,461	285,330	%26.0	1,346,139	321,336	%23.9	%12.6
Faiz Hariç Giderler	956,521	247,082	%25.8	1,166,596	272,408	%23.4	%10.3
Faiz Giderleri	138,940	38,248	%27.5	179,542	48,928	%27.3	%27.9
Bütçe Gelirleri	956,588	255,749	%26.7	1,101,146	344,115	%31.3	%34.6
Vergi Gelirleri	784,602	176,100	%22.4	922,744	255,098	%27.6	%44.9
Bütçe Dengesi	-138,873	-29,581	%21.3	-244,993	22,780	-%9.3	%177.0
Faiz Dışı Denge	67	8,667	%12935.8	-65,451	71,708	-%109.6	%727.4

Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

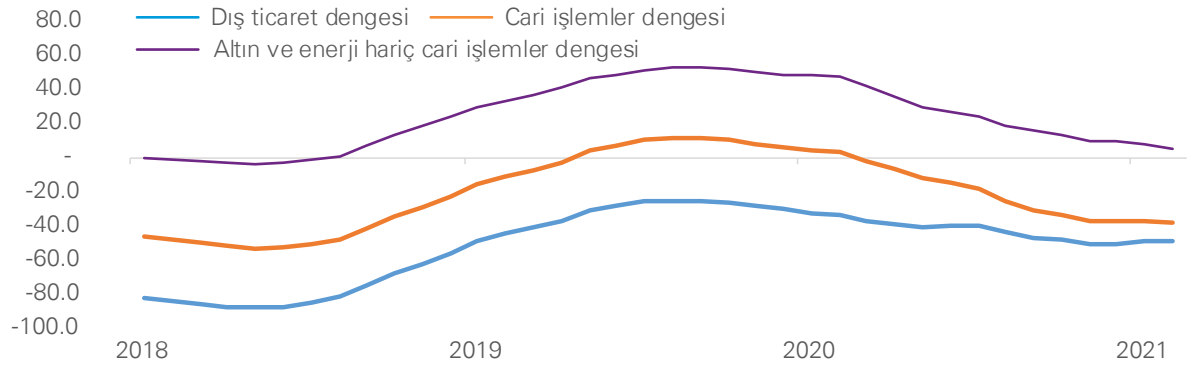
Cari işlemler dengesi mevcut görünümünü sürdürüyor

- Turizm ve ihracat gelirlerinin sert bir şekilde daralmasına sebep olan salgın süreci, ülkemizin cari işlemler dengesi görünümünü değiştirdi. 2021 yılı için beklentilerin yüksek tutulduğu turizm sektöründe ise yeni vaka sayılarındaki artışlar sebebiyle umutlar kırılıyor.
- Kredi destekli büyüme sürecinin getirdiği talep artışı ise dış ticaret dengesi üzerindeki yapısal ithal bağımlılığı sorununu canlandırdı. Enerji fiyatlarında yaşanan sert yükseliş de bu görünüm üzerinde olumsuz bir etkiye sahip.
- 12 aylık kümülatif dış ticaret açığı şubat sonunda 48,7 milyar USD seviyesine ulaştı. Bu değer bir yıl önce 33 milyar USD

seviyesindeydi. Cari işlemler dengesi de aynı dönemde 3,8 milyar USD fazladan 37,8 milyar USD açığa dönmüş durumda.

- Bu durum, rezerv görünümündeki bozulma ile birleştiğinde ülkemize ilişkin risk fiyatlamalarının direncini güçlendiriyor. Döviz açığı çok önemli bir sorun ve başta turizm sorunları ile enerji fiyatlarındaki hareketler bu görünümü desteklemiyor. Bunun yanında başta AB olmak üzere ihracat pazarlarındaki ekonomik aktivitenin yeniden canlanması kritik önem taşıyor.

