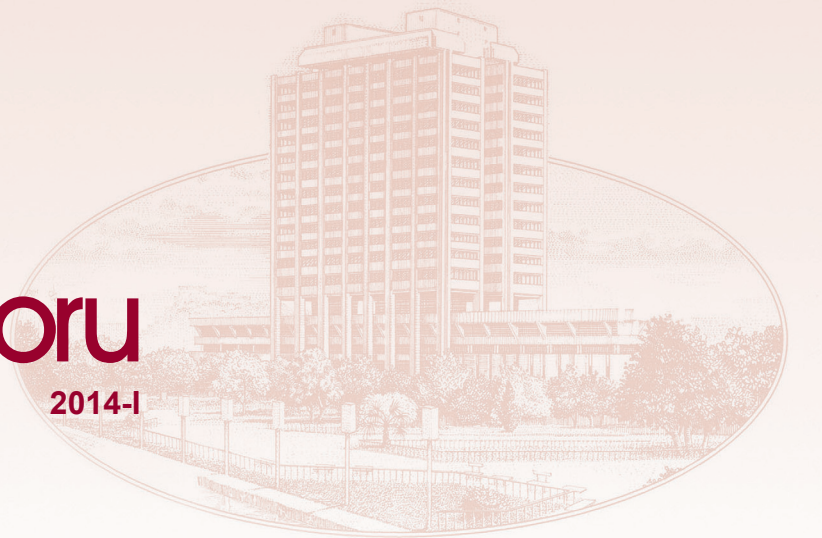


enflasyon raporu

2014-I

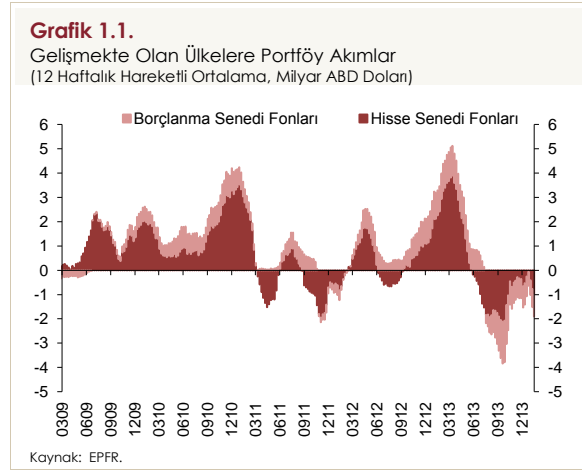


İçindekiler

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar	1
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	4
1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü	7
1.4. Riskler ve Para Politikası	8
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	11
2.1. Küresel Büyüme	11
2.2. Emtia Fiyatları	14
2.3. Küresel Enflasyon	14
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri	15
2.5. Sermaye Akımları	17
2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	18
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	21
3.1. Enflasyon	21
3.2. Beklentiler	28
4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ	33
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	33
4.2. Dış Talep	36
4.3. Emek Piyasası	38
5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	53
5.1. Finansal Piyasalar	53
5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler	64
6. KAMU MALİYESİ	73
6.1. Bütçe Gelişmeleri	73
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	76
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	81
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	81
7.2. Orta Vadeli Görünüm	83
KUTULAR	
Kutu 3.1. Baz Etkilerinin 2014 Yılı Tüketici Enflasyonuna Yansımaları	30
Kutu 4.1. Özel Sektör Makine-Teçhizat Yatırımlarının Belirleyicileri	42
Kutu 4.2. Kurulan Şirket Sayıları ve İş Döngüleri	44
Kutu 4.3. Karşılama Oranını Etkileyen Faktörler	48
Kutu 4.4. Türkiye'de İhracatın Gelir ve Fiyat Esnekliklerine Bir Bakış: Bölgesel Farklılıkların Önemi	50
Kutu 5.1. BDDK Tedbirleri	70
Kutu 6.1. Yapısal Bütçe Dengesi ve Mali Duruş	78
Kutu 7.1. 2013 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları	86

1. Genel Değerlendirme

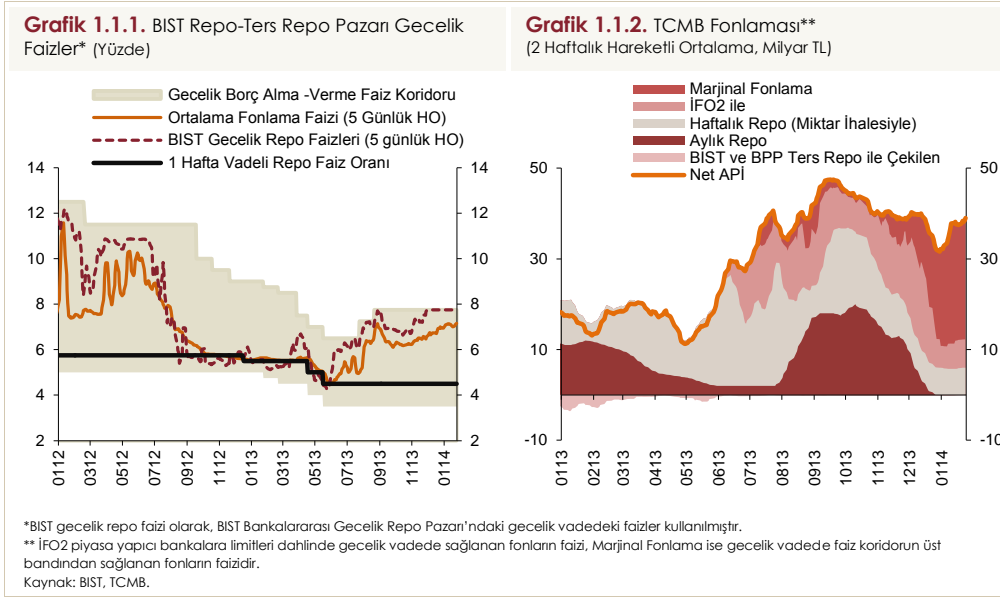
2013 yılının son çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki zayıflık devam etmiştir. Bu gelişmede Fed'in nicel genişleme politikasından çıkış stratejisini uygulamaya devam edeceği açıklaması etkili olmuş ve özellikle portföy akımlarındaki çıkış eğilimi sürmüştür (Grafik 1.1). Nicel genişlemeden çıkış stratejisinin açıklandığı ilk dönemde finansal varlıklardaki yeniden fiyatlamaların büyük kısmının yaşanmış olması nedeniyle çıkış uygulamasında daha sınırlı fiyatlama hareketleri gözlenmiştir. Bu gelişme küresel para politikalarına dair belirsizlik algılamalarının kısmen hafiflediğini gösterse de önümüzdeki dönemde küresel ekonominin toparlanma hızına dair risklerin sürmesi nicel genişlemeden çıkış süreci ile para politikasının sözle yönlendirme gibi diğer bileşenlerine dair belirsizlikleri canlı tutmaktadır.



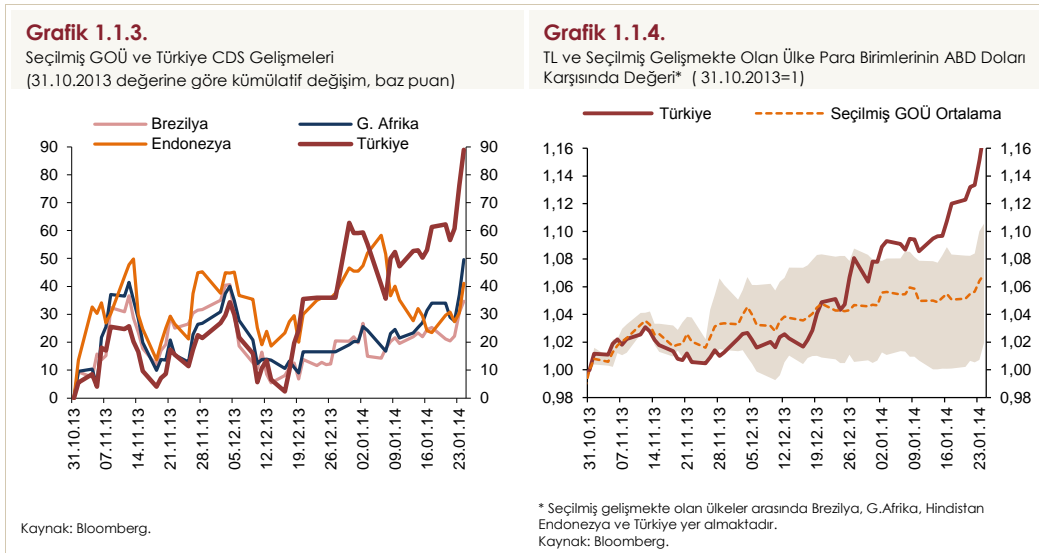
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar

2013 yılının son çeyreğinde, ağırlıklı olarak gıda enflasyonunun beklenenden yüksek seyretmesi ve döviz kurundaki oynaklığa bağlı olarak enflasyon Ekim ayında sunulan tahminlerin üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyondaki bu seyrin fiyatlama davranışlarını bozmaması amacı ile para politikasındaki temkinli duruş güçlendirilmiştir. Bu kapsamda, 1 ay vadeli repo ihalelerine son verilmiş, ortalama fonlama faizinin yüzde 6,75 seviyesinin üzerinde seyretmesi sağlanmış, BIST bankalararası para piyasasındaki gecelik faiz oranları yüzde 7,75 düzeyine yakın oluşacak şekilde bir likidite politikası izlenmiştir (Grafik 1.1.1 ve 1.1.2).

Son Enflasyon Raporu'ndan bu yana, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlamaya devam etmiştir. Yapılan döviz satım ihalelerinin sterilize edilmemesi finansal sistemin likidite ihtiyacını arttırmaktadır. Bunun yanında, TCMB tarafından sağlanan fonlamanın ortalama vadesi de kısalmıştır. Bu gelişmeler sonucunda TCMB ortalama fonlama faizi ile BIST bankalararası gecelik repo faizleri artış göstermiştir (Grafik 1.1.1).



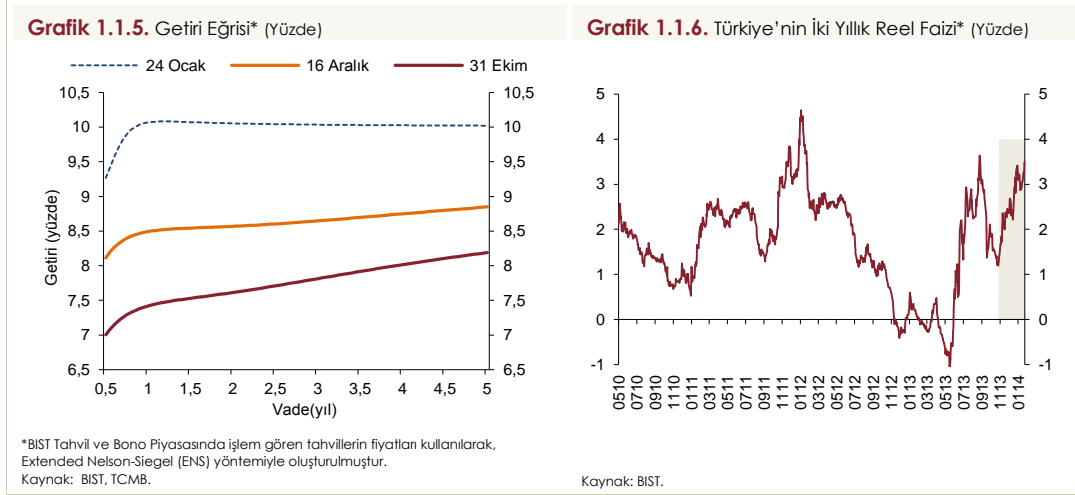
Yılın son döneminden bu yana gerçekleşen iç gelişmeler sonrasında Türkiye benzer diğer ülkelerden bir miktar ayrılmıştır. Bahsi geçen dönemde, benzer ekonomik koşullardaki ülkelere kıyasla Türkiye'nin hem döviz kuru ABD doları karşısında daha çok değer kaybetmiş hem de göreceli riskliliği artmıştır (Grafik 1.1.3 ve 1.1.4). İç belirsizliğin uzun süre yüksek seyretmesi durumunda döviz kurundaki değer kayıplarının önümüzdeki dönem enflasyonu üzerinde ek baskı oluşturması beklenirken, risklerin ve piyasa faizlerinin artması ile toplam talep koşullarının enflasyonu düşürücü bir etki yapması da beklenebilecektir. Dolayısı ile iç belirsizliklerin önümüzdeki dönem nasıl bir seyir izleyeceği ve bu seyrin enflasyon görünümü üzerindeki etkisi para politikası durumu için de önem arz etmektedir.



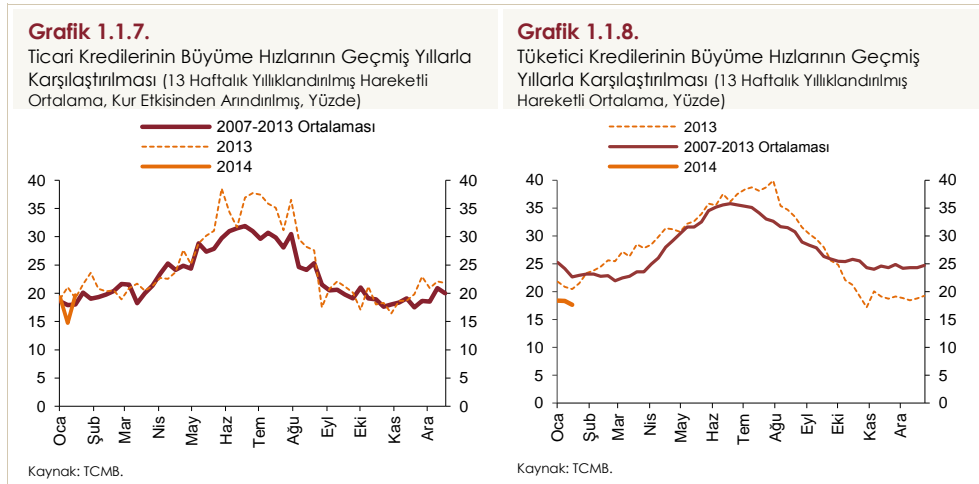
Bu şartlar altında TCMB gerekli gördüğünde devreye sokulabilecek esnek bir mekanizmanın tasarlanmasının daha uygun olacağını değerlendirmiştir. Bu doğrultuda, ek parasal sıkılaştırma uygulanması gerekli görülen günlerde, bankalararası piyasadaki faizlerin yüzde 7,75 (marjinal fonlama oranı) yerine yüzde 9

civarında oluşmasının sağlanması kararlaştırılmıştır. Bu karar sayesinde, önceki döneme göre daha esnek bir politika çerçevesi tasarlanmış olup, olası risklerdeki gerçekleştirmelere daha hızlı tepki verme imkânı sağlanmıştır.

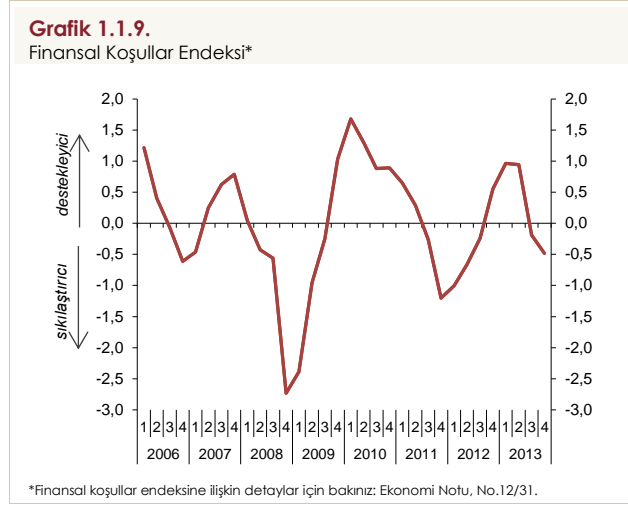
Son 3 aylık dönemde, para politikasının temkinli duruşu, Fed'in nicel genişleme hızını azaltması ve iç belirsizliklerin de etkisi ile faiz oranları tüm vadelerde artış göstermiştir (Grafik 1.1.5). Bunun yanında, nominal faiz oranlarının enflasyon beklentilerine nispeten daha fazla artması sonucunda 2 yıllık reel faiz oranlarında da artış gözlemlenmiştir (Grafik 1.1.6).



Yükselen piyasa faizi oranlarına paralel olarak bankacılığın fonlama maliyetleri artmış, bu artış tüketici ve ticari kredi faizi oranlarına yansımıştır. Kredi faizlerinin ve ekonomide risklerin artması hem kredi talebi hem de kredi arzı üzerinde baskı oluşturmuş özellikle tüketici kredilerinin büyüme oranında son çeyrekte azalmalar gerçekleşmiştir (Grafik 1.1.7 ve 1.1.8).



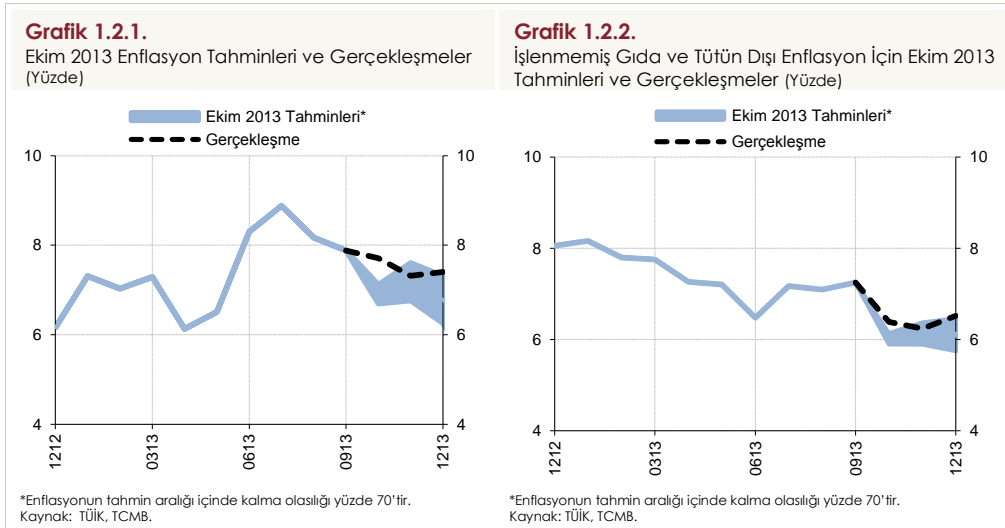
Önümüzdeki dönemde, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nin aldığı makro ihtiyati kararlar sonrasında tüketici kredilerinin ve kredi kartı borçlanmalarının büyüme hızlarındaki yavaşlamanın devam etmesi beklenmektedir. Ayrıca, TCMB finansal sistemin fonlama ihtiyacını artırması ve fonlama vadesini kısaltması da tüketici kredilerinde yavaşlatıcı etki yapacaktır. Nitekim yılın son çeyreği itibarıyla finansal koşullarda kayda değer bir sıkılaşma gözlemlenmiştir (Grafik 1.1.9).



1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

2013 yılında tüketici enflasyonu önceki yıla kıyasla 1,2 puan yükselerek yüzde 7,4 oranı ile hedef etrafındaki belirsizlik aralığının üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1 ve 1.2.2). Yılın başında tütün ürünlerindeki vergi ayarlamalarının da etkisiyle yükselen enflasyon, sonraki dönemde işlenmemiş gıda ve enerji grubu fiyat gelişmelerine bağlı olarak dalgalı seyretmiştir. Yılın ikinci yarısında ise Türk lirasındaki değer kaybı özellikle temel mal grubu kanalıyla çekirdek enflasyon göstergelerinin yükselmesine neden olmuştur. Bunun yanında gıda fiyatlarında varsayılanın ötesinde gerçekleşen yıllık artış da enflasyon üzerinde etkili olmuştur. Yıl genelinde enflasyondaki yükselişi sınırlayan ana unsurlar ise ABD doları bazlı ithalat fiyatlarındaki görece yatay seyir ve yönetilen enerji fiyatlarının ılımlı seyri olmuştur.



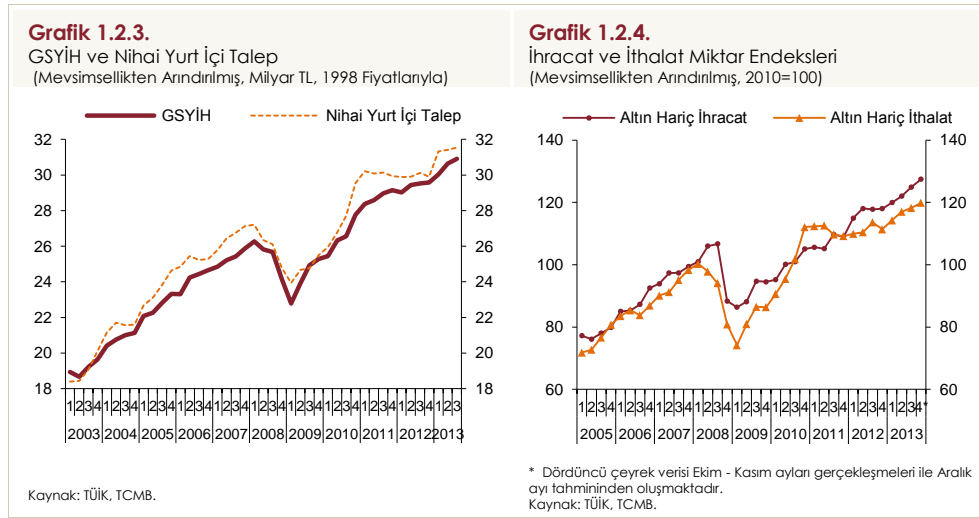
2013 yılında alt gruplar bazında enflasyona katkı incelendiğinde gıda ve enerjinin toplam katkısının önceki yıla kıyasla değişmediği; enflasyonda kaydedilen yükselişin ise çekirdek enflasyon göstergeleri ve vergi ayarlamalarından kaynaklandığı görülmektedir. Bu dönemde hizmet ve temel mal gruplarının enflasyona katkısı 0,8 puan, alkol-tütün grubunun enflasyona katkısı ise 0,4 puan yükselmiştir. Temel mallarda gözlenen

yükseliş büyük ölçüde döviz kuru kaynaklı olurken, hizmet enflasyonuna ilişkin görünümde tanımsal farklılıklar ve geçici hareketler dışında bir önceki yıl sonuna kıyasla belirgin bir değişiklik olmamıştır.

Temel enflasyon göstergelerinin 2014 yılı görünümü, vergi artışlarının nihai fiyatlara yansıtılma oranının yanı sıra döviz kuru ve iktisadi faaliyetin seyrine göre değişebilecektir. Ocak ayına ilişkin göstergeler ışığında, özellikle temel mal grubu yıllık enflasyonunda vergi ve döviz kuru etkileri belirgin bir şekilde izlenmektedir. Arz ve maliyet yönlü unsurlardaki gelişmelere paralel olarak enflasyon beklentilerinin hızla bozulması görünümü olumsuz etkileyen bir diğer kanal olmuştur. Buna karşılık, toplam talebin önümüzdeki dönemde enflasyon baskılarını ne ölçüde sınırlayacağı, mevcut dalgalanmanın süresine bağlı olacaktır.

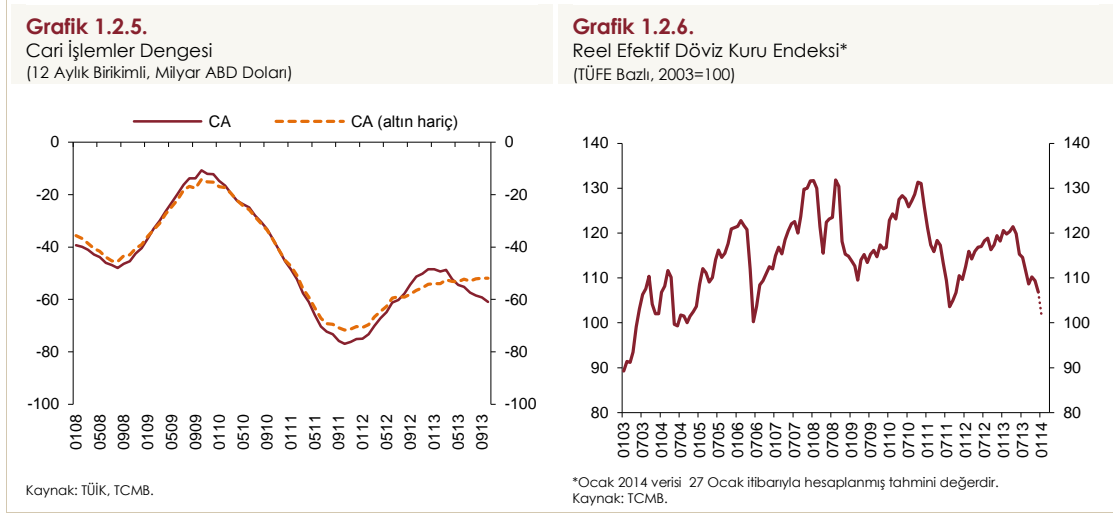
Arz ve Talep

2013 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerine göre iktisadi faaliyet Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Nihai yurt içi talep ise üçüncü çeyrekte ılımlı bir artış kaydetmiştir (Grafik 1.2.3). Nihai yurt içi talebin bileşenleri incelendiğinde, özel kesim talebinin istikrarlı artış eğilimini sürdürdüğü, ilk çeyrekte oldukça güçlü bir artış kaydeden kamu kesimi talebinin ise ikinci çeyrekte olduğu gibi üçüncü çeyrekte de gerilediği görülmektedir. Bu dönemde net ihracat dönemlik büyümeye olumlu katkı yapmıştır.



2013 yılının son çeyreğine ilişkin veriler iktisadi faaliyetin ılımlı bir şekilde artmaya devam ettiğine işaret etmektedir. Üretim tarafından değerlendirildiğinde, sanayi üretim endeksi Ekim-Kasım döneminde bir önceki çeyrek ortalamasının üzerinde gerçekleşmiş ve dönemlik bazdaki istikrarlı artış eğilimini devam ettirmiştir. Harcama tarafından incelendiğinde de, gerek tüketim gerekse yatırım mallarına ilişkin üretim, ithalat ve anket verileri özel kesim talebinin istikrarlı artış eğilimini son çeyrekte koruduğunu göstermektedir. Diğer yandan, altın hariç mal ticareti olarak değerlendirildiğinde dengelenme süreci yılın son çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 1.2.4). Söz konusu dönemde cari dengeye ilişkin veriler beklentilerle uyumlu bir şekilde gerçekleşmiştir. Son dönemde altın ticaretindeki geçici oynak seyir dışlandığında, cari dengede ana eğilimi yansıtan 12 ay birikimli altın hariç açık iyileşme eğilimini sürdürmüştür (Grafik 1.2.5). Reel döviz kuru ise 2013 Mayıs sonrası

dönemde değer kaybetmiştir (Grafik 1.2.6). Gözlenen reel değer kaybının cari dengedeki iyileşmeyi destekleyen bir unsur olması beklenmektedir.



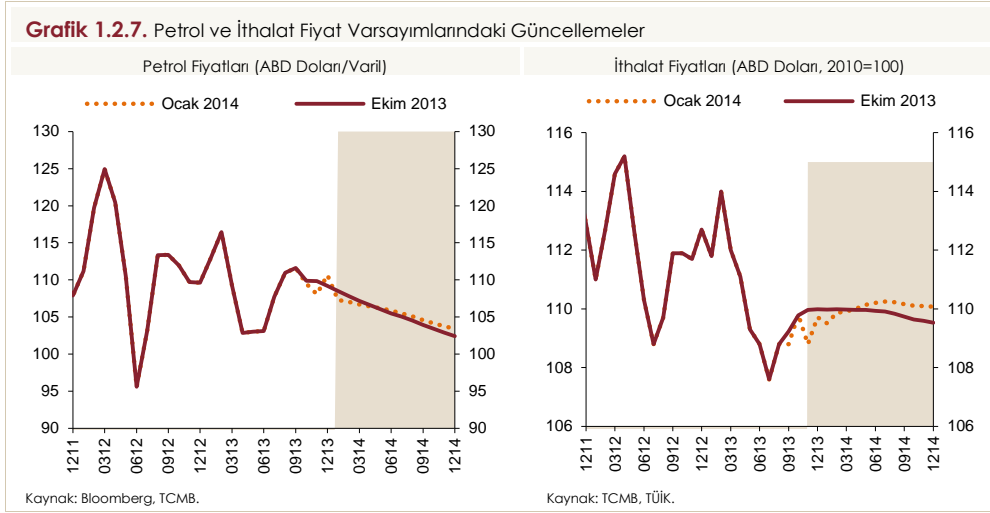
Yakın dönemde Türk lirası değer kaybederken, kredi faizlerinde artış, tüketici güveninde ise düşüş görülmektedir. Bu çerçevede döviz kuru, finansman ve güven koşullarına duyarlı olan dayanıklı tüketim ve yatırım harcamalarındaki düşüş ile birlikte ilk çeyrekte özel kesim talebinin gerileyeceği öngörülmektedir. Takip eden dönemde ise özel kesim talebinin seyri, döviz kuru ve faizler ile tüketici ve yatırımcı güveninin ne kadar sürede ve hangi seviyede dengeye geleceğine bağlı olacaktır.

Yakın dönemde iç belirsizlikler artışı sonucunda gözlenen döviz kuru, faiz ve güven hareketlerinin geçici olduğu varsayımı altında, özel kesim talebinin ilk çeyrekteki zayıf seyrin ardından 2014 yılının ikinci çeyreğinden itibaren toparlanmaya devam edeceği öngörülmektedir. Bununla birlikte, temkinli para politikası duruşunun, alınan makro ihtiyati önlemlerin ve zayıf seyreden sermaye akımlarının etkisiyle nihai yurt içi talepteki artışın, aşağı yönlü riskler daha belirgin olmak üzere, ılımlı kalması beklenmektedir. Bu görünüm altında, yurt içi talep gelişmelerinin yakın dönemde gözlenen maliyet yönlü fiyat baskılarını kısmen sınırlandırması beklenmektedir. Ayrıca, iç talepte beklenen yavaşlamanın cari açıkta ve dengelenme sürecinde son dönemde gözlenen iyileşmeye katkı vermesi beklenmektedir. Avrupa ülkeleri talebindeki toparlanmanın da desteği ile ihracatın artmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Böylece, önümüzdeki dönemde ekonominin ılımlı şekilde büyümeye devam ederken talep bileşenlerinin olumlu yönde dengelenmesi beklenmektedir.

Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yılın son çeyreğinde ABD doları bazlı ithalat fiyatları Ekim Enflasyon Raporu'ndaki varsayımların bir miktar altında seyrederken, petrol fiyatları öngörülerle uyumlu gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.7). 2014 yılı ortalama ABD doları bazlı ithalat fiyat artışı varsayımı sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir. Öte yandan, 2014 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı için Ekim Enflasyon Raporu'ndaki seviyeler korunmuştur. Diğer bir ifadeyle, 2014 yılında enflasyon üzerinde ABD doları bazlı ithalat fiyatları kaynaklı önemli bir baskı olmadığı bir çerçeve esas alınmıştır. Bununla birlikte, Ekim Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden itibaren yurt dışı gelişmelere

bağlı olarak gözlenen döviz kuru hareketlerinin 2014 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki ilave etkisinin 0,5 puan olacağı varsayılmıştır.



Yakın dönemde gıda fiyatlarında gözlenen olumsuz fiyat hareketleri ve tarihsel ortalamalar dikkate alınarak 2014 yıl sonu gıda fiyat artış oranına dair varsayım yüzde 8 düzeyine çekilmiştir. Bu güncellemenin 2014 yıl sonu enflasyon tahminine etkisi yaklaşık 0,3 puan yukarı yönlü olmuştur.

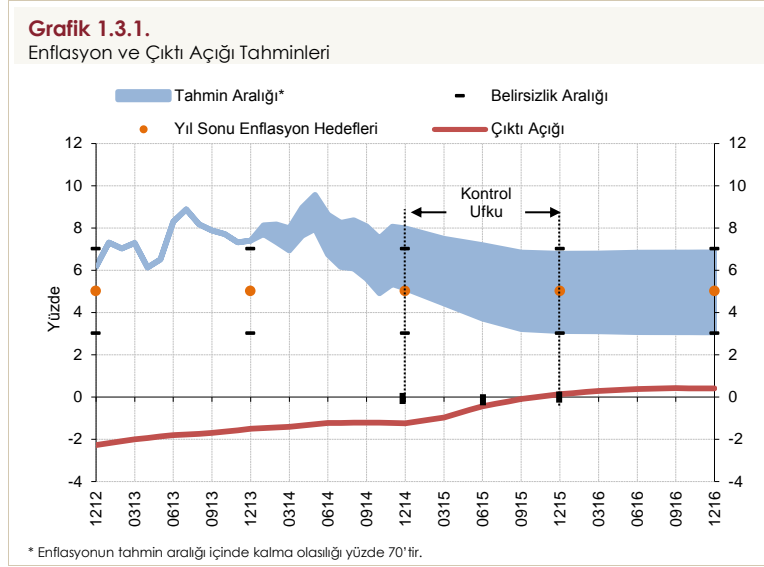
Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Ocak ayı başında otomobil ve tütün fiyatlarında yapılan vergi ayarlamalarının 2014 yıl sonu enflasyonunu yaklaşık 0,5 puan artıncı yönde etkileyeceği öngörülmektedir. Bu fiyatlarda yılın geri kalanında ek bir düzenleme olmayacağı, elektrik ve doğalgaz fiyatlarında ise enflasyon hedefiyle uyumlu artışlar olacağı varsayılmaktadır.

Maliye politikasının orta vadeli duruşu için 2014-2016 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, temkinli mali duruşun devam edeceği ve faiz dışı harcamaların kontrol altında tutulacağı varsayılmıştır.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasındaki temkinli duruşun korunarak likidite politikasının genel olarak sıkı tutulduğu ve alınan makroihtiyati tedbirlerin de katkısı ile yıllık kredi büyüme oranının 2014 yılının ikinci yarısından itibaren yüzde 15 referans değerine yakınsadığı varsayılmıştır. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2014 yılı sonunda yüzde 5,2 ile yüzde 8 aralığında (orta noktası yüzde 6,6), 2015 yılı sonunda ise yüzde 3,1 ile yüzde 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Sonuç olarak, Ekim Enflasyon Raporu'na göre 2014 yıl sonu enflasyon tahmini 1,3 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu güncelleme 0,3 puanı yıl sonu gıda enflasyon varsayımının yukarı yönlü güncellenmesinden gelmiştir. Ocak ayında yapılan vergi ayarlamaları ise yıl sonu enflasyon üzerinde 0,5 puan civarında yukarı yönlü bir katkı yapacaktır. Ayrıca, döviz kurunda Ekim Enflasyon Raporu sonrasındaki dönemde yurt dışı gelişmelere bağlı olarak meydana gelen değişimin de etkisiyle döviz kurlarının 2014 yıl sonu enflasyonuna 0,5 puan civarında yükseltici etki yapması beklenmektedir.

Enflasyonun yapılan vergi ayarlamalarına ve döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkilerine bağlı olarak bir süre daha dalgalı bir seyir izleyeceği ve yüzde 5 hedefinin belirgin bir şekilde üzerinde seyredeceği öngörülmektedir. Yılın ikinci yarısından itibaren enflasyonun düşmeye başlayacağı ve yıl sonunda yüzde 6,6 düzeyine ineceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

Açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikası görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

1.4. Riskler ve Para Politikası

Mayıs 2013 tarihinden itibaren küresel para politikalarına dair bir belirsizlik artışı olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda yılın ikinci yarısında gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları yavaşlamış ve finansal varlıklarda yeniden bir fiyatlamaya yaşanmıştır. Aynı dönemde Türkiye'de reel ve bankacılık sektörlerinin yurt dışından sağladıkları fonlama devam ederken portföy akımları zayıf seyretmiştir. Finansal varlıklardaki yeniden fiyatlamaya ile birlikte de Türk lirasında değer kayıpları yaşanmıştır. Bu dönemde yurt içi talepteki ılımlı büyüme ve kredilerdeki artış eğilimi ise devam etmiştir. Yurt dışı kaynaklı belirsizlik artışı temelde kredilerden ziyade döviz kurları üzerinde etkili olmuştur. Döviz kurundaki bu gelişmeler ve gıda fiyatlarının yüksek seyri nedeniyle yıl sonu enflasyonu hedefin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler ayrıca enflasyon beklentilerinde de bozulmaya yol açmıştır. Bu dönemde TCMB enflasyona ilişkin riskleri sınırlamak ve orta vadeli enflasyon görünümünü hedefle uyumlu hale getirmek için para politikasındaki temkinli duruşunu güçlendirmiş ve likidite politikası daha sıkı hale getirilmiştir.

TCMB, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarını yakından takip etmektedir. Önümüzdeki dönemde iç talepteki yavaşlamanın maliyet şoklarının enflasyon üzerindeki etkisini bir miktar sınırlaması beklenmektedir. Bununla birlikte, döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkileri ve gıda fiyatlarının olumsuz seyri nedeniyle enflasyonun uzun bir müddet hedefin üzerinde seyredecek olması beklentilerin katılaşmasına ve enflasyon ataletinin güçlenmesine sebep olabilecektir. Para Politikası Kurulu (Kurul), böyle bir durumun ortaya çıkması ve fiyatlama davranışlarının bozulma eğilimine girmesi halinde para politikası duruşunda gereken sıkılaştırmayı yapacaktır.

2014 yılında gerek Avrupa ülkelerindeki talebin toparlanma beklentisi gerekse reel kur gelişmelerinin sonucunda ihracatın özel kesim talebinde öngörülen düşüşün bir kısmını telafi etmesi beklenmektedir. Diğer yandan, kamu kesimi talebi 2013 yılı ilk çeyreğindeki kuvvetli artışın ardından belirgin bir düzeltme hareketi sergilemiştir. Bu çerçevede, ilk çeyrekte özel kesim talebi daralsa ve yılın geri kalanında zayıf seyrete dahi, diğer talep bileşenlerinin daha olumlu bir görünüm sergileyebileceği ve büyüme üzerinde özel kesim talebinden kaynaklanan riskleri dengeleyici bir rol oynayabileceği not edilmelidir.

Öte yandan, yaşanan belirsizliklerin ve risk primindeki artışın uzun süreli olması durumunda ekonomide güven ve bilanço kanalı üzerinden ciddi bir yavaşlama gözlenme olasılığı bulunmaktadır. Bu riskin gerçekleşmesi halinde, TCMB elindeki araçları bankaların aracılık maliyetlerini azaltıcı yönde kullanarak dengeleyici bir politika izleyecektir.

Kurul, maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeleri enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip etmektedir. Para politikası duruşu oluşturulurken maliye politikası ile ilgili olarak Orta Vadeli Program'da belirlenen çerçeve esas alınmaktadır. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülmeyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Mevcut belirsizlikler karşısında ekonomimizin dayanıklılığını koruması açısından maliye ve finansal sektör politikalarındaki temkinli duruşun sürdürülmesi kritik önem taşımaktadır. Orta vadede ise mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi makroekonomik istikrarı destekleyecektir. Bu yönde atılacak adımlar aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır. Bu çerçevede, Orta Vadeli Program'ın gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi büyük önem taşımaktadır.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

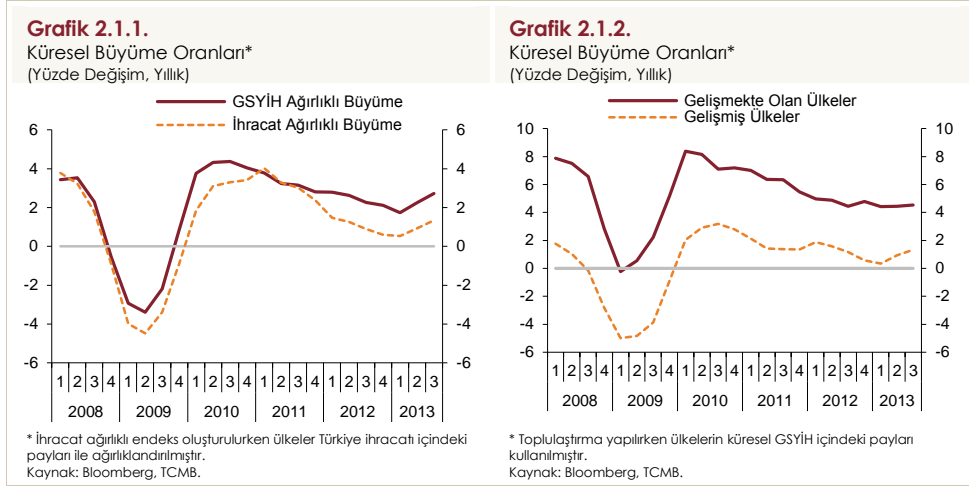
2013 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin veriler, küresel büyümedeki toparlanma eğiliminin yılın üçüncü çeyreğinde de devam ettiğine işaret etmektedir. Söz konusu toparlanma, ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelerin olumlu seyreden büyümesinden kaynaklanırken, gelişmekte olan ülkeler iktisadi faaliyetinin de, sınırlı da olsa, artış kaydettiği gözlenmiştir. Yılın son çeyreğine ilişkin veriler, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelere üçüncü çeyrek eğilimlerinin devam edeceğine işaret etmektedir. Küresel büyümedeki toparlanma eğilimine bağlı olarak, yılın ikinci yarısında emtia genel endeksinde sınırlı miktarlarda artış meydana gelmiştir. Yılın son çeyreğine ilişkin enflasyon gelişmelerine bakıldığında, gelişmiş ülkelerde, iktisadi faaliyetteki artışa paralel olarak, yukarı yönlü bir eğilim gözlenmiştir. Benzer şekilde, gelişmekte olan ülkelere de, yılın son çeyreğinde enflasyonun yukarı yönlü seyretmiş olduğu görülmektedir. Bu seyrinde, iktisadi faaliyetteki sınırlı toparlanmadan ziyade, sermaye çıkışlarına bağlı olarak kurlarda meydana gelen değer kayıplarının etkili olduğu düşünülmektedir.

