

## 2021 Yılı Makroekonomik Dengesizlik Göstergeleri: Avrupa Birliği ve Türkiye

2021 yılına ait AB ülkelerinin Makroekonomik Dengesizlik Göstergelerini içeren Puan Tablosu (Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard), Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanan ve yıllık olarak yayımlanan Uyarı Mekanizması Raporunun (Alert Mechanism Report) istatistik eki olarak 21 Kasım 2022 tarihinde yayımlanmıştır.<sup>1</sup> Göstergeler kapsamında ilgili raporda öne çıkan hususlar şu şekilde özetlenebilir:

**Pandemi sonrası süreçte AB ekonomileri büyük ölçüde GSYH'deki daralmayı telafi etmiş ve güçlü büyüme sürecine girmiştir ancak, Şubat 2022'de Rusya'nın Ukrayna'yı işgal etmesiyle AB ekonomisinin görünümü önemli ölçüde değişmiştir.** Pandemi süresince hanehalkının tasarruflarının yüksek seyretmesi ve tüketimlerinin ertelenmesi, kısıtlamaların kaldırılmasıyla iç talebin hızla artmasına neden olmuş; mali teşvikler de akut pandemi döneminin ötesinde iç talebi desteklemeye devam etmiştir. Diğer taraftan, artan iç talebe arz darboğazlarının eşlik etmesi imalat ürünleri fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı yaratmıştır. Ayrıca, küresel ekonominin hızla toparlanması, enerji ve diğer emtia talebini artırırken enerji enflasyonunda da yükselişe yol açmıştır. 2022 yılında ise Rusya'nın Ukrayna'yı işgal etmesinin ardından Rus gazının Avrupa'ya arzının kesintiye uğraması enerji fiyatlarının hızla yükselmesine neden olmuş, enerji fiyatlarını Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) enflasyonunun ana belirleyicisi haline getirmiştir.

**2021'de çoğu üye ülkenin cari işlemler dengesi COVID-19 krizi öncesi konumuna geri dönmüş ancak, 2022'de yüksek enerji fiyatları dış dengeleri olumsuz etkilemiştir.** COVID-19 kriziyle birlikte getirilen seyahat kısıtlamalarının turizm sektörünün ağırlıkta olduğu bazı ülkelerde kalıcı etkiler yarattığı ve 2021 yılında da bu ülkelerin yüksek cari açık vermeye devam ettikleri gözlenmektedir. Bunun dışında, pek çok ülkede cari hesaplar pandemi öncesi seviyelere ulaşmış, cari fazla veren ülkelerde ise iyileşmeler hızlanmıştır. Net Uluslararası Yatırım Pozisyonları (NUYP) göstergesi ile takip edilen dış stok pozisyonları daha yüksek GSYH büyümesi ile daralmış olmakla birlikte önemini korumakta; ihracat pazar payı gelişmeleri de COVID-19 krizi etkilerinin kısmen tersine döndüğünü göstermektedir. 2022 yılında ise, enerji fiyatlarının çok daha yüksek seviyelere çıkması tüm ülkelerde cari hesapları olumsuz etkilemiş, bazı ülkelerde döviz kuru etkilerinin rol oynadığı enerji dışı ticaret dengelerinde de daralma gözlenmiş, buna paralel olarak ihracat payları da gerilemiştir.

**Pandemi koşullarının işgücü üzerinde yarattığı etkiler nedeniyle verileri yorumlamak ve verimliliği sağlıklı şekilde ölçmek zorlaşmıştır ancak, birim işgücü maliyetlerinde genel bir artış eğiliminden söz etmek mümkündür. Reel efektif kurlarındaki gelişmeler ise enflasyon dinamiklerine bağlı olarak ülkeler arası farklılık göstermektedir.** 2021 yılında, pandemi öncesinde de işgücü piyasasının sıkı olduğu ülkeler başta olmak üzere, ücretler hızlı bir şekilde artmıştır. Söz konusu eğilim 2022'de güçlenerek devam etmekte olup Euro bölgesindeki maliyet rekabetçiliği açısından önemli risk unsuru oluşturmaktadır. Diğer taraftan, enflasyona dayalı reel efektif döviz kurları Euro'nun değer kaybetmesine bağlı olarak bölge genelinde büyük değişim göstermemiş olmakla beraber, ülkeler arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Söz konusu farklılaşmada, ülkelerin enerji piyasalarının yapısına ve enerji fiyatı şokunun fiyat dinamikleri üzerindeki etkisine bağlı olarak değişen enflasyon düzeyleri rol oynamaktadır.