Kümülatif cari denge (milyar dolar)



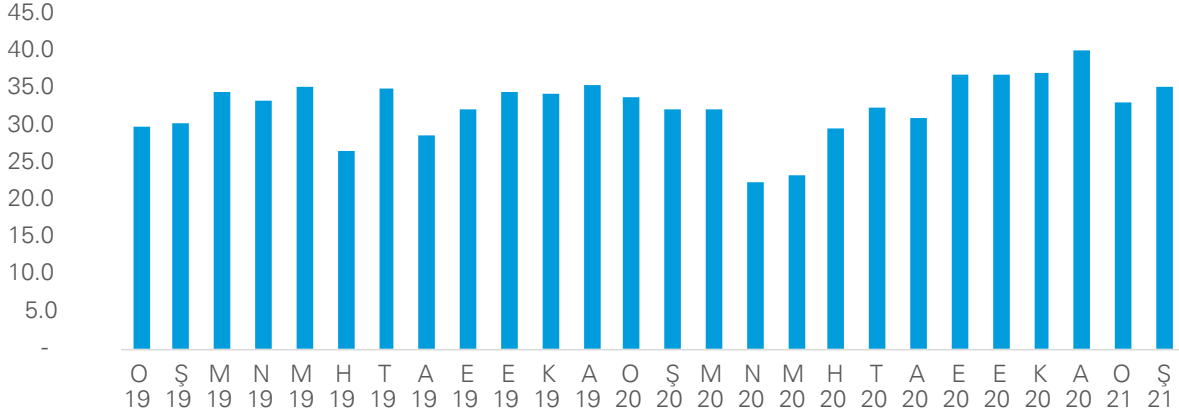
Kaynak: TÜİK

- Ekonomik reform paketinde açıklanan ithal ikamesi projesi kısa vadede olmasa da uzun vadede ama kalıcı çözüm için oldukça geçerli bir strateji olma özelliğini koruyor. Aksi durum, ekonomik aktivitenin canlandığı her dönemde cari işlemler dengesinde açığı beraberinde getiriyor. Açık vermeden, en azından asgari seviyede açıkla büyüebilmek en sürdürülebilir senaryo.
- Dış ticaret dengesinin detaylarına baktığımızda büyüme paralelinde genişleyen açık sorununun devam ettiğini görüyoruz.
- Değer kaybeden TL, temelde ihracat hacmini artırsa da bu potansiyel küresel görünüm sebebiyle tam olarak kullanılamıyor. 2020 yılını 170 milyar USD ihracat ve 220 milyar USD ithalat ile kapatan ülkemizde yeni yılın ilk iki ayında manzara çokça değişmedi.

- Yılın ilk iki ayında 31 milyar ihracat ve 37,4 milyar USD gerçekleştirilen ülkemizde ihracatın ithalatı karşılama oranı %83'ler seviyesinde gerçekleşti.

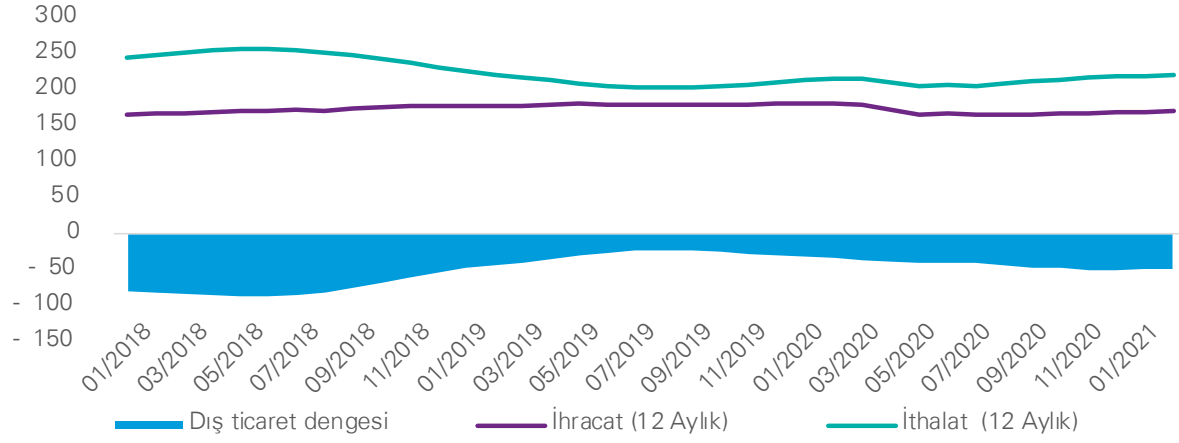
- Açıklanan son verilere göre (Şubat 2021) ihracat aylık %6,5 ithalat ise %6,8 arttı. 12 aylık toplamlara baktığımızda ise ihracatın %5,8 küçülürken ithalatın %2,4 büyüdüğünü ve dış ticaret açığının %47 arttığını görüyoruz.