2013 yılının son çeyreğinde, Amerikan Merkez Bankası (Fed)'nin para politikası normalleşme sürecine yönelik aldığı kararlar ve ileriye dönük verdiği sinyaller, küresel ekonominin seyri üzerinde belirleyici olmaya devam etmiştir. Aralık ayı toplantısında, Fed, yüksek seyreden büyüme ve olumlu işgücü verileri paralelinde, aylık varlık alımlarını 85 milyar ABD dolarından 75 milyar ABD dolarına düşürme kararı almıştır. Söz konusu gelişme, Fed'in para politikası normalleşme sürecinin varlık alımlarına ilişkin kısmi üzerindeki belirsizlikleri kısmen azaltmıştır. Öte yandan, Fed'in para politikasının bir diğer unsuru olan politika faizini, ne zaman ve ne miktarda artırmaya başlayacağı ise küresel ekonomi görünümü üzerindeki önemli belirsizlik kaynaklarından biri olmaya devam etmektedir.

Fed'in varlık alımlarını azaltacağına ilk sinyalini verdiği Mayıs ayından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında gözlenen belirgin azalış eğilimi, yılın son çeyreğinde hızlanarak devam etmiştir. Önümüzdeki dönemde de, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutacak koşulların mevcut olduğu görülmektedir. Küresel likiditedeki kademeli azalış, söz konusu riskleri canlı tutacak en önemli unsurlardan biri olarak görülürken; gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere büyümenin gelişmiş ülkeler lehine ayrılmış olması, önümüzdeki dönemde sermaye akımlarında da gelişmiş ülkeler lehine gelişmeleri destekleyecek bir unsur olmaya devam edebilecektir. Küresel para politikasına dair belirsizliklerin uzun sürmesi ve bunun sonucunda sermaye piyasalarındaki oynaklığın artması durumunda, gelişmekte olan ülkelere finansal istikrarın olumsuz etkilenebileceği değerlendirilmektedir.

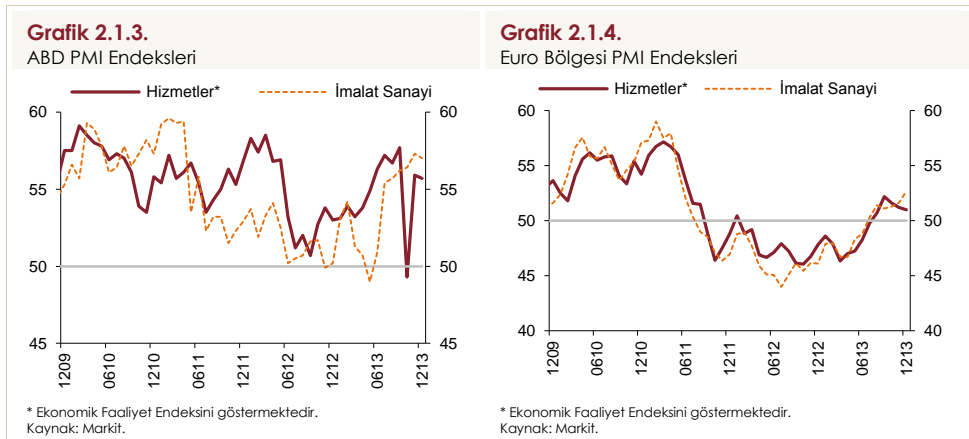
2.1. Küresel Büyüme

2013 yılının ikinci çeyreğinde olumluya dönen küresel büyüme görünümü, söz konusu seyrini üçüncü çeyrekte de sürdürmüştür (Grafik 2.1.1). Bu dönemde başta ABD, İngiltere ve Japonya olmak üzere gelişmiş ülkelerde büyüme hızı belirgin bir şekilde artarken, Euro Bölgesi'nde süregelen durgunluk ise azalmıştır. Buna ilaveten, 2013 yılının üçüncü çeyreğinde gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranı, sınırlı da olsa, artmış ve bu durum küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmayı destekleyen bir diğer olumlu gelişme olmuştur (Grafik 2.1.2).

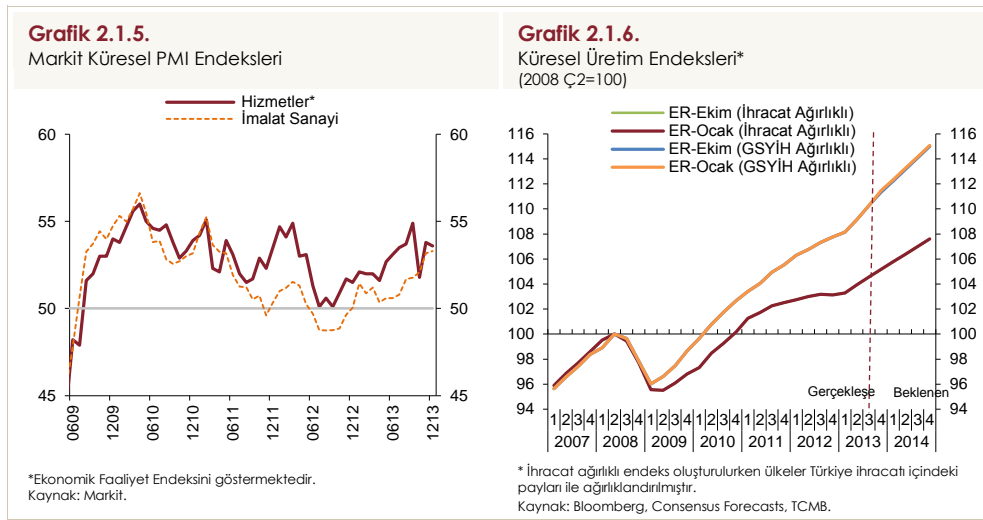


ABD ekonomisi 2013 yılının üçüncü çeyreğinde de yüksek oranda büyümeye devam etmiş ve GSYİH, yıllıklandırılmış olarak, bir önceki çeyreğe göre yüzde 4,1 artmıştır. Özel sektör stok yatırımları, özel tüketim, konut dışı sabit yatırım ve ihracat, büyümeye pozitif katkı sağlamıştır. Ayrıca, yılın ilk yarısında büyümeye negatif katkı vermiş olan kamu harcamalarının, yılın üçüncü çeyrek büyümesine katkısı 0,1 puan olarak gerçekleşmiştir. Bu durum 2013 yılının başında uygulamaya konulan daraltıcı maliye politikasının büyüme üzerindeki olumsuz etkisinin önemli ölçüde kaybolduğuna işaret etmektedir. Bununla birlikte, Ekim ayında federal hükümetin faaliyetlerine ara vermiş olması, yılın son çeyreğinde kamu harcamalarının büyümeye katkısını sınırlı da olsa, olumsuz yönde etkileyebilecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Yılın son çeyreğine ilişkin PMI verileri, ABD büyümesindeki olumlu seyrin devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Anılan dönemde işgücü piyasasına ilişkin verilerin, beklentilerin ötesinde olumlu gerçekleşmiş olması da, söz konusu beklentiyi güçlendirmektedir.

Yılın ikinci çeyreğinde pozitif büyüme sergilemiş olan Euro Bölgesi, üçüncü çeyrekte de söz konusu eğilimini devam ettirmiş ve çeyreklik bazda yüzde 0,3 oranında büyümüştür. Büyümedeki olumlu görünüme ek olarak işsizlik oranında süregelen artışın yılın ikinci yarısında durmuş olması, bölgedeki ekonomik durgunluğun azaldığını göstermektedir. Nitekim, Euro Bölgesi'ne ilişkin PMI verileri, durgunluğun 2013 yılının son çeyreğinde de azalmaya devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.4). Ne var ki mevcut durumda beklentiler, işsizlik oranının halen yüksek seyrediyor olması nedeniyle, bölgenin resesyondan tamamen çıkmasının ancak 2014 yılında mümkün olabileceğine işaret etmektedir (Tablo 2.1.1).



Gelişmiş ülkelerin iktisadi faaliyetlerindeki seyre bağlı olarak olumlu bir görünüm arz eden küresel büyümenin, 2013 yılının son üç aylık döneminde de benzer bir eğilim sergileyerek artmaya devam etmesi beklenmektedir. Söz konusu döneme ilişkin küresel PMI verileri bir önceki döneme göre hizmetler alt sektöründe sınırlı bir miktar gerilemiş olsa da, imalat sanayii alt sektöründeki yükseliş söz konusu yargıyı desteklemektedir (Grafik 2.1.5). Ocak ayı Consensus Forecasts bültenlerine bakıldığında, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre 2014 yılına ilişkin büyüme tahminleri, ABD ve İngiltere'de daha belirgin olmak üzere, gelişmiş ülkeler için çoğunlukla yukarı yönlü; Çin dışında kalan gelişmekte olan ülkeler için ise aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Dolayısıyla, küresel büyümeye ilişkin 2014 yılı tahmini bir önceki Enflasyon Raporu dönemi ile aynı kalmıştır. Ocak ayı büyüme tahminleriyle güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksleri de, Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin bir farklılık göstermemiştir (Grafik 2.1.6).

**Tablo 2.1.1.**

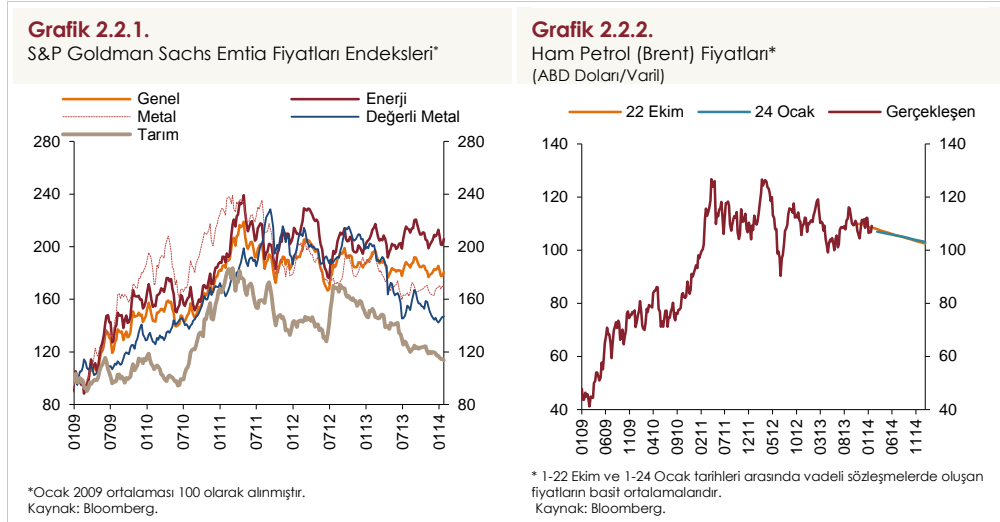
2014 Yılı Sonuna İlişkin Büyüme Tahminleri

	Consensus Bültenleri (Ortalama Yüzde Değişim, Yıllık)	
	Ekim	Ocak
Dünya	3,1	3,1
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>		
ABD	2,6	2,8
Euro Bölgesi	0,9	1,0
Almanya	1,7	1,8
Fransa	0,8	0,8
İtalya	0,5	0,5
İspanya	0,5	0,7
Yunanistan	-0,6	-0,3
Japonya	1,7	1,7
İngiltere	2,2	2,6
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>		
Asya Pasifik	6,2	6,2
Çin	7,4	7,5
Hindistan	5,7	5,4
Latin Amerika	3,0	2,8
Brezilya	2,4	2,2
Doğu Avrupa	2,9	2,7

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları

2013 yılının son çeyreğinde emtia genel endeksi bir önceki çeyrek sonuna göre değişim göstermezken, söz konusu dönemde enerji fiyatları yüzde 1,3; endüstriyel metal fiyatları ise yüzde 0,7 oranında artmıştır. Tarım ve değerli metal fiyatları ise, sırasıyla yüzde 5,7 ve 9,6 oranlarında, düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.2.1).

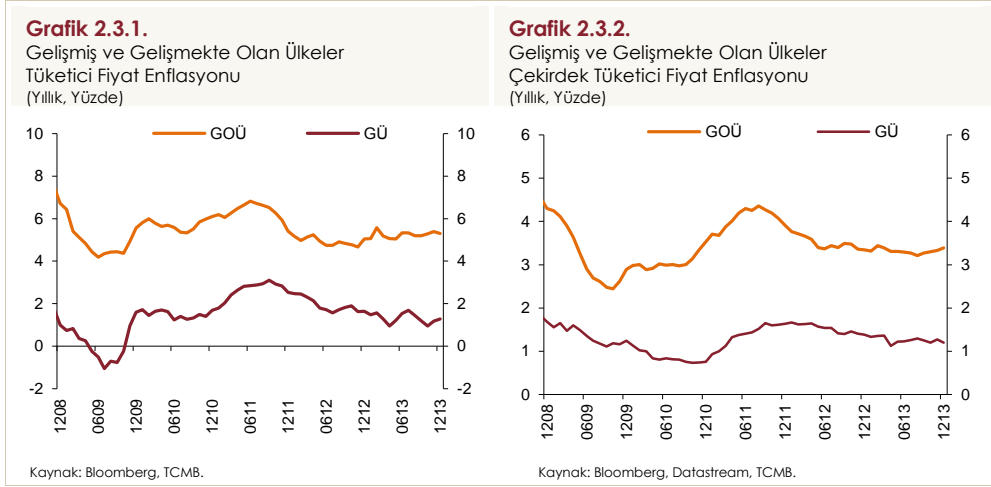


Emtia yoğun üretim süreçlerine sahip gelişmekte olan ülkeler büyümesinin zayıf seyri genel emtia fiyatları hareketinin temel belirleyicisi olmuştur. Söz konusu zayıf seyir, petrol fiyatları üzerinde de talep yönlü belirgin bir baskı unsuru oluşturmamıştır. Buna ilaveten, ABD ham petrol üretiminin ve petrol stoklarının tarihsel olarak yüksek seviyelerde seyretmesi de petrol fiyatları açısından olumlu bir görünüm oluşturmaktadır. Diğer yandan, gerek teknik sebeplerle yaşanan üretim kesintileri gerekse politik riskler, Ortadoğu kaynaklı petrol arzına ilişkin kaygıları canlı tutarak fiyatlar üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilmektedir. Tüm bu gelişmeler neticesinde, Brent tipi ham petrol fiyatları yıl sonu itibarıyla 112 ABD doları seviyesinde bulunmaktadır. Brent tipi ham petrole ait vadeli sözleşmelerden elde edilen verim eğrilerinde ise, bir önceki Enflasyon Raporu dönemi ile kıyaslandığında, belirgin bir değişim meydana gelmediği görülmektedir (Grafik 2.2.2).

2012 yılı ortasından bu yana düşüş eğiliminde olan tarım fiyatları; tarım ürünleri üretimine ve stok seviyelerine ilişkin beklentilerin olumlu seyretmesi sonucunda, 2013 yılının son çeyreğinde de söz konusu eğilimini devam ettirmiştir. Buna karşın, hava koşullarının seyrine ilişkin belirsizlikler tarım ürünleri fiyatları konusunda temkinli olmayı gerektirmektedir.

2.3. Küresel Enflasyon

2013 yılının son çeyreğinde, bir önceki çeyreğin sonuna kıyasla, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler tüketici enflasyon oranlarında sınırlı bir yükseliş gözlenmiştir (Grafik 2.3.1). Gelişmiş ülkeler büyümesinin olumlu seyri ve yoğun sermaye çıkışlarına bağlı olarak gelişmekte olan ülkeler para birimlerinde yaşanan değer kaybı söz konusu tabloyu destekleyen başlıca unsurlar olarak değerlendirilmektedir. Çekirdek enflasyon oranlarına bakıldığında ise, gelişmekte olan ülkelerde sınırlı bir miktar artış görülürken, gelişmiş ülkelerde ise yatay bir seyir gözlenmiştir (Grafik 2.3.2).



2014 yıl sonuna ilişkin enflasyon tahminlerinin, Japonya dışında tüm gelişmiş ülkeler için bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler genelinde ise, Asya Pasifik ve Doğu Avrupa Bölgeleri için tahminler aşağı yönlü güncellenirken, Latin Amerika Bölgesi ve Hindistan için ise yüksek miktarlarda yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Tablo 2.3.1). 2014 yılı boyunca, Fed'in varlık alım programındaki kesintilerin olası etkilerine ve sermaye akımlarının yönüne ilişkin daha net bir tablo ortaya çıktıkça enflasyon görünümündeki belirsizliklerin de azalacağı değerlendirilmektedir.

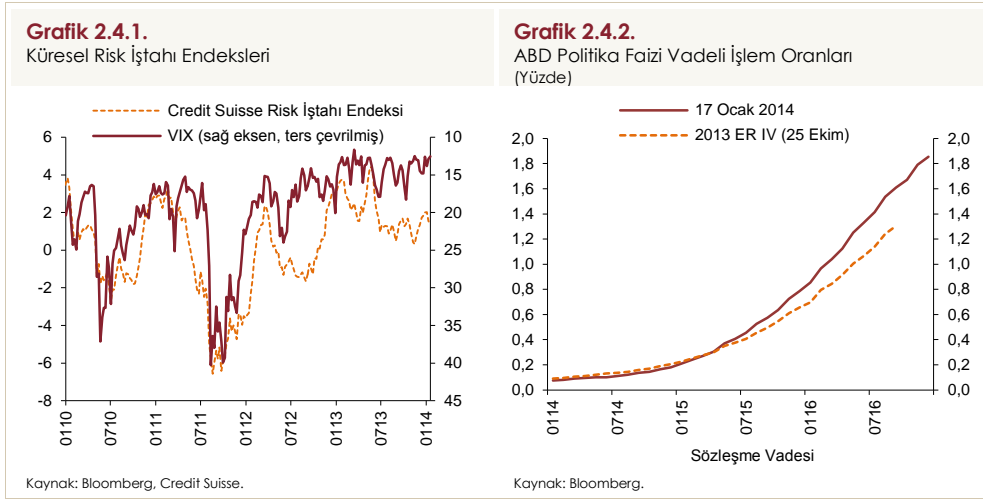
Tablo 2.3.1.
2014 Yıl Sonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri

	Consensus Bültenleri (Yıllık Yüzde Değişim)	
	Ekim	Ocak
Dünya	3,0	3,0
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>		
ABD	1,8	1,6
Euro Bölgesi	1,4	1,1
Almanya	1,9	1,6
Fransa	1,5	1,2
İtalya	1,6	1,1
İspanya	1,3	0,9
Yunanistan	-0,5	-0,8
Japonya	2,3	2,3
İngiltere	2,5	2,3
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>		
Asya Pasifik*	3,7	3,3
Çin	3,1	3,1
Hindistan	7,6	8,0
Latin Amerika	7,3	8,7
Brezilya	5,9	5,9
Doğu Avrupa	4,8	4,6

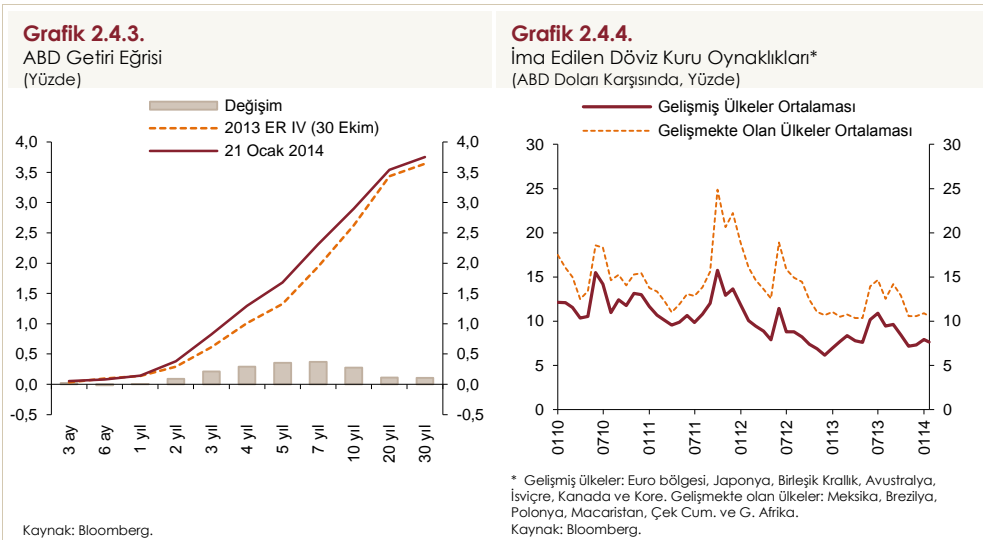
* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

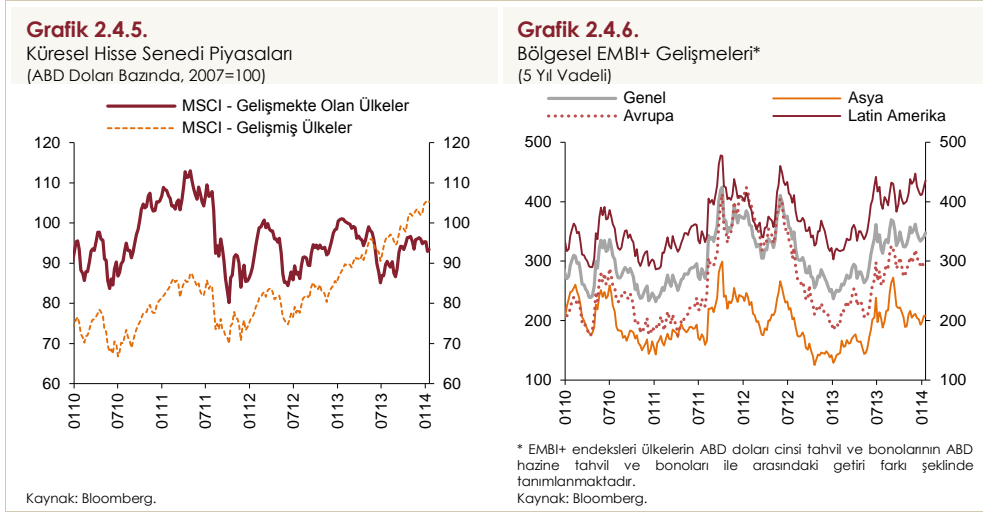
2013 yılının son çeyreği, büyük ölçüde ABD'nin para politikasına ilişkin belirsizliklerin sürdüğü ve küresel risk iştahının dalgalı seyrettiği bir dönem olmuştur. (Grafik 2.4.1). Fed'in, Aralık ayında aldığı, küresel likiditenin azalmasına yol açacak kararı, yılın son çeyreğine girilirken toparlanmaya başlayan küresel risk iştahının yeniden bozulmaya başlamasına yol açmıştır. Bu gelişmelerin ardından ABD politika faizine ilişkin vadeli işlem sözleşmeleri, ABD'de politika faizinin artmaya başlayacağı tarihe ilişkin beklentilerin değişmediğini ima etmektedir. Bununla birlikte, beklenen artış miktarında sınırlı bir yükseliş gözlenmektedir (Grafik 2.4.2).



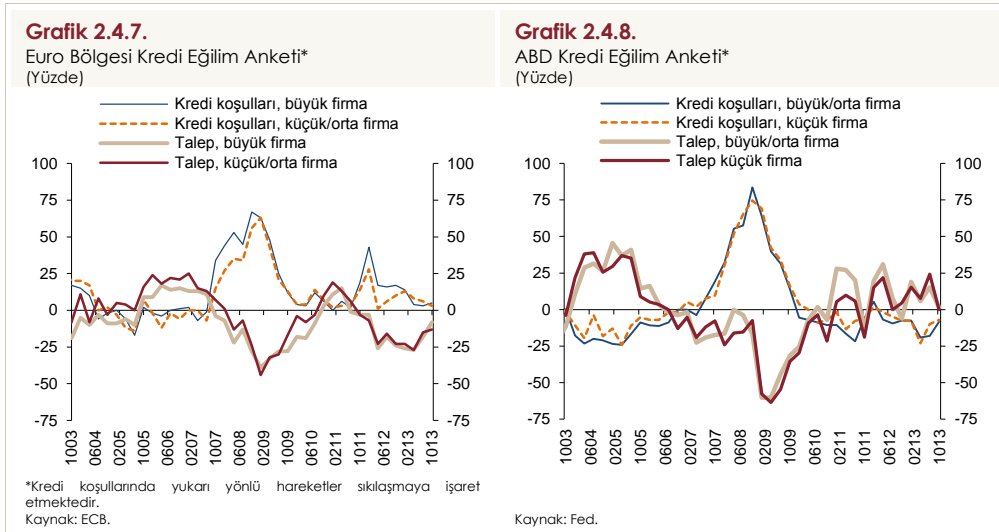
ABD politika faizi beklentilerindeki artışla tutarlı bir şekilde ABD'de orta ve uzun vadeli hazine bonosu getirileri de, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, 30 baz puana varan miktarlarda yükselmiştir (Grafik 2.4.3). Öte yandan, ABD para politikasında beklenen sıkılaştırma, ABD dolarının değeri üzerindeki belirsizliği de bir miktar artırarak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke para birimleri üzerine yazılan 1 ay vadeli döviz kuru opsiyonlarının im ettiği oynaklıkların, bir önceki Rapor dönemine göre, yükselmesine neden olmuştur (Grafik 2.4.4).



ABD para politikasında sıkılaştırma beklentisi olmasına karşın gerek para politikasına ilişkin belirsizliğin azalması ve gerekse uluslararası yatırım tercihlerinin gelişmiş ülkeler lehine dönmeye başlamış olması, yılın son çeyreğinde, gelişmiş ülke borsalarını olumlu etkilemiştir. Gelişmekte olan ülke borsaları ise anılan dönemde dalgalı bir seyir izledikten sonra, Ocak ayı itibarıyla, bir önceki Enflasyon Raporu dönemi seviyesinden belirgin olarak farklılaşmamıştır (Grafik 2.4.5). Bu dönemde; gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarına ilişkin endişeler, küresel risk iştahının dalgalı seyri ve hisse senedi piyasalarındaki gelişmelere paralel olarak; gelişmekte olan ülke borçlanma senedi getirilerinde de dalgalanmalar gözlenmiştir (Grafik 2.4.6).

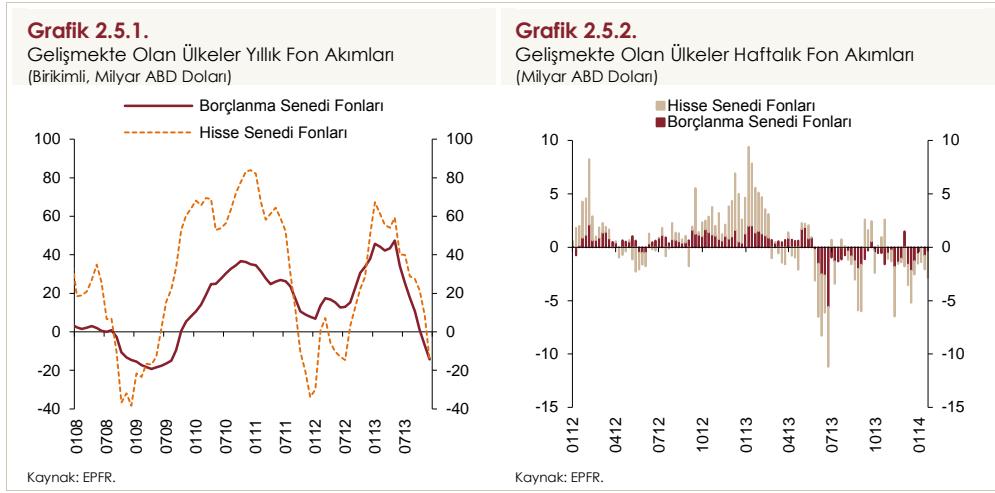


Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin kredi eğilim anketi, yılın ikinci çeyreğindeki benzer şekilde, Euro Bölgesi'nde bankacılık sektörü kredi koşullarının sıkılaşmaya, kredi talebinin ise daralmaya devam ettiğini göstermektedir (Grafik 2.4.7). Fed'in aynı döneme ilişkin kredi eğilim anketine göre ise, ABD'de kredi koşullarındaki gevşeme son dönemde de devam ederken; kredi talebindeki artış eğilimi gerek büyük ve orta ölçekli gerekse küçük ölçekli firmalar için sona ermiştir (Grafik 2.4.8).



2.5. Sermaye Akımları

Fed'in varlık alımlarını azaltacağına ilk sinyali verdiği Mayıs ayından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları belirgin biçimde azalış sergilemiş, söz konusu düşüş eğilimi yılın son çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 2.5.1). Çeyreklik bazda incelendiğinde, son çeyrekte gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının önceki çeyreğe kıyasla bir miktar hızlandığı değerlendirilmektedir. Önceki çeyrekte yüzde 1,7 düzeyinde gerçekleşen sermaye çıkışlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmiş bulunan fon toplamına oranı, yılın son çeyreğinde yüzde 2,3 düzeyinde yükselmiştir.



Portföy dağılımı bazında, yılın üçüncü çeyreğinde sermaye çıkışlarının ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelerin sabit getirili menkul kıymet piyasalarından çıkışlardan kaynaklandığı gözlenmiş iken, son çeyrekte gelişmekte olan ülkelerin gerek hisse senedi gerekse borçlanma senedi piyasalarından benzer miktarda çıkışlar olmuştur (Grafik 2.5.2).

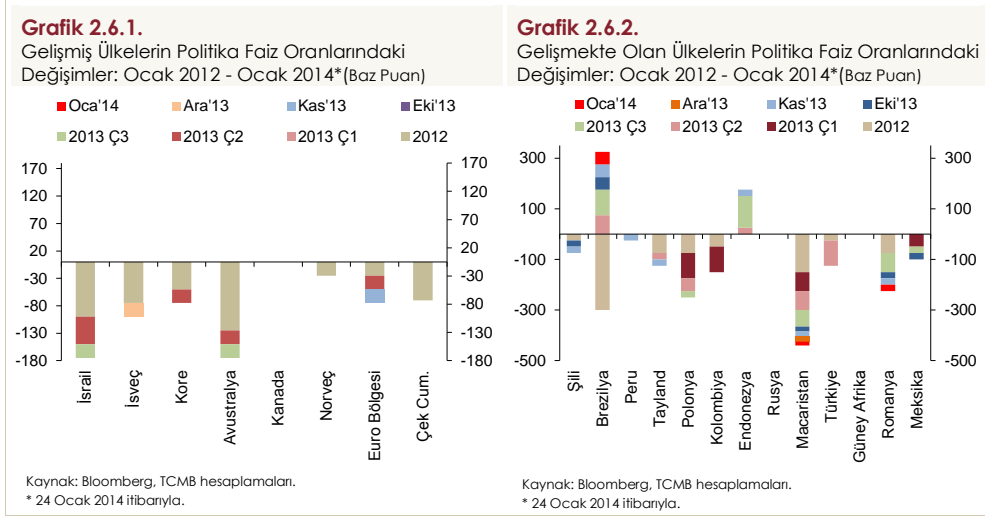
Aralık ayındaki Fed toplantısından varlık alım miktarını Ocak ayından itibaren 10 milyar ABD doları düşürme kararının çıkması sermaye piyasalarında çok sert hareketlere yol açmamıştır. Daha önceden sinyallerinin verildiği ancak zamanlamasının tam olarak bilinmediği karar, önümüzdeki dönemde genişletici para politikasından çıkış stratejisine dair belirsizliği bir nebze azaltmıştır. Ancak başta küresel likiditedeki kademeli azalış olmak üzere, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları üzerindeki aşağı yönlü risklerin önümüzdeki dönemde canlı kalmaya devam edeceği tahmin edilmekte, sermaye piyasalarındaki oynaklığın ise artabileceği değerlendirilmektedir. Bunlara ek olarak, geçen Enflasyon Raporu döneminde olduğu gibi, gelişmiş ülkelerde süregelen ekonomik toparlanma eğiliminin sermaye akımlarında gelişmiş ülkeler lehine gelişmeleri destekleyecek bir unsur olmaya devam edebileceği düşünülmektedir.

2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

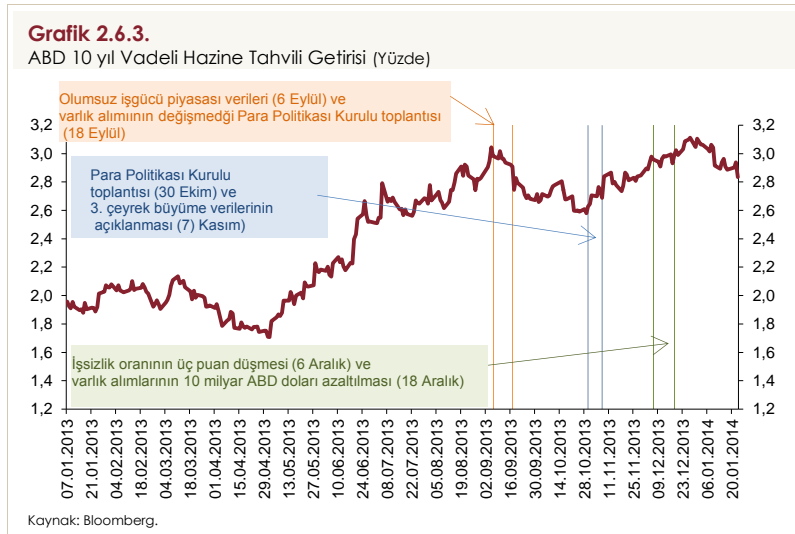
Fed'in Aralık ayında varlık alımlarını 10 milyar ABD doları azaltması, yılın son çeyreğinde küresel para politikası açısından en önemli gelişme olmuştur. Fed, söz konusu gelişmenin para politikasının sıkılaştırılması anlamına gelmediğini vurgulamaya devam ederken, diğer merkez bankalarının politikaları da incelendiğinde, 2013 yılının son çeyreğinde genel itibarıyla küresel para politikasının gevşemeye devam ettiğini söylemek mümkündür.

2013 yılı geneli incelendiğinde gelişmiş ülkeler politika faizlerinin, 2012 yılındaki kadar hızlı olmamakla beraber, düşmeye devam ettiği görülmektedir. Yılın son çeyreğinde de, gelişmiş ülke merkez bankalarından ECB ve İsveç Merkez Bankası, politika faizlerinde 25'er baz puan indirime gitmiştir (Grafik 2.6.1). Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, Brezilya ve Endonezya Merkez Bankaları ile diğer ülke merkez bankaları arasındaki ayrışma Ekim-Ocak döneminde de devam etmiş, söz konusu dönemde Brezilya Merkez Bankası 150 baz puan, Endonezya Merkez Bankası ise 25 baz puan faiz artırmıştır. Öte yandan aynı dönemde, Peru, Meksika ve Tayland Merkez Bankaları 25'er baz puan, Şili Merkez Bankası 50 baz puan, Macaristan ve Romanya Merkez Bankaları 75'er baz puanlık indirim gerçekleştirmiştir. 2013 yılı geneline bakıldığında, Brezilya ve Endonezya

hariç tutulmak üzere, gelişmekte olan ülkeler para politikasındaki gevşemenin 2012'ye göre daha güçlü olduğunu söylemek mümkündür (Grafik 2.6.2).

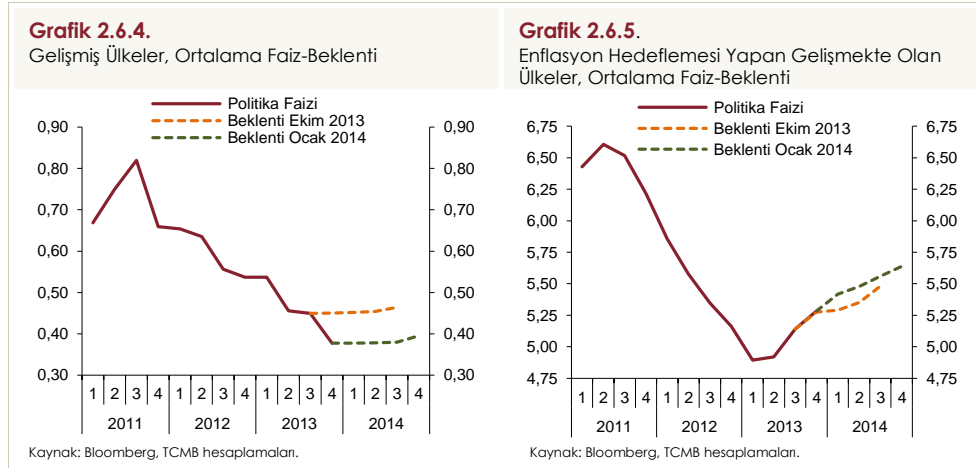


Eylül ayı başında açıklanan ABD işsizlik verilerinin olumsuz olması ve ardından ay ortasında gerçekleşen Fed toplantısından, beklenenin aksine, varlık alımlarının azaltılması yönünde bir karar çıkmamasıyla, uzun dönem faizlerde bir düşüş eğilimi gözlenmiş, bu eğilim Ekim ayı sonundaki toplantıyla kadar sürmüştür. Ekim ayı toplantısından sonra yapılan açıklamalar ve 7 Kasım'da açıklanan üçüncü çeyrek büyüme verilerinin olumlu gelmesi varlık alımlarının Aralık ayında azaltılacağı beklentisini ve faizin tekrar yükselişe geçmesini beraberinde getirmiştir. Aralık ayı başında işsizlik oranında gerçekleşen 0,3 puanlık düşüş söz konusu beklentiyi güçlendirmiş ve nihayetinde 18 Aralık toplantısında Fed, beklentilerle uyumlu olarak, varlık alım programında değişikliğe gitmiş ve aylık alımları 85 milyar ABD dolarından 75 milyar ABD dolarına indirmiştir. Bu süreçte uzun dönem faizin gelişimi incelendiğinde, Eylül'de beklentilerin aksine varlık alım programının değişmemesi ile faizlerin yaklaşık 45 baz puan düştüğü, daha sonra yine aynı oranda yükseldiği ve Ocak ayının başları itibarıyla Eylül ayı başındaki seviyelere döndüğü görülmektedir (Grafik 2.6.3). Dolayısıyla, varlık alımlarındaki değişimin gerçekleşmesinin, daha önce öngörülen ve piyasanın satın aldığı üzerinde bir faiz düzeyine yol açmadığını söylemek mümkündür.



Fed'in para politikasının bir diğer bileşeni olan politika faizini ne zaman ve ne şekilde artırmaya başlayacağı ise küresel ekonomi görünümü üzerindeki en önemli belirsizlik kaynaklarından biri olarak ortaya çıkmaktadır. ABD ekonomisinde giderek daha güçlenen toparlanma sinyalleri politika faizinin izleyeceği patika konusundaki beklentileri de etkilemektedir. Bununla birlikte, Fed tarafından üç ayda bir yayımlanan ve Kurul üyelerinin öngörülerine yer verilen duyurularda para politikasındaki sıkılaştırmanın 2015 yılında başlayacağı beklentisi öne çıkmaktadır. Söz konusu beklentilerin 2015 yılı için yüzde 0,25 - 1 aralığında; 2016 yılı için ise yüzde 1,5 - 1,75 aralığında yoğunlaştığı görülmektedir.

Avrupa'da ekonomik canlanmaya dair sinyaller alınmaya başlanmasıyla birlikte, ECB ve İngiltere Merkez Bankası'nın önümüzdeki dönem para politikalarını nasıl şekillendirecekleri de küresel para politikası açısından dikkatle takip edilmesi gereken bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, ECB'nin, uzun zamandır beklenen faiz indirimini Kasım ayında gerçekleştirerek deflasyon kaygılarını gidermeyi ve canlanmaya destek olmayı amaçlaması küresel para politikası açısından dikkat çekici bir gelişme olarak ön plana çıkmaktadır. Benzer şekilde, İngiltere Merkez Bankası'nın, son tahminlerinde, para politikası eşik değeri olan yüzde 7 işsizlik oranına ulaşılabilecek tarihi, yaklaşık 2 yıl öne çekmesi, önümüzdeki dönem para politikasının seyrine ilişkin bilgi vermesi açısından dikkatle değerlendirilmektedir.



