

ETHOS

ECONOMICS | CONSULTING

Bülten

Haziran 2022

Özet

Bu ay ekonomide durağan bir seyir gözlemlerken finansal koşullardaki sıkılaşmanın hızla devam ettiğini görüyoruz. Bir süredir devam eden finansal sıkılaşmanın etkisiyle ekonominin önümüzdeki aylarda yavaşlamasını öngörüyoruz. Öte yandan bu yavaşlamaya rağmen enflasyondaki artışın devam etmesini bekliyoruz. Yılın 4. çeyreğine kadar enflasyonda bir düşüş trendi beklemiyoruz. Bundan dolayı 3. çeyrekte ekonomide beklediğimiz yavaşlamayla beraber hızlanan bir enflasyon (stagflasyon) riskine dikkat çekmek isteriz.

1. GENEL GÖRÜNÜM

Türkiye ekonomisi 2. çeyrekte ortalamanın üzerinde bir büyüme performansın sonunda haziran ayına durağan girdi. İkinci çeyrekteki güçlü büyümede hem yurtiçi hem de yurtdışı talep rol oynadı. Öte yandan 2021 ortalarından bu yana finansal koşullarda yaşanan sıkılaşmanın devam etmesi büyümenin sürdürülebilirliğine dair soru işaretler doğuruyor. Genelde ortak hareket eden finansal ve reel sektörler, 2021 sonlarından bu yana geçmişte hiç olmadığı kadar ayrılmış durumdadır. Finansal sektörün öncülüğünde büyüyen reel sektörün bu koşullarda 3. çeyrekte benzer bir performans göstermesi gitgide zorlaşıyor. Gerçekten de hem aylık bazda hem de çeyreklik bazda yaptığımız tahminler ekonomide Haziran ayı için durağan bir performansa işaret ediyor.

Bu ayki raporumuzun en önemli bulgusu olarak takriben 3. çeyrekte ekonomide bir yavaşlama hatta yüksek bir olasılıkla daralmaya girileceğini öngörüyoruz. Alt göstergelere baktığımızda, talepteki canlılığa rağmen sanayideki durgunluğun yavaşlamaya öncülük ettiğini görüyoruz. Daralmanın şiddetinin önümüzdeki dönemde gelecek veriyle birlikte netleşmesini bekliyoruz. Her ne kadar 3. Çeyrekte bir daralma öngörsek de benzer bir düşüşü enflasyonda beklemiyoruz. Tahminlerimiz enflasyondaki artışın son çeyreğe kadar süreceğini ve Temmuz itibarıyla enflasyonda üç haneli değerleri göreceğimize işaret ediyor. Enflasyonda yavaşlamanın baz etkisi ile yılın 4. çeyreğinde başlamasını bekliyoruz. Üçüncü çeyrekte hem büyümede yavaşlama hem de yüksek enflasyonun gözlemlendiği zorlu bir süreç bekliyoruz.

2. AYLIK GÖSTERGELER: EKONOMİK VE FİNANSAL GÖSTERGELER

Aylık görünüm reel sektör ve finansal piyasalardaki gelişmeleri özetleyen iki endeks üzerinden takip edilmektedir. Bu endeksler bir söz konusu döneme ait en güncel veriyi kullanarak yapılan tahminlerdir. Bu tahminleri yaparken farklı sıklıklarda yayınlanan büyük bir veri seti kullanıyoruz. Zaman zaman farklı yönlerde de hareket edebilen bu verilerdeki ortak hareketleri ileri istatistiki yöntemler kullanarak, bunlardan ekonomik ve finansal koşulları gösteren sade, piyasayı bütünüyle özetleyen daha anlaşılır öngörü gücü yüksek göstergeler oluşturmuyoruz.