Dış ticaret hacmi



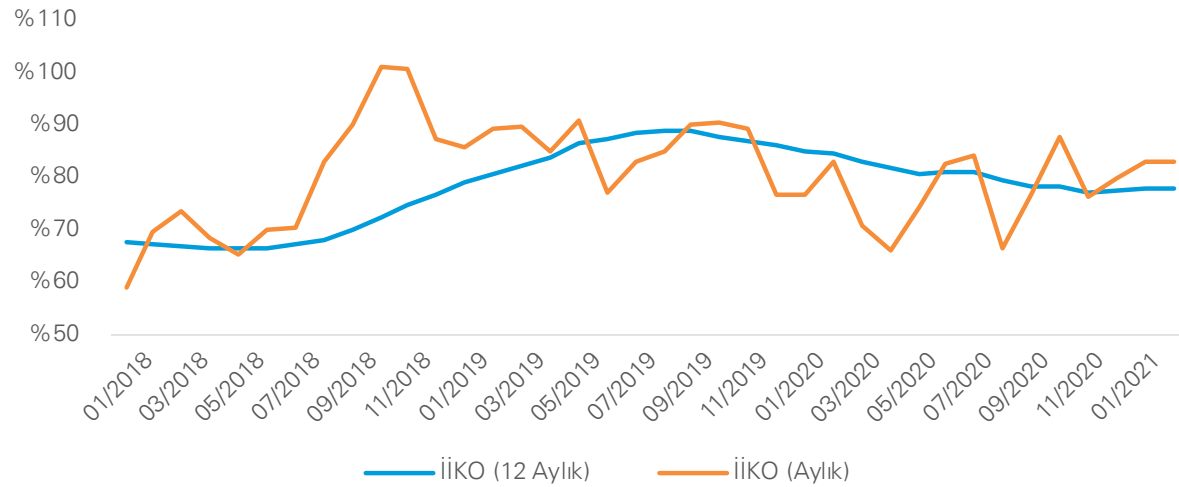
Kaynak: TÜİK, T.C. Ticaret Bakanlığı

Dış ticaret dengesi (kümülatif)



Kaynak: TÜİK, T.C. Ticaret Bakanlığı

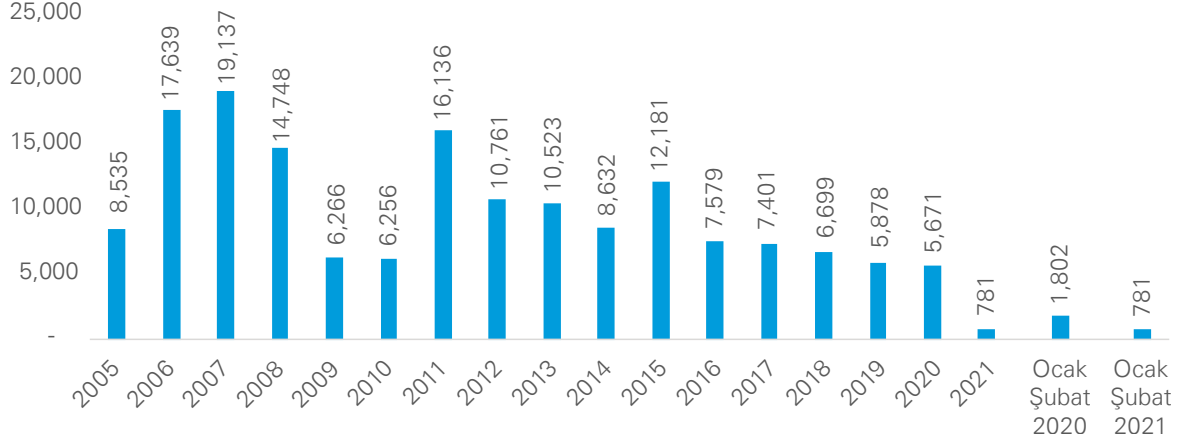
Dış ticaret hacmi ve ihracatın ithalatı karşılama oranı