Yılın son çeyreğinde, gelişmiş ülkelerde ortalama politika faizi, Ekim ayı beklentilerinin yaklaşık 7 baz puan altında kalmıştır. ECB beklenen faiz indirimini uzun süre yapmamış ve geçtiğimiz Ekim ayı itibarıyla beklentiler bu indirimin 2013 yılında gerçekleşmeyeceği yönünde şekillenmiştir. Buna karşın Kasım ayında gerçekleşen 25 baz puanlık faiz indirimi beklenti ve gerçekleştirmeler arasındaki bu farkın oluşmasına neden olmuştur. Ocak ayı beklentileri incelendiğinde de Ekim ayında olduğu gibi gelişmiş ülkelerde politika faizinin 2014 yılında yatay bir seyir izlemesinin beklendiği görülmektedir (Grafik 2.6.4). Gelişmekte olan ülkelerde ise ortalama politika faizinin, Ekim ayındaki beklentiler ile uyumlu olarak artmış olduğu gözlenmektedir. Buna ilaveten, gelişmekte olan ülke politika faizlerinin 2014 yılı seyrine ilişkin beklentilerin, Ocak ayında, Ekim ayına göre daha keskin bir artışa işaret ettiği görülmektedir (Grafik 2.6.5). GSYİH ağırlıklı olarak hesaplanan gelişmekte olan ülkeler bileşik politika faizinin seyrinde, Brezilya ve Endonezya politika faizlerindeki değişimin büyük oranda belirleyici olduğu görülmektedir. Söz konusu iki ülke hariç tutularak hesaplanan ortalama politika faizinin 2013 yılı başından itibaren yaklaşık 10 baz puan düştüğü görülmektedir. Ne var ki, 2014 yılı beklentileri incelendiğinde, Brezilya ve Endonezya hariç tutulsa dahi, ortalama politika faizlerindeki artış beklentisi devam etmektedir.

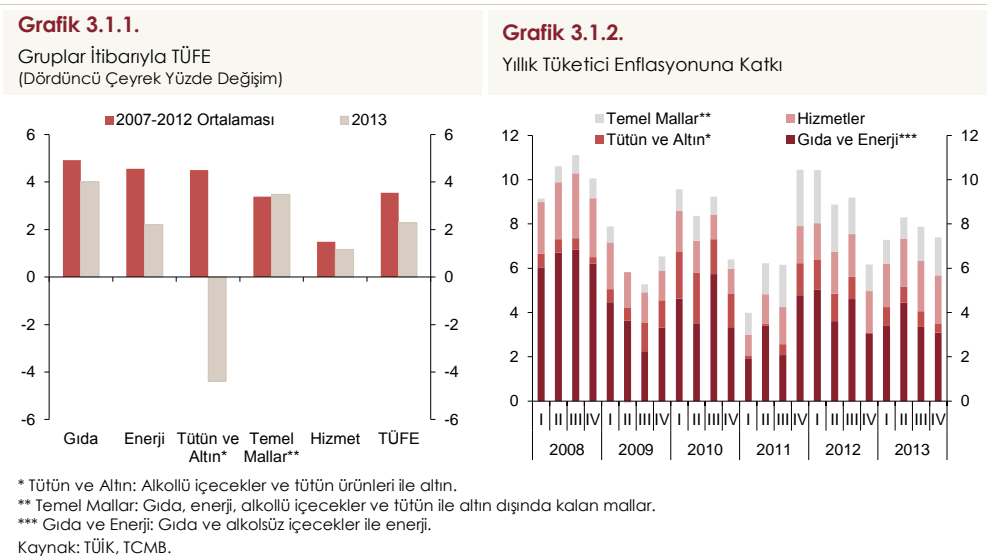
3. Enflasyon Gelişmeleri

3.1. Enflasyon

2013 yılında tüketici enflasyonu önceki yıla kıyasla 1,2 puan yükselerek yüzde 7,4 oranı ile enflasyon hedefi etrafındaki belirsizlik aralığının üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyon yıl genelinde dalgalı bir seyir izlemiştir. Yılın başında tütün ürünlerindeki vergi ayarlamalarının da etkisiyle yükselen enflasyon, sonraki dönemde işlenmemiş gıda ve enerji grubu fiyat gelişmelerine bağlı olarak dalgalı seyretmiş ancak yılın ilk yarısını hedefin ima ettiği değerlerin belirgin oranda üstünde tamamlamıştır. Yılın ikinci yarısında ise, gelişmiş ülke para politikalarına ilişkin küresel düzeyde yaşanan belirsizlik nedeniyle zayıf seyreden portföy akımları Türk lirasında değer kaybına yol açarak geçişkenlik etkisi ile çekirdek enflasyon göstergelerinin yükselmesine neden olmuştur. Bu gelişmelere paralel olarak son altı aylık dönemde enflasyon beklentilerinde bir miktar bozulma gözlenmiştir.

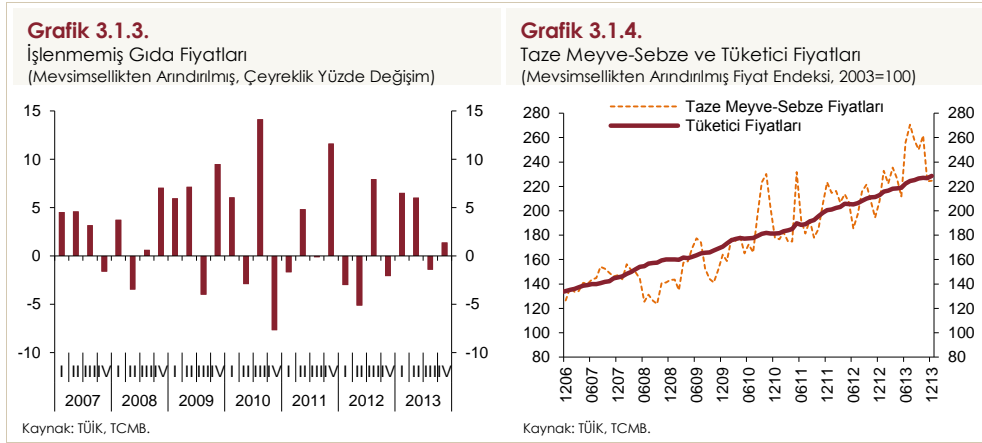
2013 yılının son çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 0,48 puan azalarak yüzde 7,40 oranına gerilemiştir. Enflasyondaki gerilemede enerji fiyatlarındaki baz etkisi ve tütün sektöründe artan rekabet ile gerileyen fiyatlar temel belirleyici olmuştur. Diğer taraftan, işlenmemiş gıda fiyatları bu dönemde tekrar artmıştır. Ayrıca, Türk lirasında gözlenen değer kaybının etkileri temel mal grubu yıllık enflasyonu üzerinde gözlenmeye devam etmiş, hizmet enflasyonu da sınırlı artış eğilimini sürdürmüştür. Temel enflasyon göstergeleri de bu gelişmeler çerçevesinde yüksek seyrini korumuştur.

Alt gruplar detayında bakıldığında yılın dördüncü çeyreğinde enerji ile tütün ve altın grubunda çeyreklik fiyat değişim oranlarının, geçmiş yıl ortalamalarına kıyasla daha olumlu gerçekleştiği, diğer gruplarda ise değişim oranlarının ortalamalara yakın seyrettiği gözlenmiştir (Grafik 3.1.1). 2013 yılı enflasyonuna katkılar incelendiğinde, gıda ve enerji grubunun katkısının 2012 yılı sonuna kıyasla değişmediği (gıdanın katkısının 1,3 puan arttığı, enerjinin ise 1,3 puan azaldığı) gözlenmektedir. Aynı dönemde döviz kuru gelişmelerinin etkisiyle temel mal grubunun yıllık enflasyona yaptığı katkının yaklaşık 0,5 puan, hizmet ile tütün-altın gruplarının katkılarının ise sırasıyla 0,3 ve 0,4 puan yükseldiği gözlenmiştir (Grafik 3.1.2).

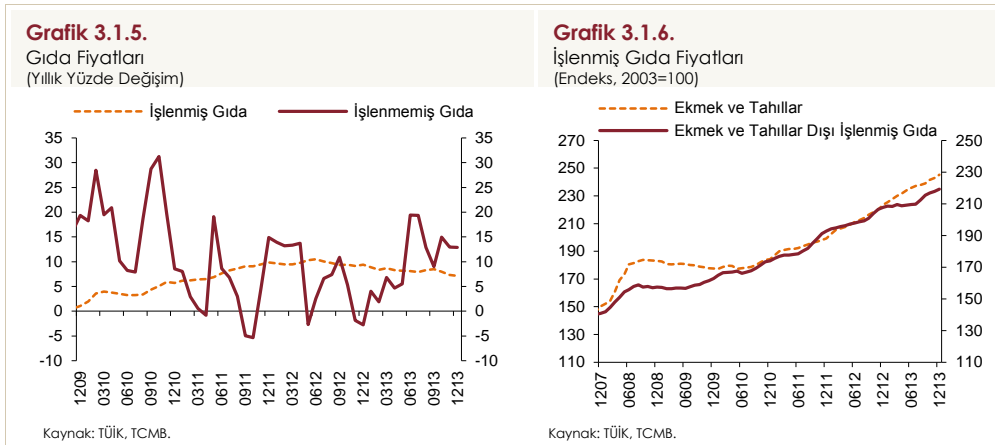


Sonuç olarak enflasyon yılın son çeyreğinde temelde işlenmemiş gıda fiyatları gelişmelerinin etkisiyle Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan patikanın üzerinde gerçekleşmiştir. 2014 yılında enflasyonun seyrinde döviz kuru gelişmeleri ve yıl başında yapılan vergi ayarlamaları etkili olacaktır. Ayrıca, uluslararası fiyatlar ile Türk lirasındaki değer kaybının birikimli etkisi yönetilen enerji fiyatları üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır.

İşlenmemiş gıda enflasyonu üçüncü çeyreğe kıyasla 3,86 puan yükselerek yüzde 12,88 olmuştur (Tablo 3.1.1). Bu dönemde mevsimsellikten arındırılmış işlenmemiş gıda fiyatları üçüncü çeyrekteki gerilemenin ardından sınırlı bir artış eğilimi göstermiştir (Grafik 3.1.3). Yıl genelinde tüketici fiyatlarının üzerinde seyreden taze meyve sebze fiyatları Aralık ayı itibarıyla genel fiyatlar seviyesine yakınsamış ve yıllık bazda yüzde 7,86 oranında artmıştır (Grafik 3.1.4). Öte yandan, son çeyrekte belirgin miktarda (yüzde 6,30) yükselen diğer işlenmemiş gıda fiyatlarında yıllık artış oranı Aralık ayı itibarıyla yüzde 16,28'e ulaşarak işlenmemiş gıda grubundaki yüksek yıl sonu enflasyonunun belirleyicisi olmuştur.



İşlenmiş gıda fiyatları son çeyrekte yüzde 2,04 oranında artmış ve grup yıllık enflasyonu kademeli olarak gerileyerek yüzde 7,11 olmuştur (Tablo 3.1.1 ve Grafik 3.1.5). Bu gelişmede, buğday fiyatları kaynaklı olarak artan ekmek ve tahıllar grubu fiyatları belirleyici olmuştur. Bununla birlikte, grup yıllık enflasyonu Türk lirasında gözlenen değer kaybının etkisiyle üçüncü çeyrekte hızlanan ekmek ve tahıllar dışı işlenmiş gıda fiyatları kaynaklı olarak yükselmiştir. Öte yandan, hem ekmek ve tahıllar hem de ekmek ve tahıllar dışı işlenmiş gıda yıllık enflasyonu son çeyrekte gerilemiş ve sırasıyla yüzde 9,71 ve 5,54 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.6). Sonuç olarak, gıda grubu yıllık enflasyonu yıl sonu itibarıyla yüzde 9,67 olmuş ve Ekim Enflasyon Raporu varsayımının üzerinde gerçekleşmiştir.

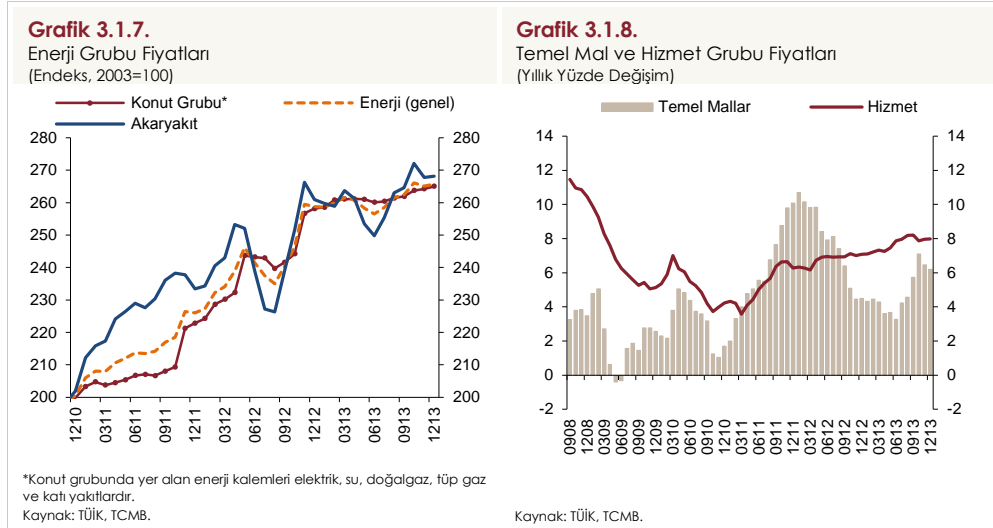


Tablo 3.1.1.Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2012		2013				
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
TÜFE	2,74	6,16	2,63	1,33	0,97	2,28	7,40
1. Mallar	3,25	5,82	2,95	0,90	0,46	2,72	7,18
Enerji	5,02	13,79	0,86	-0,92	2,95	2,20	5,15
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	3,12	3,90	7,06	-1,69	0,19	4,01	9,67
İşlenmemiş Gıda	2,82	-2,78	13,87	-4,70	-2,29	6,46	12,88
İşlenmiş Gıda	3,35	9,37	1,63	0,99	2,27	2,04	7,11
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	2,50	3,78	0,92	3,65	-0,38	2,00	6,29
Temel Mallar	3,03	4,49	-1,52	4,86	-0,62	3,48	6,20
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	-0,48	0,17	2,54	0,05	3,75	1,12	7,62
Alkollü İçecek, Tütün ve Altın	0,04	0,57	12,41	-1,35	0,68	-4,39	6,74
2. Hizmetler	1,38	7,09	1,78	2,50	2,32	1,16	7,98
Kira	1,61	5,46	1,25	1,59	1,70	1,81	6,50
Lokanta ve Oteller	1,74	9,31	2,07	2,18	2,85	2,42	9,86
Ulaştırma	0,81	8,16	1,88	2,34	2,63	0,18	7,20
Haberleşme	3,00	7,08	0,40	1,28	1,30	0,09	3,09
Diğer Hizmetler*	0,41	6,04	2,58	4,02	2,65	0,82	10,43

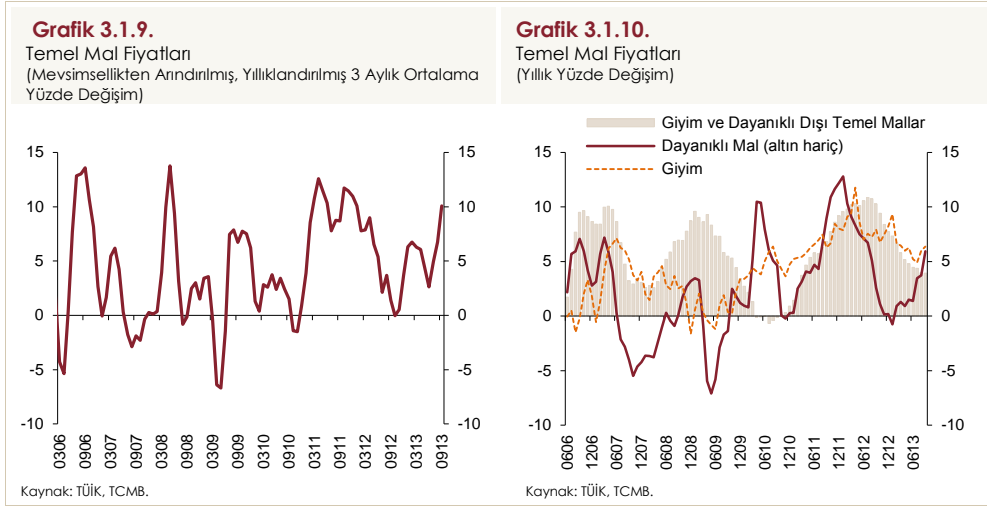
* Kira, lokanta ve oteller, ulaştırma ile haberleşme hizmetleri dışında kalan hizmetler.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Enerji fiyatları yılın son çeyreğinde yüzde 2,20 oranında artmış, grup yıllık enflasyonu baz etkisiyle 2,90 puan düşerek yüzde 5,15 olmuştur (Tablo 3.1.1). Bu yükselişte Aralık ayında yurt dışı fiyatlar kaynaklı olarak belirgin artış gösteren LPG ve tüp gaz fiyatları (sırasıyla yüzde 12,14 ve yüzde 9,25) belirleyici olmuştur. Bu gelişmeye ek olarak, uluslararası petrol fiyatları ve Türk lirasındaki değer kaybının etkisiyle akaryakıt fiyatları bu çeyrekte yüzde 3,27 oranında yükselmiştir (Grafik 3.1.7). Yıl içinde yönetilen enerji fiyatlarında ayarlama yapılmamasının katkısıyla enerji grubu yıllık enflasyonu 2013 yılında son dört yılın en düşük yıl sonu seviyesine gerilemiştir. Ancak, Türk lirasındaki değer kaybı ve yönetilen enerji kalemlerindeki yurtdışı kaynaklı maliyet artışlarının 2014 yılı enerji enflasyonu için yukarı yönlü risk oluşturduğu not edilmelidir.



Temel mal grubu yıllık enflasyonu yılın dördüncü çeyreğinde yaklaşık 0,5 puanlık bir artışla yüzde 6,20'ye yükselmiştir (Grafik 3.1.8). Türk lirasında Mayıs-Kasım dönemindeki değer kaybının birikimli etkileri büyük ölçüde tamamlanmış ve grup fiyatlarının mevsimsellikten arındırılmış artış eğilimi Kasım ayından itibaren aşağı yönlü bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.9). Döviz kurunun hızlı bir şekilde etkilediği dayanıklı tüketim malları fiyatlarındaki artış eğilimi son üç aylık dönemde yavaşlayarak da olsa sürmüş ve yıllık enflasyondaki yükseliş devam etmiştir. Alt

gruplar itibarıyla mobilya ile elektrikli ve elektriksiz alet grubunda döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli yansımaları görülmüş; otomobil grubunda ise fiyat artışları zayıflamıştır (Tablo 3.1.2). Türk lirasındaki değer kaybının etkileri giyim ve dayanıklı dışı temel mallar grubunda da gecikmeli bir şekilde gözlenmeye başlamış ve grup yıllık enflasyonundaki düşüş eğilimi son çeyrekte tersine dönmüştür (Grafik 3.1.10). Buna karşılık giyim grubu yıllık enflasyonu yüzde 4,82'ye gerileyerek temel mal grubu yıllık enflasyonundaki yükselişi sınırlamıştır.



Tablo 3.1.2.
Temel Mal Fiyatları
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

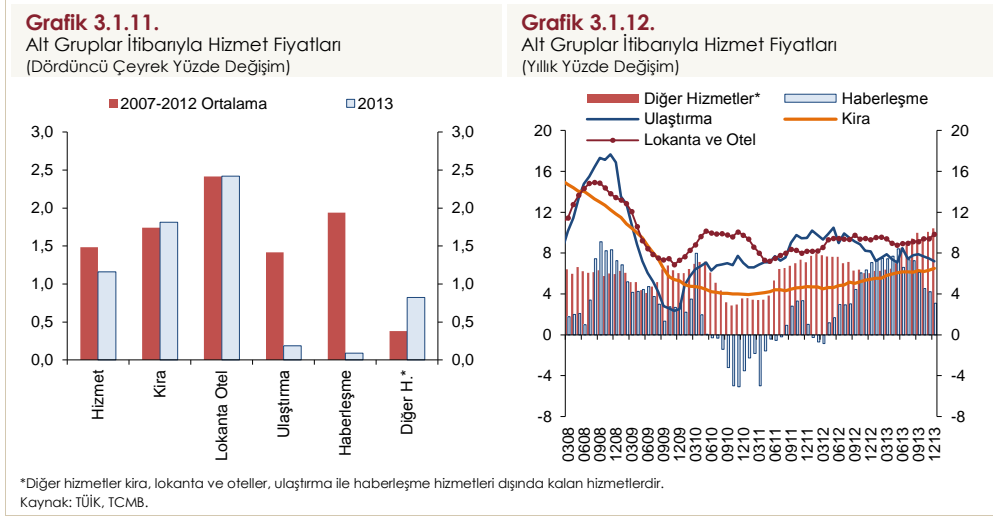
	2012		2013				
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
Temel Mallar	3,03	4,49	-1,32	4,86	-0,62	3,48	6,20
Giyim ve Ayakkabı	12,00	8,20	-10,90	20,95	-10,43	10,38	4,82
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	-0,48	0,17	1,41	0,05	3,75	1,12	7,62
Mobilya	1,84	6,33	3,19	0,65	1,59	2,89	9,50
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	-0,96	-3,41	0,94	-2,66	0,12	0,91	-1,48
Otomobil	-1,07	-0,40	1,09	0,72	5,55	0,67	10,27
Diğer Dayanıklı Mallar	0,54	5,68	1,22	1,53	1,80	2,69	7,25
Diğer	1,05	7,71	2,76	1,15	0,75	2,13	5,05

Kaynak: TÜİK, TCMB.

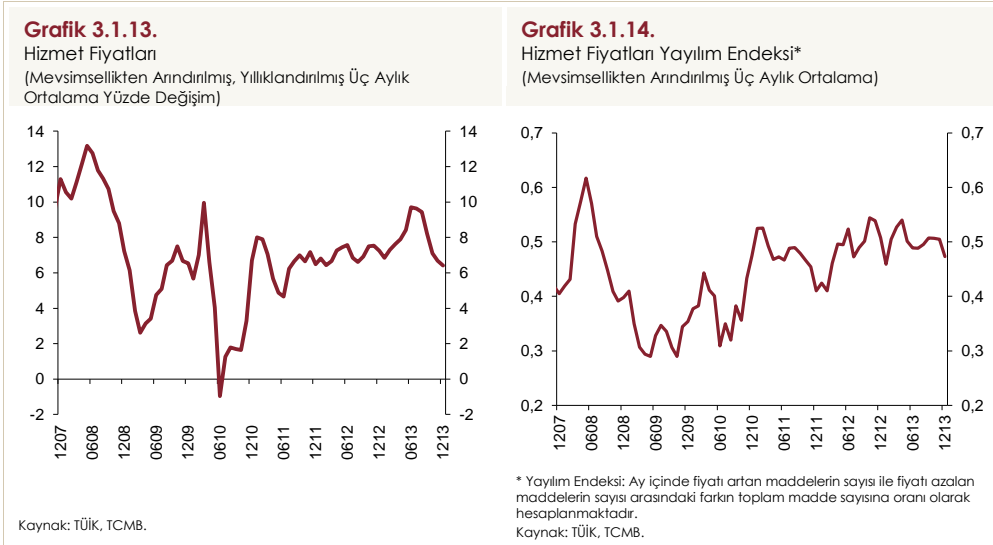
Özetle, üçüncü çeyrek itibarıyla başta otomobil olmak üzere büyük ölçüde dayanıklı tüketim malları ile sınırlı kalan döviz kuru etkileri son üç aylık dönemde dayanıklı ve giyim dışındaki diğer temel mallarda da hissedilmiştir. Bu doğrultuda Mayıs ayından itibaren Türk lirasında gözlenen değer kaybının temel mal fiyatları üzerindeki etkileri son çeyrekte yavaşlayarak da olsa sürmüştür. Öte yandan Aralık ayının ikinci yarısından itibaren Türk lirasının yeniden değer kaybı eğilimine girmesi ve otomobillere yönelik vergi ayarlamaları temel mal grubunda 2014 yılı enflasyon görünümünü bozan başlıca unsurlar olmuştur. Otomobillerdeki vergi artışlarının, nihai fiyatlara tamamıyla yansıtılması halinde, yıl sonu tüketici fiyat enflasyonuna katkısı yaklaşık 0,3 puan olarak hesaplanmaktadır. Öncü göstergeler gerek döviz kuru gerekse vergi kaynaklı olmak üzere Ocak ayında otomobil fiyatlarında belirgin bir artışa işaret etmektedir. Bu gelişmeler ışığında grup yıllık enflasyonundaki yükselişin önümüzdeki dönemde de sürmesi beklenmektedir.

Hizmet grubu yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 0,24 puan gerileyerek yıl sonunda yüzde 7,98 olmuştur (Grafik 3.1.8). Yılın son çeyreğinde fiyat artışları, kira ve lokanta-otel hizmetlerinde geçmiş yıl

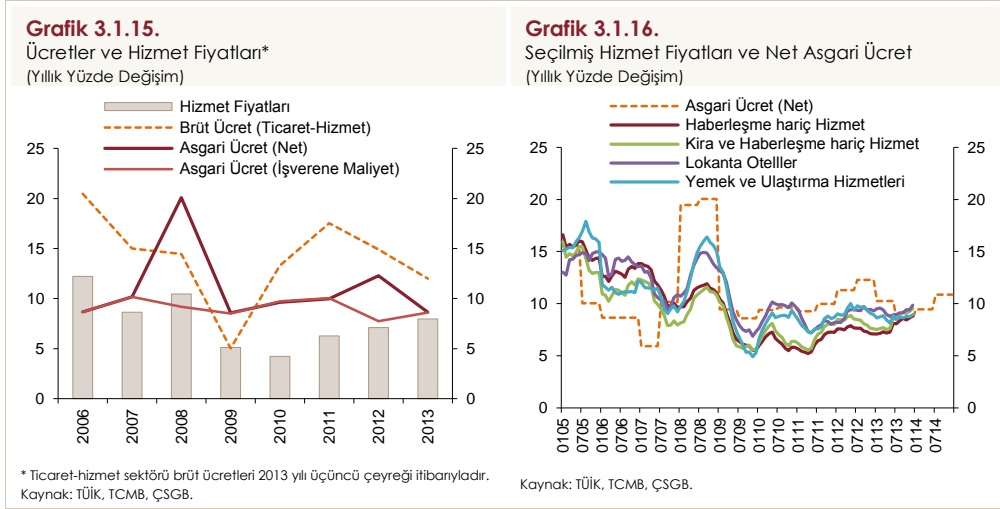
ortalamalarına yakın seyredirken ulaştırma ve haberleşme hizmetlerinde tarihsel ortalamaların oldukça altında gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.11). Diğer hizmetler grubunda ise, sağlık hizmetleri kaynaklı olarak, son çeyrek fiyat artış oranı ortalamanın üzerinde olmuştur. Yıl sonu itibarıyla yıllık artış oranları incelendiğinde, lokanta-oteller, kira ve diğer hizmet grubundaki istikrarlı artış eğiliminin sürdüğü görülmektedir (Grafik 3.1.12).



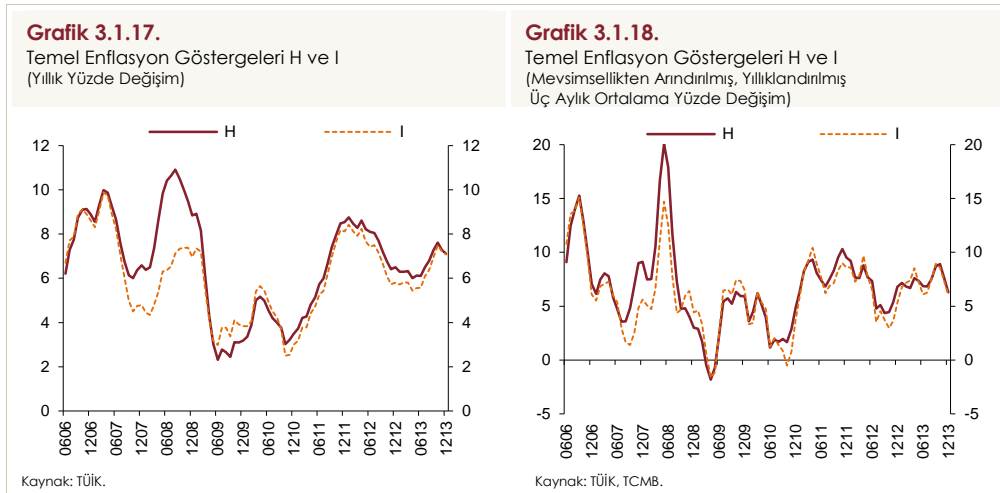
Hizmet grubunda mevsimsellikten arındırılmış ana eğilim son çeyrekte bir miktar yavaşlamış ve yılın başındaki seviyeye gerilemiştir (Grafik 3.1.13). Önceki çeyrekle kıyaslandığında, yayılım endeksi de benzer bir görünüm sergilemiştir (Grafik 3.1.14). Hizmet enflasyonundaki ana eğilim gerilemekle beraber halen yüksek seviyesini korumaktadır.



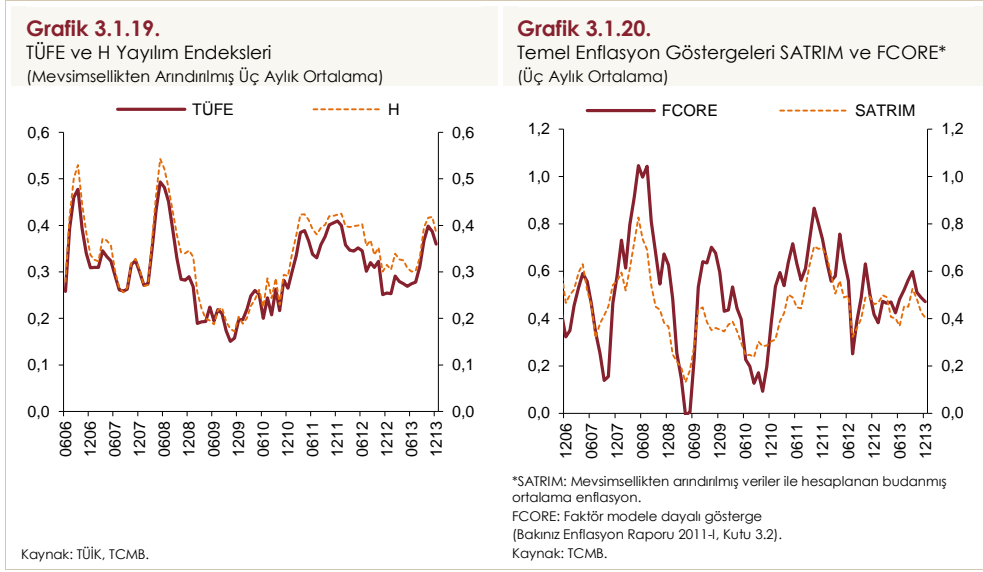
Hizmet enflasyonundaki yüksek seyrin temel belirleyicilerinden olan ücretlerde genel olarak enflasyonun üzerinde artışlar kaydedilmektedir (Grafik 3.1.15). Söz konusu eğilim hem ticaret-hizmet sektörü ücretlerinde hem de asgari ücrette mevcuttur. Bunun yanında, hizmet fiyatlarının seçilmiş alt gruplarının özellikle net asgari ücret ile paralel bir görünüm sergilediği gözlenmektedir. Bu çerçevede 2014 yılına dair açıklanan asgari ücret verileri, ücretler kanalıyla hizmet fiyatları üzerindeki baskıların önümüzdeki dönemde de sürebileceğine işaret etmektedir (Grafik 3.1.16).



Yılın son çeyreğinde, temel enflasyon göstergelerinden H ve I yıllık enflasyon oranları yüksek seviyesini koruyarak yüzde 7,1 olmuştur (Grafik 3.1.17). Mevsimsellikten arındırılmış veriler, gerek temel mal gerek hizmet fiyatlarına bağlı olarak, H ve I endekslerinde ana eğilimin üçüncü çeyrek sonuna kıyasla gerilediğine işaret etmiştir (Grafik 3.1.18).



Temel mal ve hizmet fiyatlarının yayılım endeksleri de, mevsimsellikten arındırılmış fiyat artışlarına benzer bir görünüm sergilemiştir. Bu doğrultuda TÜFE ve H göstergesine ilişkin yayılım endeksleri yılın son çeyreğinde düşüş kaydetmiştir (Grafik 3.1.19). TCMB bünyesinde takip edilen alternatif çekirdek enflasyon göstergelerinden FCORE ve SATRIM üçüncü çeyreğe kıyasla aşağı yönlü bir eğilim sergilemiştir (Grafik 3.1.20). Sonuç itibarıyla temel enflasyon göstergeleri, yayılım endeksleri ve alternatif çekirdek göstergeler birlikte incelendiğinde, yılın son çeyreğinde enflasyonun ana eğiliminin Türk lirasındaki değer kaybının etkilerinin azalmasıyla önceki çeyreğe kıyasla daha düşük seviyede olduğu değerlendirilmektedir. Ancak, Aralık ayının ikinci yarısında Türk lirasında gözlenen değer kaybı ile otomobil fiyatlarındaki vergi ayarlamaları önümüzdeki dönemde enflasyon eğilimi açısından yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.



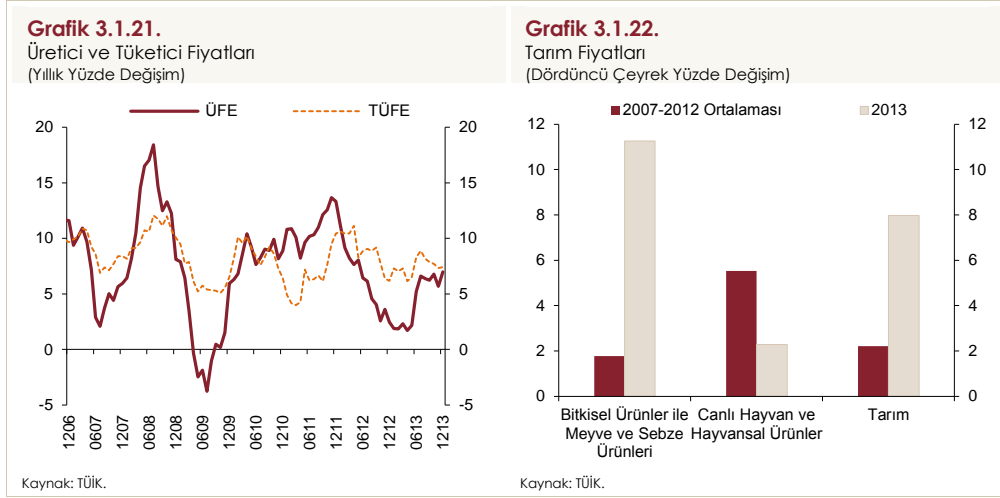
Üretici fiyatları 2013 yılı son çeyreğinde imalat ve tarım fiyatlarındaki belirgin yükselişin etkisiyle yüzde 2,43 oranında artmış, yıllık enflasyon bir önceki çeyreğe kıyasla 0,75 puan artarak yüzde 6,97'ye yükselmiştir (Tablo 3.1.3). Tarım grubundaki yükseliş bu dönemde tarihsel ortalamaların üstünde artan meyve-sebze fiyatlarından kaynaklanmıştır (Grafik 3.1.22). Bu dönemde sınıai tarım ürünlerinden pamuk ve buğdayda kaydedilen yüksek oranlı fiyat artışları da dikkat çekmiştir.

Tablo 3.1.3.
ÜFE ve Alt Kalemler
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

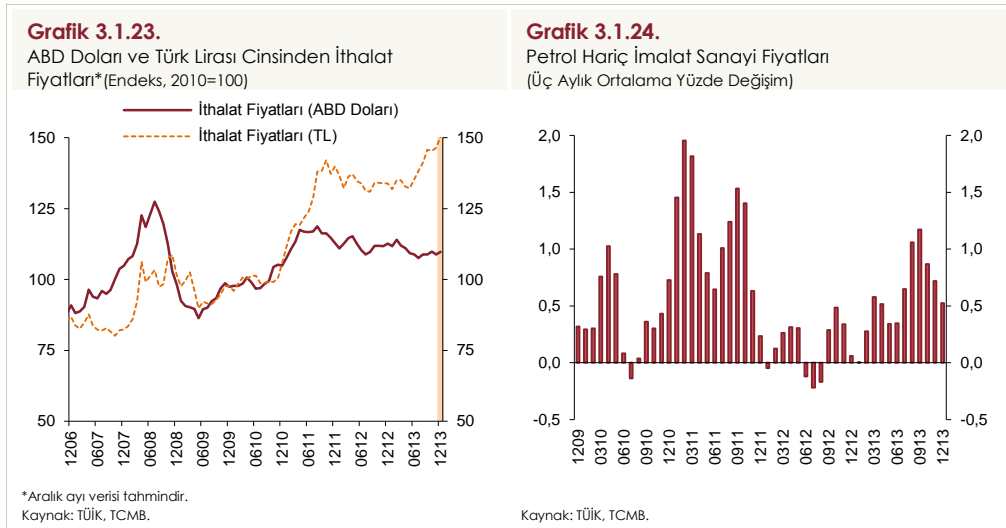
	2012		2013				Yıllık
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	
ÜFE	1,72	2,45	0,50	1,95	1,92	2,43	6,97
Tarım	-3,31	-4,17	-0,06	6,94	-6,77	7,97	7,58
Bitkisel, Meyve ve Sebze Ürünleri	-4,78	-5,05	2,32	10,72	-9,83	11,26	13,66
Canlı Hayvanlar ve Hayvansal Ürünler	-0,29	-3,15	-8,47	-0,62	1,86	2,28	-5,23
Sanayi	2,74	3,83	0,61	0,98	3,71	1,41	6,85
Madencilik	0,13	5,49	3,90	2,11	4,61	1,49	12,64
İmalat	-0,17	1,27	1,87	0,88	3,97	1,51	8,45
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	0,18	1,48	1,75	1,04	3,56	1,58	8,15
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	0,48	2,50	1,76	1,11	3,30	1,64	8,02
Elektrik, Gaz ve Su	28,21	23,64	-11,28	1,45	0,82	0,38	-8,92

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Son çeyrekte emtia fiyatlarındaki ılımlı seyre karşın Türk lirasındaki değer kaybının yansımalarıyla birlikte imalat sanayi fiyatları yüzde 1,51 oranında artmış ve grup yıllık enflasyonu yüzde 8,45 olmuştur (Tablo 3.1.3). Bu dönemde ABD doları cinsinden ithalat fiyatları emtia fiyatlarına paralel olarak ılımlı seyrederken Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları artış göstermiştir (Grafik 3.1.23). Uluslararası petrol fiyatlarının son çeyrekte gerilemesine paralel olarak petrol ürünleri imalat fiyatları sınırlı oranda düşmüştür. Öte yandan, petrol hariç imalat sanayi fiyatları bu çeyrekte yüzde 1,58 oranında artmış ve grup yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 1,49 puan artarak yüzde 8,15 olmuştur.



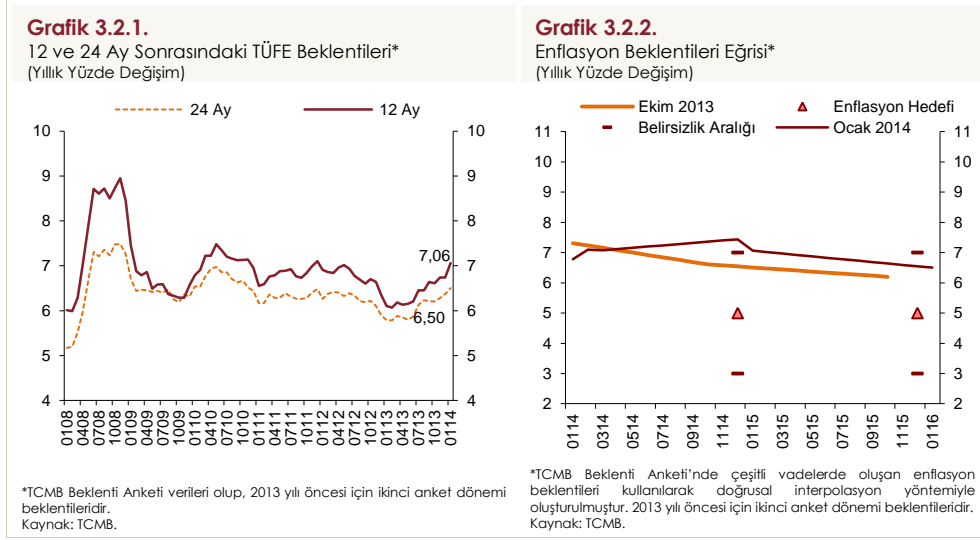
Alt gruplar bazında incelendiğinde, ara malı, sermaye malı ve dayanıksız tüketim malları fiyatlarında artış gözlenmiştir. Dayanıksız tüketim malları fiyatlarındaki artışta gıda ve giyim imalatı fiyatları belirleyici olmuştur. Dayanıklı tüketim malları fiyatları ise temelde Aralık ayında kaydedilen düşüşle birlikte bu çeyrekte bir miktar gerilemiştir. Bu düşüşte mücevherat imalatı fiyatlarındaki azalış etkili olmuştur. Genel olarak değerlendirildiğinde, Nisan ayından itibaren artış eğiliminde olan ve yılın ikinci çeyreğinde artış eğilimi hızlanan petrol hariç imalat sanayi fiyatlarında Türk lirasındaki değer kaybının yansımaları bu çeyrekte yavaşlamıştır (Grafik 3.1.24). Ancak, hem üretici fiyatlarındaki mevcut eğilim hem de Türk lirasında Aralık ayından bu yana gözlenen değer kaybı, başta dayanıklı tüketim malları olmak üzere tüketici fiyatlarında maliyet yönlü baskıların arttığına işaret etmektedir.