Bu göstergelerden Ekonomik Durum Endeksi (EDE) reel sektörün gidişatına anlık bilgi veren verileri özetlemektedir. Finansal Durum Endeksi (FDE) ise finansal piyasalardaki genel stres durumunu göstermektedir. Finansal durum endeksi aynı zamanda reel aktivite için bir öncü gösterge olarak yorumlanabilir. Dolayısıyla finansal sektörde yaşanacak uzun süreli bir daralma nihayetinde reel aktivitedeki bir daralmayı beraberinde getirecektir.

Ekonomik Durum Endeksi (EDE)

Bu ay yaptığımız model tahminine göre EDE Haziran ayında bir önceki aya göre %0,02 artmıştır. Mayıs ve Nisan aylarındaki değişim ise sırasıyla %0,10 ve %0,45'tir.¹ Dolayısıyla özellikle Nisan ayında zirveye çıkmış ekonomik performans Mayıs ve Haziran aylarında yavaşlamış görünüyor.

EDE'nin alt bileşenleri şu şekilde değişmiştir:

Üretim: Kullandığımız büyük veri setinde ekonominin üretim tarafını gösteren önemli göstergelerden biri sanayi üretim endeksidir. Sanayi üretim endeksinde en son açıklanan nisan ayı verisine göre nisan ayında bir önceki aya göre değişim gözlenmemiştir. Bu durağanlık ekonomik durum endeksindeki durağan hareketin ana nedenlerinden biridir. Ayrıca ithalat miktar endeksinde son 3 aydır gözlenen düşüş de ithalata bağlı üretimde bu durgunluğun önemli göstergelerinden biridir. Buna ek olarak imalat sanayi PMI göstergesindeki düşüş Haziran ayında da devam ederek 49,2 olarak kritik 50 değerinin altında gerçekleşmiştir.

Talep: Talep tarafına baktığımızda, perakende satış hacmi nisan ayında %2,0'lik bir artış göstermiştir. Yurtdışı talebe baktığımızda ise ihracat miktar endeksinde %11'lik yüksek bir artış görmekteyiz. Bu artışın altında yatan en büyük neden Avrupa ekonomisinde gözlenen büyümedir.

İstihdam: İşgücü piyasasına nisan ayında toplam istihdamda %1,4'lük bir artış gözlenmiştir. Dolayısıyla %50'lerin üzerine çıkan işgücüne katılım oranı ile birlikte istihdamdaki artış seyrini sürdürmektedir.

Bütün bu bileşenlerden yola çıkarak EDE'nin alt bileşenlerinde yılın ilk ve ikinci çeyreğinde oldukça değişken hareketler görülmektedir. Bütün bu hareketlerin sonucunda özellikle üretim göstergelerinin öncülüğünde gösterge Haziran ayında ve sonraki aylarda da durağanlığa işaret etmektedir.

Finansal Durum Endeksi (FDE)

Bu ay yaptığımız model tahminine göre FDE haziran ayında bir önceki aya göre %0,90 azalmıştır. Mayıs ve nisan aylarındaki değişim sırasıyla %1,16 ve %0,22'tir. Finansal koşullarda uzunca bir süredir devam edilen daralma bu ay hızlanmıştır.

FDE'in alt bileşenleri şu şekilde değişmiştir:

Risk göstergeleri: Endeksin birçok alt bileşeninde oynaklık artmıştır. Ana risk göstergelerinden BIST-100 endeksinin gerçekleşen oynaklığı (realized volatility) önceki aya göre artış göstermiştir.

¹ Not: Değerlerin kolay bir şekilde yorumlanması amacıyla yaptığımız standardizasyon sonucunda hem ekonomik ve hem de finansal durum göstergesinde yaşanan değişim oranlarının %-2 ve +%2 arasında gerçekleşmesi beklenmektedir. %-2'den düşük ya da +%2'den yüksek değerler düşük olasılıklı uç değerler olarak yorumlanabilir. Örneğin, geçmişte bu değerler 2008 resesyonunun en derin noktası olan 2008 Kasım ayında %-2,08 ve 2016 Temmuz ayında %-2,17 olarak gözlenmiştir. Dolayısıyla bu değerlerin %-2'ye yaklaşması bize yaşanan daralmanın şiddeti hakkında da bilgi verecektir.