<sup>1</sup> European Commission (2022). Alert Mechanism Report 2023. Brussels, 21.11.2022.

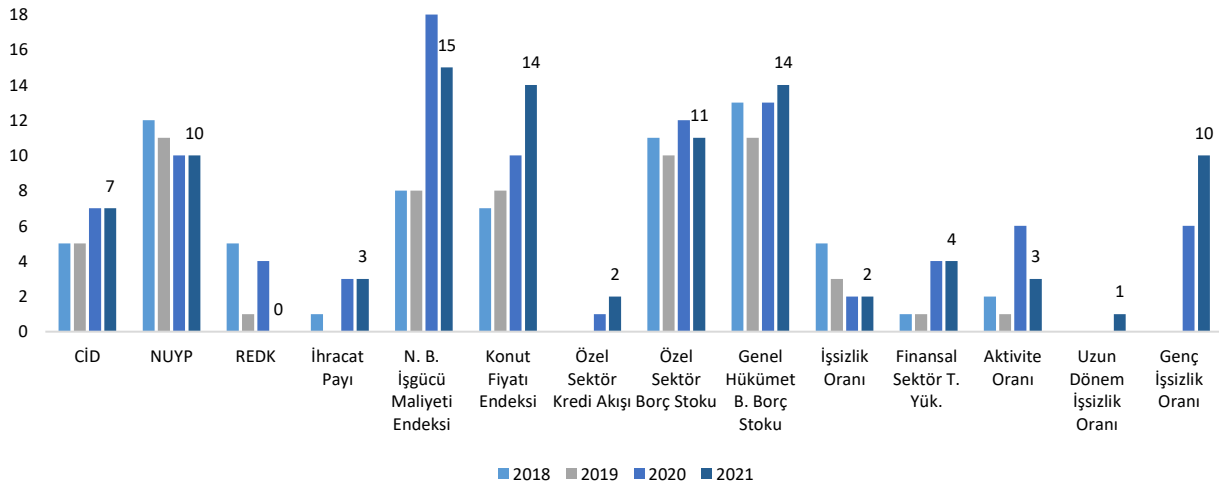
<https://ec.europa.eu/eurostat/documents/16624/9862137/AMR-report-2023.pdf/490c55c2-76e8-e16b-702d-86d378d96dae?t=1669131990686>

**2021 yılında ekonomik büyümenin yeniden başlamasıyla kamu ve özel sektör borçluluk oranları gerilemiştir ve 2022 yılında da söz konusu eğilim devam etmektedir.** Şirketlerin net kredi kullanımları AB genelinde pozitif olmuş, yatırımların canlanmasıyla çoğu AB ülkesinde borçluluk göstergelerinde iyileşme gözlenmiştir. Finansal olmayan kurumsal borç stokunun GSYH'ye oranı azalmaya devam etse de, AB ülkelerinin yaklaşık yarısında eşik değerinin dışında ya da 2019 seviyelerinin üzerinde gerçekleşmiştir. İlgili gösterge, artan likidite ihtiyaçlarını yansıtan kredi artışına rağmen, 2022'nin ilk yarısında da AB genelinde düşmeye devam etmiştir. Diğer bir ifadeyle, yeni kredi kullanımlarının kurumsal borcun GSYH'ya oranı üzerindeki etkisi, reel GSYH büyümesi ve enflasyondaki keskin artışla dengelenmiştir. 2021'de kamu sektörü borcunun GSYH'ye oranı da gerilemiş ancak, hemen hemen tüm üye ülkelerde 2019 seviyesinin oldukça üzerinde kalmıştır. 2022 yılında yüksek enerji fiyatlarına yönelik hanehalkı ve firmalara sağlanan yüklü destekler kamu sektörünün borçluluğunu artırsa da ekonomik büyümenin sürmesi göstergelerdeki iyileşmenin devamını sağlamaktadır.