Kaynak: TÜİK, T.C. Ticaret Bakanlığı

- Ülkemiz 2020 yılında 5,7 milyar USD’lik doğrudan sermaye yatırımı aldı. Bu seviye veri setinin başlangıcı olan 2005’ten bu yana ölçülen en düşük değer. Ayrıca bu gerçekleşme, 2019 yılında kırılan “en düşük yatırım” rekorunu da kırmış oldu.
- 2021 yılı içinde bulunulan küresel ve yerel konjonktür sebebiyle maalesef daha iyi bir görünüm vadetmiyor. Yılın ilk 2 ayında gelen yatırım hacmi sadece 781 milyon USD seviyesinde ve bu değer, bir önceki yılın aynı döneminin %57 altındadır.

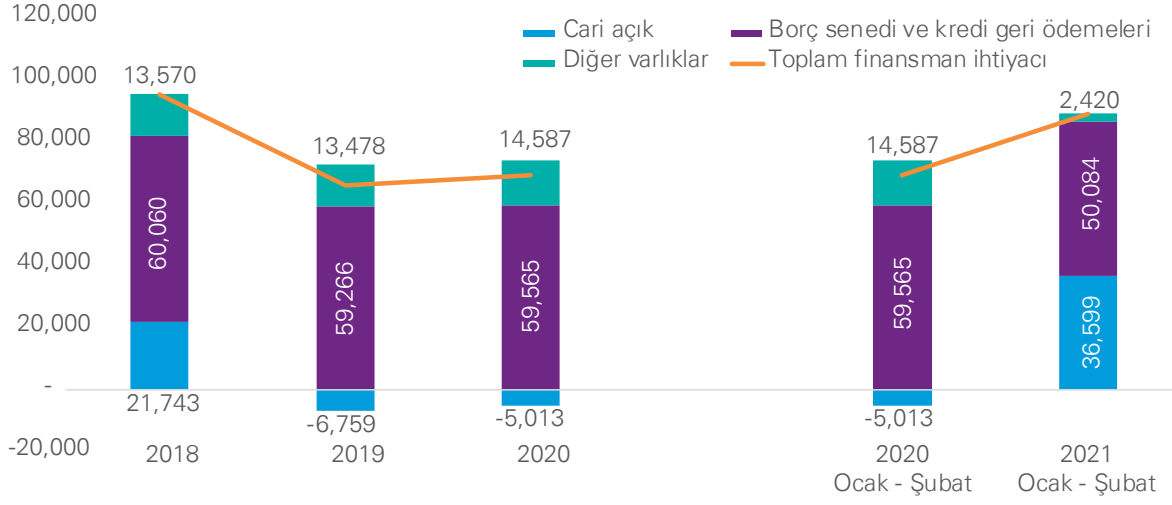
Doğrudan yabancı yatırımlar



Kaynak: TCMB

- Salgın döneminde uygulanan yolcu taşımacılığı kısıtlamaları 2020 yılında turizm sezonunun durgun geçmesine sebep oldu. Ülkemize 2019 yılında 44,7 milyon yabancı ziyaretçi gelirken, 2020 yılı 12,9 milyon ile kapandı.
- Günlük vaka sayılarındaki artışlar büyük umutlarla girilen 2021 yılına ilişkin beklentileri derinden sarsıyor.
- Rusya’nın ülkemize olan uçuşları yaz dönemi boyunca yasaklaması sektör için çok büyük bir darbe olacak. Rusya, son dört yılın ortalamasında toplam yabancı ziyaretçi hacmimizin %16’sını tek başına sağlıyordu. Toplam yabancı ziyaretçi sayımızın %6’ya yakınına gönderen İngiltere’de de tedbirler aynı noktada. Benzer önlemlerin AB ülkeleri tarafından da alınması oldukça yıkıcı bir gelişme olacaktır.
- Salgın sürecinde kaybedilen turizm gelirlerinin geri alınması, döviz açığının finansmanı konusunda kritik önem arz ediyor. 2019 yılında ülkemizin dış ticaret açığının neredeyse tamamını kapatan turizm gelirleri, 2020 yılında %70 oranında azaldı ve bu görünümün 2021 yılında değişmesi şart.
- 2021 yılının ilk iki ayında toplam dış finansman ihtiyacı 89,1 milyar USD’ye ulaşarak geçen yılın aynı döneminden %29 fazla oldu. Bunun sebebi, cari işlemler açığının 5 milyar USD fazladan 36,6 milyar USD açığa dönmesi.