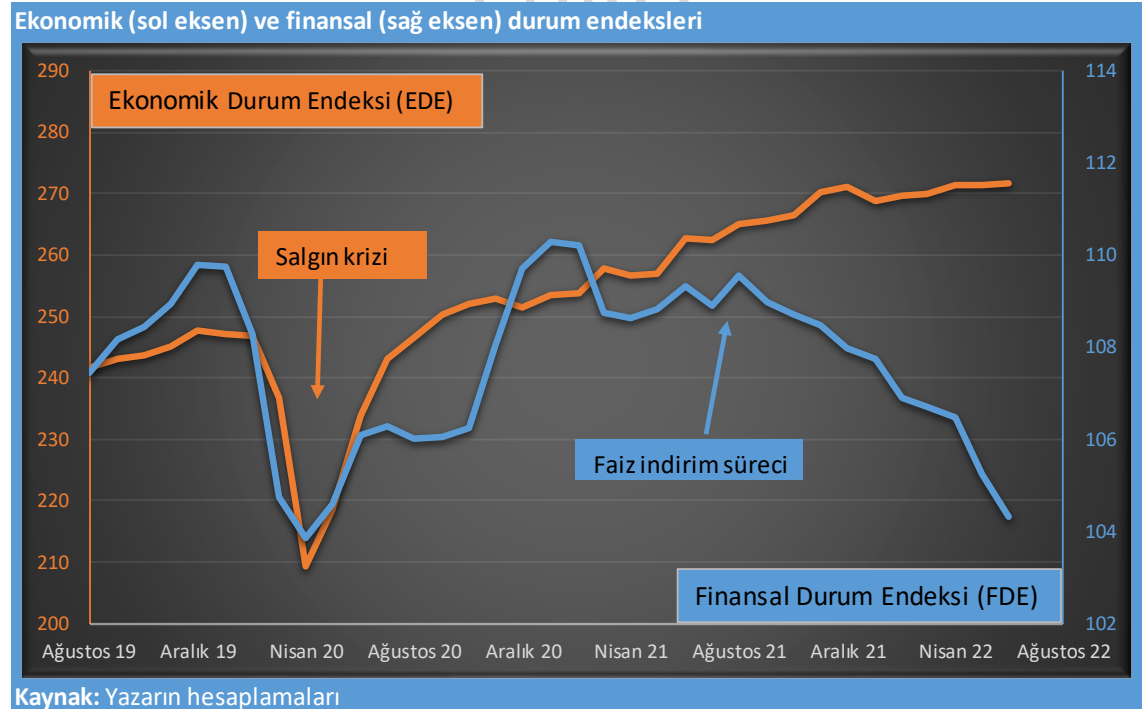
5 yıllık CDS primi 800 baz puanının üzerinde seviyelerle Türkiye'nin risk algısındaki bozulmanın yüksek seviyelere çıktığını göstermektedir. Bu bozulmanın ana nedenlerinden birinin enflasyonda ve enflasyon beklentilerinde yaşanan yüksek seyir olduğu düşünülmektedir.

Kredi koşulları ve rezervler: Haziran ayında brüt rezervlerde bir düşüş söz konusudur. Kredi koşullarına baktığımızda ise her ne kadar nominal olarak toplam kredilerde bir artış söz konusu olsa da, toplam kredi hacminde yüksek enflasyondan dolayı reel olarak bir durağanlık gözlemlenmektedir. Risk göstergelerindeki artış, rezervlerin düşüklüğü ve kredi koşullarında reel olarak yaşanan bu durağanlık, finansal durum endeksinde uzun zamandan beri süren daralmanın devam etmesinin nedenleri arasında.