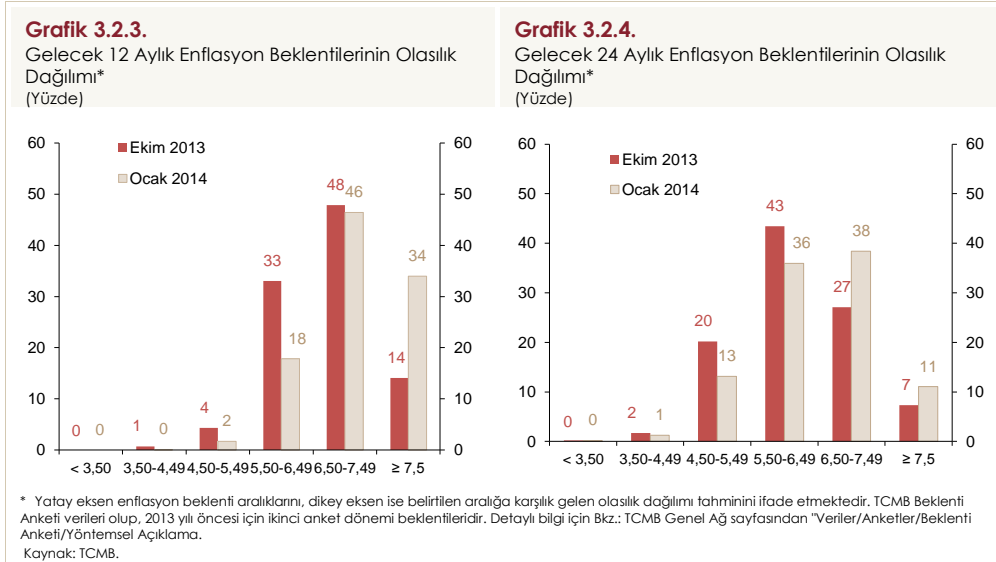
3.2. Beklentiler

2013 yılının ilk yarısında yatay bir seyir izleyen orta vadeli enflasyon beklentileri, yılın ikinci yarısında Türk lirasında gözlenen değer kaybının etkisiyle bozulmuştur (Grafik 3.2.1). Ocak ayında ise, bu gelişmelere ek olarak ay başında yapılan vergi ayarlamalarının etkisiyle orta vadeli beklentilerde görülen bozulma artarak devam etmiştir. Enflasyon beklentileri vadeler bazında incelendiğinde, beklentilerin Mart ayı sonuna kadar bir

önceki çeyreğe kıyasla aşağı doğru güncellendiği, bir yıl sonrası için artış gösterdiği ve aradaki farkın açıldığı görülmektedir. Daha uzun vadeli beklentilerde ise bu farkın bir miktar kapandığı gözlenmiştir (Grafik 3.2.2). Bununla birlikte enflasyon beklentileri halen 2014 ve 2015 yıl sonları için yüzde 5 olarak belirlenen hedefin üzerinde seyretmektedir.



Hem gelecek 12 hem de 24 ay sonrası için enflasyon beklentilerinin olasılık dağılımları incelendiğinde enflasyon beklentilerindeki bozulmanın yapısı ortaya çıkmaktadır (Grafik 3.2.3 ve Grafik 3.2.4). 12 ay sonrası için katılımcıların yaklaşık yarısı halen yüzde 6,5-7,5 aralığında bir beklentiye sahipken enflasyonu yüzde 7,5'in üzerinde bekleyenlerin payı bu dönemde önemli bir oranda artmıştır.



Kutu
3.1

Baz Etkilerinin 2014 Yılı Tüketici Enflasyonuna Yansımaları

2013 yılı Ocak ayında tütün ürünlerindeki vergi artışının da etkisiyle yükselen yıllık enflasyon, yıl genelinde işlenmemiş gıda, enerji ve temel mal fiyatlarına bağlı olarak belirsizlik aralığı üst bandının üzerinde seyretmiştir. Özellikle, yılın ikinci yarısında para politikalarına ilişkin küresel düzeyde yaşanan belirsizlik nedeniyle zayıf seyreden sermaye akımları Türk lirasında değer kaybına yol açmış, bu durum temel mal grubu kanalıyla çekirdek enflasyon göstergelerinin yükselmesine neden olmuştur. Bu kutunun amacı, TÜFE alt gruplarında 2013 yılında görülen değişimlerin baz etkileri kanalıyla 2014 yılı yıllık tüketici enflasyonunun seyrine yansımalarını göstermektedir.

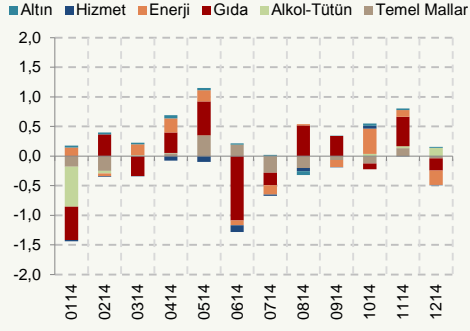
Baz etkisi, bir endekste belli bir ayda görülen aylık değişimin o aya ait "normal" aylık değişimden sapması halinde, 12 ay sonraki yıllık enflasyon üzerinde ortaya çıkmaktadır.¹ Dolayısıyla, yıllık enflasyondaki değişimin değerlendirilmesinde aylık cari fiyat gelişmelerine ek olarak baz etkisinin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

Grafik 1 TÜFE alt kalemlerindeki baz etkilerinin 2014 yılı yıllık tüketici enflasyonundaki değişimlere beklenen katkılarına göstermektedir.² Buna göre, yıl genelinde en büyük katkı işlenmemiş gıda kaynaklı olarak gıda grubundaki baz etkilerinden gelecektir. Ocak ayında alkol-tütün grubundan gelen baz etkileri bir önceki yılın aynı döneminde tütün ürünlerindeki vergi artışının sebep olduğu yüksek oranlı aylık artışa bağlı olarak yıllık enflasyonu düşürücü yönde katkı yapacaktır. 2013 yılı Ocak ve Haziran ayı enflasyonlarının "normal" aylık değişim seviyelerinin yaklaşık 1,2 puan üzerinde olduğu, aynı yıl Mayıs ayı enflasyonunun ise "normal" aylık seviyesinin yaklaşık 1,1 puan altında olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, 2014 yılında belirtilen aylarda, cari ay fiyat gelişmelerinden bağımsız olarak, baz etkileri yıllık enflasyona sırasıyla 1,2 puan azaltıcı ve 1,1 puan artırıcı yönde katkı yapacaktır. Ancak yıllık enflasyonun, belirtilen aylardaki cari fiyat gelişmeleri çerçevesinde baz etkilerinin ima ettiği dalgalanmaların aksi yönünde de hareket edebileceği tekrar not edilmelidir. Kümülatif olarak bakıldığında, baz etkileri 2014 yıl sonu tüketici enflasyonunun bir önceki yıl sonuna kıyasla 0,2 puan ile sınırlı bir miktarda azalmasına katkıda bulunacaktır (Grafik 2). Özellikle, yıl genelinde baz etkilerinin kümülatif katkıları temel mal, hizmet, ve alkol-tütün gruplarında negatif, enerji grubunda ise pozitif olacaktır. Son olarak, baz etkilerinin 2014 yılı Aralık ayı itibarıyla bir önceki yıla kıyasla ÖKTG-H göstergesinin yıllık enflasyon oranını 0,6, ÖKTG-I göstergesinin yıllık enflasyon oranını ise 0,8 puan azaltıcı yönde katkıda bulunacağı beklenmektedir (Grafik 2).

¹ "Normal" aylık değişim ilgili dönemdeki fiyat hareketlerinin genel eğilimini yansıtmaktadır. Ancak söz konusu "tipik" değişimin hesaplanmasında standart bir uygulama bulunmamaktadır. Bu analizde, "normal" değişim olarak alt kalemlerin belirli yıllar arasındaki ilgili ay aylık enflasyonunun medyanı kullanılmıştır.

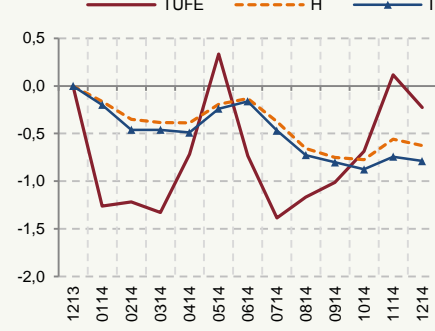
² Bu kutuda baz etkilerinin belirlenmesinde Enflasyon Raporu 2012-I, Kutu 7.2'deki yöntem kullanılmıştır.

Grafik 1. 2014 Yılında Yıllık TÜFE Enflasyonundaki Aylık Değişimlere Alt Kalemlerdeki Baz Etkilerinin Beklenen Katkıları (Yüzde Puan)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 2. Baz Etkilerinin Tüketici ve Temel Enflasyon Göstergeleri Yıllık Enflasyonlarındaki Değişimlere Kümülatif Katkısı (Yüzde Puan)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Sonuç olarak, 2014 yılında TÜFE alt kalemlerindeki baz etkileri yıllık enflasyonun seyrinde önemli olacaktır. Ancak, yıllık enflasyonu belirleyen diğer bir etkenin cari fiyat gelişmeleri olduğu, dolayısıyla baz etkilerinin 2014 yılı enflasyon gerçekleşmelerinin tek belirleyicisi olmayacağı unutulmamalıdır. Nitekim, yıl sonu itibarıyla baz etkilerinin yıllık tüketici enflasyonuna yapacağı kümülatif katkının düşüş yönünde ancak sınırlı bir oranda olması beklenmektedir. Bu durum, 2014 yıl sonu yıllık tüketici enflasyonunun baz etkilerinden ziyade cari fiyat gelişmeleri çerçevesinde şekilleneceğine işaret etmektedir. Özellikle, önümüzdeki dönemde döviz kuru gelişmeleri, kamu fiyat ayarlamaları, toplam talep ve hava koşulları gibi unsurların cari fiyatlar kanalıyla enflasyon üzerinde etkili olabileceği düşünülmektedir. Ancak, baz etkilerinin yıllık tüketici enflasyonundaki değişimlere katkısının anlaşılması enflasyon eğiliminin doğru saptanması açısından önem taşımaktadır.

Kaynakça

Enflasyon Raporu 2012-I, Kutu 7.2, "2012 Yılı Tüketici Enflasyonu Üzerinde Baz Etkilerinin Rolü".

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

2013 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla verilerine göre iktisadi faaliyet Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle GSYİH dönemlik bazda yüzde 0,9 oranında artmıştır. Böylece, yılın ilk yarısında güçlü bir ivme kazanan iktisadi faaliyet, istikrarlı artış eğilimini üçüncü çeyrekte de devam ettirmiştir. Nihai yurt içi talep ise bir önceki çeyrekteki yatay seyrinin ardından üçüncü çeyrekte ılımlı bir artış kaydetmiştir. Yurt içi talepte son iki çeyrekte gözlenen ılımlı seyrinde kamu kesimi harcamalarının etkili olduğu görülmektedir. Nitekim, nihai yurt içi talebin bileşenleri incelendiğinde, özel kesim talebinin istikrarlı artış eğilimini sürdürdüğü, ilk çeyrekte oldukça güçlü bir artış kaydeden kamu kesimi talebinin ise ikinci çeyrekte olduğu gibi üçüncü çeyrekte de gerilediği görülmektedir. Öte yandan, bu dönemde hem ithalat hem de ihracat bir önceki döneme kıyasla gerilerken, ithalattaki daralmanın ihracattan daha yüksek olması sonucu net ihracat dönemlik büyümeye olumlu katkı yapmıştır. Böylelikle, talep bileşenleri arasındaki dengelenme öngörüldüğü şekilde yılın ilk yarısına kıyasla olumlu bir görünüm sergilemiştir.

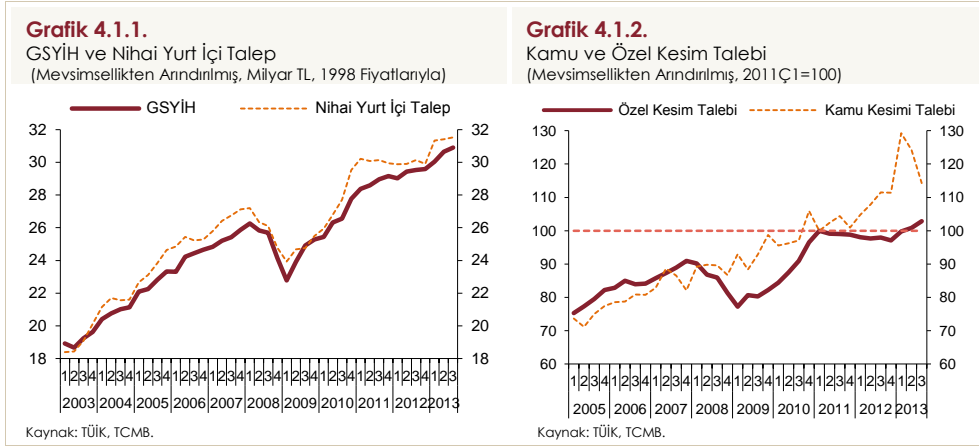
2013 yılının son çeyreğine ilişkin veriler iktisadi faaliyetin ılımlı bir şekilde artmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Üretim tarafından değerlendirildiğinde, sanayi üretimi Ekim-Kasım döneminde bir önceki çeyrek ortalamasının üzerinde gerçekleşmiş ve dönemlik bazdaki istikrarlı artış eğilimini devam ettirmiştir. Aralık ayına ilişkin göstergelerden PMI üretim ve İYA son üç ay üretim göstergeleri de son çeyrekte görünümün olumlu olacağına işaret etmektedir. Harcama tarafından incelendiğinde de, gerek tüketim gerekse yatırım malları üretim ve ithalatı verileri özel kesim talebinin istikrarlı artış eğilimini son çeyrekte koruyacağını göstermektedir.

Dış talebe ilişkin göstergeler yılın son çeyreğinde mal ve hizmet ihracatının, mal ve hizmet ithalatına kıyasla daha fazla artış göstereceğine işaret etmektedir. Benzer durum, ana eğilimi yansıtan altın hariç ihracat ve ithalat göstergeleri için de geçerlidir. Böylece, talep bileşenleri arasında üçüncü çeyrekte görülen iyileşmenin son çeyrekte de devam edeceği ve cari işlemler açığının dönemlik bazda bir miktar kapanacağı öngörülmektedir.

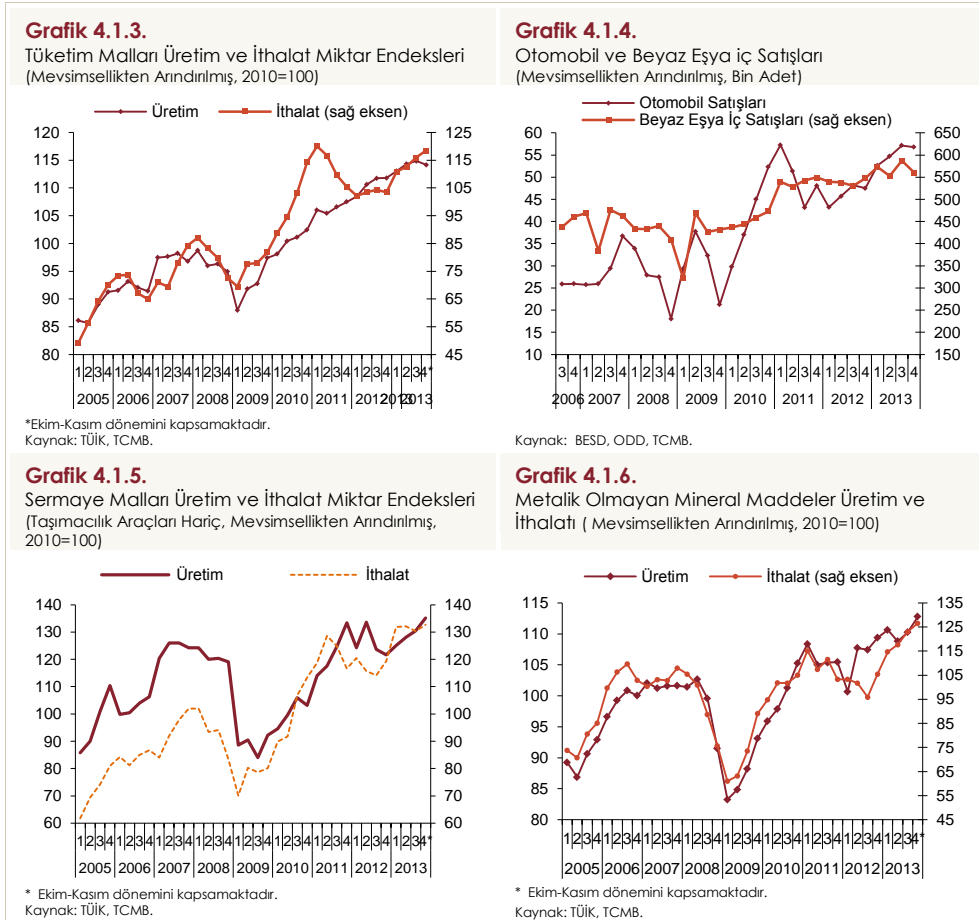
Sonuç olarak, yurt içi talebin son çeyrekte istikrarlı seyrini sürdürdüğü öngörülmektedir. Önümüzdeki dönemde Avrupa ekonomilerindeki toparlanmanın ihracat kanalıyla büyümeye destek verecek bir unsur olacağı düşünülmektedir. Öte yandan, son dönemde Türk lirasında yaşanan değer kayıpları ve faizlerdeki artış yurt içi talebin önümüzdeki dönemki seyri üzerinde aşağı yönlü riskleri artırmıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde, yurt içi talep gelişmelerinin enflasyondaki düşüş sürecine destek vermesi ve cari açıkta son dönemde gözlenen iyileşmeye katkıda bulunması beklenmektedir.

4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

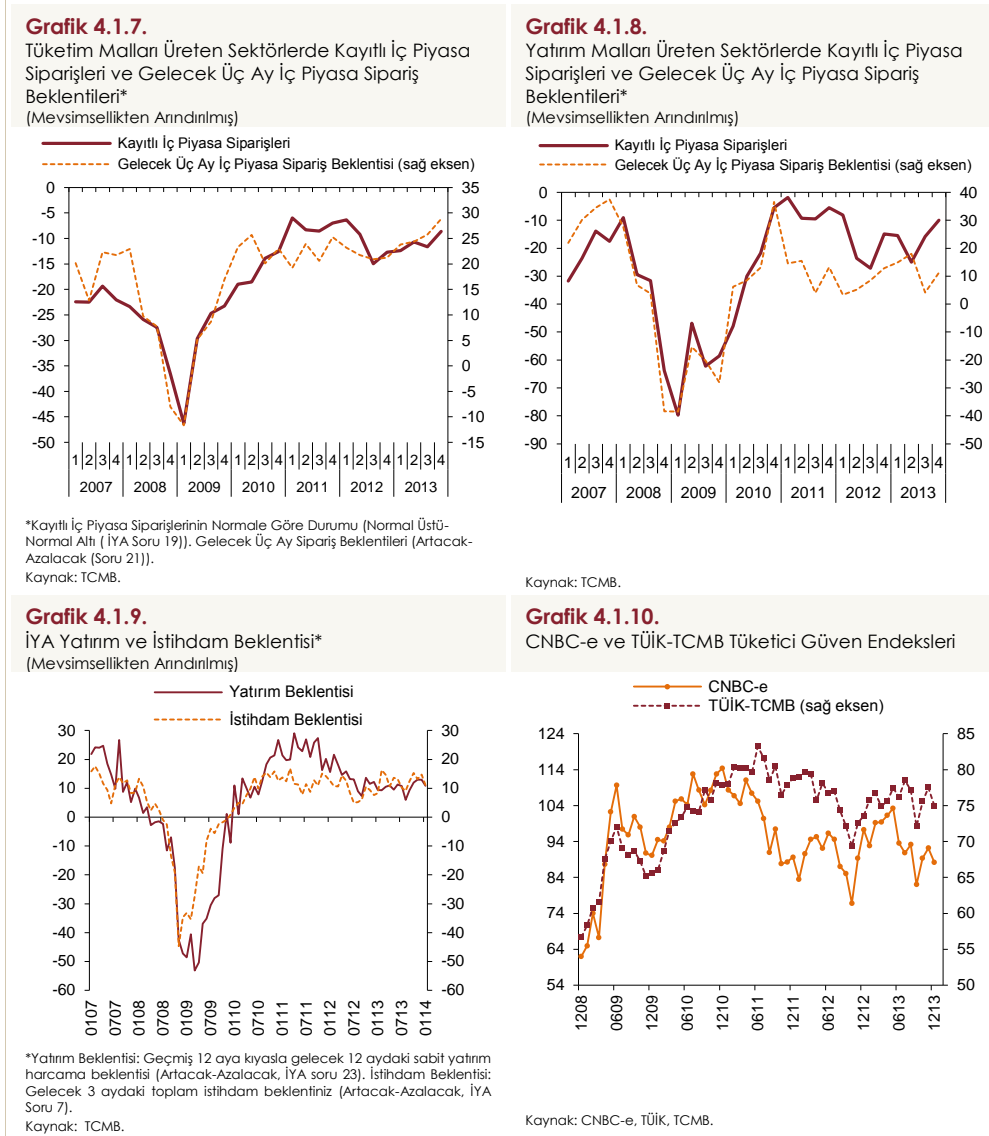
TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre, GSYİH 2013 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,4 oranında artış kaydetmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle, GSYİH'nin bir önceki çeyreğe kıyasla artış oranı yüzde 0,9 olarak gerçekleşmiştir. İlk çeyrekteki güçlü artışın ardından ikinci çeyrekte yataya yakın seyreden nihai yurt içi talep, üçüncü çeyrekte ılımlı bir artış sergilemiştir (Grafik 4.1.1). Kamu kesimi harcamalarında 2013 yılında gözlenen yüksek oynaklık nedeniyle, nihai yurt içi talebi özel ve kamu kesimi ayırımında incelemek daha sağlıklı analize imkan vermektedir. Nitekim, özel kesim talebi 2013 yılında istikrarlı şekilde artarken, kamu talebi ilk çeyrekteki yüksek oranlı artışın ardından gerilemektedir (Grafik 4.1.2).



2013 yılının son çeyreğine ilişkin veriler 2013 yılında üst üste üç çeyrek boyunca artış kaydeden özel tüketim ve özel yatırım taleplerinin artmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Ekim-Kasım döneminde, tüketim malları ithalatı artış eğilimini korurken üretim gerilemiştir (Grafik 4.1.3). Dayanıklı tüketim talebine ilişkin göstergelerden, otomobil satışları yatay bir seyir izlerken, beyaz eşya satışları azalmıştır (Grafik 4.1.4). Makine-teçhizat yatırımlarına ilişkin göstergelerden taşımacılık hariç yatırım mallarının gerek ithalatı gerekse üretimi artış kaydetmiştir (Grafik 4.1.5). İnşaat yatırımlarına ilişkin veriler inşaat yatırımlarındaki artışın sürdüğünü göstermektedir (Grafik 4.1.6).



Tüketim ve yatırım malları üreten sektörler için İYA göstergeleri iç talepteki toparlanmanın devam edeceğine işaret etmektedir. Nitekim, tüketim malları üreten sektörler için kayıtlı iç piyasa siparişlerinin normale göre durumu göstergesi talebin oldukça güçlü olduğu 2010-2011 dönemi seviyelerine yaklaşmıştır. Sipariş beklentileri ise anılan dönemden de daha olumludur (Grafik 4.1.7). Yatırım malları üreten sektörlerin iç piyasa beklentileri yatırımlarda artış olacağına işaret etmektedir (Grafik 4.1.8). Firmaların görece uzun vadeli kararlarına ilişkin yatırım ve istihdam eğiliminde de son çeyrekte toparlanmanın başladığı görülmektedir (Grafik 4.1.9). Diğer yandan, tüketici güveni güçlü bir seyir göstermemektedir (Grafik 4.1.10).

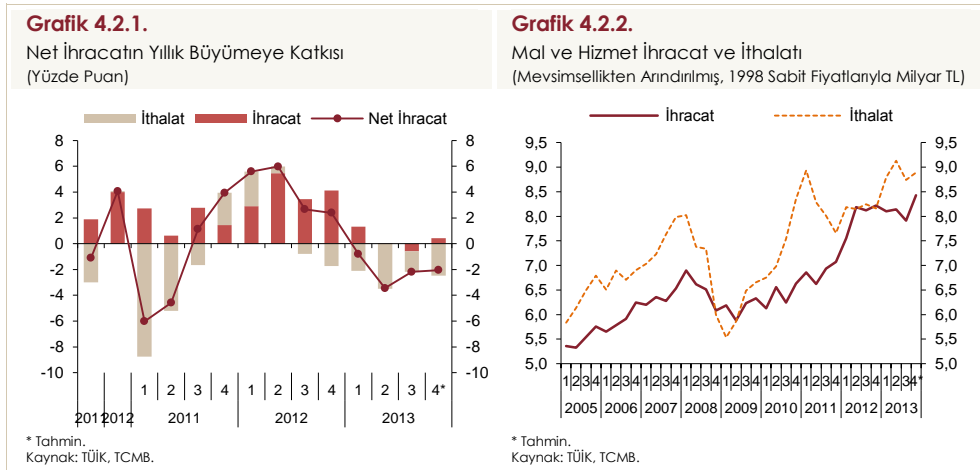


İktisadi faaliyetteki momentuma ek olarak Avrupa ekonomilerindeki toparlanmayla birlikte 2014 yılında iç talebin artmaya devam edeceği düşünülmektedir. Diğer yandan, temkinli para politikası duruşunun, alınan makro ihtiyati önlemlerin ve zayıf seyreden sermaye akımlarının etkisiyle kredi büyüme hızlarının daha makul düzeylere geleceği öngörülmektedir. Bu çerçevede, nihai yurt içi talepteki artışın ılımlı olması beklenmektedir. Bununla birlikte, yakın dönemde Türk lirasındaki değer kaybı, faizlerdeki artış ile tüketici ve yatırımcı güvenindeki düşüş iç talepteki toparlanma üzerindeki riskleri artırmıştır. Bu gelişmeler, toparlanmanın güçlü

üzerinde aşağı yönlü riskleri, talepteki oynaklık üzerinde ise yukarı yönlü riskleri artırmaktadır. Bu çerçevede, iç talebe ilişkin açıklanacak yüksek frekanslı verilerin yorumlanmasında bu verilerdeki hareketin bir eğilime dönüşüp dönüşmediğinin de değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu görünüm altında, yurt içi talep gelişmelerinin yakın dönemde gözlenen maliyet yönlü fiyat baskılarını kısmen sınırlandırması beklenmektedir. Ayrıca, iç talepte beklenen yavaşlamanın cari açıkta ve dengelenme sürecinde son dönemde gözlenen iyileşmeye katkı vermesi beklenmektedir.

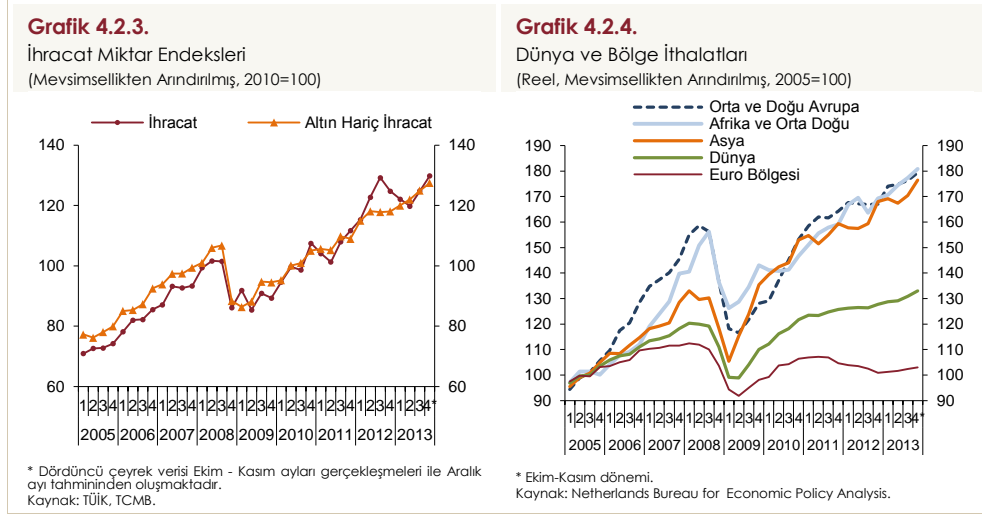
4.2. Dış Talep

2013 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin GSYİH verilerine göre mal ve hizmet ihracatı yıllık bazda yüzde 2,2 oranında gerilerken, mal ve hizmet ithalatı yüzde 6,0 oranında artış göstermiştir. Böylelikle, net ihracatın yıllık büyümeye olan negatif katkısı yılın üçüncü çeyreğinde de sürmüştür (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle hem ihracat hem de ithalat dönemlik bazda gerilerken ihracattaki azalışın daha düşük oranda gerçekleşmesi sonucunda dış talep bileşenleri arasındaki dengelenme ikinci çeyreğe kıyasla daha olumlu bir görünüm çizmiştir (Grafik 4.2.2).

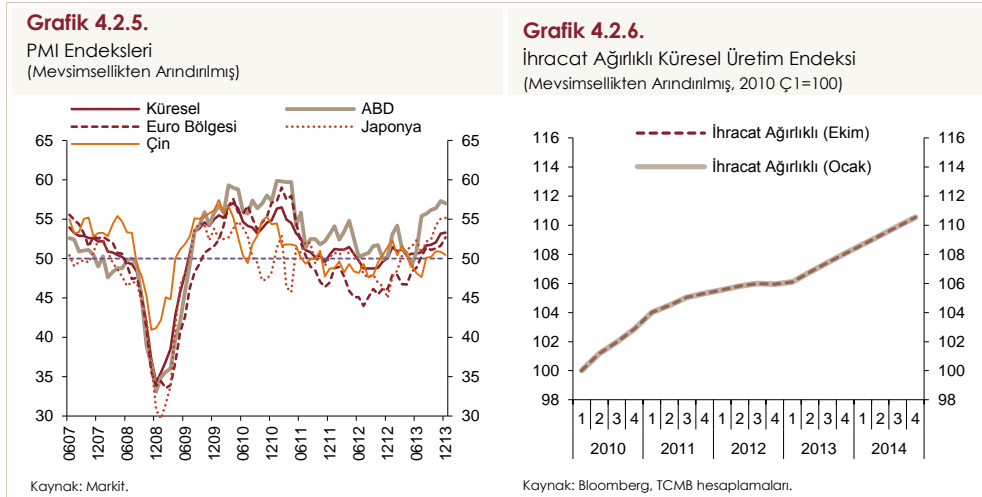


2013 yılı dördüncü çeyreğine ilişkin veriler değerlendirildiğinde, ihracat miktar endeksinin Ekim - Kasım döneminde yükseliş gösterdiği görülmektedir. Bu dönemde altın ihracatı dışlanarak oluşturulan çekirdek endeks ise yıl genelindeki istikrarlı seyrini sürdürmüştür ve bir önceki çeyreğe göre artış kaydetmiştir (Grafik 4.2.3). Yakın döneme ilişkin göstergeler Aralık ayında hem ihracat genel miktar endeksinin hem de altın hariç ihracat miktar endeksinin aylık bazda yükseliş gösterebileceğine işaret etmektedir. Bu durumda, ihracat ve altın hariç ihracatın üçüncü çeyreğe göre artış oranının Ekim-Kasım ortalamasıyla hesaplanan mevcut seviyenin de yukarısında gerçekleşebileceği öngörülmektedir.

Küresel eğilimlere bakıldığında, dünya ithalat talebinde görülen ılımlı artış eğiliminin Ekim-Kasım döneminde bir miktar hızlandığı dikkat çekmektedir. İhracatımızda önemli paya sahip olan Euro Bölgesi'nin ithalat talebinde uzun süren zayıf seyrin ardından gerçekleşen artışın son dönemde istikrar kazanması olumlu bir gelişme olarak ön plana çıkmaktadır. İkinci çeyrekte gerileyen Asya Bölgesi ithalat talebi sonrasında toparlanırken, Afrika ve Orta Doğu ülkeleri ithalat talebindeki artış eğilimi de sürmektedir (Grafik 4.2.4).

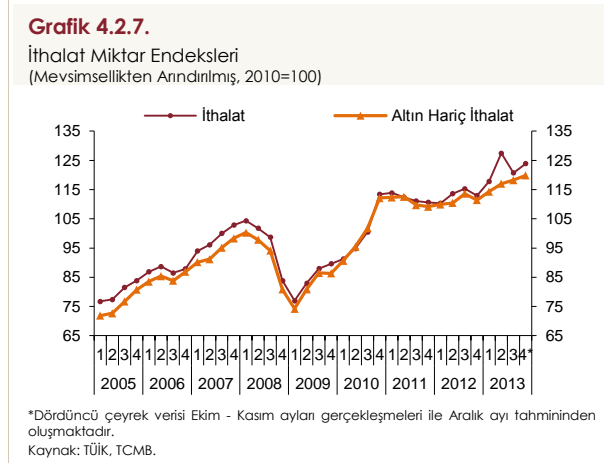


PMI göstergeleri iktisadi faaliyette küresel düzeyde görülen toparlanma eğiliminin devam ettiğine işaret etmektedir. Nitekim küresel PMI imalat endeksi artış eğilimini sürdürerek 50 düzeyinin belirgin olarak üstüne çıkmıştır (Grafik 4.2.5). Üçüncü çeyrekte yüksek oranda artan ABD'ye ait PMI endeksi yükselişini yavaşlayarak da olsa devam ettirirken, Euro Bölgesi'ne ait endeksteeki artış yıl sonuna doğru hızlanmıştır. Diğer taraftan, Çin PMI endeksi durağan seviyenin hemen üstündeki zayıf seyrini korurken, Japonya'ya ait endeksteeki güçlü yükseliş dikkat çekmektedir. Bununla beraber, orta vadeli göstergelerden ihracat ağırlıklı küresel büyüme görünümünde Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin bir değişiklik gözlenmemektedir (Grafik 4.2.6). Küresel PMI ve ithalat göstergeleri dış talep koşullarında yılın ilk dokuz ayına kıyasla daha olumlu bir görünüme işaret etmektedir. Bu gelişmeler ışığında, yılın dördüncü çeyreğinde mal ve hizmet ihracatının ana eğiliminin artış yönünde olmaya devam edeceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.2).



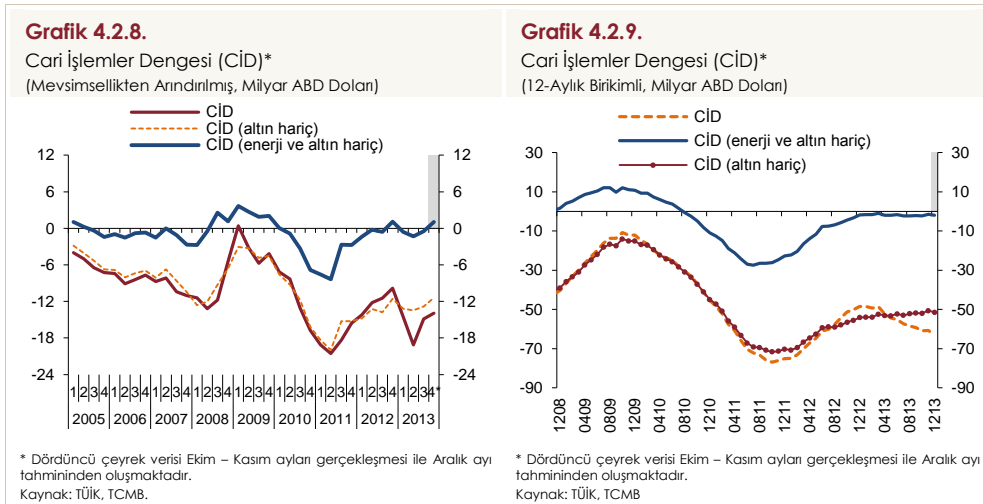
Yılın üçüncü çeyreğinde gerileme kaydeden ithalat miktar endeksi Ekim - Kasım döneminde üçüncü çeyreğe kıyasla yüzde 3 oranında artarak tekrar yukarı yönlü hareket etmiştir. Bu dönemde altın hariç ithalattaki artış ise daha ılımlı seviyelerde gerçekleşmiştir. Yakın dönem göstergeleri Aralık ayında her iki

göstergede de ılımlı bir artışa işaret etmektedir. Böylelikle, çeyreklik bazda değerlendirildiğinde de gerek toplam ithalatın gerekse de altın hariç ithalatın yurt içi talepteki ılımlı artış beklentisi ile üçüncü çeyreğe göre artacağı öngörülmektedir (Grafik 4.2.7). Bu bilgiler ışığında, GSYİH altında yer alan mal ve hizmet ithalatının da üçüncü çeyrekte bir artış kaydedeceği düşünülmektedir (Grafik 4.2.2).



Dördüncü çeyrekte net ihracatın büyümeye olumsuz katkısının devam etmekte beraber üçüncü çeyreğe kıyasla sınırlı bir azalış göstermesi beklenmektedir (Grafik 4.2.1). Nihai yurt içi talepteki ılımlı seyir öngörüsü ve Euro Bölgesi'ndeki toparlanma işaretleri önümüzdeki dönemde dengelenme sürecinin devam edeceğine ilişkin olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

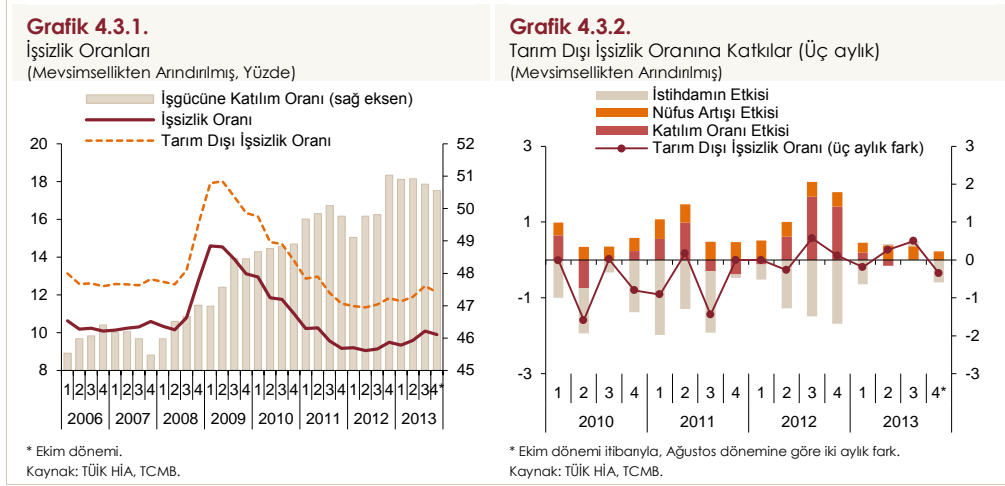
Mevsimsellikten arındırılmış cari işlemler dengesindeki iyileşmenin yılın son çeyreğinde ivme kaybederek de olsa sürmesi beklenmektedir. Aynı dönemde, enerji ve altın hariç cari işlemler dengesindeki iyileşmenin ise daha güçlü olacağı tahmin edilmektedir. (Grafik 4.2.8). Diğer taraftan, nominal olarak 12 aylık birikimli cari işlemler dengesinde bozulmanın devam ettiği gözlenmektedir (Grafik 4.2.9).