Toplam finansman ihtiyacı (milyon USD)

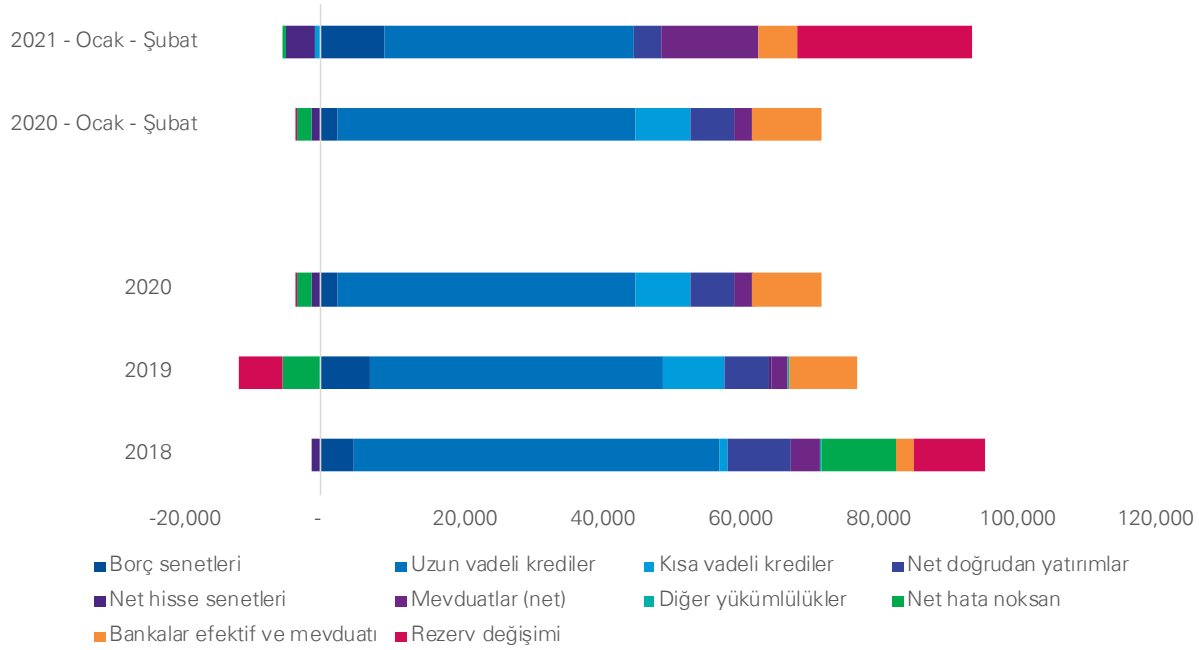


Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı

Yapısal olarak uzun vadeli borçlarda net ödeyici konumumuzun değişmemiş olması durumu ise devamlılığını koruyor.

2020 yılında cari açığın finansmanında rezerv varlıkların kullanımı ise 2021 yılının hareket alanını daraltarak kırılganlıkları artırıyor.

Cari açığın finansmanı



Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı



Sonuç ve beklentiler

2021 yılının ilk çeyreği güçlenen toparlanma sinyalleriyle geçti. Aşılama sürecindeki başarılı sonuçlar bu görünümü güçlendiren en önemli konuydu.