EDE ve FDE Trendleri

Şekil 1'de Ekonomik Durum Endeksi ve Finansal Durum Endeksi'nin 2019 yılından bu yana izledikleri trend gösterilmektedir. 2020'nin ilk yarısında Covid-19 salgınının getirdiği ekonomik daralma ve ardından gelen hızlı toparlanma EDE'de net bir şekilde gözlenmektedir. Benzer bir düşüş ve hızlı bir toparlanma özellikle önceki Merkez Bankası Başkanı Naci Ağbal'ın dönemi boyunca FDE'de de görülmektedir. Öte yandan FDE'de 2021 Eylül ayından bu yana yaşanan daralmanın bu ay hız kestiği izlenmektedir. EDE'de ise 2022'nin başında bir daralma ve sonrasında durağanlık göze çarpmaktadır. Normalde FDE'nin öncülüğünde benzer hareketler göstermesi gereken bu iki endeks, 2021'in sonbaharından itibaren uygulanan yeni politikalarla birbirinden iyice ayrılmış durumda. Uzun süredir düşüşünü devam ettiren FDE'deki bu hareketin reel sektöre de yansımaları kaçınılmaz olacaktır.

Şekil 1. Haziran 2022 itibariyle hesaplanan ekonomik ve finansal durum endeksleri