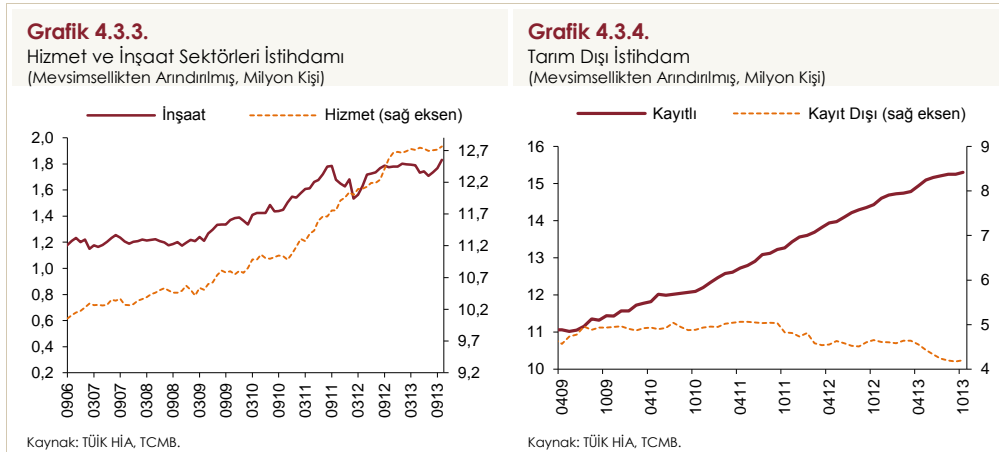
4.3. Emek Piyasası

2013 yılı Nisan döneminden itibaren, tarım dışı istihdamdaki zayıf seyrin etkisiyle işsizlik oranları artış göstermiştir. Yılın üçüncü çeyreği istihdamdaki yavaşlamanın en hissedilir olduğu dönem olmuş ve tarım dışı

İstihdam gerilerken işsizlik oranı belirgin bir oranda artmıştır (Grafik 4.3.1 ve Grafik 4.3.2). Yılın son çeyreğine dair gözlemlerin yer aldığı Ekim döneminde ise işsizlik üçüncü çeyreğe kıyasla gerilemiştir. Her ne kadar işsizlik oranlarındaki olumsuz eğilim duraksama gösterse de, Ekim döneminde gözlenen tarım dışı istihdam artışı belirli sektörlerle sınırlıdır (Grafik 4.3.2).

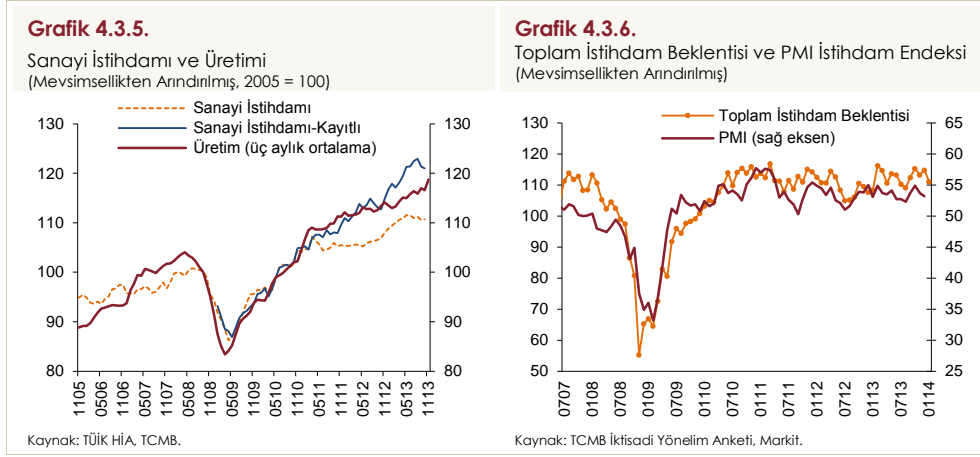


2013 yılı ikinci çeyreğinden itibaren tarım dışı istihdamda gözlenen zayıflama alt sektörler geneline yayılan bir gelişmedir. 2013 yılı ilk çeyreğinde tarım dışı istihdam sanayi ve iş hizmetleri sektörlerinin katkısıyla artmıştır. Takip eden dönemde hem bu sektörlerdeki yavaşlama hem de inşaat sektöründeki istihdam kayıplarının etkisiyle istihdam görünümü bozulmuştur (Grafik 4.3.3 ve Grafik 4.3.5). Ekim dönemi itibarıyla yılın son çeyreğinde, inşaat ve hizmet sektörlerinin etkisiyle tarım dışı istihdam artış göstermiştir. İnşaat sektörü istihdamı 2013 yılı başındaki seviyesinin üzerine çıkmıştır ancak, inşaat istihdamındaki bu artış daha çok kayıt dışı kaynaklıdır. 2013 yılında işgücü piyasasına dair dikkati çeken bir diğer gelişme kayıt dışı istihdamdaki azalmadır. Bu dönemde kayıtlı istihdamın artış hızı kademeli olarak yavaşlarken, kayıt dışı istihdam gerilemiştir (Grafik 4.3.4).

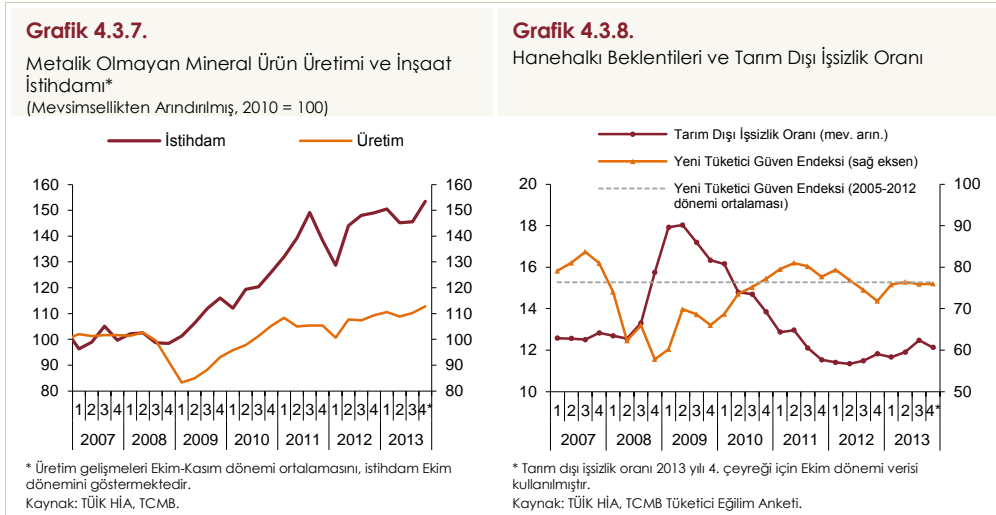


Sanayi istihdamında 2013 yılı ikinci çeyreğinden itibaren süregelen zayıf görünüm, üretimdeki artış eğilimine rağmen Ekim döneminde de devam etmiştir (Grafik 4.3.5). Öncü göstergeler yılın son çeyreğinde sanayi istihdamında ilave bir kötüleşme yaşanmayacağı yönünde sinyal vermektedir. İktisadi Yönelim Anketi göstergeleri arasında yer alan ve imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren özel şirketlerin görüşlerini yansıtan

Toplam İstihdam Beklentisi yılın son çeyreğinde artış kaydetmiş ancak 2014 yılı Ocak ayında yeniden gerilemiştir (Grafik 4.3.6). Benzer şekilde, imalat sanayi istihdamı için gösterge niteliğinde olan PMI istihdam değeri de son çeyrekte sınırlı bir artış göstermiştir (Grafik 4.3.6). Bunlara ek olarak, inşaat sektörüne ara mali sağlayan metalik olmayan mineral ürünler imalatı sektörüne ilişkin üretim gelişmeleri uzun bir duraksama evresinden sonra Kasım ayında artarak inşaat faaliyetinde artış sinyali vermiştir (Grafik 4.3.7). Ekim dönemi inşaat istihdamı gelişmeleri söz konusu gösterge ile uyumludur.



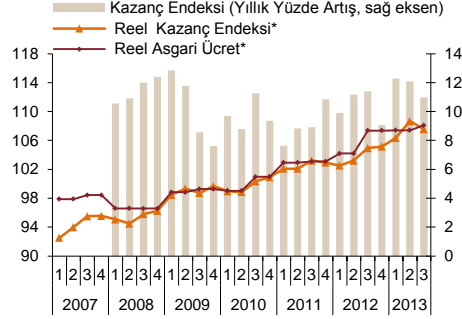
Türkiye genelinde hanehalkının görüşlerini yansıtan TCMB Tüketici Güven Endeksi 2013 yılının ilk çeyreğinde artarak uzun dönem ortalamasına gelmiş, devamında yatay hareket etmiştir (Grafik 4.3.8). 2013 yılı son çeyreğinde de bu seviyesini korumaktadır. İşsizlik oranının güven endeksini gecikmeli takip ettiği dikkate alındığında, güven endeksindeki bu görünüm yılın son çeyreğinde işsizlik oranı artış eğiliminde duraksamaya işaret etmektedir.



Emek piyasası gelişmeleri iç talep açısından değerlendirildiğinde, özel tüketim harcamalarına etki eden unsurlardan biri kabul edilen ücret gelirleri artış hızının 2013 yılı üçüncü çeyreğinde gerilediği gözlenmektedir (Grafik 4.3.9). 2013 yılı ilk yansında yüksek oranda artan saatlik kazanç endeksi üçüncü çeyrekte reel olarak gerilemiştir. Bu sayede, 2012 yıl sonuna göre reel kazançtaki artışlar asgari ücret artışına yakınsamıştır. Aynı dönemde istihdamın da zayıf seyri toplam ücret ödemelerinin yurt içi tüketim harcamalarına verdiği desteği azaltmıştır (Grafik 4.3.10).

Grafik 4.3.9.

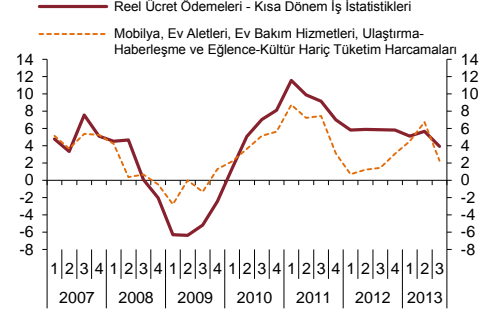
Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik İşgücü Maliyeti
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)



* Reelleştirirken TÜFE kullanılmıştır.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 4.3.10.

Hanehalkı Yurt İçi Tüketimi* ve Reel Ücret Ödemeleri** (Yıllık Yüzde Değişim)

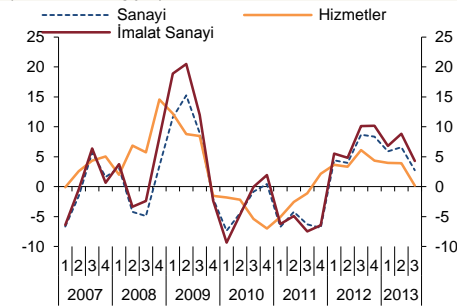


* Sabit fiyatlar ile açıklanan hanehalkı yurt içi tüketim harcamalarından Mobilya, Ev Aletleri, Ev Bakım Hizmetleri, Ulaştırma ve Haberleşme ile Eğlence ve Kültür alt kalemlerinin çıkarılması ile hesaplanmıştır.
** Sanayi, İnşaat, Ticaret, Konaklama-Yiyecek, Bilgi ve İletişim, Mesleki Bilimsel ve Teknik Faaliyetler ile İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri sektörlerindeki toplam ücret ödemelerinin ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Ücret ödemeleri reelleştirirken TÜFE kullanılmıştır.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

2013 yılı ilk yarısında saatlik ücretlerdeki artışın yanı sıra ortalama verimliliğin zayıf seyri reel birim ücretlerdeki artışın sürmesine neden olmuştur. Üçüncü çeyrekte, ciro artışı ve saatlik ücretlerdeki artışın hız kesmesinin etkisiyle bu eğilimde bir duraksama gözlenmektedir (Grafik 4.3.11). Yakın zamanda açıklanan 2014 yılı için geçerli olacak asgari ücret tutarları, tahmin edilen enflasyon esas alındığında, ücretlerde reel olarak artışa işaret etmektedir. Yeni düzenlemeye göre, brüt aylık asgari ücret, 2014 yılının ilk dönemi için 1071 TL, ikinci dönemi için 1134 TL olarak belirlenmiştir. Söz konusu tutarlar, nominal ve reel olarak sırasıyla yüzde 10,2 ve yüzde 2,5'lik yıllık ortalama artışa işaret etmektedir. Saatlik ücretlerin orta vadede asgari ücretlerle uyumlu hareket ettiği gözleminde yola çıkarak, verimlilik artışlarının eşlik etmemesi durumunda, ücret artışları, özellikle emek yoğun hizmet sektöründe enflasyon katılığını artıran bir unsur olabilecektir.

Grafik 4.3.11.

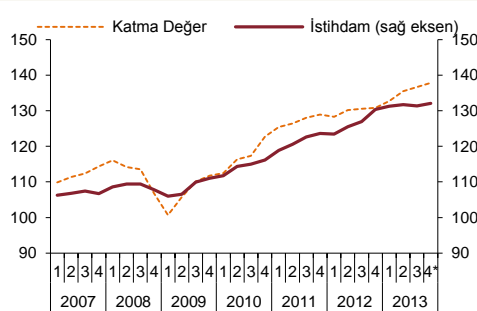
Reel Birim Ücret*
(Yıllık Yüzde Değişim)



* Hizmetler sektöründe reel birim ücret toplam ücret ödemelerinin ciroya bölünmesi ile hesaplanmıştır. Sanayi sektörlerinde ise toplam ücret ödemeleri üretim ve ilgili ÜFE ortalamasına bölünmüştür.
Kaynak: TÜİK Kısa Dönem İş İstatistikleri, TCMB.

Grafik 4.3.12.

Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)



* Tahmin.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Özetle, 2013 üçüncü çeyreğinde tarım dışı istihdam gerilemiş ve işsizlik oranı artış göstermiştir. Ekim döneminde, inşaat ve hizmet sektörlerindeki istihdam artışlarının etkisiyle işsizlik oranları gerilemiş ancak sanayi istihdamında süregelen zayıf görünüm devam etmiştir. Öncü göstergeler, 2013 yılı son çeyreğinde tarım dışı istihdamda ılımlı artışa işaret etmektedir (Grafik 4.3.12). Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde yatırım kararlarını olumsuz yönde etkileyebilecek siyasi belirsizlik ortamı ve küresel iktisadi toparlanmanın beklentilerin altında kalması istihdam koşullarındaki iyileşmeyi sınırlandırabilecek unsurlar olarak değerlendirilmektedir.

Kutu
4.1

Özel Sektör Makine-Teçhizat Yatırımlarının Belirleyicileri

Uzun dönem gelir ve istihdam büyümesinde sabit sermaye yatırımları önemli bir rol oynamaktadır. Bu kutuda özel sektör makine-teçhizat yatırımlarının uzun ve kısa dönem belirleyicileri irdelenmektedir. İktisat yazınındaki farklı teorik yaklaşımlar baz alınarak , yatırımları belirleyen faktörler ekonomik olan ve ekonomik olmayan faktörler şeklinde iki ana başlıkta sınıflandırılmıştır. Ekonomik olmayanlar arasında kurumsal kalite, hukuki düzenlemeler, bürokrasi, mülkiyet hakları, politik haklar, altyapı gibi faktörler yer alırken, ekonomik faktörler arasında genel olarak gelir, ekonomiye ilişkin beklentiler, ekonomik belirsizlik, yatırımların maliyeti (faiz oranı, yatırım mallarının fiyatı, reel kur), kamu sektörü yatırımları, Kapasite Kullanım Oranı (KKO), finansman imkanları (krediler), dış finansman oranı ve karlılık oranına ilişkin göstergeler ön plana çıkmaktadır (Serven ve Solimano, 1990).

Bu kutuda özel sektör makine-teçhizat yatırımları¹ ile yukarıda bahsi geçen ekonomik faktörler arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkiler incelenmiştir. Özel sektör makine-teçhizat yatırımlarını etkilediği düşünülen makroekonomik değişkenlerin bir kısmı birim kök içerdiğinden yatırımlar ve yatırımları etkilenen faktörler arasındaki eşbütünlüğün varlığı sınırı testi (ARDL) yöntemi kullanılarak sınanmıştır. Modeller 1991Ç2 – 2013Ç2 dönemi için çeyreklik veriler kullanılarak tahmin edilmiştir. Özel sektör makine-teçhizat yatırımlarının bağımlı değişken olduğu modelde yukarıda bahsi geçen değişkenler kullanılmış ve eşbütünlüğün varlığı aşağıda yer alan ARDL modeli çerçevesinde sınanmıştır.

$$\Delta \text{yatırım}_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta \text{yatırım}_{t-i} + \sum_{j=1}^q \delta_j \Delta x_{t-j} + \gamma_0 \text{yatırım}_{t-1} + \gamma_j x_{t-1} + e_t$$

Yukarıda verilen denklemde yatırımlar ile diğer seriler arasındaki eşbütünlüğün varlığı $H_0: \gamma_0 = \gamma_j = 0$ hipotezini test ederek araştırılmaktadır. Model tahmin sonuçlarına göre yatırımlar ile arasında eşbütünlüşme olan değişkenler şunlardır:

x_{1t} = gelir (modelde eş anlılığı önlemek için GSYİH'dan özel sektör makine-teçhizat yatırımları dışlanmış ve kalan seri gelir göstergesi olarak kullanılmıştır)

x_{2t} = faiz oranı (Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) faiz oranı)

x_{3t} = reel kur

x_{4t} = kapasite kullanım oranı

x_{5t} = beklentiler (İktisadi Yönelim Anketi, firmaların gelecek 12 ay yatırım harcaması beklentisi)

x_{6t} = firmaların kullandığı krediler (firmaların yurt içi bankalardan kullandığı TL ve YP cinsi krediler ile özel sektörün yurt dışından kullandığı uzun vadeli kredilerin toplamı)

Tablo 1'de tahmin edilen ARDL modeldeki değişkenlere ait katsayılar ve t-istatistik değerleri görülmektedir. Gelir, KKO, beklentiler ve krediler beklendiği üzere yatırımlar ile pozitif yönlü bir ilişkiye sahiptir. Teori ile uyumlu olarak faiz oranındaki artışlar yatırımlar üzerinde azaltıcı rol oynarken TL'nin değer kazanmasının yatırımları artırıcı yönde etkilediği görülmektedir.

¹ Kutunun geri kalanında özel sektör makine-teçhizat yatırımlarından kısaca yatırımlar şeklinde bahsedilecektir.

Tablo 1. Uzun Dönemli ARDL Modeli Sonuçları

Bağımlı değişken: $\Delta y_{atırım,t-1}$				
Açıklayıcı değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-istatistiği	p-olasılık değeri
Sabit terim	0.05	0.02	2.44	0.02**
$y_{atırım,t-1}$	-0.15	0.06	-2.50	0.01**
$gelir_{t-1}$	0.24	0.12	2.00	0.05*
$reelkur_{t-1}$	0.14	0.06	2.18	0.03**
kko_{t-1}	0.08	0.04	2.03	0.05*
$beklenti_{t-1}$	0.20	0.04	4.83	0.00***
$faiz_{t-1}$	-0.11	0.06	-1.80	0.08*
$krediler_{t-1}$	0.16	0.06	2.40	0.02**
$\Delta gelir_t$	0.77	0.27	2.83	0.01**
$\Delta reelkur_t$	0.19	0.07	2.85	0.01**
Δkko_t	0.13	0.06	2.14	0.03**
$\Delta krediler_t$	0.19	0.08	2.30	0.02**
$\Delta y_{atırım,t-2}$	0.16	0.09	1.76	0.08*
$\Delta beklenti_t$	0.20	0.06	3.30	0.00***
R-kare	0.64	Uyarlanmış R-kare		0.57

Not: 1) Modelde "Δ" işareti serilerin bir önceki çeyreğe göre farkının alındığını göstermektedir. 2) Seriler Tramo/Seats yöntemi kullanılarak mevsimsellikten arındırılmıştır. KKO, beklentiler ve faiz oranı dışındaki serilere logaritmik dönüşüm uygulanmıştır. 3) Tabloda (***), (**) ve (*) ile gösterilenler değişkenlerin sırasıyla yüzde 1, 5 ve 10 önem derecesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğuna işaret etmektedir. 4) Hata terimlerine ilişkin model diagnostik testlerine göre hata terimleri korelasyon içermemektedir, homokedastiktir ve normal dağılmaktadır. 5) Zayıf dışsallığın varlığını test etmek amacıyla modeldeki bağımsız değişkenler sırayla bağımlı değişken olarak alınıp seriler arasındaki eşbütünlük testi edilmiştir. Sadece yatırımların bağımlı değişken olduğu tanımlamada seriler arasında eşbütünlük ilişkisi bulunmuştur.

Tablo 2'de değişkenlere ait standardize edilmiş² uzun dönem katsayıları görülmektedir. Buna göre katsayısı en yüksek olan değişken gelirdir. Bunu sırasıyla beklentiler, krediler ve reel kur takip etmektedir. Faiz oranı ve kapasite kullanım oranının uzun dönemli katsayıları mutlak değer olarak diğer değişkenlere kıyasla daha düşüktür.

Tablo 2. Değişkenlerin Uzun Dönem Katsayıları

Gelir	1.61	Reel kur	0.95
Beklentiler	1.38	KKO	0.55
Krediler	1.06	Faiz	-0.75

Tablo 3. Eşbütünlük Modeli Sonuçları

Bağımlı değişken: $\Delta y_{atırım,t-1}$				
Açıklayıcı değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-istatistiği	p-olasılık değeri
Sabit terim	0.05	0.02	2.16	0.03**
hdt_{t-1}	-0.16	0.06	-2.90	0.00***
$\Delta gelir_t$	0.58	0.26	2.19	0.03**
$\Delta faiz_{t-1}$	-0.07	0.04	-1.74	0.09*
$\Delta reelkur_t$	0.21	0.06	3.61	0.00***
$\Delta reelkur_{t-2}$	0.16	0.05	3.05	0.00***
Δkko_t	0.21	0.04	5.14	0.00***
$\Delta krediler_{t-1}$	0.14	0.08	1.78	0.08*
R-kare	0.60	Uyarlanmış R-kare		0.55

Not: 1) Modelde "Δ" işareti serilerin bir önceki çeyreğe göre farkının alındığını göstermektedir. Seriler Tramo/Seats yöntemi kullanılarak mevsimsellikten arındırılmıştır. KKO ve faiz oranı dışındaki serilere logaritmik dönüşüm uygulanmıştır. 3) Tabloda (***), (**) ve (*) ile gösterilenler değişkenlerin sırasıyla yüzde 1, 5 ve 10 önem derecesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğuna işaret etmektedir. 4) Hata terimlerine ilişkin model diagnostik testlerine göre hata terimleri korelasyon içermemektedir, homokedastiktir ve normal dağılmaktadır. 5) Zayıf dışsallığın varlığını test etmek amacıyla modeldeki bağımsız değişkenler sırayla bağımlı değişken olarak alınıp seriler arasındaki eşbütünlük testi edilmiştir. Sadece yatırımların bağımlı değişken olduğu tanımlamada seriler arasında eşbütünlük ilişkisi bulunmuştur.

Kaynakça

Serven, L., Solimano, A., 1990. Private Investment and Macroeconomic Adjustment: Theory, Country Experience and Policy Implications. World Bank, Washington, DC.

² Standardize edilmiş katsayılar, tahmin edilen katsayıların st.hata(y)/st.hata(x) terimi ile çarpımı şeklinde hesaplanmaktadır. Burada payda yer alan terim bağımlı değişkenin standart sapmasını, paydada yer alan terim ise ilgili bağımsız değişkenin standart sapmasını göstermektedir.

Kutu
4.2

Kurulan Şirket Sayıları ve İş Döngüleri

Bu kutuda Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'nin (TOBB) resmi olarak açıkladığı kurulan şirket sayılarının iş döngüleri ve yatırımlar ile ilişkisi irdelenmektedir.³ Kurulan şirket sayısı verisi 1985 yılından 2010 yılına kadar Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından yayımlanmıştır. 2010 yılı itibarıyla ise TOBB, günlük olarak çıkarılan Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'ndeki kayıtlardan yararlanarak kurulan ve kapanan şirketlerin sayılarını sektör bilgilerini, şirket sermayelerini ve unvan bilgilerini içerecek şekilde aylık olarak açıklamaktadır.⁴

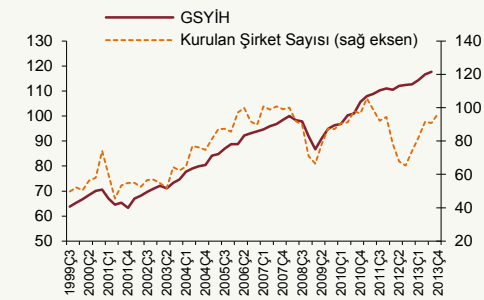
İktisat yazınında, firma giriş ve çıkışlarının eş anlı olarak gözlendiği, endüstriler arasında da oldukça yüksek korelasyon olduğu belirtilmektedir. Ayrıca, kurulan firma sayısı eş döngüsel olma özelliği taşımaktadır (Gil (2010)). Kurulan firma sayısı ve Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) arasındaki korelasyon katsayısı 0,70-0,73 arasında değişmektedir ve yeni firma sayısı GSYİH'yi bir çeyrek öncülemektedir (Devereux ve diğerleri (1996)). Bunlara ek olarak, Lewis (2006), kurulan firma sayısının yatırımlara benzer şekilde GSYİH ve tüketime göre daha oynak bir yapıya sahip olduğunu göstermiştir. Klapper ve Love (2012) küresel finansal kriz ile birlikte düşüş gösteren yeni firma sayılarının 2012 sonu itibarıyla toparlandığını ve toparlanmanın gelişmekte olan ülkelerde daha belirgin olduğunu göstermişlerdir.

Kutunun ilk bölümünde söz konusu verinin makroekonomik göstergelerle ilişkisi incelenmektedir. Daha sonra HP (Hodrick ve Prescott (1997)) filtresi kullanılarak kurulan şirket sayısı ile makroekonomik göstergeler arasındaki döngüsel ilişki sunulmaktadır. Bu analizler kurulan şirket sayısının iş döngüleriyle, özellikle de yatırımlar ile yakından ilişkili olduğunu göstermektedir. Kurulan şirket sayılarının ticari kredilerdeki değişim oranı ve Kapasite Kullanım Oranı (KKO) ile de ilişkili olması; yatırımlar ile arasındaki aktarım mekanizmasına dair fikir vermektedir.

Kurulan Şirket Sayısı ve Makroekonomik Göstergeler

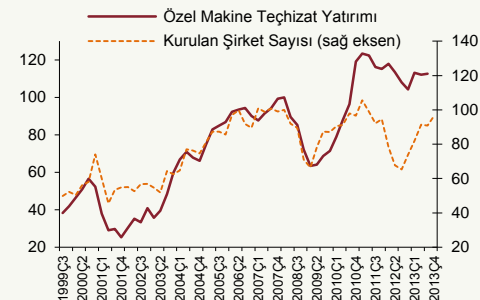
Grafik 1 ve 2'de kurulan şirket sayısı, GSYİH, ve özel makine teçhizat yatırımı ile birlikte sunulmaktadır. Görüldüğü üzere kurulan şirket sayısı GSYİH eğilimine uygun hareket etmekle birlikte dalgalanmaları tam olarak yakalayamamaktadır. Öte yandan, kurulan şirket sayısının özel makine teçhizat yatırımı ile ortak hareket ettiği gözlenmektedir.⁵

Grafik 1. GSYİH ve Kurulan Şirket Sayısı
(2008Ç1=100, Mevimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: TÜİK, TOBB.

Grafik 2. Özel Makine Teçhizat Yatırımı ve Kurulan Şirket Sayısı (2008Ç1=100, Mevimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: TÜİK, TOBB.

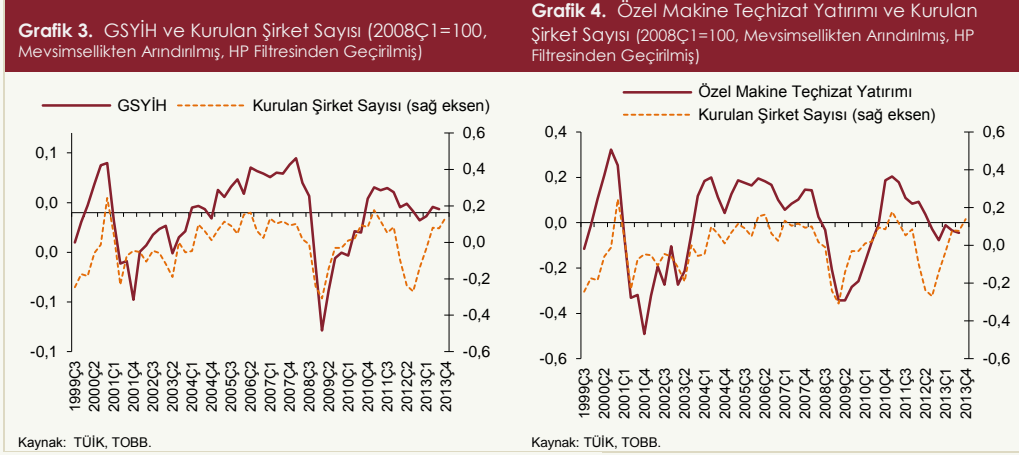
³TOBB kapanan şirket sayılarını da açıklamaktadır; ancak yasal bazı düzenlemeler nedeniyle kurulan şirket istatistiklerinin daha sağlıklı bilgi sağladığı düşünülmektedir.

⁴ Analizler toplam kurulan şirket sayısı ile; sanayi üretimi, dış ticaret endeksleri gibi veriler ile karşılaştırma yapabilmek adına çeyreklik ortalamalar üzerinden yapılmıştır.

⁵ Yapılan ek analizlerde toplam sanayi üretimi ve nihai yurt içi talep görünümünün GSYİH'ye benzediği, toplam özel yatırımlar ve sermaye mali üretimi görünümünün ise özel makine teçhizat yatırımına benzediği vurgulanmalıdır.

Kurulan Şirket Sayısı ve İş Döngüleri

Kurulan şirket sayıları ile seçilen göstergeler arasındaki ilişkinin daha rahat gözlemlenebilmesi amacıyla, iş döngüleri çerçevesinde, doğal logaritması alınan mevsimsellikten arındırılmış serilere Hodrick Prescott (HP) filtresi uygulanmıştır. Grafik 3 ve 4'te görüldüğü üzere kurulan şirket sayısı döngüsel bileşeni seçilmiş gösterge döngüleri ile birlikte hareket etmektedir.



Kurulan şirket sayısı yatırımlara benzer şekilde görece olarak daha oynak bir seri olma özelliği taşımaktadır. Tablo 1, HP filtresinden geçirilmiş bazı makroekonomik serilerin GSYİH'nin standart sapmasına göre oynaklığını göstermektedir. Buradan kurulan şirket sayısının yatırımlara yakın bir oynaklık sergilediği anlaşılmaktadır.

Tablo 1. Göreceli Standart Sapmalar (GSYİH Standart Sapmasına Oran Olarak)

GSYİH	1,0
Özel Tüketim	0,9
Özel Yatırım	4,2
Özel Makine-Teçhizat Yatırımı	5,2
Kurulan Firma Sayısı	4,5

Tablo 2'de kurulan şirket sayısı döngüsel bileşeninin seçilmiş göstergeler arasındaki çapraz korelasyon katsayıları verilmiştir. Tablodan da görüleceği üzere, en yüksek korelasyon katsayısı gecikmeli değerde elde edilmektedir. Elde edilen bu bulgu, kurulan şirket sayılarının ekonomik aktivite için öncü bir gösterge olma özelliği taşıdığını göstermektedir.

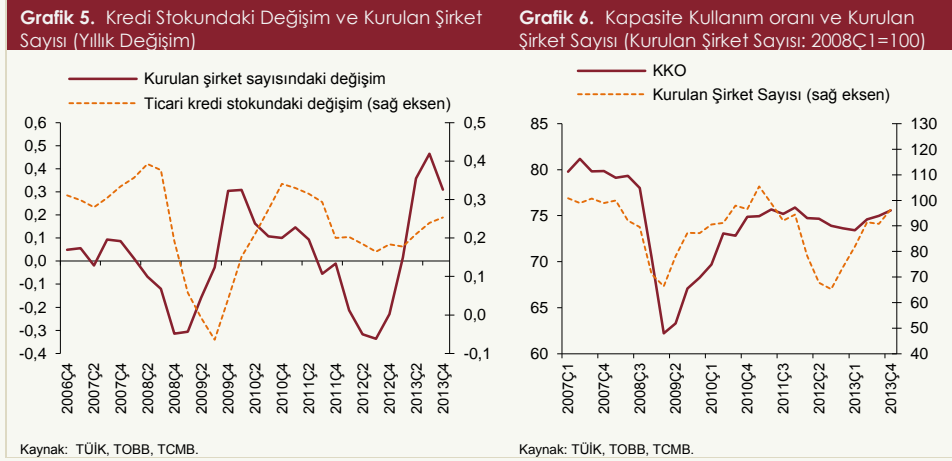
Tablo 2. Çapraz Korelasyon Katsayıları

	Kurulan Şirket Sayısı (t-1)	Kurulan Şirket Sayısı (t)	Kurulan Şirket Sayısı (t+1)
GSYİH (t)	0,72	0,67	0,40
Özel Makine Teçhizat Yatırımı (t)	0,75	0,67	0,43
Sanayi Üretimi (t)	0,60	0,51	0,20

Buraya kadar elde edilen bulgular yazın ile oldukça uyumludur. Nitekim, Türkiye için de açılan firma sayısı toplam çıktıyı bir çeyrek öncülemektedir; korelasyon katsayısı (bir dönem gecikmeli değeri için) yazının önerdiği gibi 0,70-0,73 arasındadır ve seri görece olarak oynak bir yapıya sahiptir.

Kurulan Şirket Sayısı ve Yatırımlar

Kurulan şirket sayılarının yatırımlarla olan ilişkisini daha detaylı incelemek amacıyla, ticari krediler ve KKO ile olan ilişkisi incelenmiştir. Grafik 5, ticari krediler ile kurulan şirket sayısındaki yıllık değişimi göstermektedir. Buna göre, kurulan şirket sayısı ile ticari kredilerin yıllık değişimlerinin beraber hareket ettiği ve kurulan şirket sayısının kredi gelişmelerini öncülediği gözlenmektedir. Nitekim, çapraz korelasyon analizi yapıldığında, kurulan şirket sayısı ve kredi stokundaki yıllık değişim arasındaki eş zamanlı korelasyonun 0,20 olduğu; kurulan şirket sayısının bir dönem gecikmeli değeri alındığı takdirde ise korelasyon katsayısının 0,40'a çıktığı dikkat çekmektedir. Buradan, kurulan şirket sayısının, ekonomik aktivite için olduğu gibi ticari krediler için de öncü bir veri olabileceği sonucu çıkmaktadır. Dolayısıyla, elverişli iktisadi koşullarının yeni şirketlerin kurulmasına yol açtığı ve yeni şirketler kuruldukça kredi stokunun artacağı yorumu yapılabilir. Ancak yine de bu hipotezin daha detaylı bir ekonometrik çalışma gerektirdiği not edilmelidir.



İkinci olarak, kurulan şirket sayısı ile KKO arasında yakın bir ilişkili olabileceği düşünülebilir. Mevcut firmalara yeni firmalar eklendikçe sektördeki KKO yeni firmaların mevcut fiziki kapasitelerine göre fiilen ne kadar kapasite kullandıklarına bağlı olarak değişecektir. Grafik 6, KKO ile açılan şirket sayısı arasındaki çeyreklik ilişkiyi göstermektedir. Serilerin aylık değerleri ile korelasyon katsayılarına bakıldığında yine açılan şirket sayısının öncü değişken olduğu göze çarpmaktadır.⁶ Bir ay gecikmeli kurulan şirket sayısı ile KKO arasındaki korelasyon katsayısı 0,60 düzeyindedir. Bu durum yeni kurulan firmaların fiziki kapasitelerinin çoğunu kullandığını ve böylece sektör ortalamasına pozitif yönde katkı sağladığını düşündürmektedir.

Bu ön çalışma şirketlerin kurulma faaliyetinin, ticari kredi stokunda artış ve, daha sonrasındaki dönemde ise kapasite kullanımı ve yatırımlardaki artış ile yakından ilişkili olduğunu göstermektedir. Uzun süredir açıklanan bu verinin ekonomik aktivite ve özellikle yatırımlar açısından bilgi değerinin önemli olduğu düşünülmektedir.

⁶ Çeyreklik veriler oldukça kısa bir zaman serisine sahip olduğundan, aylık veriler ile korelasyona katsayısına bakılmıştır.

Kaynakça

Devereux, M. B., Head, A. C., Laphamb, B. J. (1996). "Aggregate Fluctuations with Increasing Returns to Specialization and Scale." *Journal of Economic Dynamics and Control* 20, 627-656.

Gil, P. M. (2009). "Stylised facts and Other Empirical Evidence on Firm Dynamics, Business Cycle and Growth." *Research in Economics*, 64, 73-80.

Hodrick, R.J., Prescott, E.C. (1997) "PostWar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit and Banking* 29(1), 1-16.

Klapper, L., Love, I. (2012). "New Firm Creation: What has been the effect of the Financial Crisis?" Viewpoint note number: 324, World Bank.

Lewis, V. (2006). "Macroeconomic Fluctuations and Firm Entry : theory and evidence." Working Paper Research 103, National Bank of Belgium.

Kutu
4.3

Karşılama Oranını Etkileyen Faktörler

Bir ülkenin ihracatını ithalatına bölerek hesaplanmakta olan karşılama oranı, o ülkenin ihracatının hangi oranda ithalatını karşıladığını göstermektedir.⁷ Bu oran dış ticaret açığıyla yakından ilgilidir; ihracatın azalması veya ithalatın artması hem dış ticaret açığını genişletmekte, hem de karşılama oranını düşürmektedir. ABD doları veya TL olarak ölçülen dış ticaret açığından farklı olarak, karşılama oranı normalize edilmiş bir dış ticaret açığı ölçüsüdür.⁸

Karşılama oranının mal ve hizmetler için birlikte hesaplanması, yalnızca mal ticareti için hesaplanmasına kıyasla genelde daha bilgilendirici olma potansiyeli taşımakla birlikte, karşılama oranı sıklıkla yalnızca mal ticaretine konu ihracat ve ithalatın oranı olarak hesaplanmaktadır. Türkiye mal ticaretinde dış açık verirken hizmet ticaretinde kayda değer bir dış fazla verdiği için, toplam (mal+hizmet) dış ticaret açığının mal ticaretindeki dış açıktan önemli derecede ayrıştığı ülkelerden biridir. Yine de, Türkiye'nin mal ticareti karşılama oranı ile toplam ticarettteki karşılama oranı seviye olarak oldukça farklı olmakla birlikte, Grafik 1'de görüldüğü gibi çok güçlü bir paralellik göstermektedir.

Türkiye'nin c ülkesiyle arasındaki ikili ülke karşılama oranı ($Z_{c,t}$) şu şekilde tanımlanmaktadır: $Z_{c,t} = X_{c,t}/M_{c,t}$. Burada $X_{c,t}$ Türkiye'nin t yılında c ülkesine yaptığı mal ihracatını, $M_{c,t}$ ise o ülkeden yaptığı mal ithalatını göstermektedir. Karşılama oranının davranışını incelemek için 91 ülkenin⁹ 1994-2012 döneminde Türkiye ile olan ikili ithalat ve ihracat miktarları kullanılarak aşağıdaki denklem tahmin edilmiştir:

$$Z_{c,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Z_{c,t-1} + \varphi_{1,c} + \varphi_{2,c} t + \varphi_t + \beta_0 \log(RER_{c,t}) + \beta_1 \log(GSYH_{c,t}) + \varepsilon_{c,t}$$

Bu denklemdeki $RER_{c,t}$ değişkeni, c ülkesinin t yılındaki reel döviz kurunu göstermekte, $RER_{c,t}$ 'deki bir artış o ülkenin parasının reel anlamda değerlenmesine işaret etmektedir. Ticaret ortaklarının GSYİH'leri de, tahmin denkleminde kullanılmıştır.¹⁰

Tahmin sonuçları Tablo 1'de gösterilmektedir. Bu sonuçlara göre, ticaret ortaklarının para birimlerindeki değerlenmeler, Türkiye'nin karşılama oranını artırmaktadır. Ticaret ortağının para birimindeki yüzde 1'lik bir reel kur artışı, o ülkeye karşı olan karşılama oranını 0,6 yüzde puan artırmaktadır. (Bu, örneğin, ithalatın yüzde 0,6'sı miktarda bir ihracat artışı ile gerçekleşebilir.)

Tablo 1'de karşılık oranlarının GSYİH'ye de oldukça duyarlı olduğu görülmektedir. Türkiye'nin GSYİH'sindeki yüzde 1'lik bir artış veya ticaret ortaklarının GSYİH'sindeki yüzde 1'lik bir azalış, karşılama oranını 1,5 yüzde puan civarında düşürmektedir. (Bu da, örneğin, ithalatın yüzde 1,5'i miktarda bir ihracat artışı ile gerçekleşebilir.)

⁷ Örneğin bkz. Mikic ve Gilbert (2009).