Kalıcı toparlanmanın sağlandığı bu dönemde öncü göstergeler salgın öncesi dönemin üzerinde seyrediyor. Yine de yakın vadeli ajandada istihdam ve kamu maliyesi sorunları yer alacak. Bunun yanında devam eden destekler ve piyasaların enflasyonist fiyatlamaları zaman zaman önemli miktarda karmaşaya yol açıyor. Otoritelere göre desteklere halen ihtiyaç var ve ekonomilerde topyekûn iyileşme döneminden uzaktayız. Piyasalar ise para arzı bolluğunun yan etkilerini fiyatlıyor.

Bu karmaşadan en çok gelişen ülke ekonomileri etkileniyor. Kötü senaryo 2013 benzeri bir parasal sıkılaştırma sürecinin yaratacağı hasar. Bu noktada yetkililer bunu önlemek için iletişim dahil tüm araçları en etkin şekilde kullanacaklarını taahhüt ediyorlar.

Toparlanma sürecinde gelişen ülke ekonomileri üzerindeki en önemli risk faktörü bu. Beklenenden daha hızlı gerçekleşebilecek bir parasal sıkılaştırma süreci, sermaye akımları kanalıyla gelişen ülkelere hasar verebilir. Bu senaryoda salgın sonrası toparlanma döneminde gelişmiş ekonomilerin gelişen ekonomilere kıyasla daha stabil büyüdüğünü dahi görebiliriz.

Sürecin insani yanında tamamıyla ve ebediyen değişen tüketici davranışlarını görüyoruz. Üstelik bu davranış modeli yatırım tercihlerinde de kendini gösteriyor. Yaşanan para arzı bolluğu, kripto paralar gibi yeni varlıkların fiyatlamalarını tarihi zirvelere taşıdı. Henüz spekülasyon olan bu mecra yakın zamanda kendinden daha fazla söz ettirebilir.

Ülkemiz için zorlu geçen 2020'nin ardından patikamızda bazı belirsizlikler oluştu. TL'nin değer kazandığı, faiz oranlarının stabilize olduğu ve risk primlerinin düştüğü dönem, TCMB başkanının değişmesiyle birlikte sona erdi. Bu noktadan sonra yürütülecek iletişimin içeriği, şeffaflığı ve gücü kritik önem arz ediyor.

Jeopolitik tarafta ABD ve AB ile ilişkilerde görece yumuşama söz konusu. AB liderler toplantısından çıkan mesajlar son birkaç yıldır esen soğuk rüzgarların sona ereceği sinyallerini barındırıyor. ABD ile ilişkilerde de ilave bir bozulma an itibarıyla yok diyebiliriz. Biden yönetiminin ülkemize ilişkin politikaları şekillendikçe süreç hakkında daha sağlıklı yorumlar yapabileceğiz. Bunların dışında son dönemde Karadeniz'de yaşanan Ukrayna temelli gelişmeler uluslararası arenada bizleri kritik tercihler yapmak zorunda bırakabilir.

Yerel ekonomi tarafında, büyüme trendi yavaşlamakla beraber devam ediyor. Hem öncü veriler hem de anketler bu durumu teyit eder nitelikte. Yavaşlayan kredi büyümesi, ekonominin soğutulma çalışmalarının işe yaradığını gösterse de Mart ayında yaşanan kur şoku paralelinde yükselen enflasyon beklentileri 2021'in ümit ettiğimiz kadar parlak bir yıl olmamasına sebep olabilir. Bunun yanında, salgın sürecinde vaka sayılarının hiç olmadığı kadar yükselmesi ve (gerek politik gerekse de sağlık sebepleri ile) önemli turist kaynaklarından uçuşların yasaklanması büyük bir handikap. Ülkemizin geçen yıl elde edemediği turizm gelirlerine belki de hiç olmadığı kadar ihtiyacı var ve bu alanda yaşanacak bir kaybın diğer makroekonomik göstergeler üzerindeki baskısı etkili olabilir.

Sonuç olarak, aşağı yönlü riskler geçen yıl sonuna kıyasla güçlenmiş ve bir kısmı hayata geçmiş dahi olsa 2021'in 2020'den daha olumlu geçeceği senaryomuzu koruyoruz.