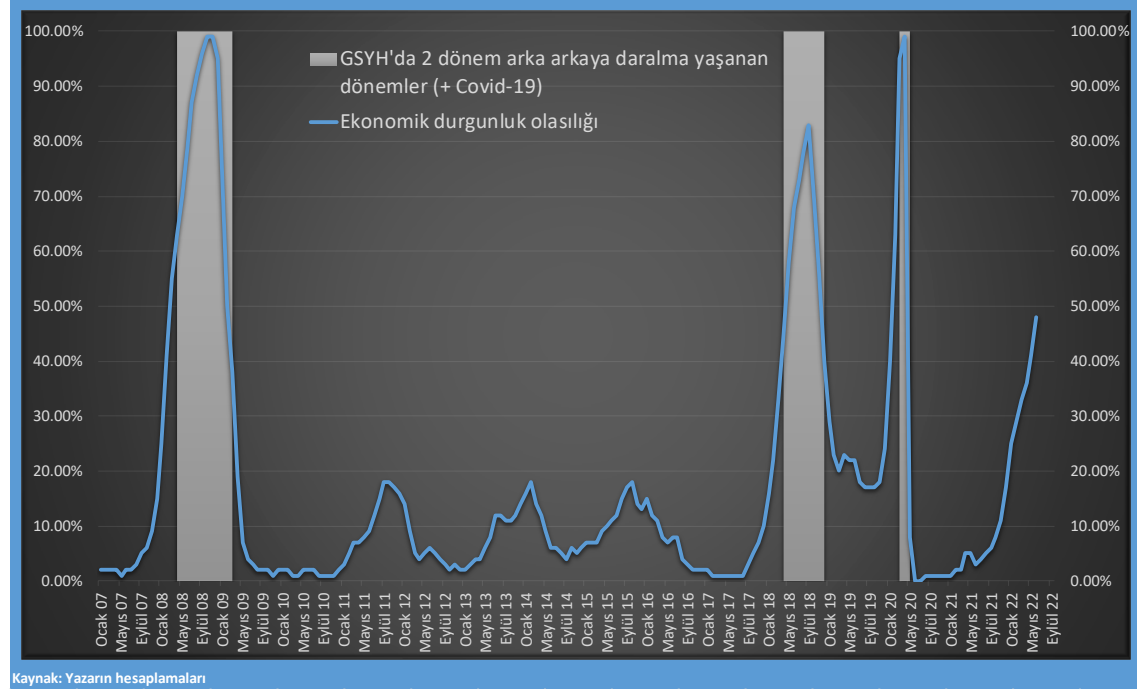


Ekonominin Durgunluğa Girme Olasılığı

EDE ve FDE'nin ortak hareketlerinden yola çıkarak kısa vadede ekonominin durgunluğa girme olasılığı hesaplanmıştır. Bu olasılıkların öngörü kabiliyeti oldukça yüksek olup hem 2018 hem de 2020'de yaşanan kısa süreli ekonomik durgunlukları aylar öncesinden göstererek, kritik bir erken uyarı sistemi olarak kullanılmaktadır. **Haziran ayında ekonominin kısa vadede ekonominin durgunluğa girme olasılığı %48'e yükselmiştir. Bu düzey oldukça yüksektir. Bu anlamda FDE'de uzun süreden bu yana yaşanan düşüşün reel ekonomide 3. Çeyrek itibariyle bir daralmaya yol açacağını öngörüyoruz.**

Şekil 2'de bu olasılıkların 2007'den günümüze kadar olan dönemdeki değişimi gösterilmektedir. Gri alanlar iki çeyrek arka arkaya daralma yaşana teknik resesyona işaret etmektedir. Görüleceği üzere, yapmış olduğumuz hesaplamalar yaklaşık 4-6 ay öncesinden GSYH verisinin trend altında büyüme ihtimalini oldukça isabetli bir şekilde tahmin edebilmektedir.

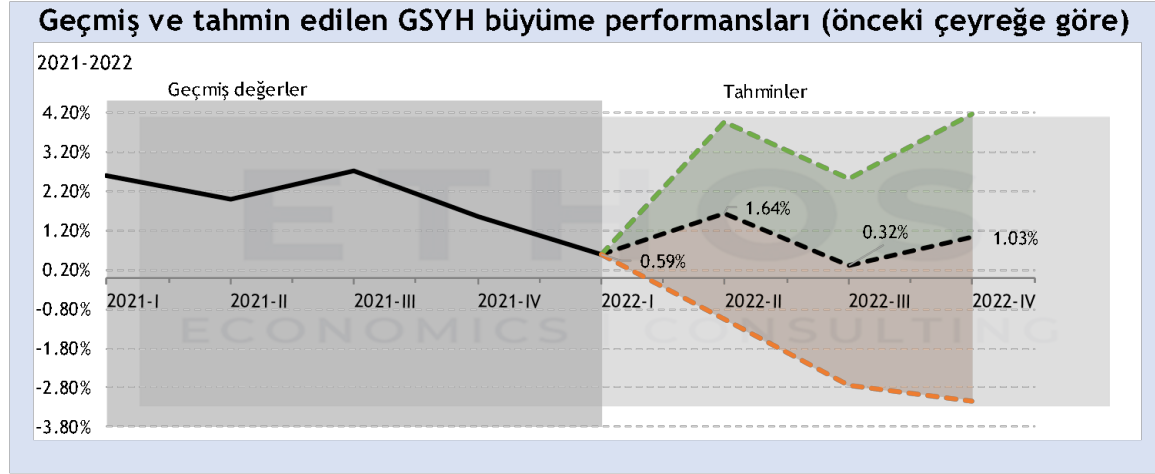
Şekil 2. Haziran 2022 itibariyle hesaplanan ekonomik durgunluğa girme olasılıkları



3. ÇEYREKLİK GÖSTERGELER: GSYH'DA GÖRÜNÜM

GSYH'nın "anlık tahmin" model tahminine göre çeyreklik büyüme tahminlerinin olasılık dağılımı Şekil 3'te gösterilmiştir. Büyük bir veri seti kullanılarak yapılan bu tahminlerde amaç ekonomide GSYH cinsinden anlık durumun resmini çekmek, bununla birlikte en iyi ve en kötü senaryolarda oluşabilecek durumla ilgili öngörüler oluşturmaktır.