**Bankacılık sektörünün sermaye yeterliliği yüksek olup kârlılık yapısal olarak düşük seyretmektedir.** COVID-19 salgını sırasında verilen devlet garantilerinin kademeli olarak sona ermesine ve bazı ülkelerde makro ihtiyati sıkılaştırmaya rağmen şirketlere kredi arzı sürmüştür. AB genelinde konut fiyatlarının hızla yükseldiği bir ortamda hanehalkı kredi kullanımları da istikrarlı bir şekilde artmaktadır. Takipteki alacaklar azalmış, banka kârlılığı bir miktar toparlanma gösterse de yapısal olarak zayıf kalmaya devam etmiştir. 2022 yılında kötüleşen ekonomik görünümün varlıkları ve kredi risklerini olumsuz etkilemesi beklenmektedir.

**Devlet destekleri istihdamı dengelerken hanehalkı gelirlerini korumuş, ülkeler arası önemli farklılıklar gösterse de çoğu AB ülkesinde hanehalkı harcanabilir geliri reel olarak artmıştır.** Pandemi döneminde hanehalkı tüketimi azalırken, tasarrufları artmış ve COVID-19 sonrasında harcanabilir gelirden yüksek artışlar yaşanmıştır. Diğer taraftan, 2020 yılında işsizliğin politika önlemleriyle sabit seyretmesi sağlanmış, 2021 ve sonrasında ise talepteki toparlanma ve açık pozisyonlardaki keskin artışla birlikte işsizlik düşmeye başlamıştır.

**Şekil 1. MDG eşik değerleri aşan AB ülkelerinin sayısı\* (2018-2021)**

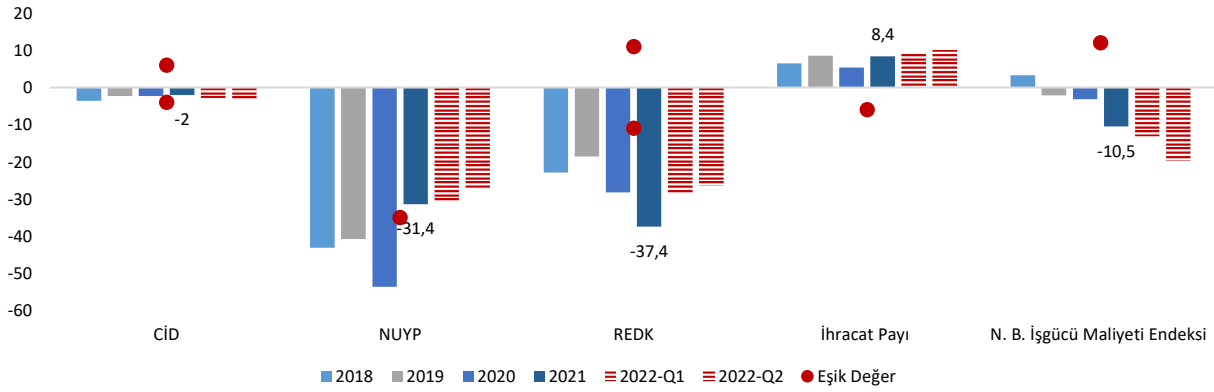


Kaynak: Eurostat

\*CID, Cari İşlemler Dengesi; NUYP, Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu; REDK, Reel Efektif Döviz Kurunu ifade etmektedir.

**Türkiye’de, AB ülkelerinin aksine, reel efektif döviz kuru ve birim işgücü maliyetleri tarihi düşük seviyelerdedir ve güçlü rekabetçi konuma rağmen cari işlemler dengesi bozulmaktadır.** Son iki yılda Türk lirası önemli oranda değer kaybetmiş, 2022 yılında hızla artan enflasyon oranına rağmen reel efektif döviz kuru göstergesi yüksek negatif değerini korumuştur. Benzer şekilde, birim işgücü maliyeti de AB ülkelerinden yüksek negatif değeri ile ayrılmaktadır. Söz konusu göstergedeki keskin düşüş hızla artan enflasyonla birlikte çalışanların alım gücündeki aşınmayı ve işgücü ödemelerinin milli gelir payındaki daralmayı yansıtmaktadır. Düşük fiyat ve maliyet göstergelerinin ima ettiği güçlü rekabetçi konuma rağmen, cari işlemler dengesinde 2021 yılında gözlenen iyileşme sürdürülememiş ve 2022 Eylül itibarıyla son 4 yılın en yüksek cari açık değerine ulaşılmıştır. İhracatın ivme kaybetmesi ve tarihi düşük dış ticaret hadleri, cari açığın daha da artacağına işaret etmektedir. Net uluslararası yatırım pozisyonunun GSYH payı, yüzde 11,4 düzeyindeki güçlü büyümeye bağlı olarak 2021 yılında yükselmiş ve yüzde -35 olan eşik değer üzerindeki seviyesini korumuştur. 2022 yılında bu eğilim sürmektedir (Şekil 2, Tablo 1).