Ek: TCMB Beklenti Anketi Aralık 2020

Gösterge	Dönem	Birim	Mart '20	Haziran '20	Eylül '20	Aralık '20	Mart '21	Nisan '21
TÜFE	Cari Yıl Sonu	%	9.98	9.54	11.46	14.18	11.54	13.12
TÜFE	12 Ay Sonrası	%	9.51	9.03	10.15	10.84	10.47	11.26
TÜFE	24 Ay Sonrası	%	8.51	8.38	8.86	9.24	9.18	9.55
TÜFE	5 Yıl Sonrası	%	7.03	6.92	6.90	7.17	7.25	7.38
TÜFE	10 Yıl Sonrası	%	6.42	6.13	6.13	6.14	6.21	6.23
USD/TRY	Cari Ay Sonu	TL	6.20	6.84	7.51	7.77	7.52	8.20
USD/TRY	Cari Yıl Sonu	TL	6.51	6.99	7.60	7.77	7.95	8.57
USD/TRY	12 Ay Sonrası	TL	6.66	7.22	7.94	8.37	8.20	8.78
Yıllık Cari İşlemler Dengesi	Cari Yıl Sonu	Milyar USD	-12.01	-11.60	-22.80	-34.00	-25.15	-25.80
Yıllık Cari İşlemler Dengesi	Bir Sonraki Yıl	Milyar USD	-16.42	-17.30	4.20	-22.40	-23.45	-22.20
GSYH Büyümesi	Cari Yıl	%	3.33	-1.30	-1.50	0.50	4.42	4.30
GSYH Büyümesi	Gelecek Yıl	%	3.85	4.60	4.20	3.80	4.24	4.20
TCMB Ağırlıklı Ortalama Fon-lama Maliyeti	Cari Ay Sonu	%	10.27	7.76	10.58	16.07	17.53	19.00
TCMB Ağırlıklı Ortalama Fon-lama Maliyeti	3 Ay Sonrası	%	9.76	7.55	11.29	16.36	17.64	18.37
TCMB Ağırlıklı Ortalama Fon-lama Maliyeti	12 Ay Sonrası	%	9.18	7.34	10.48	13.22	13.67	14.19
BİST Repo Pazarı O/N Faizi	Cari Ay Sonu	%	10.38	7.88	11.00	16.09	17.56	19.03
TCMB 1 Hafta Vadeli Repo İhale Faizi	Cari Ay Sonu	%	10.33	8.00	8.62	16.18	17.59	19.00
TCMB 1 Hafta Vadeli Repo İhale Faizi	3 Ay Sonrası	%	9.82	7.83	9.50	16.39	17.64	18.41
TCMB 1 Hafta Vadeli Repo İhale Faizi	6 Ay Sonrası	%	9.48	7.74	9.64	15.61	16.51	16.88
TCMB 1 Hafta Vadeli Repo İhale Faizi	12 Ay Sonrası	%	9.14	7.59	9.38	13.18	13.50	14.07
TCMB 1 Hafta Vadeli Repo İhale Faizi	24 Ay Sonrası	%	8.72	7.48	8.67	10.71	10.70	11.55
Vadesine 3 Ay ya da Daha Az Kalmış DİBS Bileşik Faizi	Cari Ay Sonu	%	10.59	8.14	11.20	15.55	16.00	18.50
Vadesine 3 Ay ya da Daha Az Kalmış DİBS Bileşik Faizi	1 Ay Sonrası	%	10.34	7.95	11.40	15.68	16.01	18.25
Vadesine 3 Ay ya da Daha Az Kalmış DİBS Bileşik Faizi	3 Ay Sonrası	%	10.05	7.86	11.52	15.53	15.77	17.57
Vadesine 3 Ay ya da Daha Az Kalmış DİBS Bileşik Faizi	6 Ay Sonrası	%	9.72	7.94	11.35	14.80	14.91	16.32
Vadesine 3 Ay ya da Daha Az Kalmış DİBS Bileşik Faizi	12 Ay Sonrası	%	9.35	7.77	10.57	12.85	12.98	14.09
Vadesine 3 Ay ya da Daha Az Kalmış DİBS Bileşik Faizi	24 Ay Sonrası	%	8.91	7.77	9.51	10.95	10.73	11.75
Vadesine 5 Yıl ya da Daha Az Kalmış Sabit Faizli DİBS Bileşik Faizi	12 Ay Sonrası	%	10.41	10.48	12.42	12.87	13.24	15.52
Vadesine 10 Yıl ya da Daha Az Kalmış Sabit Faizli DİBS Bileşik Faizi	12 Ay Sonrası	%	10.50	11.12	12.71	12.49	12.90	15.49