Şekil 3. Haziran 2022 itibariyle GSYH çeyreklik büyüme performansı

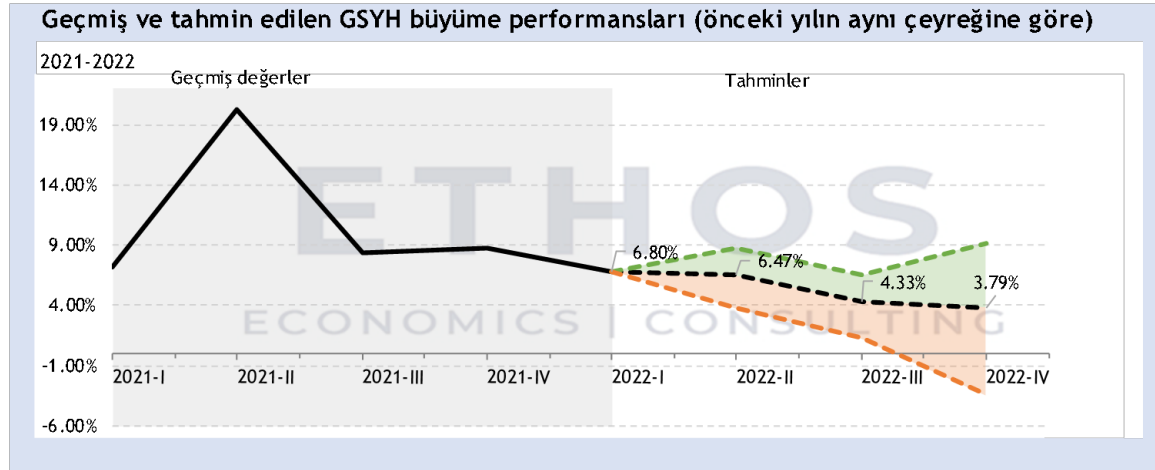


Anlık tahmin modeline göre GSYH'nın 2022'nin ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %1,64 büyüdüğünü öngörüyoruz. Öte yandan bu tahminlerde sadece büyümenin beklenti olarak ortalamada ne kadar büyüyeceğini değil aynı zamanda en iyi ve en kötü senaryolarda ne beklememiz gerektiğini de hesaplıyoruz. Buna göre, 2022 II. Çeyreğinde:

- %5 ihtimalli en kötü senaryoda büyüme -%1,1'den daha düşük gerçekleşebilir.
- %5 ihtimalli en iyi senaryoda büyüme %4,0'den daha büyük gerçekleşebilir.

Bu çeyreklik büyüme tahminlerinden yola çıkarak önceki yılın aynı çeyreğine göre hesapladığımız senelik büyüme tahminleri de Şekil 4'te gösterilmiştir.

Şekil 4. Haziran 2022 itibariyle GSYH önceki yılın aynı çeyreğine göre büyüme performansı