## Şekil 2. MDG Türkiye: Dış Dengesizlik ve Rekabetçilik Göstergeleri\* (2018-2021)

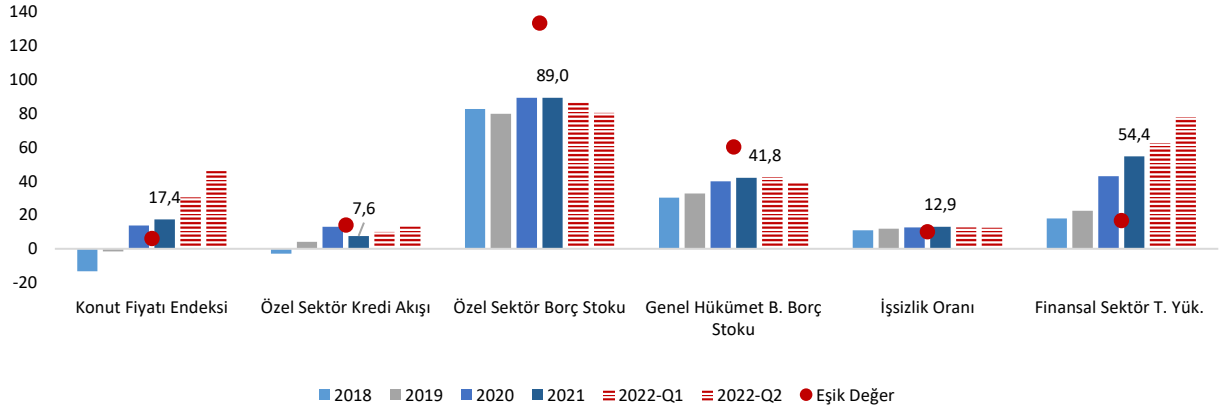


Kaynak: TÜİK, WTO, TCMB ve TEPAV hesaplamaları.

\*CİD, Cari İşlemler Dengesi; NUYP, Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu; REDK, Reel Efektif Döviz Kurunu ifade etmektedir

**Finansal yükümlülüklerle ve varlık fiyatlarına dair göstergeler eşik değerlerin çok üstünde gerçekleşmiş olup, bu durum finansal istikrara yönelik önemli kırılganlıklara işaret etmektedir.** 2021 yılında GSYH’deki güçlü büyümeye rağmen genel hükümet borçluluğu artmış ancak, özel sektörün hız kesen kredi kullanımının da etkisiyle borçluluğunda bir değişim gözlenmemiştir. 2022 yılında ise enflasyonun hızlanması ve reel faizlerin negatif seviyelerde olması, özel sektörün yeni kredi kullanımını artırmış olmakla birlikte, büyümenin sürmesi sektörel borçluluk göstergelerindeki iyileşmenin devamını sağlamıştır. Söz konusu göstergeler AB için tanımlanmış eşik değerlerin altında kalsa da Türkiye, reel konut fiyatları ve finansal sektör yükümlülüklerindeki hızlı ve yüksek artışları ile AB ülkelerinden önemli derecede ayrılmaktadır. Finansal sektörün toplam yükümlülükleri 2021 yılında yüzde 54,4, 2022 yılı ikinci çeyreği itibarıyla ise yüzde 77,6 artmıştır. 2022 yılında gözlenen ivmelenmede yüksek enflasyonun yanı sıra, kur korumalı mevduat nedeniyle Türk lirası tasarrufların artmış olması da etkili olmaktadır. Öte yandan, konut piyasasındaki yıllık reel fiyat değişimini ölçen konut fiyat endeksi göstergesi 2021 yılında yüzde 17,4, 2022 ikinci çeyreğinde yüzde 45,9 olarak hesaplanmaktadır. Bu durum konut piyasası gelişmelerinin de finansal risk unsuru oluşturduğunu göstermektedir (Şekil 3, Tablo 1).