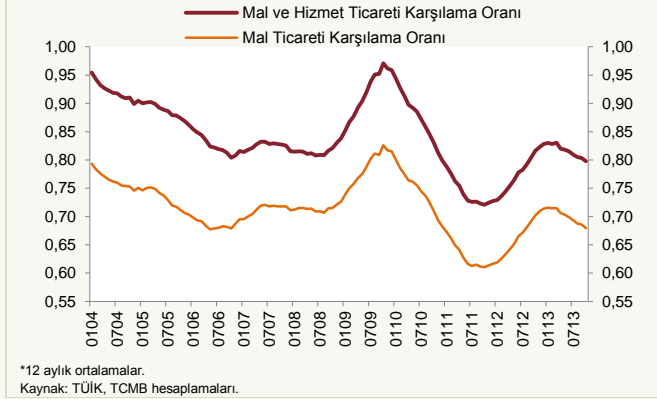
⁸ Dış ticaret açığını GSYİH ile bölerek elde edilen ölçü de yaygın kullanılan bir normalizasyondur. Diğer bir alternatif olan ticaret hacmi ile normalizasyon ise esas olarak karşılama oranına denktir.

⁹ Söz konusu 91 ülke, Türkiye'nin 2012 yılı ihracatı ve ithalatının sırasıyla yüzde 80 ve yüzde 92'ini kapsamaktadır. Bu rakamların arasındaki farkın önemli bir nedeni, Türkiye'nin ihracatında önemli payı olan Irak'ın veri kısıtı nedeniyle kullanılan örnekleme yer almamasıdır.

¹⁰ GSYİH verilerinin kaynağı Türkiye için TÜİK, diğer ülke GSYİH serileri için Dünya Bankası, reel döviz kurları için ise IMF'nin IFS istatistikleridir.

Sonuç olarak, karşılık oranının döviz kuruna ve GSYİH'ye duyarlı olduğu bulunmaktadır. Bu sonuçlar, 2014 yılında dış talepte beklenmekte olan yukarı yönlü hareketlerin ve yakın geçmişte Türk lirasında görülen değer kaybının önümüzdeki dönemde ihracatın ithalatı karşılama oranını artırması ve iç dış talep dengelenmesi sürecine olumlu katkıda bulunması yönündeki tahminlerle uyumludur.

Grafik 1. İhracatın İthalatı Karşılama Oranı: Mal Ticareti Karşılık Oranı ile Toplam Dış Ticaret (Mal + Hizmetler) Karşılık Oranlarının Karşılaştırılması*



Tablo 1. Tahmin Sonuçları. Bağımsız Değişken: Karşılama Oranı ($Z_{c,t}$)

$\log(RES_{c,t})$	0,59***
$\log(GSYH_{c,t})$	1,48***
$Z_{c,t-1}$	0,002
Yıl Sabit Etkileri	Evet
Ülke Sabit Etkileri	Evet
Ülkelere Özgü Doğrusal Zaman Trendi	Evet
Sabit Terim	119,01
Gözlem Sayısı	1585
R-kare	0,79

Not: (1) Gözlemler her ülkenin Türkiye ile arasındaki toplam dış ticaret hacmi ile ağırlıklandırılmıştır. (2) Standart hatalar tahmin edilirken ülke düzeyinde kümelendirilmiştir. (3) *** yüzde bir düzeyinde anlamlılığa işaret etmektedir.

Kaynakça

Mikic, Mia and John Gilbert, 2009, *Trade Statistics in Policy Making: A Handbook of Commonly Used Trade Indices and Indicators*, United Nations ESCAP.

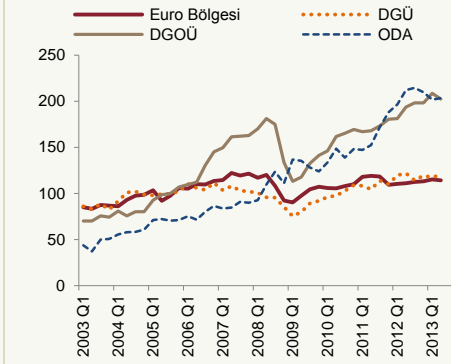
Kutu
4.4Türkiye'de İhracatın Gelir ve Fiyat Esnekliklerine Bir Bakış: Bölgesel Farklılıkların
Önemi

İhracatın dış talep ve uluslararası rekabet koşullarındaki değişimlere duyarlılığının tüm ihracat pazarları için farklı olması durumunda şoklar karşısında beklenen etkilerin boyutu ve olası politikalar, pazar farklılıklarını dikkate almadan oluşturulan öngörülerden farklı olabilir. Bu çerçevede, Türkiye'de son on yılda ihracatın bölgesel ve sektörel dağılımında yaşanan değişim ihracat talebi fonksiyonu tahmin ederken ihracat pazarları arasındaki farklılıkların dikkate alınmasının gerekli olduğunu önermektedir. Bu kutuda öncelikli olarak Euro Bölgesi ve Orta Doğu ve Afrika ülkeleri (ODA) olmak üzere, bölgesel talep gelişmelerinin ve göreceli fiyat değişimlerinin ihracat üzerindeki etkileri karşılaştırılmıştır.

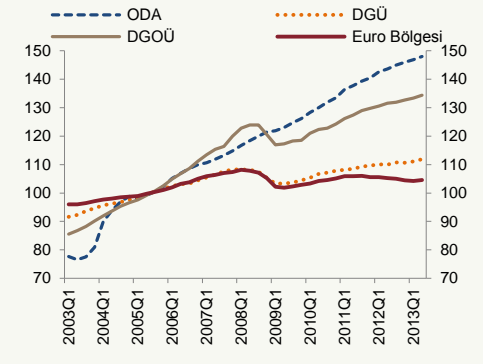
Bu amaçla Vektör Otoregresif Model (VAR) yöntemine dayanan bir analiz yapılmıştır. Bunun için 2003.I-2013-II dönemini kapsayan üç aylık veriler kullanılarak bölgesel değişkenler oluşturulmuştur. Bölgesel değişkenler¹¹, 17 tanesi Euro Bölgesi'nde, 17 tanesi ODA bölgesinde, 16 tanesi diğer gelişmiş ülkeler (DGÜ) bölgesinde ve 31 tanesi diğer gelişmekte olan ülkeler (DGOÜ) bölgesinde olmak üzere toplam 81 ülkeyi kapsamaktadır. Bu ülkeler, toplam altın hariç ihracatın yaklaşık yüzde 85'ini, dış ticaret hacminin ise yüzde 90'ını oluşturmaktadır. Özellikle 2012 ve 2013 yıllarındaki olağandışı ve geçici altın dış ticaretinin gürültü yaratan etkilerini dışlayabilmek için altın hariç verilerle çalışılmıştır. Reel ihracat verisi, ABD doları cinsinden bölgesel ihracatın, Türkiye İstatistik Kurumu tarafından aylık sıklıkta yayımlanan ihracat fiyat endeksine bölünmesi yoluyla elde edilmiştir. Bölgesel dış talep verileri, ülkelerin ihracat paylarına göre ağırlıklandırılmış reel büyüme oranları olarak tanımlanmıştır. Bölgesel reel kur endeksi, tüketici fiyatları bazlı ve ülkelerin altın hariç dış ticaret hacmi içindeki paylarına göre ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır. Tüm veriler 2005 bazlı ve mevsimsellikten arındırılmıştır.

Türkiye'de ihracat küresel kriz dönemine kadar reel olarak bir artış eğilimi göstermiştir. Bölgesel olarak bu artış eğilimi ODA bölgesinde, dönemsel dalgalanmalar dışında, aralıksız sürmüştür ve özellikle 2011 yılı sonlarından itibaren bir ivme kazanmıştır. Diğer bölgelerde ise 2008 yılından itibaren reel ihracat önemli oranda daralmıştır. ODA bölgesinin talep değişkeninde, inceleme döneminin başlangıcında özellikle Irak'ta yaşanan gelişmelerden kaynaklanan bir bozulma görülmektedir. Bu dönem dışında, ODA bölgesi talebi istikrarlı bir seyir izlemiştir. Analizde kullanılan bölgesel sınıflamaya göre, Türkiye'nin en büyük ihracat pazarının Euro Bölgesi olduğu dikkate alındığında, 2012 yılında ihracat artış hızının önemli oranda yavaşlaması ile özellikle 2011 yılı sonlarından itibaren Euro Bölgesi talebindeki daralma tutarlı görünmektedir. Bu süreçte, bölgesel reel kurların, genelde paralel hareket etmesine rağmen, Euro Bölgesi ve diğer gelişmiş ülkelerde göreceli olarak değerli olması, daha ileri teknoloji içeren ve dolayısıyla daha yüksek fiyatlı ürünlerin ihraç edildiği bu pazarlarda, talep gelişmelerinin yanında, rekabet gücünün de olumsuz etkilendiğini düşündürmektedir. İnceleme döneminin önemli bir kısmında ODA bölgesi ve diğer gelişmekte olan ülkelere karşı reel kurun, gelişmiş ülkelerin aksine 100'ün altında olması dikkat çekicidir (Grafik 1).

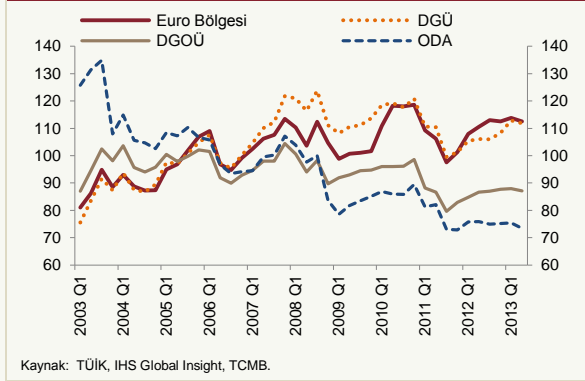
¹¹ ODA bölgesi ekonometrik analize 2005 yılından başlayacak şekilde dahil edilmiştir.

Grafik 1. Bölgesel İhracat Miktar Endeksleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)

Kaynak: TÜİK, IHS Global Insight, TCMB.

Grafik 2. Bölgesel Dış Talep Endeksleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)

Kaynak: TÜİK, IHS Global Insight, TCMB.

Grafik 3. Bölgesel Reel Kur Endeksleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)

Kaynak: TÜİK, IHS Global Insight, TCMB.

Çalışmada dört bölgesel pazar için VAR modelleri tahmin edilmiş, birikimli etki-tepki fonksiyonlarından esneklik katsayıları hesaplanmıştır¹². Otokorelasyon sorunu olmayan ve normallik koşullarını sağlayan hata terimlerine ulaşabilmek için gecikme sayısında ve küresel kriz kukla değişkeni kullanımında bölgeler için farklı spesifikasyonlar tahmin edilmiştir¹³. Tüm değişkenler analize logaritmik farkları ile girmiş, ikinci dereceden bütünleşik bir seri olmadığı için tüm seriler bu işlemle durağan hale gelmiştir.

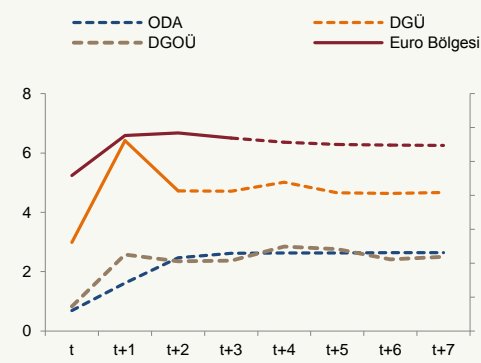
Birikimli esneklik tahminleri Grafik 2'de sunulmuştur. Grafiklerde, serilerin kesikli kısımları güven aralıklarının sıfır değerini kapsadığını ya da kapsayacak şekilde genişlediğine işaret etmektedir. Buna göre, ihracatın gelir esnekliği gelişmiş ülkelerde, özellikle de Euro Bölgesi'nde, belirgin olarak daha yüksek bulunmuştur. İhracatın gelir esnekliği Euro Bölgesi'nde 4,6, diğer gelişmiş ülkelerde ise 3,0 olarak hesaplanmıştır. Diğer bir deyişle, Euro Bölgesi dış talep endeksinde meydana gelecek çeyreklik yüzde 1'lik bir artış, Türkiye'nin bölgeye olan ihracatını eşanlı olarak yüzde 4,6 oranında artıracaktır. ODA ve diğer gelişmekte olan ülkelerde ise söz konusu esneklik değeri sırasıyla 0,7 ve 0,8 olarak bulunmuştur.

¹² Örnek olarak ihracatın gelir esnekliği, dış talepte meydana gelen bir standart sapmalılık şoka ihracat miktarının verdiği tepkinin, dış talebin kendi tepkisine oranı olarak hesaplanmaktadır.

¹³ Euro Bölgesi ve ODA ülkeleri için tek gecikme, diğer gelişmekte olan ülkelerde iki gecikme, diğer gelişmekte olan ülkelerde ise dört gecikme ile analiz gerçekleştirilmiştir. Euro Bölgesi dışındaki analizlerde küresel kriz kukla değişkenleri kullanılmıştır.

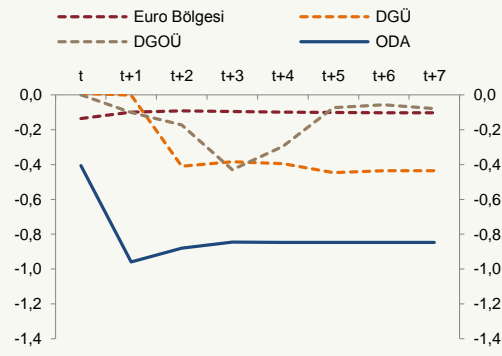
Bölgesel ihracatın reel kur esnekliği incelendiğinde ise ODA bölgesinin diğer bölgelerden ayrıştığı dikkat çekmektedir. ODA bölgesine yapılan ihracatın eşanlı reel kur esnekliği -0,41 olarak ölçülmektedir. Euro Bölgesi ve diğer gelişmekte olan ülkelerde ise söz konusu büyüklük, mutlak olarak, 0,1'den küçük olarak tahmin edilmiştir.

Grafik 4. Bölgesel İhracatın Gelir Esneklikleri



Kaynak: TCMB.

Grafik 5. Bölgesel İhracatın Reel Kur Esneklikleri



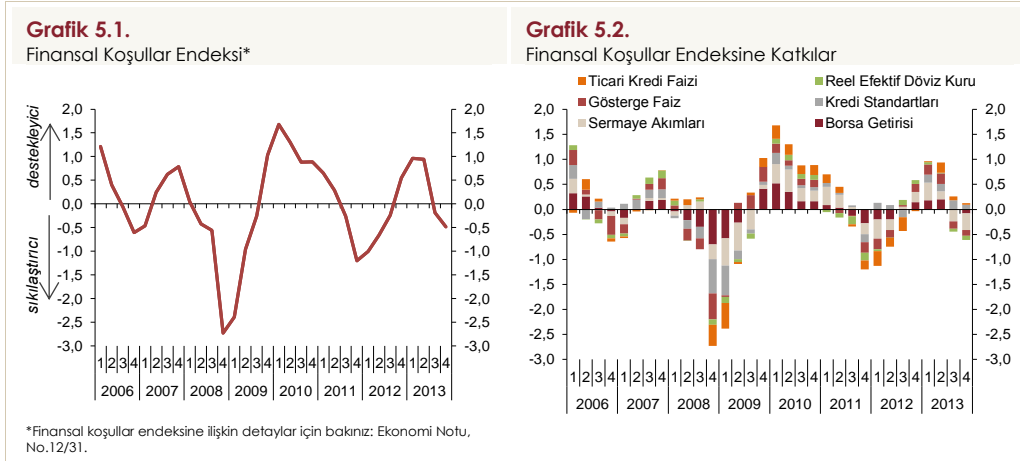
Kaynak: TCMB.

Sunulan bu bulgular, ihracatın belirleyici faktörleri arasında, gerçekleştirilen mal ihracatının kompozisyonundaki farklı yapıya paralel olarak, bölgesel farklılıklar olduğunu teyit eder görünmektedir. Buna göre, gelişmiş ülkelerdeki talep gelişmeleri bu bölgelere yapılan ihracat üzerinde belirleyici unsur iken, gelişmekte olan ülkelere yapılan ihracatı reel kur gelişmeleri daha çok etkilemektedir. Bu bağlamda, Euro Bölgesi başta olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki toparlanma sürecinin hızlanması Türkiye'deki dengelenme sürecini olumlu etkileyecek bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

2013 yılının dördüncü çeyreğinde Fed'in nicel genişleme politikasından kademeli çıkış stratejisini uygulamaya koyacağını açıklaması ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümünün görece olumsuz seyretmesi uluslararası sermayenin gelişmiş ülkelere yönelmeye devam etmesine yol açmıştır. Ayrıca, bu dönemde Türkiye'de yaşanan iç belirsizlikler yurt içi finansal piyasaların diğer gelişmekte olan ülkelere olumsuz olarak ayrışmasına neden olmuştur.

Çeşitli finansal göstergelerin ağırlıklı ortalaması alınarak Türkiye için hesaplanan finansal koşullar endeksi (FKE) bir önceki çeyreğe göre düşüş sergilemiştir. Böylelikle, özellikle sermaye akımlarındaki zayıflamanın etkisine bağlı olarak dördüncü çeyrek itibarıyla finansal koşullar sıkı bir konuma gelmiştir (Grafik 5.1). Bu dönemde yukarıda bahsi geçen gelişmeler nedeniyle sermaye çıkışları endekse daraltıcı yönde en fazla katkıyı vermiştir (Grafik 5.2). Kredi standartları ve ticari kredi faizinin endekse pozitif katkısı azalırken; borsa, kur ve gösterge faiz negatif katkı vermeye devam etmiştir.

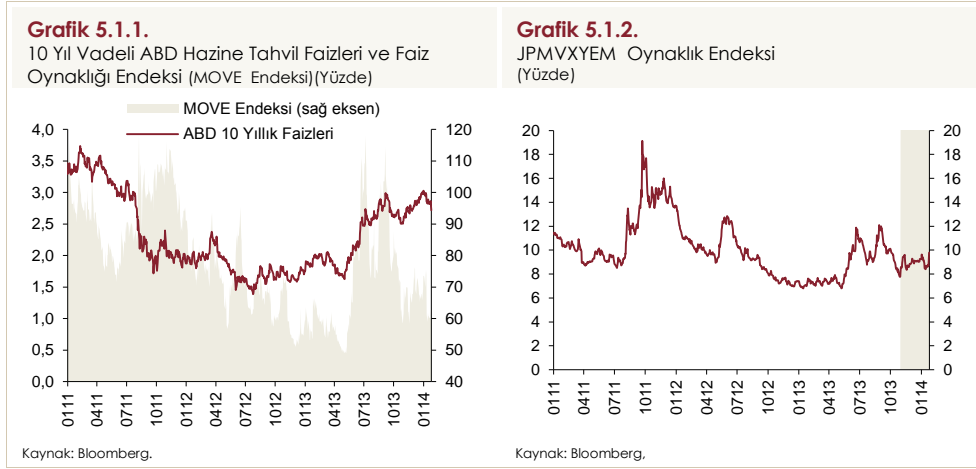


2014 yılının başında dış finansman ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere sermaye çıkışları devam etmiştir. Son dönemde BDDK önlemlerinin de etkisiyle bankaların risk iştahındaki azalma nedeniyle kredi koşullarında sıkılaştırma beklenmektedir. Bunlara ek olarak TCMB'nin temkinli para politikası duruşunun da sürmesi finansal koşulların ekonomiyi yavaşlatıcı yöndeki etkisinin önümüzdeki dönemde devam edebileceğine işaret etmektedir.

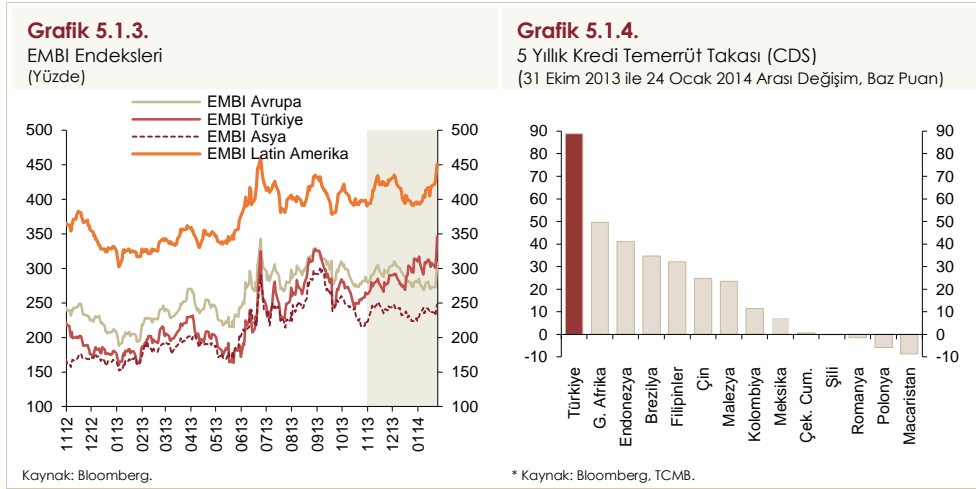
5.1. Finansal Piyasalar

Küresel Risk Algılamaları

Fed Aralık ayı toplantısında Ocak 2014'te başlamak üzere varlık alımlarını azaltma kararı almıştır. Bu durum piyasa oyuncuları tarafından daha önceden fiyatlandığı için söz konusu kararın etkileri nispeten sınırlı kalmıştır. Geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana ABD 10 yıllık Hazine tahvil faizlerinde artış gözlenmemiş, de oynaklık endekslerinde kayda değer bir yükselme gözlenmemiştir (Grafik 5.1.1). Bu dönemde gelişmekte olan ülke para birimlerinin oynaklığını gösteren endekslerde ise sınırlı bir artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.2).

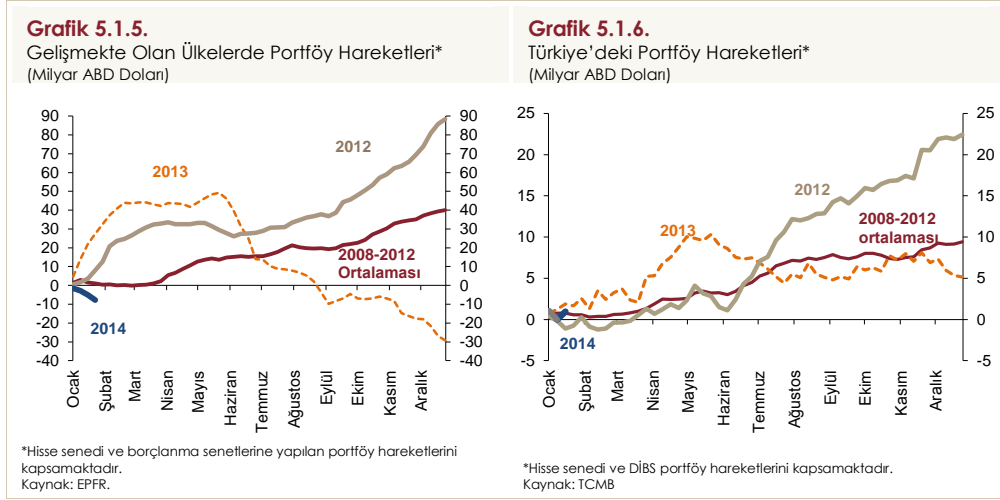


Yılın son çeyreğinde yukarıda bahsedilen gelişmelerin etkisiyle gelişmekte olan ülkelerin ülke risk primleri sınırlı oranda artış göstermiştir (Grafik 5.1.3). Ülkeler bazında bakıldığında ise, gelişmekte olan ülkeler arasında bir ayrışma olduğu ve dış finansman ihtiyacı yüksek olan ülkelerin ülke risk primlerinin daha fazla arttığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.4). Bu dönemde Türkiye'nin ülke risk priminin diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla artış gösterdiği dikkat çekmektedir. Bu durumda Türkiye'nin dış finansman ihtiyacının fazla olmasının yanı sıra Türkiye'ye özgü iç belirsizlik artışının da etkili olduğu düşünülmektedir.

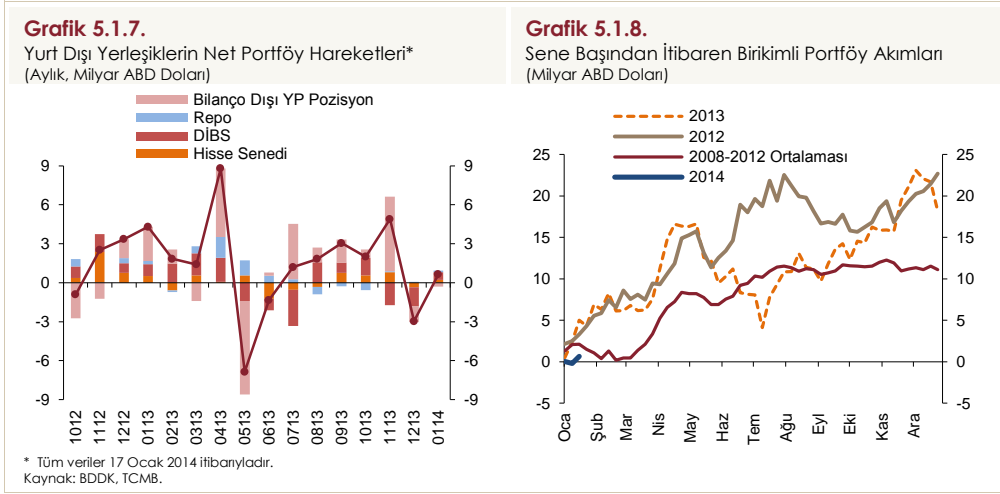


Portföy Hareketleri

2013 yılı boyunca gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları zayıf ve dalgalı bir seyir izlemiştir. 2013 yılı başından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik hisse senedi ve borçlanma senetlerinden oluşan birikimli portföy akımlarına bakıldığında Fed'in nicel genişlemeden kademeli çıkış sinyali verdiği Mayıs ayında yoğunlaşan çıkışların son çeyrekte de devam ettiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.5). Bu dönemde Türkiye'de de benzer bir şekilde portföy çıkışları gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.6).

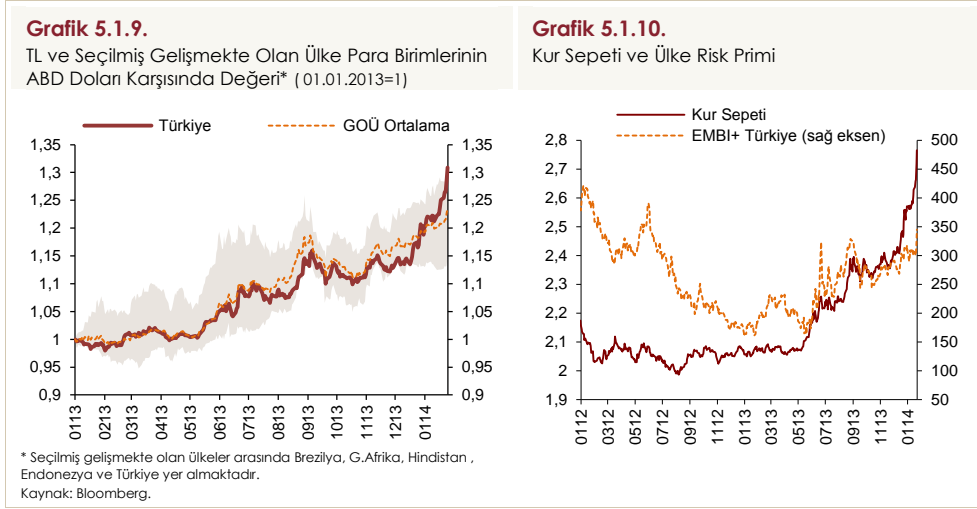


Yılın üçüncü çeyreğinde Türkiye'ye yönelik portföy akımları bir miktar toparlanmış olsa da, son dönemde hisse senedi ve devlet tahvillerinden çıkışa ek olarak kur takasından da çıkışların eklenmesiyle yeniden negatife dönmüştür (Grafik 5.1.7). Buna rağmen, portföy akımlarına sene başından itibaren birikimli olarak bakıldığında, 2013 yılında toplam sermaye girişlerinin 2008-2012 ortalamasının üstünde ve 2012 seviyelerine yakın gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 5.1.8).

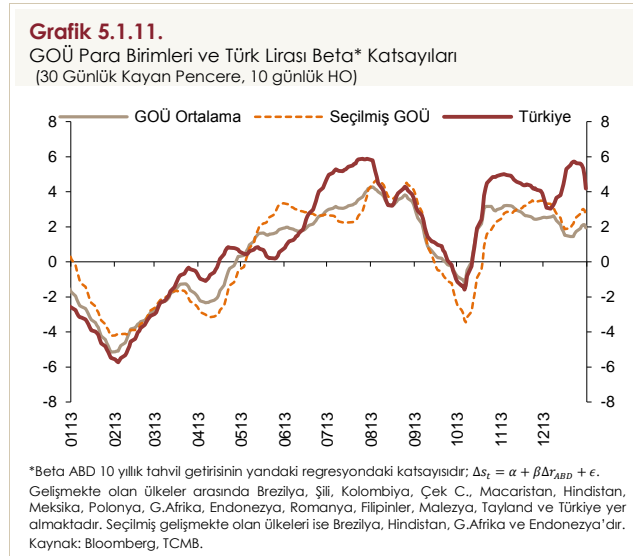


Döviz Kurları

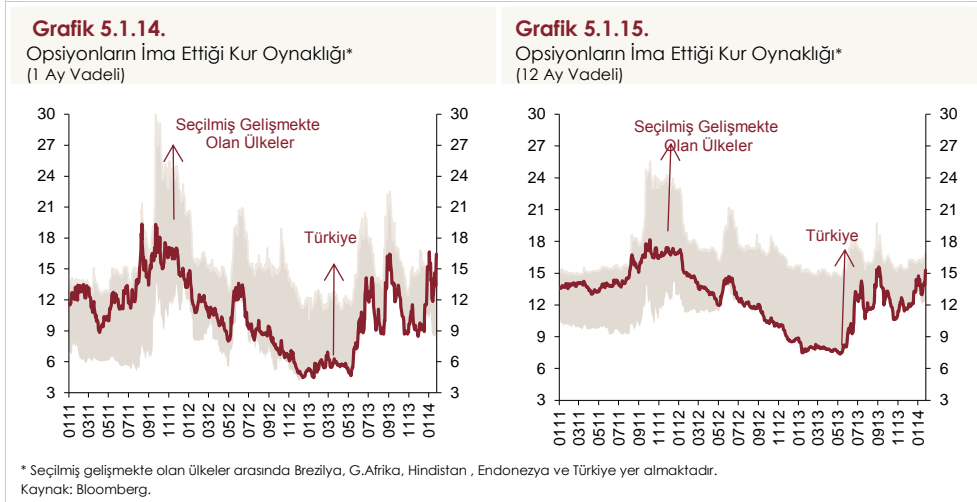
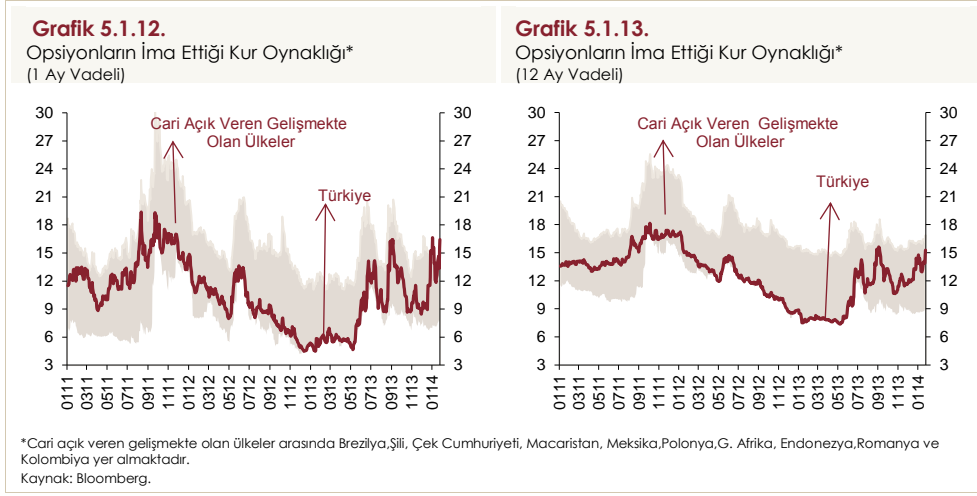
2013 yılı Ekim Enflasyon Raporu döneminden bu yana yukarıda bahsedilen gelişmelerin etkisiyle gelişmekte olan ülke para birimleri ABD doları karşısında değer kaybı yaşamışlardır (Grafik 5.1.9). Türk lirası bu dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere paralel bir hareket göstermekle beraber son dönemde iç belirsizlikteki artış etkisiyle daha fazla değer kaybetmiştir. Son dönemde risk primi ile kur sepeti arasındaki pozitif ilişkinin güçlendiği ve buna bağlı olarak kur sepetinin 24 Ocak 2014 tarihi itibarıyla 2,76 seviyelerine yükseldiği dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.10).



Gelişmekte olan ülkeler arasında dış finansman ihtiyacı daha yüksek ülkelerin para birimlerinin, gelişmiş ülke merkez bankalarının politika kararlarına daha hassas olması beklenmektedir. Bu doğrultuda ABD 10 yıllık Hazine tahvil faizlerindeki değişimin gelişmekte olan ülke para birimlerinin yüzde değişimi üzerine regresyonundan elde edilen katsayılar incelendiğinde, Türkiye'nin diğer gelişmekte olan ülkelere beraber hareket ettiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.11). Ancak son dönemdeki gelişmelerin etkisiyle Türkiye'nin katsayısının görece olarak ayrıştığı göze çarpmaktadır.



Son dönem gelişmeleri, gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen kur oynaklıklarına da yansımıştır. Türkiye'nin ima edilen kur oynaklığının hem bir ay hem de on iki ay vadede diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla artış gösterdiği dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.12-Grafik 5.1.13-Grafik 5.1.14-Grafik 5.1.15).

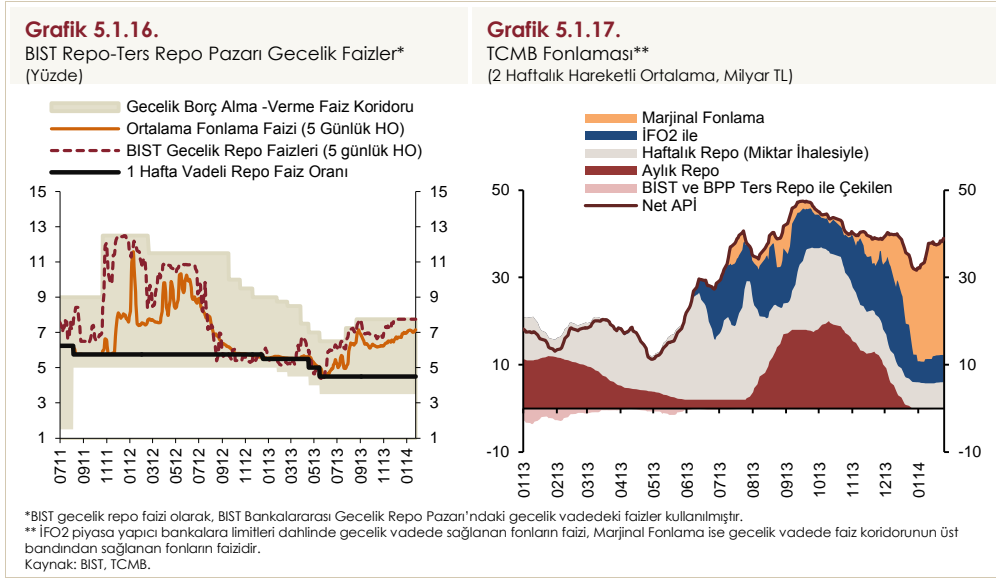


Para Politikası Uygulamaları

Yılın son çeyreğinde enflasyon göstergelerinin hedefin üzerinde kalmasının fiyatlama davranışları üzerindeki etkilerini sınırlandırmak amacıyla para politikasındaki temkinli duruş güçlendirilmiştir. Bu kapsamda BIST bankalararası para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının yüzde 7,75 düzeyine yakın oluşması yanında ağırlıklı ortalama fonlama faizinin yüzde 6,75 ve üzeri seviyelerde oluşması sağlanmıştır (Grafik 5.1.16). Ayrıca, faiz oranlarında oynaklığın düşürülmesine katkıda bulunması amacıyla bir ay vadeli repo ihalelerine son verilmiştir. Bu dönemde fonlamanın gecelik vadede olduğu ve gecelik piyasa faizlerini koridorunun üst sınırına yakın bir seviyede tutan bir likidite yönetimi uygulanmıştır. Ayrıca, 2014 yılı Ocak ayında enflasyon görünümünü orta vadeli hedeflerle uyumlu hale getirmek amacıyla likidite duruşu sıkılaştırılmaya başlanmıştır. Bu doğrultuda, ek parasal sıkılaştırma uygulanması gerekli görülen günlerde, bankalararası piyasadaki faizlerin yüzde 7,75 (marjinal fonlama oranı) yerine yüzde 9 civarında oluşmasının sağlanması kararlaştırılmıştır.

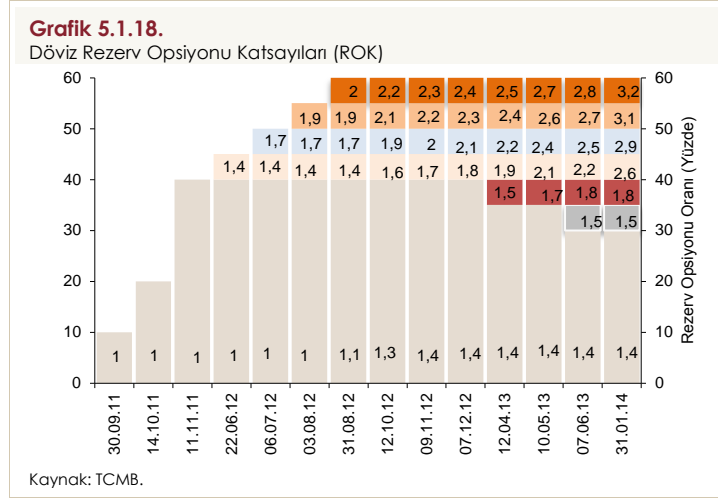
2013 yılı son çeyreğinde TCMB piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlamaya devam etmiştir. Bu dönemde, 31 Ekim 2013 ile 24 Ocak 2014 tarihleri arasında piyasaya yaklaşık 8,21 milyar ABD doları, 2013 yılı boyunca ise 17,61 milyar ABD doları döviz likiditesi sağlanmıştır. Ayrıca, döviz kurlarında aşırı oynaklık olduğu günlerde minimum tutarın 10 katına kadar döviz satım ihalesi yapılabilecektir. Yapılan döviz satım

ihalelerinin sterilize edilmemesi likidite açığını artırıcı yönde, bu dönemde bankaların rezerv opsiyonu kullanım oranlarındaki artış ise düşürücü yönde etkilemiştir. Bu dönemde ROM kullanım oranlarındaki artışın sınırlı olması sebebiyle finansal sistemin likidite ihtiyacı artış göstermiştir (Grafik 5.1.17). TCMB bu çeyrekte ek parasal sıkılaştırma çerçevesinde bir hafta vadeli repo ihalesi ile verilen fon tutarını azaltmaya devam etmiştir. Mevcut durumda bir hafta vadeli repo ihalelerinin stok tutarı 6 milyar TL'yi geçmemektedir. Ancak, sistemin fonlama ihtiyacının artması ile birlikte İstikrarlı Fonlama Oranı-1'den sağlanan fonlama da orantılı olarak değiştirilebilecektir. Ayrıca, bu dönemde piyasa yapıcısı bankalara sağlanan toplam fonlama imkânı, bankaların Hazine ihalelerinden aldıkları DİBS'lerin ihraç değerinin yüzde 7'sinden yüzde 2'sine indirilmiştir. Bu gelişmeler sonucunda TCMB ortalama fonlama faizi ile BİST bankalararası gecelik repo faizleri artış göstermiştir.