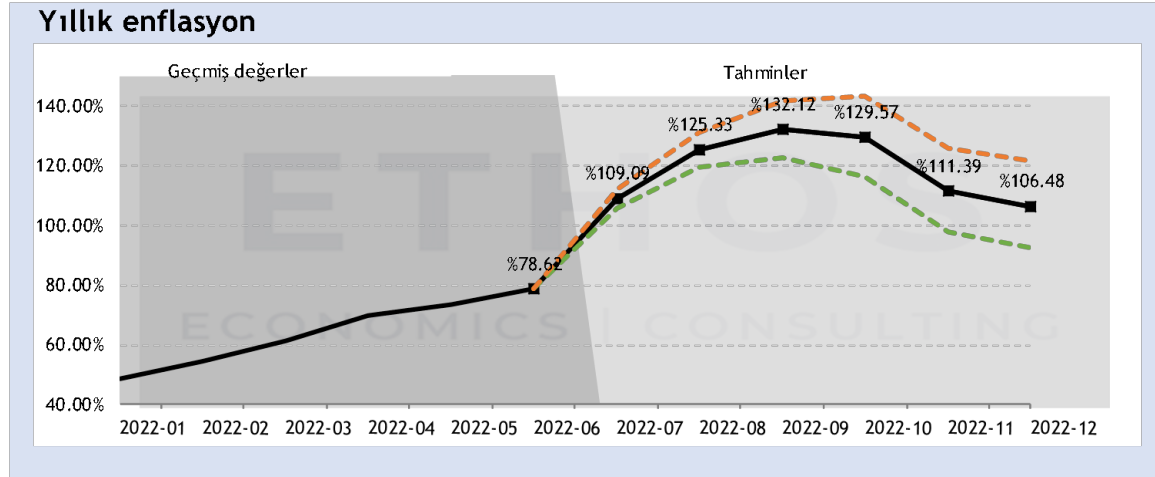


Anlık tahmin modeline göre GSYH'nın 2022'nin ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %6,6 büyüdüğünü öngörüyoruz. Zengin bir veri setiyle gerçekleştirdiğimiz bu tahmin bize 2022 ikinci çeyreğinde büyümenin yüksek olduğunu ancak yeni bir destek politikası uygulanmadığı sürece ekonominin yavaşlama trendinde olduğuna işaret etmektedir. Yüksek enflasyon ortamının öne çektiği talepte öngördüğümüz yavaşlama ve yatırım iştahının zayıf olması bu trendin altında yatan önemli faktörlerdir. İlave olarak BDDK'nın getirdiği son düzenlemelerle elinde yüksek miktarda döviz tutan firmaların TL kredi kullanmalarına gelen

sınırlamaların da bu yavaşlamaya katkı vermesi beklenmektedir. Bu yavaşlamayı bertaraf etmek amacıyla yılın ikinci yarısında ek faiz indirimleri veya maliye politikası teşvikleri gelmezse büyümenin kademeli olarak yavaşlayarak yıl sonu büyümesinin %5.2 olması beklenmektedir.

4. Enflasyon görünümü

Şekil 5. Haziran 2022 itibariyle enflasyon görünümü



Yaptığımız hesaplamalar enflasyonda yukarı yönlü güçlü bir trendin varlığına işaret etmektedir. Senenin ilk yarısında gelen faiz indirimlerinin ve alınan makro ihtiyati düzenlemelerle teşvik edilen kredilerin etkisi ile enflasyonun Temmuz ayı itibariyle çift haneli seviyelere çıkması, üçüncü çeyrekte %132 ile zirve yapması sene sonuna doğru baz etkisi ile yavaşlayarak %106 seviyelerine çekilmesi beklenmektedir.

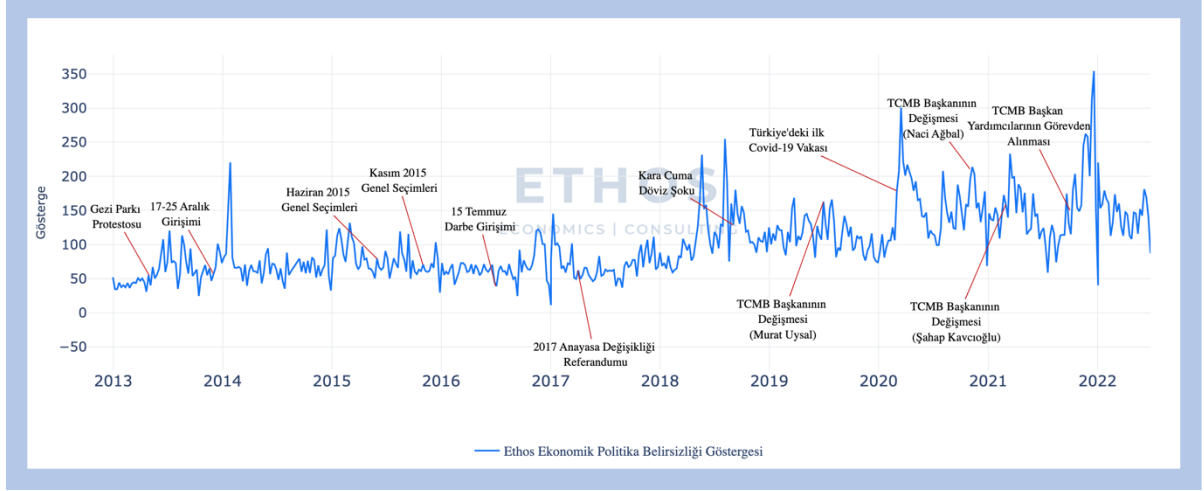
5. Ekonomik Politika Belirsizlik Göstergesi