Bakış hakkında

KPMG Türkiye tarafından Türkçe ve İngilizce olarak hazırlanan ve her üç ayda bir okuyucularla buluşan KPMG Bakış, Türkiye ve dünya ekonomisindeki temel makroekonomik göstergelere ve bunların özet yorumlarına yer veriyor.

Bakış 1

Türkçe / İngilizce



Bakış 2

Türkçe / İngilizce



Bakış 3

Türkçe / İngilizce



Bakış 4

Türkçe / İngilizce



Bakış 5

Türkçe / İngilizce



Bakış 6

Türkçe / İngilizce



Bakış 7

Türkçe / İngilizce



Bakış 8

Türkçe / İngilizce



Bakış 9

Türkçe / İngilizce



Bakış 10

Türkçe / İngilizce



Bakış 11

Türkçe / İngilizce



Bakış 12

Türkçe / İngilizce



Bakış 13

Türkçe / İngilizce



Bakış 14

Türkçe / İngilizce



Bakış 15

Türkçe / İngilizce



Bakış 16

Türkçe / İngilizce



Bakış 17

Türkçe / İngilizce



Bakış 18

Türkçe / İngilizce



Bakış 19

Türkçe / İngilizce



Bakış 20

Türkçe / İngilizce



Bakış'ın dağıtım listesine üye olmak istiyorsanız iletişim bilgilerinizi tr-fmmarkets@kpmg.com adresine gönderebilirsiniz.



Gündem ve Bakış Turkcell Dergilik ve Türk Telekom e-dergi'de



İletişim:

Detaylı bilgi için:
KPMG Türkiye
Clients & Markets
tr-fmmarkets@kpmg.com

İstanbul

İş Kuleleri Kule 3 Kat 1-9
34330 Levent İstanbul
T : +90 212 316 6000

Ankara

The Paragon İş Merkezi Kızılırmak Mah.
Ufuk Üniversitesi Cad. 1445 Sok. No:2
Kat:13 Çukurambar 06550 Ankara
T: +90 312 491 7231

İzmir

Folkart Towers Adalet Mah. Manas Bulvarı
No:39 B Kule Kat: 35 Bayraklı 35530 İzmir
T : +90 232 464 2045

Bursa

İnallar Cadde Plaza, Balat Mahallesi
Mudanya Yolu Sanayi Caddesi No: 435 K:5
D:19-20 Nilüfer Bursa
T : +90 232 464 2045

kpmg.com.tr
kpmgvergi.com



Bu dokümanda yer alan bilgiler genel içeriklidir ve herhangi bir gerçek veya tüzel kişinin özel durumuna hitap etmemektedir. Doğru ve zamanında bilgi sağlamak için çalışmamıza rağmen, bilginin alındığı tarihte doğru olduğu veya gelecekte olmaya devam edeceği garantisizdir. Hiç kimse özel durumuna uygun bir uzman görüşü almaksızın, bu dokümanda yer alan bilgilere dayanarak hareket etmemelidir. KPMG adı ve KPMG logosu, bağımsız üye şirketlerden oluşan KPMG küresel organizasyonun lisansı altında tescilli ticari markalardır. KPMG International Limited ve ilişkili kuruluşları müşterilere herhangi bir hizmet sunmamaktadır.

© 2021 KPMG Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş., şirket üyelerinin sorumluluğu sundukları garantiyle sınırlı özel bir İngiliz şirketi olan KPMG International Limited ile ilişkili bağımsız şirketlerden oluşan KPMG küresel organizasyonuna üye bir Türk şirkettir. Tüm hakları saklıdır.