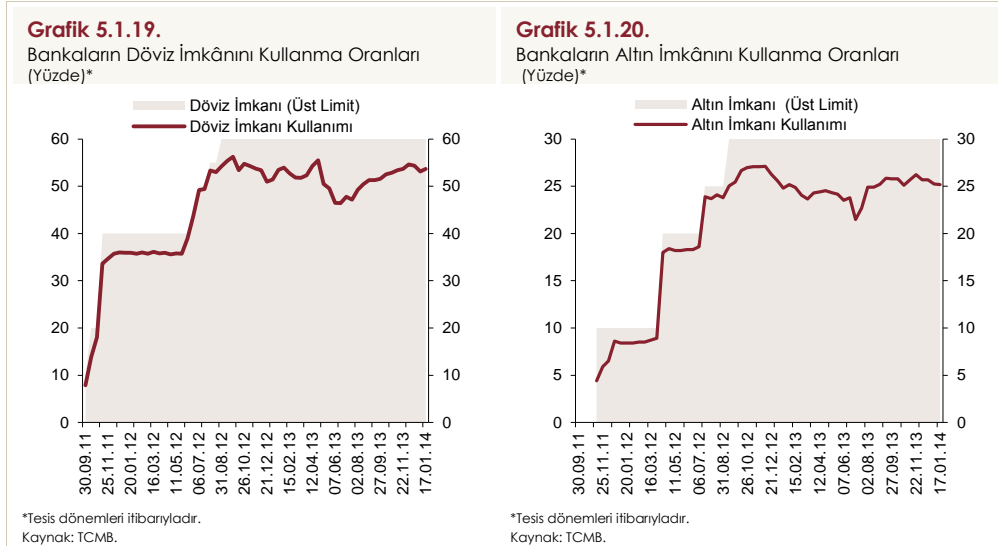
2014 yılında da bir hafta vadeli repo ihaleleri İstikrarlı Fonlama Oranı-1'den miktar ihalesi yöntemiyle gerçekleştirilecektir. Bu çerçevede, 6 Ocak 2014 tarihinden geçerli olmak üzere Açık Piyasa İşlemleri'ne taraf olan her bir kuruluşun ihaleye verebileceği toplam teklifin üst sınırı, kuruluşun tesis etmesi gereken TL zorunlu karşılık tutarının bankaların tesis etmesi gereken toplam TL zorunlu karşılık tutarındaki payının iki katı olarak belirlenmiştir. Ayrıca, para politikası aracı ve makro ihtiyati bir araç olarak kullanılan zorunlu karşılıkların daha sade bir yapıya kavuşturulması amacıyla, 2014 yılından itibaren zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin hesaplanmasında yurt içi pasif toplamından belirli kalemlerin indirilmesi yöntemi yerine, doğrudan zorunlu karşılığa tabi kalemlerin dikkate alınması şeklinde bir yaklaşım benimsenmiştir. Bu yaklaşımla, para politikası üzerinde doğrudan etkisi bulunmayan ve operasyonel süreçlerin etkinliğini azaltan küçük tutarlı birçok kalem zorunlu karşılık yükümlülüğü kapsamı dışına çıkarılacaktır. Bu uygulama ile piyasaya sınırlı bir miktarda Türk lirası ve döviz likiditesi sağlanması öngörülmektedir.

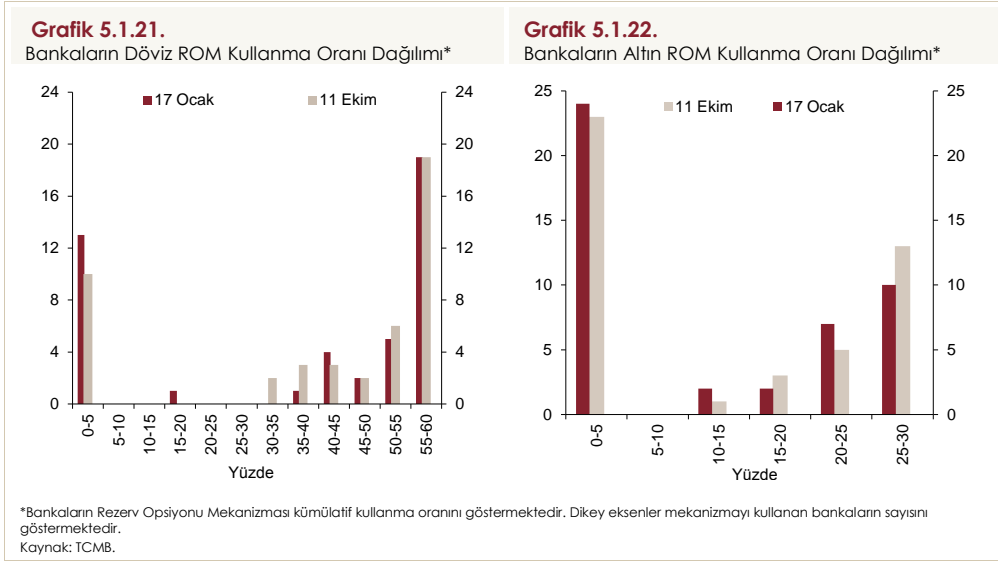
Yılın son çeyreğinde, 2014 yılında uygulanmaya başlanmak üzere rezerv opsiyonu mekanizmasının (ROM) otomatik dengeleyici özelliğini güçlendirici yönde adımlar atılmıştır. Bu doğrultuda döviz rezerv opsiyonu katsayıları yüzde 40'tan sonraki dilimlerde 0,4 puan artırılmıştır (Grafik 5.1.18). Söz konusu artışın, ROM kullanımını etkileyen diğer faktörlerin sabit kaldığı varsayımı altında, ROM kullanım oranını düşürücü yönde etkilemesi beklenmektedir. Böylece, önümüzdeki dönemde döviz satım ihaleleri ile birlikte ROM kullanım oranlarındaki düşüşler finansal sistemin TL likidite ihtiyacını artıracaktır.



2013 yılı son çeyreğinde rezerv opsiyonu katsayılarında herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. Bu dönemde bir önceki çeyrekte olduğu gibi Türk lirası maliyetlerin yabancı para maliyetlere göre yüksek seyri koruması sebebiyle rezerv opsiyonu mekanizmasını kullanmanın avantajı devam etmiştir. Nitekim bankaların da hem altın hem de döviz rezerv opsiyonu mekanizmasını yüksek oranda kullanmaya devam ettikleri dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.19 ve Grafik 5.1.20). Bankaların imkândan faydalanma oranı 4 Ocak 2014 tesis dönemi itibarıyla döviz imkânı için yüzde 89,5 (53,7/60), altın imkânı içinse yüzde 83,9 (25,2/30) olarak gerçekleşmiştir.

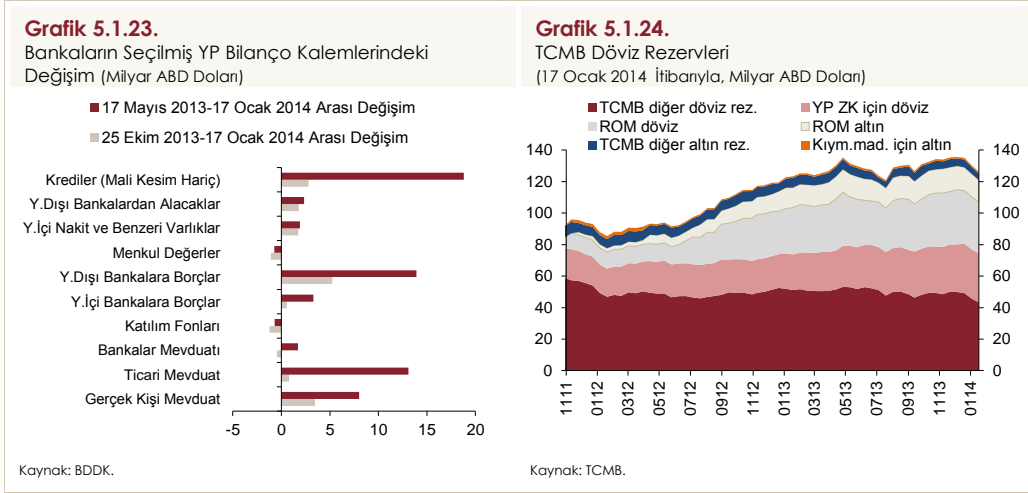
Dilimler bazında bakıldığında ise döviz rezerv opsiyonu kullanım oranlarında önemli bir değişim olmadığı, altın rezerv opsiyonunda ise son dilimlerden bir alt dilimlere geçişlerin olduğu gözlenmektedir (Grafik 5.1.21 ve Grafik 5.1.22). Bu durumda tesis dönemleri arasında altının Türk lirası karşısındaki değerindeki azalışın etkili olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, bu dönemde bankaların ROM kapsamında tesis ettiği ABD doları ve euronun tutarı da düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.24).





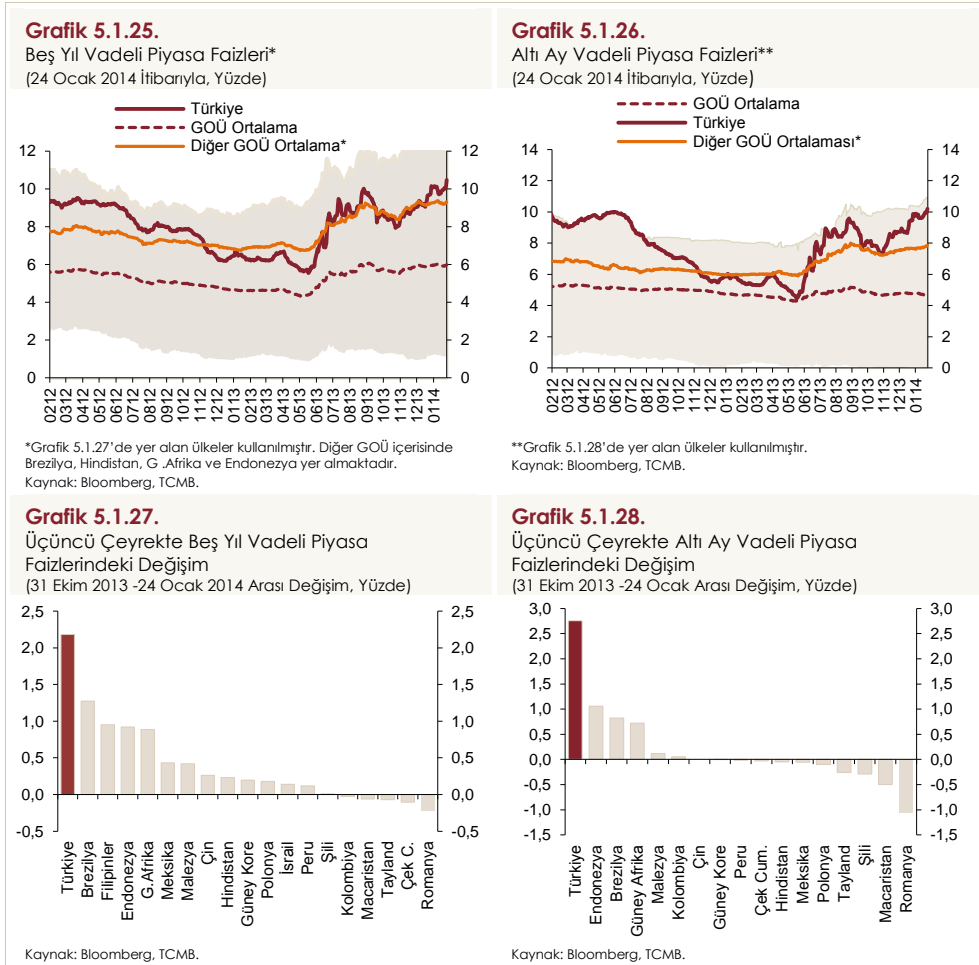
2013 yılı son çeyreğinde gerek Fed'in varlık alımlarını azaltmaya başlayacağını belirtmesi gerekse de Türkiye'ye özgü iç belirsizliklerin artmasının ardından, bankaların yabancı paraya ulaşım imkânlarının azalmasıyla ilgili olarak, bankaların bilançolarındaki yabancı para kalemlerinin incelenmesi önemli bir bilgi kaynağıdır. Bu dönemde söz konusu bilanço kalemlerindeki değişimler incelendiğinde, bankaların yurtdışı bankalardan borçlanmalarını artırdıkları ve yabancı para kredi vermeye devam ettikleri gözlenmektedir (Grafik 5.1.23). Buna ek olarak, gerçek kişi ve ticari yabancı para mevduatları da bu dönemde artış gösterdiği dikkat çekmektedir. Bu durum döviz açık pozisyonu olan reel sektörün, kur riskini azaltmak amacıyla açık pozisyonunun bir kısmını kapatmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Nitekim Fed'in nicel genişlemeden çıkış sinyali verdiği Mayıs 2013'ten itibaren ticari ve gerçek yabancı para mevduatının sırasıyla 13 ve 8 milyar ABD doları arttığı dikkat çekmektedir.

2013 yılı son çeyreğinde TCMB rezervlerinin önce artış sonra düşüş gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.24). Bu dönemde özellikle Aralık ayında yapılan 4,67 milyar ABD doları döviz satımı TCMB rezervlerini azaltıcı yönde etkilemiştir. Döviz satım ihalelerinin yanı sıra bankaların döviz ve altın rezerv opsiyonu kapsamında tesis ettikleri rezervlerin ABD doları cinsinden değerindeki sınırlı azalış da TCMB rezervlerini düşürücü yönde etkilemiştir. Ancak, bankaların yabancı para yükümlülüklerindeki artışa paralel olarak artan yabancı para zorunlu karşılıklar ile reeskont kredileri TCMB rezervlerini artıran yönde etkilemiştir. Önümüzdeki dönemde de TCMB'nin döviz satım ihalelerine devam edecek olması TCMB rezervlerini azaltıcı, ihracat reeskont kredileri ise TCMB rezervlerini artıran yönde etkileyecektir. Ayrıca, döviz ROK'larında yapılan artışların ROM kullanım oranını düşürücü yönde etkilemesi beklenirken, bankaların yüzde 40'dan sonraki dilimlere için daha fazla döviz tesis etmesi gerektiğinden TCMB rezervlerinin bu yolla artması beklenmektedir.

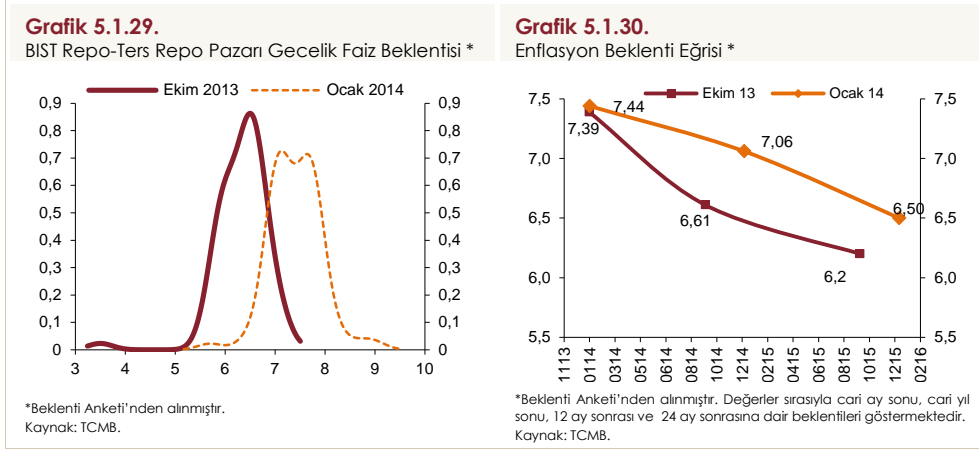


Piyasa Faizleri

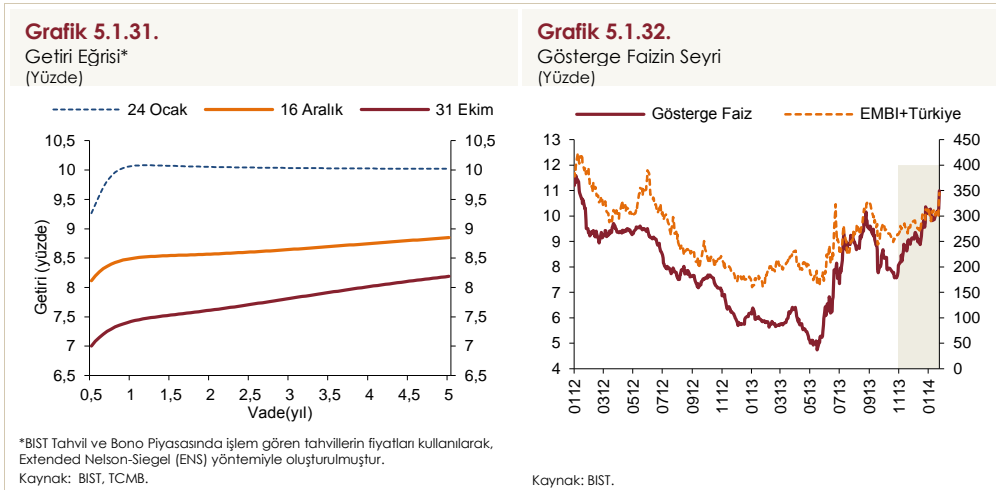
2013 yılı son çeyreğinde Fed'in nicel genişleme politikasından kademeli çıkışa başlayacağını duyurmasıyla gelişmekte olan ülkelerde piyasa faizlerinin artış gösterdiği göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.25 ve Grafik 5.1.26). Bu dönemde temkinli para politikası ve Türkiye'ye özgü risklerin belirginleşmesiyle Türkiye'deki faizlerin görece olarak daha fazla artış gösterdiği dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.27 ve Grafik 5.1.28).



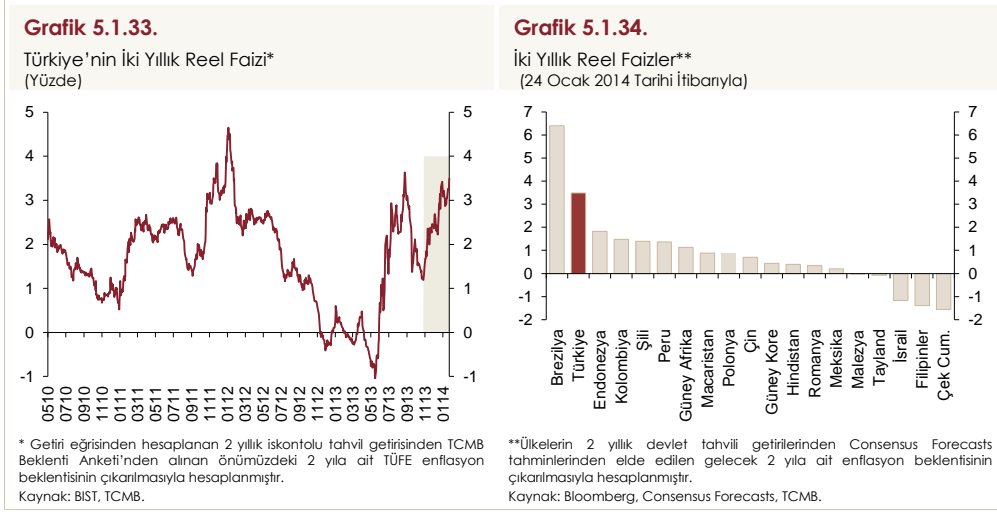
Bu dönemde enflasyon göstergelerinin hedefin üzerinde seyretmesi ve döviz kuru oynaklığının artış göstermesinin etkisiyle BIST gecelik repo faizi beklentileri dağılımının orta noktasının bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla sağa kaydığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.29). Ayrıca, BIST gecelik repo faizi beklentilerinde, faiz koridorunun üst bandı olan yüzde 7,75'ten yüksek faiz bekleyenlerin sayısının artması, bazı oyuncuların TCMB'nin politika faizlerini artırmasını beklediğine işaret etmektedir. Piyasa faizleri üzerinde etkili olabilecek bir diğer unsur olan enflasyon beklentilerinde ise bu dönemde Türk lirasının değer kaybının da etkisiyle artış olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.30). Bu durum piyasa faizlerini yükseltici yönde etkilemektedir.



Bir önceki Rapor dönemine göre faizlerin kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere tüm vadelerde artış gösterdiği ve getiri eğrisinin yataylaştığı dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.31). Bu dönemde kısa vadeli faizlerin daha fazla artış göstermesinde para politikasındaki temkinli duruş, faiz artırımı beklentileri ve iç belirsizliklerin kısa vadede yoğunlaşmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Bu dönemde gösterge faizin de Türkiye'nin risk primine paralel bir hareket göstermekle beraber gösterge faizin daha fazla arttığı dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.32). Bu durumda enflasyon beklentilerindeki artışın da etkili olabileceği düşünülmektedir.

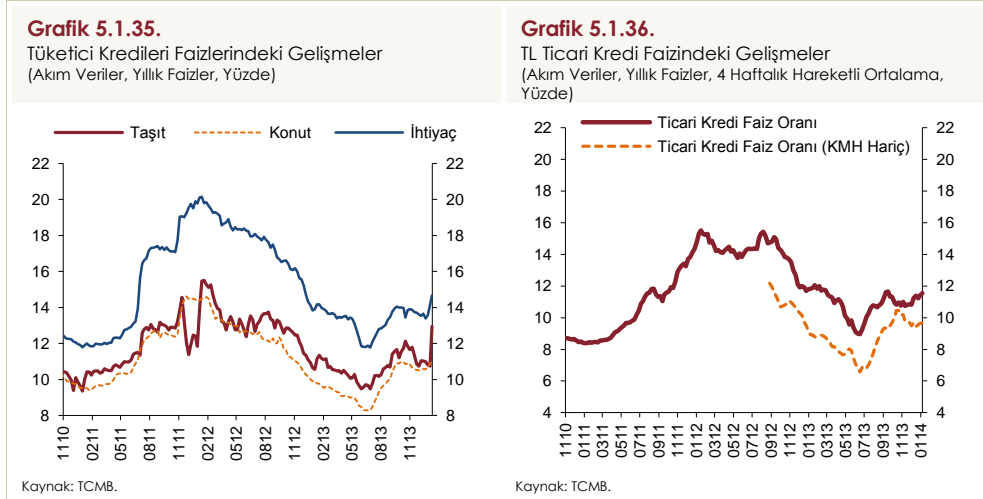


Yılın son çeyreğinde, iki yıl vadeli enflasyon beklentilerindeki yükselişe rağmen nominal faizlerdeki artışın daha fazla olması sebebiyle iki yıl vadeli reel faizler artış göstermiştir (Grafik 5.1.33). Bu gelişmelere bağlı olarak, Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler arasında üst seviyelerde yer almaya devam etmiştir (Grafik 5.1.34).

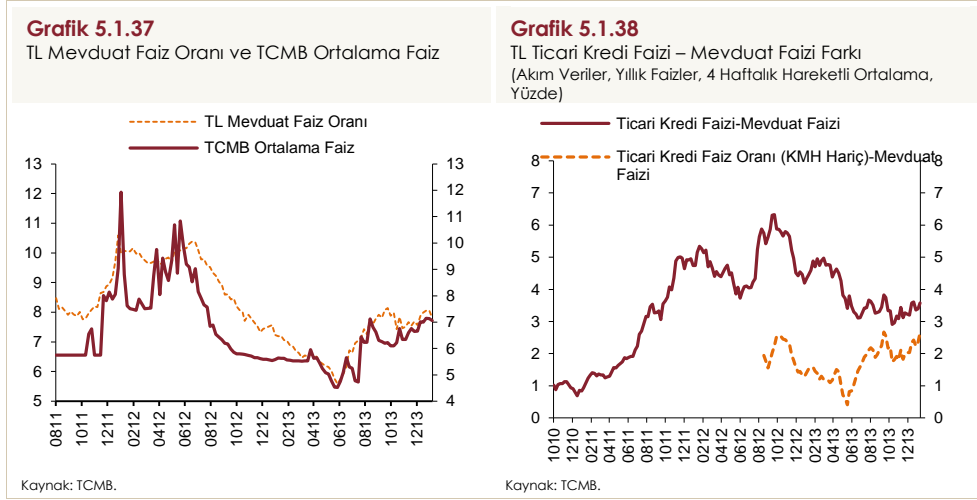


Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

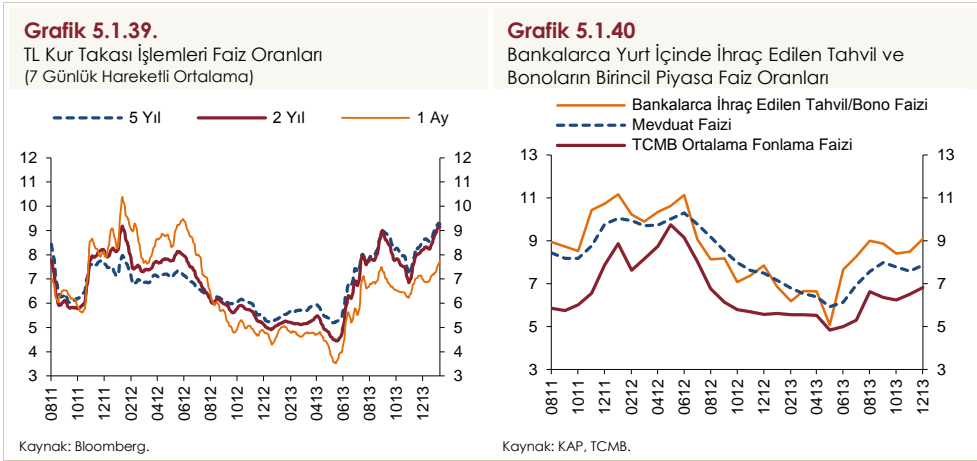
2013 yılının ortasından itibaren yukarı yönlü hareket eden finansal olmayan kesime açılan kredi faiz oranları yılın son çeyreğinde sınırlı bir azalma eğilimi göstermiştir. Çeyrek boyunca devam eden bu seyir görece olarak azalan küresel belirsizlikleri de yansıtmaktadır. İhtiyaç ve konut kredisi faizleri çeyrek başından itibaren yaklaşık 40 baz puan düşüş göstermiştir. Taahhüt kredi faizlerindeki düşüş sene sonunda görülen mevsimsellik nedeniyle daha fazla gerçekleşerek 70 baz puan olmuştur (Grafik 5.1.35). Tüketici kredilerine kıyasla daha kısa vadeli olan ticari kredi faiz oranları ise çeyrek boyunca yatay seyrederken, Aralık ayında sınırlı bir artış göstermiştir (Grafik 5.1.36).



Bankacılık sektörünün temel finansman kaynağı olan ve ağırlıklı olarak üç aydan daha kısa vadeye sahip olan mevduatlara ödenen faiz oranına dair gelişmeler büyük ölçüde TCMB'nin ortalama fonlama maliyetindeki gerçekleştirmeleri yansıtacak şekilde sınırlı ölçüde artmıştır (Grafik 5.1.37). Çeyrek boyunca her iki faiz oranına paralel olarak yatay seyreden ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark Aralık ayında gözlenen ticari kredi faizlerindeki sınırlı artışlar nedeniyle son dönemde yükselmiştir (Grafik 5.1.38). İşletmelere kullanılan kredilere uygulanan standartlardaki sıkılaştırmanın önümüzdeki çeyrekte de devam edeceği beklentisi ile ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki farkın artacağı düşünülmektedir.

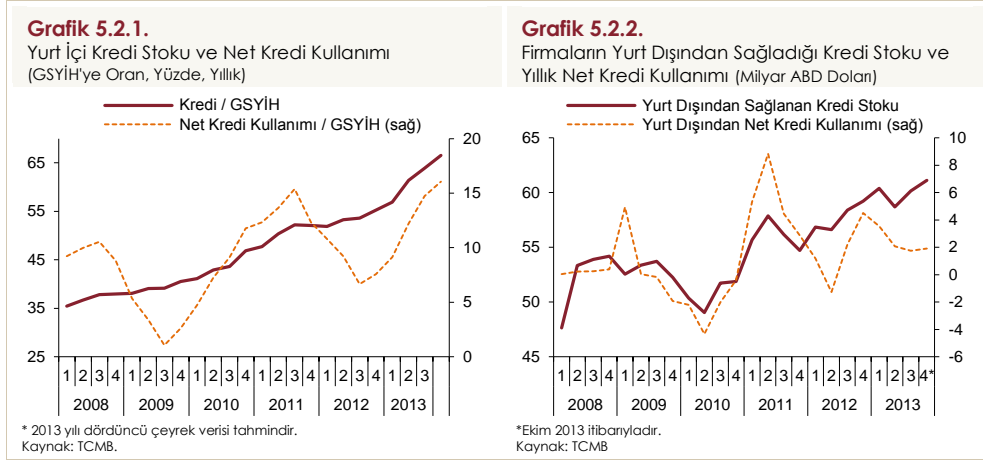


2013 yılı Mayıs ayından itibaren küresel piyasalarda artan belirsizliğin ve TCMB'nin daha sıkı bir para politikası uygulamasının etkileriyle hızlı bir yükseliş gösteren kur takası faiz oranları Eylül ayından itibaren faiz artırım beklentilerinin sona ermesi ve finansal piyasalardaki gelişmelerle beraber düşüş göstermişti. Ancak Aralık ayı ile beraber devam eden süreçte Türkiye'deki iç belirsizliklerin artmasıyla kur takası faiz oranları tüm vadelerde artma eğilimine girmiştir (Grafik 5.1.39). Bankaların yurt içinde ihraç ettikleri tahvil ve bonoların birincil piyasa faizleri Eylül ve Ekim aylarında TCMB ortalama fonlama faizi ile paralel düşerken Aralık ayında yurt dışı finansman olanaklarında sınırlı sıkılaşma beklentisi ve Türkiye'deki iç belirsizlik artışına bağlı olarak yukarı yönlü hareket etmiştir (Grafik 5.1.40).



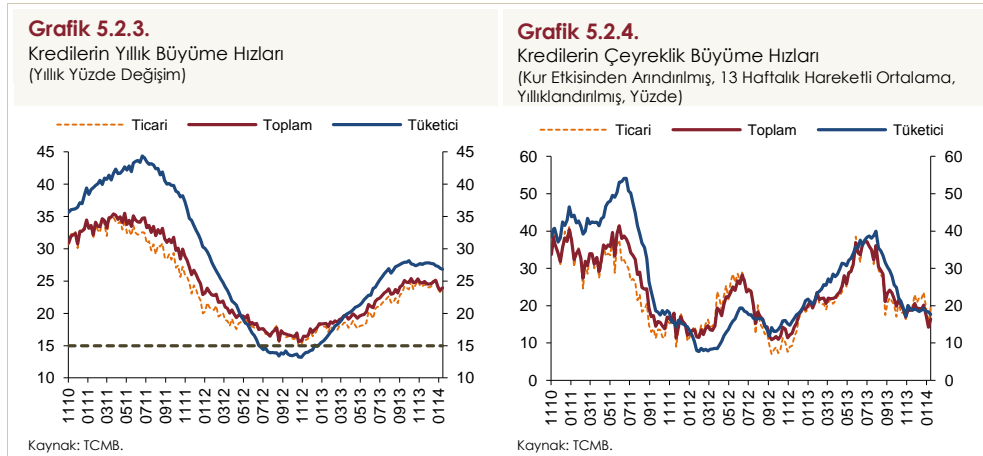
5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

Kredi stokundaki yıllık değişim olarak hesaplanan ve kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan net kredinin GSYİH'ye oranı 2012 yılının son çeyreğinden itibaren sürdürdüğü yükseliş eğilimini devam ettirmiş ve 2013 yılının son çeyreğinde bu oran yüzde 14 seviyesine ulaşmıştır. Buna bağlı olarak kredi stokunun GSYİH'ye oranı yükseliş eğilimini korumuştur (Grafik 5.2.1). BDDK tarafından son dönemde alınan tedbirlere ve finansal koşullardaki sıkılaşmaya paralel olarak 2014 yılında net kredi kullanım oranının düşeceği düşünülmektedir.

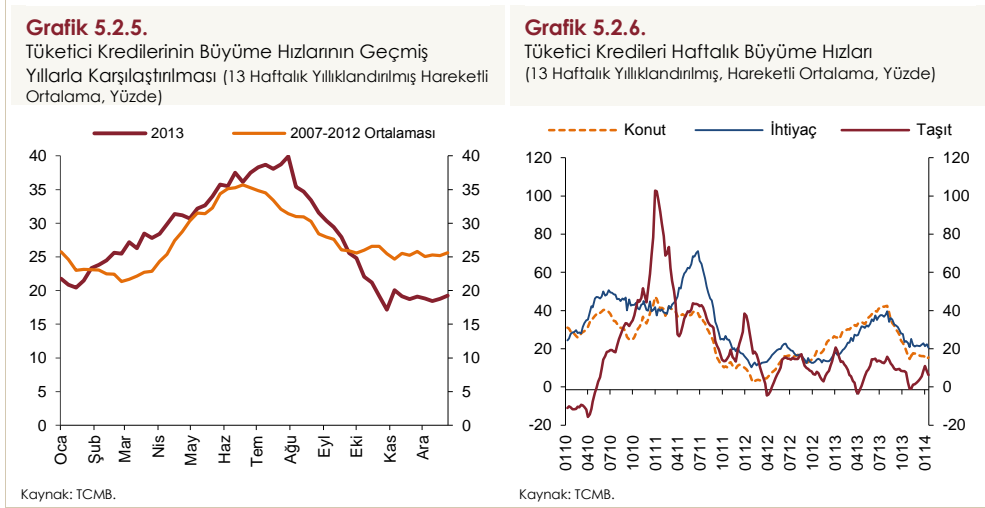


Yurt dışı finansman olanaklarıyla yakından ilgili olan yurt içinde yerleşik firmaların yurt dışından sağladığı kredi stoku 2010 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yükseliş eğilimini sürdürmektedir. Ancak reel kesimin yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlardan kullandığı net finansman miktarı 2012 yılının ortasında başladığı artış hareketini 2013 yılının başlamasıyla beraber küresel gelişmelerdeki belirsizliklere bağlı olarak sürdürmemiş ve yıl boyunca sınırlı düşüş göstermiştir (Grafik 5.2.2).

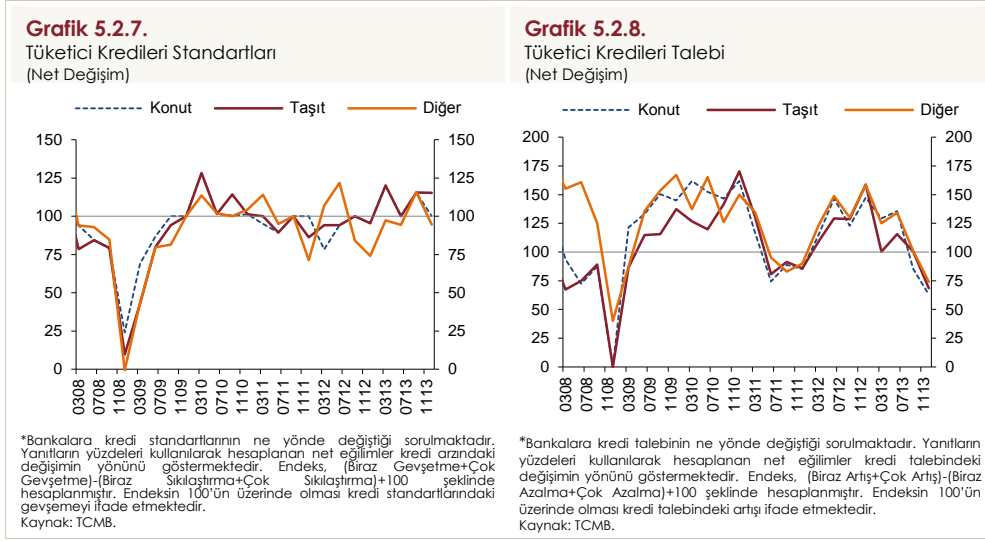
TCMB tarafından uygulanan destekleyici likidite politikası, düşük seyreden kredi faizleri ve yurt içi talepte gözlenen ılımlı artış nedeniyle 2012 yılının Kasım ayından itibaren yükseliş göstermeye başlayan finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin büyüme hızı bu eğilimi 2013 yılı Ekim ayına kadar devam ettirmiştir. Ancak, Ekim ayı ile birlikte yaklaşık dört çeyrektir ivmesini koruyan yıllık toplam kredi büyümesi eğilimi hem tüketici hem de ticari kredilerin desteğiyle yataylaşmaya başlamıştır. Bu gelişmeler ışığında, finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2013 yılı dördüncü çeyreği sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 25,0 (Grafik 5.2.3), üçüncü çeyrek ortalaması itibarıyla yıllıklandırılmış bazda yüzde 20,1 oranında bir büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.4). Bankaların hem yurt içi hem de yurt dışı fonlama koşullarında sıkılaşıma yaşamaması, bir önceki çeyreğe göre daha yüksek seviyede bulunan kredi faizleri ve bankacılık kesimi ile hane halklarının iktisadi algılarındaki temkinli duruş finansal olmayan kesime açılan kredi büyüme oranında görülen yataylaşmayı sağlamıştır. BDDK tarafından alınan makro ihtiyatı önlemler ve hem yurt içi hem de yurt dışı fonlama standartlarındaki sıkılaşımanın devam edeceğinin beklentisi göz önüne alındığında ilerdeki dönemde kredi büyüme oranlarının aşağı yönlü hareket edeceği düşünülmektedir.



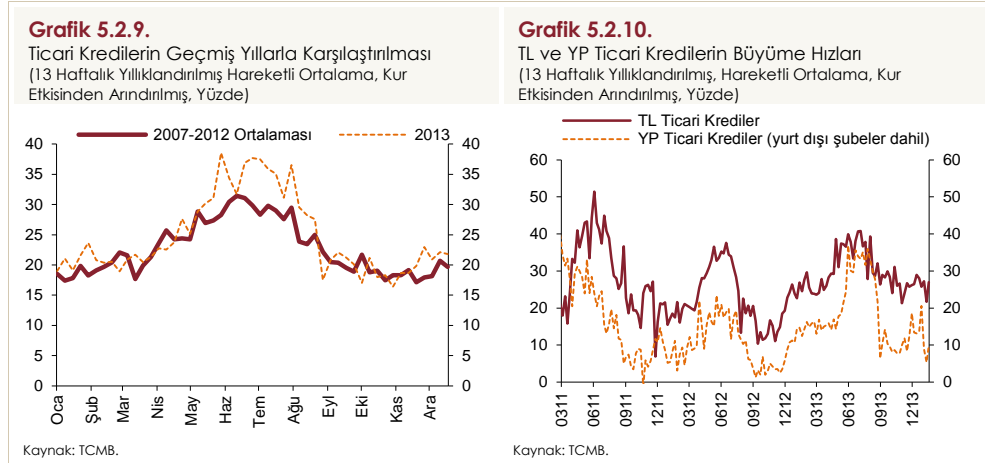
2013 yılının ilk yarısında mevsimsel ortalamaların üzerinde seyreden tüketici kredilerinin büyüme hızı üçüncü çeyrekte ivmesini kaybetmiş ve dördüncü çeyrek boyunca geçmiş yıllar ortalamasının altında seyretmiştir (Grafik 5.2.5). İhtiyaç kredileri, 2013 yılı boyunca geçmiş yıllar ortalamasının altında seyrederken, faiz duyarlılığı yüksek olan konut kredilerinde yıl başından itibaren görülen kuvvetli artış Ağustos ayı ile beraber yükselen kredi maliyetlerine gecikmeli tepki göstererek tersine dönmüş ve konut kredileri seneyi yüzde 16 yıllıklanmış büyüme oranıyla tamamlamıştır. Mevsimsel etkinin güçlü olduğu taşıt kredileri ise yılın son döneminde artış kaydetmiştir (Grafik 5.2.6).



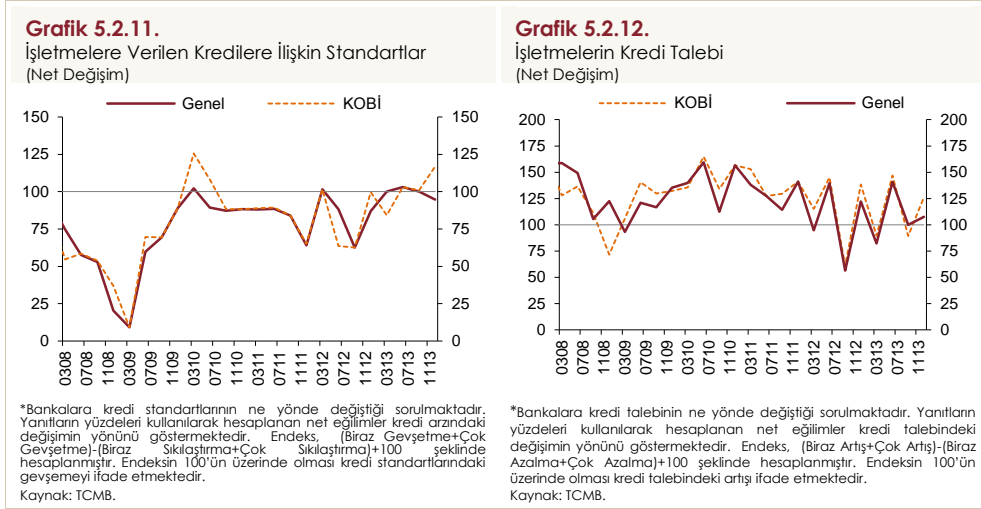
2013 yılı dördüncü çeyreğine ilişkin Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçlarına göre, bankalar konut kredisi standartlarında bir değişim gerçekleştirmezken, taşıt kredisi standartlarını gevşetmiş ve ihtiyaç kredilerine ilişkin standartlarda sınırlı düzeyde sıkılaştırma gerçekleştirmiştir. Taşıt kredisi standartlarının gevşetilmesinde bankalar arası rekabet etkili olurken ihtiyaç kredisi standartları genel ekonomik görünüm nedeniyle sıkılaştırılmıştır. Talep tarafında ise, yılın üçüncü çeyreğinde 2011 yılından bu yana ilk defa sıkılaştırma görülen konut kredisi talebindeki bu eğilim aynı ivme ile devam etmiştir. Kredi arzı tarafından farklı olarak talep tarafındaki gerileme bir alt kalemlerle sınırlı kalmamış diğer tüm kalemlerde görülmüştür (Grafik 5.2.7 ve Grafik 5.2.8). Önemli bir kısmı sabit faizli olan tüketici kredilerinde görülen talep gerilemesinde konut kredileri için fonlama maliyetleri ve bilanço kısıtları, ihtiyaç kredileri için ise genel ekonomik faaliyetlere ilişkin beklentiler etkili olmuştur. Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçlarına göre bankalar gelecek çeyrekte bireysel kredi standartlarının sıkılaşacağını öngörmekle beraber ihtiyaç kredisi talebinde artış, taşıt kredisi talebinde düşüş ve konut kredisi talebinin sabit kalmasını beklemektedir. Bankaların beklentilerine ek olarak Kutu 5.1'de incelenen BDDK'nın getirdiği yeni düzenlemelerin etkisiyle kredi kartı ve taşıt kredileri büyüme hızlarının azalacağı değerlendirilmektedir.