Ekonomideki belirsizliği ölçmek için oluşturduğumuz Ekonomik Politika Belirsizlik Göstergesi Türkiye ekonomisinin mevcut durumuna ve geleceğine ışık tutan bir diğer göstergedir. Ekonomik Politika Belirsizlik Göstergesi Twitter verisiyle Doğal Dil İşleme Yöntemi kullanılarak her gün güncellenmektedir. Türkiye’de finans ve ekonomi alanlarında uzman olan “seçilmiş” 662 kişiye ait tweetlerin içinde “ekonomi”, “politika” ve “belirsizlik” başlıkları altında belirlenmiş kelimeleri söz konusu bu kişilerin tweetlerindeki toplam kelime sayısına oranlayarak belirsizlik göstergemizdeki değerleri hesaplıyoruz.

Haziran 2022 itibariyle güncellediğimiz göstergemiz Şekil 6’da yer almaktadır. Bu şekilde Ekonomik Politika Belirsizliği Göstergesi 1 Ocak 2013-30 Haziran 2022 tarihleri arasında günlük frekansta çizilmiştir. Türkiye’de hem yerel hem de küresel sebeplerden kaynaklanan birçok siyasi, politik, finansal ve ekonomik olayın yarattığı belirsizlik arttıkça, göstergenin aldığı değerler artmaktadır. Ekonomik Politika Belirsizliği Göstergesi’nin söz konusu dönem zarfında yüksek ve dalgalı olduğunu gözlemliyoruz. Covid-19 soku ile zirve yapan gösterge, küresel ve Türkiye ekonomisindeki toparlanmalarla inişe geçse de Eylül 2021 tarihi itibariyle Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın ortodoks politikalardan vazgeçmesi ve bu politika değişimini takip eden faiz indirimleri, kur şoku ve piyasaya sürülen yeni araç ve regülasyonlar sonrasında 2022 ilk aylarında

tarihi rekor düzeylere ulaşmıştır. Haziran 2022 tarihine kadar olan aylarda gösterge düşüşe geçse de hala ortalama değerinin üzerinde dalgalı bir seyir izlemektedir.

Şekil 6. Ekonomik Politika Belirsizliği Göstergesi



Belirsizlik; tüketim harcaması, yatırım (sabit sermaye oluşumu) ve yurtiçi tasarruf kanalları vasıtasıyla ekonomik büyümeyi etkileyen önemli bir göstergedir. Ekonomi yazınında belirsizlikte gözlemlenen yükselişin bekle-gör kanalı yoluyla şirket yatırımlarında düşüşe neden olduğunu gösteren birçok teorik ve ampirik çalışma bulunmaktadır. Biz de bu bağlamda 2013-2022 yıllarında Türkiye reel sektöründe operasyonlarını devam ettiren, Türkiye İstatistik Kurumu'nun beyan ettiği cironun yüzde 50'sinden fazlasını temsil eden 28,389 firmayı kapsayan mikro-düzey bir örneklem kullanarak yatırım modeli tahmin ediyoruz. Bu tahmine dayanan sonuçlar politika yapıcılara önemli mesajlar vermektedir. Şöyle ki; yılın ilk çeyreğinde belirsizlik iki katına çıkarsa, söz konusu örneklemdeki ortalama şirketin 4. çeyrek sonundaki net yatırım oranı 0.017 birim düşüyor. Bu da örneklemdeki ortalama net yatırım oranının %7'sine denk geliyor.