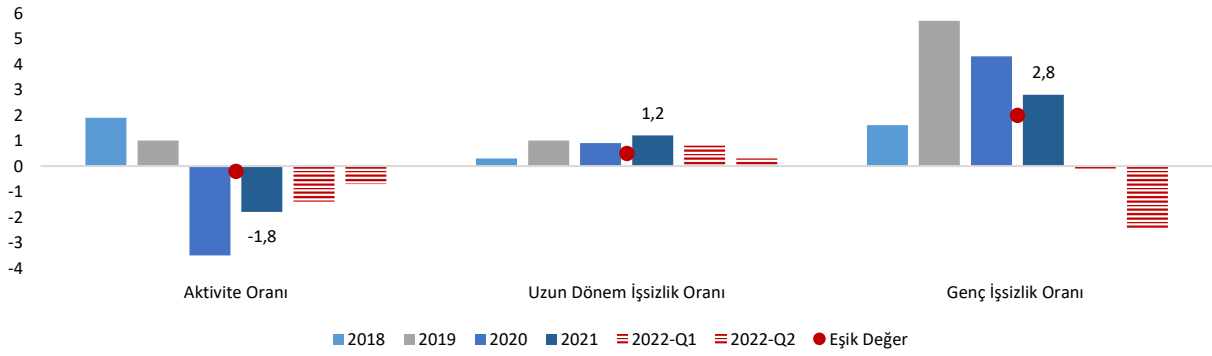
Şekil 3. MDG Türkiye: İç Dengesizlik Göstergeleri (2018-2021)



Kaynak: TÜİK, TCMB, HMB ve TEPAV hesaplamaları.

**Türkiye, daralan işgücüne katılımı ve yüksek seyreden işsizlik oranları ile de AB ülkelerinden olumsuz ayrılmaktadır.** Ekonomik olarak faal nüfusun işgücüne katılımı şeklinde tanımlanan ve 3 yıllık değişimi şeklinde takip edilen aktivite oranı göstergesi, 2020 yılı öncesinde artış eğiliminde iken salgınla beraber tersine dönmüş ve 3 puanın üzerinde gerilemiştir. Söz konusu gerileme eğilimi, salgın sonrası hız kesmekle birlikte devam etmektedir. Diğer taraftan, uzun dönem işsizlik oranı ve genç işsizlik oranına ait göstergeler eşik değer üzerindeki artışlarını 2021 yılında da sürdürmüş, 2022 yılında ise kısmi iyileşmeler gözlenmiştir (Şekil 4, Tablo 1).

Şekil 4. MDG Türkiye: İstihdam Göstergeleri (2018-2021)



Kaynak: TÜİK ve TEPAV hesaplamaları.

Tablo 1. MDG Puan Tablosu: AB ve Türkiye (2021)

| Cari İşlemler Dengesi          | Dış Dengesizlik ve Rekabetçilik Göstergeleri |                               |  |                                       | İç Dengesizlik Göstergeleri                  |                         |                        |                               |                  |                                       | İstihdam Göstergeleri                    |  |  |          |
|--------------------------------|--|-------------------------------|--|---------------------------------------|--|-------------------------|------------------------|-------------------------------|------------------|---------------------------------------|--|--|--|----------|
|                                | Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu           | Reel Efektif Döviz Kuru       | İhracat Payı                                       | Nominal Birim İşgücü Maliyeti Endeksi | Konut Fiyatı Endeksi                         | Özel Sektör Kredi Akışı | Özel Sektör Borç Stoku | Genel Hükümet Brüt Borç Stoku | İşsizlik Oranı   | Finansal Sektör Toplam Yükümlülükleri | Aktivite oranı                           | Uzun Dönem İşsizlik Oranı                      | Genç İşsizlik Oranı                            |          |
|                                | GSYH'ye oran - 3 yıllık ortalama             | TÜFE bazlı - 3 yıllık değişim | Dünya İhracatına oran - 5 yıllık değişim           | 3 yıllık değişim                      | Reel yıllık değişim                          | GSYH'ye oran            | GSYH'ye oran           | GSYH'ye oran                  | 3 yıllık değişim | Konsolide olmayan - Yıllık değişim    | 15-64 yaş nüfusa oran - 3 yıllık değişim | 15-74 yaş aktif nüfusa oran - 3 yıllık değişim | 15-24 yaş aktif nüfusa oran - 3 yıllık değişim |          |
| Türkiye                        | -2,0   | -31,4                         | -37,4  | 8,4                                   | -10,5  | 17,4                    | 7,6                    | 89,0                          | 41,8             | 12,9                                  | 54,4                                     | -1,8   | 1,2  | 2,8      |
| Belçika                        | 0,5  | 59,9                          | 0,6  | 2,4                                   | 5,4*   | 4,5                     | 3,8*                   | 169,0*                        | 109,2            | 5,9                                   | 7,5                                      | 1,1  | 0,0  | 2,2      |
| Bulgaristan                    | 0,5  | -18,4                         | 3,8  | 12,2                                  | 16,4   | 2,5*                    | 4,4                    | 84,4                          | 23,9             | 5,5                                   | 9,5                                      | 0,6  | -1,0   | -0,1     |
| Çekya                          | 0,5  | -15,6                         | 5,0  | -1,1                                  | 13,9   | 16,4                    | 2,9                    | 78,8                          | 42,0             | 2,5                                   | 7,9                                      | 0,0  | 0,1  | 1,5      |
| Danimarka                      | 8,5  | 77                            | -1,1   | 6,5                                   | 6,1  | 9,5                     | 12,3                   | 214,7                         | 36,6             | 5,2                                   | 11,7                                     | 1,4  | 0,0  | 0,3      |
| Almanya                        | 7,3  | 70,7                          | 0,5  | -5,9                                  | 7,4*   | 8,2*                    | 5,7*                   | 120,4*                        | 68,6             | 3,4**                                 | 7,2                                      | 1,2  | -0,2   | 0,3      |
| Estonya                        | -0,1   | -13                           | 1,9  | 17,8                                  | 10,7   | 10,4                    | 6,5                    | 95,3                          | 17,6             | 5,9                                   | 17,5                                     | -0,2   | 0,3  | 4,7      |
| İrlanda                        | -4,2   | -145,5                        | -2,6   | 39,9                                  | -7,9   | 4,2                     | 2,6*                   | 168,1*                        | 55,4             | 5,7                                   | 18,8*                                    | 1,8  | -0,3   | 0,7      |
| Yunanistan                     | -5,0   | -171,9                        | -3,1   | 9,6                                   | 4,0*   | 6,4***                  | -0,1*                  | 120,7*                        | 194,5            | 16,7                                  | 14,3                                     | -0,8   | -3,3   | -5,7     |
| İspanya                        | 1,2  | -71,5                         | -0,5   | -10,5                                 | 12,3*  | 1,5                     | 2,5*                   | 139,1*                        | 118,3            | 14,8****                              | 6,6                                      | 0,0****  | -0,2****                                       | 0,5****  |
| Fransa                         | -0,3   | -32,1                         | -0,4   | -11,4                                 | 4,6*   | 4,7                     | 6,5*                   | 167,8*                        | 112,8            | 8,1****                               | 7,3*                                     | 0,2****  | -0,2****                                       | -3,1**** |
| Hırvatistan                    | 1,8  | -35,1                         | -1,5   | 7,9                                   | 6,4*   | 4,5                     | 3,0*                   | 88,5*                         | 78,4             | 7,2                                   | 11,7                                     | 2,4  | -0,6   | -1,8     |
| İtalya                         | 3,4  | -171,9                        | -1,8   | -6,2                                  | 4,6  | 8,1                     | 0,9                    | 113,5                         | 150,3            | 9,6                                   | 6,2                                      | -1,1   | -1,1   | -2,5     |
| Kıbrıs                         | -7,5   | -117,8                        | -2,4   | 24,9                                  | 4,1*   | -4,3                    | 4,3*                   | 248,4*                        | 101,0            | 7,4                                   | -0,8                                     | 1,7  | -0,1   | -3,1     |
| Letonya                        | -0,7   | -27,4                         | 2,3  | 13,4                                  | 14,5   | 7,3                     | 0,9                    | 58,0                          | 43,6             | 7,3                                   | 13,2                                     | -1,8   | -1,1   | 2,6      |
| Litvanya                       | 4,0  | -7,4                          | 4,4  | 37,9                                  | 19,2   | 11                      | 5,9                    | 53,9                          | 43,7             | 7,3                                   | 25,2                                     | 0,9  | 0,6  | 3,2      |
| Lüksemburg                     | 4,2  | 30,6                          | 0,6  | 13,1                                  | 11,2*  | 12,4                    | 53,9*                  | 340,6*                        | 24,5             | 5,9                                   | 11,4                                     | 2,1  | 0,4  | 2,7      |
| Macaristan                     | -1,9   | -53,1                         | -4,1   | 0,0                                   | 12,4*  | 10,0*                   | 12,7*                  | 80,5*                         | 76,8             | 3,8                                   | 16,4                                     | 2,1  | -0,1   | 3,6      |
| Malta                          | -0,8   | 52,8                          | -1,2   | -0,9                                  | 12,9   | 3,8*                    | 9,4                    | 131,8                         | 56,3             | 3,8                                   | 7,7                                      | 3,5  | -0,9   | 0,3      |
| Hollanda                       | 6,4  | 93                            | 2,2  | 1,1                                   | 11,2*  | 11,2*                   | 11,7*                  | 229,3*                        | 52,4             | 4,5                                   | -0,3*                                    | 1,0  | -0,4   | 0,4      |
| Avusturya                      | 1,9  | 14,7                          | 1,2  | -2,7                                  | 9,9  | 9,9                     | 7,4                    | 129,7                         | 82,3             | 5,7                                   | 8,0                                      | 0,1  | 0,3  | 1,0      |
| Polonya                        | 0,3  | -39,5                         | -0,4   | 24,9                                  | 9,9**  | 3,7                     | 4,0                    | 71,6                          | 53,8             | 3,3                                   | 13,6                                     | 3,4  | -0,1   | 0,1      |
| Portekiz                       | -0,6   | -94,7                         | -2,8   | -5,3                                  | 12,5*  | 7,9                     | 4,0*                   | 156,9*                        | 125,5            | 6,8                                   | 7,1                                      | 0,7  | -0,3   | 3,1      |
| Romanya                        | -5,7   | -47,2                         | 1,0  | 10,6                                  | 14,4*  | -1,1                    | 3,8*                   | 48,1*                         | 48,9             | 5,5                                   | 14,3                                     | 3,2  | -0,2   | 0,5      |
| Slovenya                       | 5,8  | -6,8                          | -0,4   | 11,6                                  | 12,8   | 7,8                     | 3,5                    | 66,4                          | 74,5             | 4,7                                   | 14,1                                     | 0,6  | -0,3   | 3,9      |
| Slovakya                       | -1,8   | -61                           | 3,1  | -2,9                                  | 14,1   | 3,0                     | 5,5                    | 95,0                          | 62,2             | 6,4                                   | 24,0                                     | 0,2  | -0,8   | 4,8      |
| Finlandiya                     | 0,3  | -1,4                          | -0,7   | 4,9                                   | 6  | 2,8                     | 6,1                    | 150,1                         | 72,4             | 7,4                                   | 9,4                                      | 1,8  | -0,2   | -0,2     |
| İsveç                          | 5,6  | 21,2                          | 2,1  | -1,0                                  | 5,5  | 8,1                     | 16,6                   | 215,2                         | 36,3             | 8,1                                   | 10,9                                     | 0,6**  | 0,2  | 7,9      |
| AB ülkeleri için eşik değerler | %-4/6  | -35%                          | %+/-5 (Euro Bölgesi)<br>%+/-11 (Euro Bölgesi Dışı) | %-6                                   | %9 (Euro Bölgesi)<br>%12 (Euro Bölgesi Dışı) | %6                      | %14                    | %133                          | %60              | %10                                   | %16,5                                    | -0,2 yp  | 0,5 yp   | 2 yp     |

Kaynak: AB verileri için Eurostat, MIP Scoreboard, Main Tables (<https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbalances-procedure/data/main-tables>), Türkiye verileri için WTO, TÜİK, TCMB, HMB ve TEPAV hesaplamaları. \* Geçici. \*\*Seride kesinti. \*\*\*Tahmin. \*\*\*\* İspanya ve Fransa'da COVID-19 sağlık önlemleri izin verdiğinde aynı işe geri dönmesi beklenen kişiler dahildir.