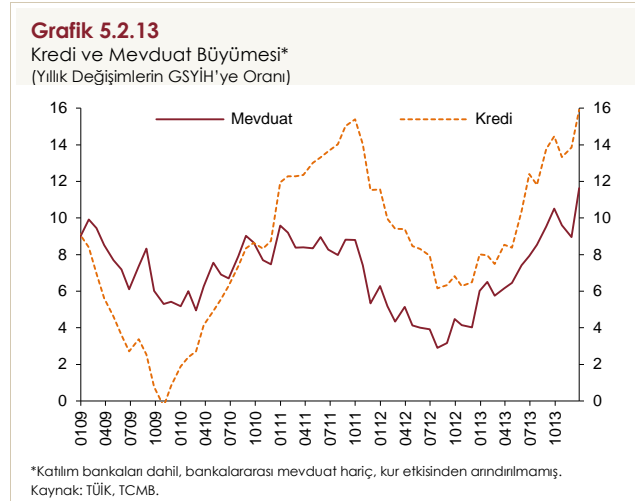
2013 yılının ortasında geçmiş yıllar ortalamasının üzerine çıkan yıllıklandırılmış ticari kredi büyüme hızı yılın geri kalan döneminde geçmiş yıllar ortalamasına benzer hareket etmiştir. (Grafik 5.2.9). Ağustos ayında büyük bir düşüş kaydeden YP cinsi ticari krediler ilerleyen dönemde sınırlı olarak yükselmiş, TP ticari krediler ise aynı dönemde yatay seyretmiştir (Grafik 5.2.10).



Banka Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre bankalar dördüncü çeyrekte ticari kredilere uygulanan standartlarda sıkılaştırma gerçekleştirirken bu durumda genel ekonomik görünüme ilişkin beklentiler etkili olmuştur. Ticari kredi standardındaki bu sıkılaştırma hem TP hem de YP cinsi ticari kredilerde meydana gelmiştir. Ancak bankalar KOBİ kredileri için standartları gevşetirken uzun vadeli ticari krediler için herhangi bir değişikliğe gitmemiştir (Grafik 5.2.11). Ticari kredi talebi ise bu dönemde yükselmiştir. Ankete göre bu artış KOBİ kredileri ile vade ayrımı açısından uzun vadeli kredilerde görülmüştür (Grafik 5.2.12). 2014 yılının ilk çeyreği için bankalar ticari kredi standartlarının sıkılaşacağını beklerken, ticari kredilere olan talebin artacağını düşünmektedir. BDDK'nın getirdiği son düzenlemelerin sadece tüketici kredilerini kapsamı görece olarak ticari kredileri olumlu etkileyecektir. Ayrıca, TCMB'nin 2014 yılı Para ve Kur Politikası metninde açıkladığı likidite politikası uygulamaları ile kredi büyümesinin tüketici kredilerinden ticari kredilere doğru yönlendirilmesine katkı sağlanacaktır.



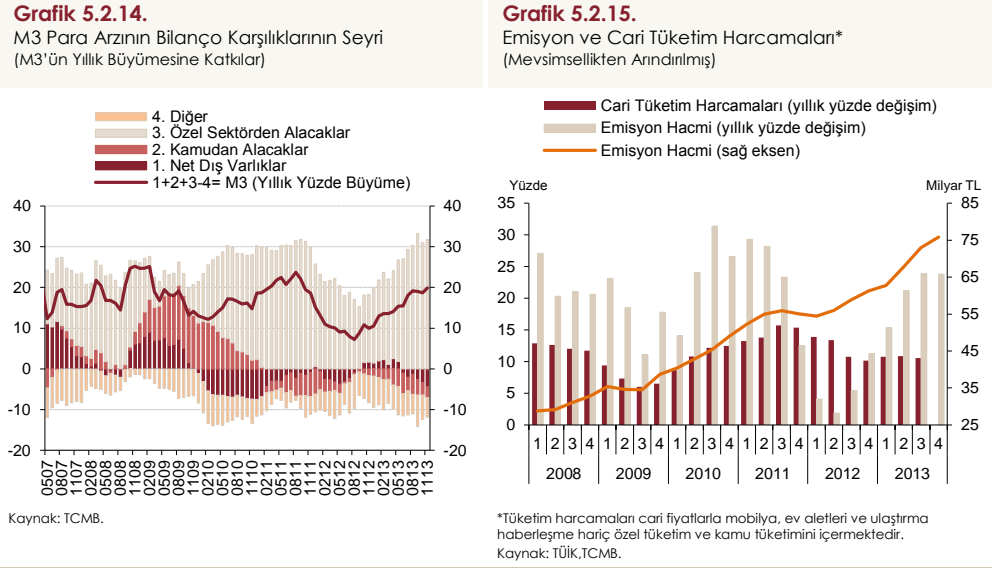
Yılın dördüncü çeyreğinde, bir önceki çeyrekte tüketici ve ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme oranlarında görülen yavaşlama korunmuştur. Yurt dışı piyasalarda görülen belirsizlik kısmen düşmüş ve kredi faizleri bu dönemde yatay seyretmiştir. Yıllıklandırılmış büyüme oranı geçmiş yıllar ortalamasına benzer şekilde hareket eden ticari kredilerde standartlar sınırlı olarak sıkılaştırırken, talepte artış gerçekleşmiştir. Tüketici kredileri için ise tüm alt kalemlerde talebin düştüğü görülmüştür. Temkinli para politikası duruşu, alınan makroihtiyati önlemler ve zayıf seyreden sermaye akımlarına ek olarak BDDK'nın Şubat 2014 tarihinde yürürlüğe sokacağı düzenlemelerle beraber kredi büyümesinin yavaşlayarak kademeli olarak mevduat büyüme hızına yaklaşacağı değerlendirilmektedir (Grafik 5.2.13).



Parasal Göstergeler

M3 tanımlı geniş para arzının yıllık büyümesinde gözlenen artış eğiliminde özel sektöre açılan kredilerdeki artışın belirleyici olma özelliği yılın dördüncü çeyreğinde de devam etmektedir. Ekim ve Kasım ayı verileriyle M3 büyümesine negatif yönde katkı veren karşılık kalemlerin toplamında yaşanan azalış, geniş para arzının büyümesinde Eylül 2012'den itibaren yaşanmakta olan artış trendine yakınsanmasına neden olmuştur (Grafik 5.2.14). Kamudan Alacaklar kalemi M3 büyümesi kompozisyonundaki negatif katkısı yılın son çeyreğinde zayıflarken, net dış varlıklar kaleminin negatif katkısı güçlenerek artmıştır. Buna karşılık banka

kârlılıklarına paralel olarak görece olarak durağan bir seyir izleyen Diğer kaleminin ise bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı olma özelliği korunmaktadır.



Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmi yıllık artış hızı yılın dördüncü çeyreğinde de artmaya devam etmiştir. (Grafik 5.2.15). Buna karşılık 2012 yılında cari tüketim harcamalarında yaşanan gerilemenin 2013 yılında duraksayarak toparlanmaya işaret etmiş olmasına karşılık, ekonominin ılımlı şekilde büyümeye devam etmesi ve talep bileşenlerinin olumlu yönde dengelenmesi beklentisi, önümüzdeki dönemde Emisyon hacminin 2009 yılı sonrasında sergilediği güçlü eğilimin ima ettiği seviyenin bir süre daha altında kalacağına işaret etmektedir.

Kutu
5.1

BDDK Tedbirleri

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun bireysel kredilere yönelik yeni düzenlemeleri 31 Aralık 2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanmış olup 1 Şubat 2014 tarihinde yürürlüğe girecektir. Bu düzenlemelerle "hane halkları borçluluğunun daha sağlıklı gelişmesine ve nihayetinde Türkiye ekonomisinin yüksek ve istikrarlı büyüme dinamiği yakalamasına katkı verilmesi amaçlanmıştır." Düzenlemelerde yer alan değişiklikleri özetlemek gerekirse; ihtiyaç kredilerinde çeşitli sektör kategorilerinde taksit sayıları öngörülerek taksit sayısına sınırlama getirilmiş, taşıt kredileri için vade sınırlaması ile beraber kredi tutanağına bağlı olarak kredi teminat oranı uygulaması (KTO) yürürlüğe konulmuştur. Bu uygulamalar, BDDK'nın 8 Ekim 2013 tarihinde yayınladığı kredi kartı limit artırımına gelire bağlı sınırlama getiren düzenlemeleri tamamlayıcı niteliktedir. Bu kutuda bahsi geçen düzenlemelerde yer alan değişikliklerin diğer ülke örnekleri ve etkileri kısaca incelenecektir.

Hane halklarının borçlanması, önemini 2008 yılında yaşanan küresel krizle beraber hatırlatmıştır. Bu borçlanma seviyesinin iktisadi temellerden kopuk biçimde artış göstermesi finansal istikrar tehdit eden gelişmelere neden olabilmektedir. Amir ve Sufi (2010) ABD için yaptığı çalışmada 2009 krizi öncesinde ortalama borçluluğu hızla artmış olan şehirlerin ev fiyatları, işsizlik, konut yatırımı gibi ölçütler açısından krizi daha ağır yaşadıklarını göstermiştir. Bu nedenle politika yapımcılar son dönemde hane halklarının aşırı borçlanmasına ve bunun sonuçlarına eğilerek ortaya çıkabilecek sorunları oluşmadan engelleyebilmek için uygulanabilecek politikalar üzerine çalışmaktadırlar. Bu kapsamda BDDK, kredi kartları ile gerçekleştirilecek mal ve hizmet alımları ile nakit çekimlerinde taksitlendirme süresini dokuz ay ile sınırlandırırken kredi kartlarıyla gerçekleştirilecek telekomünikasyon ve kuyumla ilgili harcamalar ile yemek, gıda ve akaryakıt alımlarında taksit uygulamasını sonlandırmıştır. Ek olarak, taşıt kredilerine KTO uygulaması getirilerek fatura değeri elli bin lira olan taşıtlar için KTO yüzde 70, elli bin lira üzerinde olan kısım için ise yüzde 50 olarak belirlenmiştir. Son olarak BDDK, gayrimenkul alımı amaçlı krediler hariç olmak üzere, tüketici kredilerinin vadesini otuz altı ay ve taşıt kredileri ile taşıt teminatlı kredilerin vadesini kırk sekiz ay olarak sınırlandırmıştır.

KTO uygulaması son yıllara kadar ağırlıklı olarak Kore, Hong Kong, Singapur ve Çin gibi Asya ülkelerinde makro ihtiyati tedbir olarak adlandırılmadan uygulanmıştır. Bu ülkeleri baz alarak yapılan çalışmalar konut kredileri için alınan KTO tedbirlerinin etkili olduğunu göstermektedir. Funke ve Paetz'in (2012) Hong Kong konut piyasasında yaptığı analiz çevrimsel kredi teminat oranı politikasının konut piyasasında balon oluşturma ihtimalini azalttığı ve konut fiyatlarındaki hareketliliğin reel ekonomiye etkisini sınırladığını göstermiştir. Igan ve Kang'ın (2011) Kore konut piyasasında 2001-2010 yılları arası için yaptığı çalışmaya göre KTO ve borcun gelire oranı (BGO) üzerinden yapılan sıkılaştırmaların konut piyasasındaki alım satım aktivitesini anlamlı bir oranda azalttığı gözlenmiştir. Alım satım aktivitesi sıkılaştırmanın ardından 3 ay içinde düşerken fiyatların artışındaki yavaşlama 6 ayı bulmuştur. Fiyatlardaki hareketlilik KTO sıkılaştırmalarına daha çok tepki vermektedir. Wong, Fong, Li ve Cho (2011) 13 ülkenin panel verisini kullanarak KTO politikasının etkisini araştırmış ve KTO politikası uygulayan ülkelerde fiyat düşüşlerinin konut kredisindeki temerrüde düşme oranına etkisini anlamlı manada düşürdüğünü gözlemlemiştir. Kuttner ve Shim (2013) 57 ülkenin panel verisini kullanarak çeşitli makro ihtiyati tedbirlerin konut kredisindeki etkisini araştırmış ve KTO ile BGO politikalarının konut kredisindeki büyümeyi anlamlı oranda düşürdüğünü gözlemlemiştir. BGO limitleri kullanılan çeşitli modeller için daha tutarlı sonuçlar vermektedir. Ülkemizde de BDDK 2011 yılı başından itibaren geçerli olmak üzere konut kredileri için KTO'yu yüzde 75 ile sınırlandırmıştır. Bu tarihten itibaren konut kredilerinin büyüme hızı (13 haftalık yıllıklandırılmış hareketli ortalama) düşüş göstermiştir. Bu düşüşte, uygulanan düzenlemenin de etkisi olduğu değerlendirilmektedir.

Uygulama alanı konut kredileri kadar geniş olmasa da taşıt kredilerine yönelik KTO uygulaması bazı ülkelerde bulunmaktadır. Endonezya Merkez Bankası 2012 yılının Haziran ayında konut kredileriyle beraber taşıt kredileri için de KTO uygulaması getirmiştir. Bu karar sonrasında taşıt kredi büyüme hızı önce yavaşlamış, sonrasında ise negatif değerler almıştır. Brezilya Merkez Bankası 2010 yılının Aralık ayında kredi büyümesini sağlıklı düzeyde tutmak amacıyla taşıt kredileri için gerekli sermaye yükümlüklerini artırmıştır. Bu uygulama neticesinde vadesi 60 aydan uzun olan taşıt kredisinin toplam taşıt kredisi içindeki payı yüzde 20 oranında düşmüştür. Son olarak Singapur Para Kurulu 2013 yılının Şubat ayında kredi büyümesini ve enflasyonu baskılamak amacıyla taşıt kredileri için KTO uygulamasını başlatmıştır. Bu uygulama sonucu 2013 üçüncü çeyrek itibarıyla Singapur'daki toplam taşıt kredisi stoku 13,8 milyar dolardan 12,7 milyar dolara düşmüştür. Bu bilgilerin ışığında, taşıt kredileri için BDDK tarafından getirilen KTO uygulamasının etkilerinin de ülkemizde konut kredilerinde tecrübe edilen etkilere paralel olarak yavaşlatıcı yönde olması beklenmektedir.

Dünya genelinde politika yapımcılar tarafından kredi kartı kullanımına yönelik düzenlemeler vade süresi gözeterek yapılsa da, çeşitli ülkelerde farklı uygulamalar bulunmaktadır. Malezya Merkez Bankası 2011 yılının mart ayında belli bir gelir düzeyinin altındakiler için kredi kartı sayısında ve kredi kartlarının limitleriyle alakalı sınırlamalar getirmiştir. 2011 yıl sonu itibarıyla kredi kartı borcunu erteleyenlerdeki büyüme oranı yüzde 20,3'ten yüzde 11,9'a düşmüştür. Brezilya Merkez Bankası ise 2010 yılının aralık ayında kredi kartlarının minimum ödeme miktarını yükseltmiş ve uzun vadeli bireysel krediler için sermaye yükümlülüklerini artırmıştır. Bu politikaların katkısı ile 1 yıl içinde bireysel kredi büyümesi yüzde 22'den yüzde 11'e düşmüştür. Singapur Para Kurulu 2009 yılının mart ayında kredi kartı sahibi olmak için gerekli minimum geliri artırmış, bireyler için toplam teminatsız kredi miktarını gelirin 4 katı olarak belirlemiştir. Ülke örneklerinde görülen sonuçlara dayanarak BDDK'nın kredi kartları için yürürlüğe koyduğu düzenlemelerin kredi kartı kullanım artış hızını düşürücü yönde etki yapması değerlendirilmektedir.

Sonuç olarak, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu tarafından 31 Aralık 2013 tarihinde yapılan düzenlemelerin tüketici kredisi artış hızını yavaşlatması ve finansal istikrar destekleyici yönde etkilemesi beklenmektedir.

Tablo 1: Akademik Yazındaki Bulgular

Funke ve Paetz	2012	Hong Kong konut piyasasındaki kredi teminat oranı politikasının etkinliği	Politika sayesinde balon oluşma ihtimali düşmüş ve konut fiyatlarındaki hareketlerin reel ekonomiye olan etkisi azalmıştır.
Igan ve Kang	2011	Kore konut piyasasındaki KTO ve BGO uygulamalarının etkisi	Konut piyasasındaki alım satım aktivitesi düşerken konut fiyatlarındaki artış hızı yavaşlamıştır.
Wong, Fong, Li ve Cho	2011	13 ülkede KTO'nun konut fiyatlarına olan etkisi	KTO uygulayan ülkelerde konut kredisindeki temerrüde düşme oranı azalmıştır.
Kuttner ve Shim	2013	57 ülkede makro ihtiyati tedbirlerin konut piyasasına etkisi	KTO ve BGO politikaların konut kredisi büyümesini düşürmektedir.

Tablo 2: Bireysel Tüketici Krediler Üzerine Uygulanan Politika Örnekleri

Brezilya	2010	Kredi kartlarının minimum ödeme miktarının artırılması	Bireysel kredi büyümesinde yüzde 11 azalma
Malezya	2011	Kredi kartı sayısı ve limitine sınırlama getirilmesi	Kredi kartı TGA oranında yüzde 8 azalma
Brezilya	2010	Uzun vadeli taşıt kredilerinin yükümlülüklerinin artırılması	Uzun vadeli taşıt kredisinin toplam taşıt kredilerine olan oranında yüzde 20 düşüş
Endonezya	2012	Taşıt kredileri için KTO uygulamasının getirilmesi	Taşıt kredileri büyüme oranında yüzde 15 düşüş
Singapur	2013	Taşıt kredileri için KTO uygulamasına başlanması	Taşıt kredisi stokunda yüzde 8 düşüş

Kaynakça

Brazil: Technical Note on Macroprudential Policy Framework, 2013.

Funke, M., Paetz, M., (2012), A DSGE-Based Assessment of Nonlinear Loan-to-Value Policies: Evidence from Hong Kong, BOFIT Discussion Paper No. 11/2012.

Financial Stability Review, Bank Indonesia, March 2013.

Financial Stability Review, Central Bank of Malaysia, 2011.

Financial Stability Review, Monetary Authority of Singapore, 2013.

Hong Kong Monetary Authority Working Paper No. 01/2011.

Igan, Deniz and Heedon Kang (2011), "Do Loan-to-Value and Debt-to-Income Limits Work? Evidence from Korea", IMF working paper WP/11/297, December.

Mian, A., and A. Sufi (2010): Household Leverage and the Recession of 2007-2009," IMF Economic Review, 58(1).

Kuttner and Shim (2013). Can Non-Interest Rate Policies Stabilize Housing Markets? Evidence From a Panel of 57 Economies. NBER Working Paper.

Wong, Eric, Tom Fong, Ka-fai Li, and Henry Choi, 2011, "Loan-to-Value Ratio as a Macroprudential Tool: Hong Kong's Experience and Cross-Country Evidence,".

Singapore Staff Report for the 2013 Article IV Consultation.

6. Kamu Maliyesi

Faiz dışı harcamalarda yaşanan artış eğilimine karşın bütçe gelirlerinin harcamalara kıyasla daha hızlı yükselmesi sonucu, 2013 yılında bütçe performansı geçen yıla göre daha olumlu bir seyir izlemiştir. Faiz dışı harcamalar içinde özellikle kamu yatırım harcamalarındaki artış dikkat çekerken, gelir tarafında hem vergi gelirlerinin hem de özelleştirme gibi vergi dışı gelir unsurlarının yükseldiği görülmektedir. 2012 yılının Eylül ayında ve 2013 yılının başında gerçekleştirilen vergi düzenlemeleri çerçevesinde bazı vergi oranlarının artırılması, TEDAŞ ve BOTAŞ'tan geçmiş yıllar vergi borçlarına mahsuben bazı tahsilatların yapılmış olması ve iç talepteki canlanmayla birlikte tüketime dayalı vergilerin yükselmesi, vergi gelirlerindeki artışa önemli ölçüde katkıda bulunmuştur.

Bütçe performansında 2013 yılında gözlenen iyileşmede süreklilik arz etmeyen bir defaya mahsus gelirlerin önemli bir rolü bulunmaktadır. Bu nedenle, 2014 yılında bir önceki yıllara göre bütçe açıklarının bir miktar artması ve faiz dışı bütçe fazlasının ise azalması beklenmektedir. Bununla birlikte, konjonktürel etkileri ve bir defaya mahsus gelirleri dikkate alan yapısal faiz dışı bütçe fazlası itibarıyla, 2014 yılında temkinli mali duruşun devam edeceği ve orta vadeli program süresince de bir miktar mali sıkılaşma öngörüldüğü anlaşılmaktadır (Kutu 6.1).

3) 2014-2016 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program dönemi boyunca temkinli mali duruşun devam edeceği ve mali uyumun özellikle faiz dışı harcamaları kontrol altında tutmak suretiyle sağlanacağı öngörülmektedir. Bu durumun, TCMB'nin uyguladığı politikaları destekleyerek makroekonomik istikrarı sağlamaya katkıda bulunması beklenmektedir. Bu nedenle, maliye politikası uygulamalarının Orta Vadeli Programda öngörülen çerçeveye uygun olarak yürütülmesi önem arz etmektedir.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

Merkezi yönetim bütçesi 2013 yılında 18,4 milyar TL açık vermiş, faiz dışı bütçe fazlası ise 31,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir (Tablo 6.1.1). 2012 yılı ile karşılaştırıldığında bütçe dengesinin önemli büyüklükte iyileştiği görülmektedir. Faiz dışı giderlerde yılsonu hedefinin üzerinde bir artış kaydedilmesine karşın, faiz giderlerinin görece olarak düşük oranda artması merkezi yönetim bütçe giderlerindeki artışı bir miktar sınırlamıştır. 2013 yılında hedefin üzerinde bütçe performansı gösterilmesinde, tüketime dayalı vergi gelirlerindeki yüksek tahsilat ve özelleştirme gelirlerindeki artışın belirleyici olduğu görülmektedir.

Tablo 6.1.1.

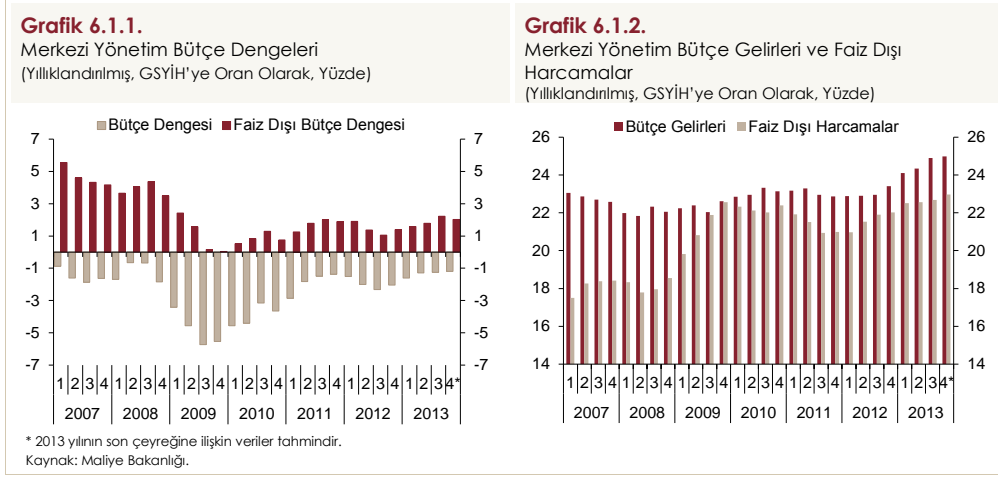
Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri
(Milyar TL)

	2012	2013	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme / Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	361,9	407,9	12,7	101,0
Faiz Giderleri	48,4	50,0	3,2	94,3
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	313,5	357,9	14,2	102,0
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	332,5	389,4	17,1	105,2
I. Vergi Gelirleri	278,8	326,1	17,0	102,6
II. Vergi Dışı Gelirler	41,8	50,0	19,7	115,7
Bütçe Dengesi	-29,4	-18,4	-37,3	54,3
Faiz Dışı Denge	19,0	31,5	65,9	165,6

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2012 yılında vergi gelirlerindeki yavaşlama ve faiz dışı harcamalardaki hızlanma eğilimi neticesinde yükselen merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranının, 2013 yılında yüzde 1,2'ye düşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 6.1.1). Faiz dışı bütçe fazlasının GSYİH'ye oranı ise, 2012 yılının üçüncü çeyreğinde

gördüğü yüzde 1,1 oranındaki düşük seviyeden sonra artmaya başlamıştır. Söz konusu oranın 2013 yılında yüzde 2 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.



2009 yılında küresel ekonomik krizin Türkiye ekonomisine olumsuz yansımalarını sınırlamak amacıyla hayata geçirilen mali önlemlerin etkisiyle belirgin olarak artan merkezi yönetim faiz dışı harcamalarının GSYİH'ye oranı izleyen yıllarda azalma eğilimine girmiş ve 2011 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 20,9 oranında gerçekleşmiştir. 2011 yılının son çeyreğinden itibaren belirgin bir artış eğilimine giren merkezi yönetim faiz dışı harcamalarının GSYİH'ye oranının, 2013 yılı sonunda yüzde 23'e yükseldiği tahmin edilmektedir (Grafik 6.1.2). Diğer yandan, merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının, 2012 yılı Eylül ayında ve 2013 yılı Ocak ayında gerçekleştirilen vergi düzenlemelerinin ve iktisadi faaliyetteki görece hızlanmanın etkisiyle, 2013 yılsonu itibarıyla yüzde 25 oranına çıkacağı beklenmektedir.

Tablo 6.1.2.

Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları (Milyar TL)

	2012	2013	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	313,5	357,9	14,2	102,0
1. Personel Giderleri	86,5	96,2	11,3	99,0
2. SGK Devlet Primi Giderleri	14,7	16,3	10,7	97,1
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	32,9	36,3	10,3	108,4
4. Cari Transferler	129,5	148,7	14,9	98,3
a) Görev Zararları	3,9	4,1	4,2	91,1
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	63,7	71,8	12,7	98,5
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	7,6	8,7	15,0	96,8
d) Gelirden Ayrılan Paylar	34,4	39,9	16,1	98,0
5. Sermaye Giderleri	34,4	43,6	26,9	130,2
6. Sermaye Transferleri	6,0	7,7	27,5	150,0
7. Borç Verme	9,5	9,1	-4,6	81,8

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderlerinde 2012 yılının ikinci yarısından itibaren kaydedilen yüksek artış eğiliminin bir miktar hız kaybetse de 2013 yılında da sürdüğü görülmektedir. Bu çerçevede, merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderleri 2013 yılında önceki yıla göre yüzde 14,2 oranında artmıştır (Tablo 6.1.2).

2013 yılında faiz dışı harcamalar içindeki ana kalemlerden cari transferler, personel giderleri ve mal ve hizmet alım giderleri sırasıyla yüzde 14,9, yüzde 11,3 ve yüzde 10,3 oranında artmıştır. Cari transferler içinde sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderlerinin artış oranı görece olarak yavaş kalmış, tarımsal destekleme ödemeleri ve gelirden ayrılan paylardaki artış ise cari transferlerdeki genel artış oranını yukarı taşımıştır. Diğer harcama kalemleri incelendiğinde, 2013 yılında sermaye giderlerindeki ve sermaye transferlerindeki yüksek

oranlı artışlar göze çarpmaktadır. Sermaye giderlerindeki yüzde 26,9 oranındaki artışta yol yapım giderlerindeki yükseliş etkili olmuştur.

2013 yılında merkezi yönetim genel bütçe gelirleri bir önceki yıla göre yüzde 17,3 oranında yükselmiştir (Tablo 6.1.3). Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüzde 17 oranında, vergi dışı gelirler ise yüzde 19,7 oranında artış göstermiştir.

Tablo 6.1.3.Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri
(Milyar TL)

	2012	2013	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Genel Bütçe Gelirleri	320,5	376,1	17,3	104,1
I-Vergi Gelirleri	278,8	326,1	17,0	102,6
Gelir Vergisi	56,5	63,8	12,9	101,7
Kurumlar Vergisi	29,0	29,0	-0,1	99,1
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	31,6	38,0	20,3	104,4
Özel Tüketim Vergisi	71,7	85,5	19,2	102,8
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	50,0	62,7	25,5	102,5
II-Vergi Dışı Gelirler	41,8	50,0	19,7	115,7
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	14,0	14,3	2,3	156,7
Faizler, Paylar ve Cezalar	22,7	23,5	3,5	104,7
Sermaye Gelirleri	2,1	10,1	392,0	108,8

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Vergi gelirleri, iç talepte gözlenen canlanma, 2012 yılının Eylül ve 2013 yılının Ocak ayında alınan gelir artırıcı tedbirler ve BOTAŞ'ın geciken ödemelerini düzenli olarak yerine getirmeye başlamasıyla birlikte olumlu bir performans göstermiştir. Bu çerçevede, 2013 yılında tüketime dayalı dolaylı vergilerdeki yüksek oranlı artışlar dikkati çekmektedir. Bu dönemde ÖTV tahsilatında kaydedilen yüzde 19,2 oranındaki artışta petrol ve doğalgaz ürünlerinden ve motorlu taşıtlardan elde edilen ÖTV tahsilatlarındaki yükselişler etkili olmuştur. Dahilde alınan KDV yüzde 20,3 oranında artarken, ithalde alınan KDV'nin 2012 yılındaki duraklama döneminden sonra 2013 yılında BOTAŞ ödemelerinin de katkısıyla yüzde 25,5 oranında arttığı görülmektedir.

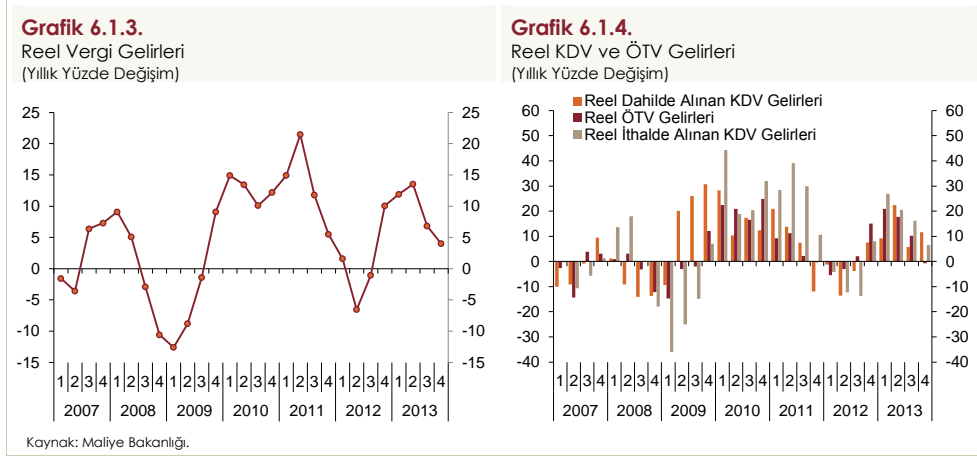
Diğer yandan, kamuoyunda vergi barışı olarak bilinen 6111 sayılı Kanun çerçevesinde tahsil edilen genel bütçe vergi gelirleri, teşebbüs mülkiyet gelirleri ile faiz, pay ve ceza gelirleri toplamı 2013 yılsonu itibarıyla 24,9 milyar TL'ye ulaşmıştır. Söz konusu toplam tutarın 13,3 milyar TL'si 2011 yılında, 7,6 milyar TL'si 2012 yılında, 4 milyar TL'si ise 2013 yılında tahsil edilmiştir.

2013 yılında vergi dışı gelirleri oluşturan ana kalemlerden sermaye gelirleri yüksek oranda artmış, teşebbüs ve mülkiyet gelirleri ise sınırlı oranda yükselmiştir. Sermaye gelirlerinde gözlenen hızlı yükseliş esas olarak özelleştirme gelirlerindeki ve taşınmaz mal satışı gelirlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. Teşebbüs ve mülkiyet gelirlerindeki artışın sınırlı kalmasında ise Merkez Bankası kârından bütçeye aktarılan tutarın azalması belirleyici olmuştur.

2011 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren yavaşlamaya başlayan reel vergi gelirlerindeki yıllık artış oranı, 2012 yılında iç ve dış talep arasında yaşanan dengelenme ve baz etkisiyle birlikte 2012 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde negatif değerler almıştır. 2012 yılının Eylül ayında bazı vergi oranlarında gerçekleştirilen artışlar ve baz etkisiyle birlikte yeniden pozitif değerler almaya başlayan reel vergi gelirlerindeki yıllık artış oranı 2013 yılının son çeyreğinde yüzde 4 olarak gerçekleşmiştir. 2013 yılının ikinci yansında reel vergi gelirlerinde artış kaydedilmesine karşın, artış hızının ilk yanya göre yavaşladığı göze çarpmaktadır (Grafik 6.1.3).

2012 yılındaki iç ve dış talep arasındaki dengelenmeden olumsuz yönde etkilenen vergi kalemlerinin başında tüketime dayalı vergiler gelmektedir. Söz konusu vergiler 2012 yılının ilk üç çeyreğinde son derece

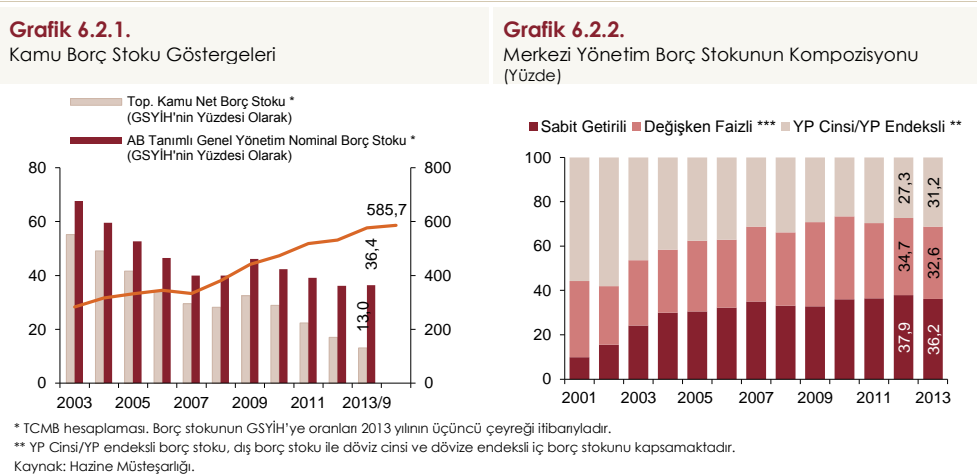
olumsuz bir performans sergilerken son çeyrekte lehte işleyen baz etkisi ve vergi tedbirlerinin etkisiyle önemli oranda artışlar gerçekleştirmiştir. 2013 yılının tamamı değerlendirildiğinde, Ocak ayında hayata geçirilen vergi düzenlemeleri, iktisadi faaliyetteki görece canlanma ve BOTAŞ ödemelerinin de katkısıyla tüketime dayalı vergilerdeki hızlanma eğiliminin güçlendiği görülmektedir. 2013 yılının son çeyreğinde ise önceki yılın aynı dönemine göre dahilde alınan KDV'nin ve ithalde alınan KDV'nin sırasıyla yüzde 11,6 ve yüzde 6,5 oranında arttığı görülmektedir. ÖTV'nin ise baz etkisi nedeniyle reel olarak yüzde 0,7 oranında gerilediği göze çarpmaktadır (Grafik 6.1.4).



6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

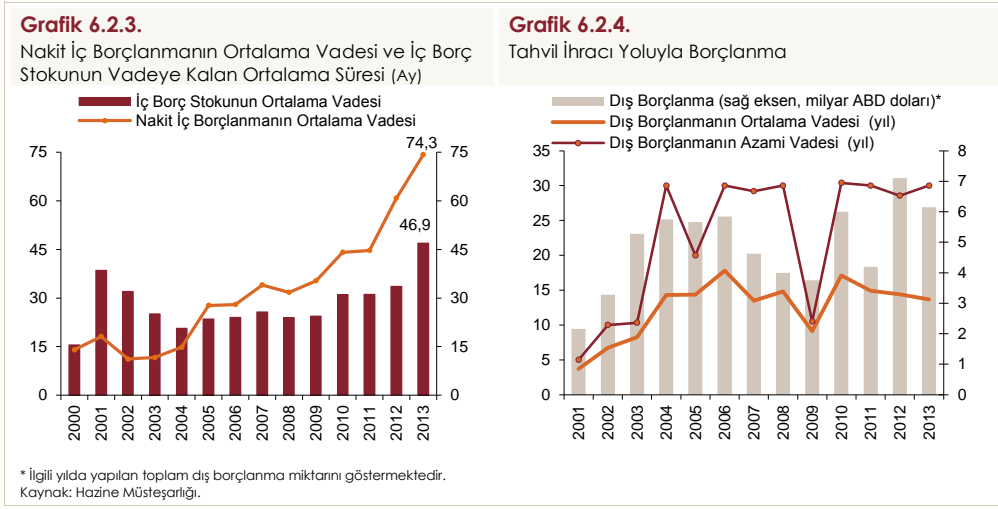
Kamu borç stoku göstergelerinin, 2013 yılında olumlu bir görünüm sergilediği görülmektedir. Toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı azalmaya devam etmiş ve borç stokunun ortalama vadesi belirgin şekilde uzamıştır.

Merkezi yönetim borç stoku, 2013 yılı sonunda 585,7 milyar TL seviyesine yükselmiştir (Grafik 6.2.1). Toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı 2013 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla bir önceki yıl sonuna göre 3,9 puan azalırken, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı 0,3 puan artmıştır¹ (Grafik 6.2.1).

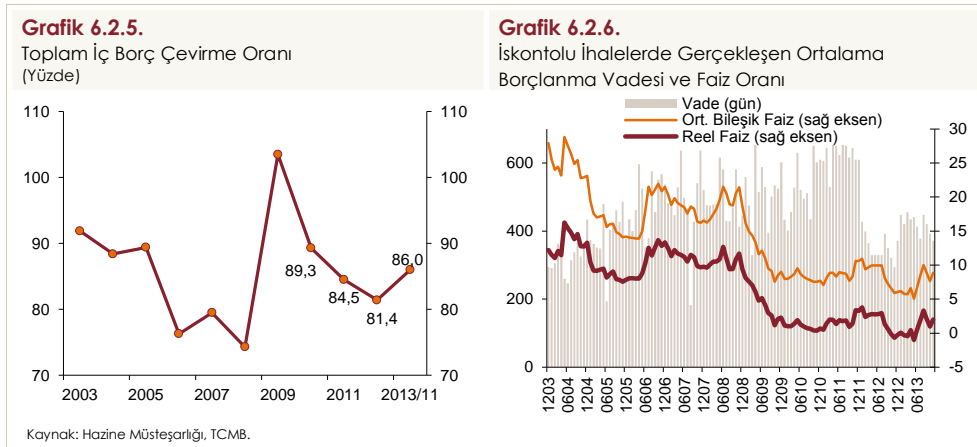


¹TCMB hesaplaması.

Hazine'nin, kamu borç stokunun likidite ve faiz oranına olan duyarlılığını azaltma yönündeki borçlanma stratejisi, 2013 yılı itibarıyla devam etmektedir. Diğer yandan, sabit getirili borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payında 2012 yılı sonuna göre azalma olduğu görülmektedir (Grafik 6.2.2). İç borçlanmanın döviz ve faiz yapısını incelediğimizde, 2013 yılında sabit faizli borçlanmanın payının bir önceki yıla göre azaldığı, değişken faizli borçlanmanın payının ise bir miktar arttığı göze çarpmaktadır. Kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı yüzde 356,8 düzeyinde gerçekleşmiştir. Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesinin 2012 yılı ortalamasına göre belirgin olarak artmasıyla birlikte, iç borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi de önemli bir artış kaydederek 46,9 aya çıkmıştır (Grafik 6.2.3). Tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı ise 6,2 milyar ABD doları olup, söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 13,7 yıl olmuştur (Grafik 6.2.4).



İç borç çevirme oranı, 2013 yılının Kasım ayı sonunda yüzde 86 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.5). 2009 yılının başından 2011 yılının başına kadar hızlı bir düşüş eğilimi gösteren iskontolu hazine bonosu ihalelerinde gerçekleşen ortalama reel faiz oranı² ise, 2012 yılı sonları ve 2013 yılı başlarında gördüğü sıfıra yakın düşük seviyelerden son dönemdeki küresel finansal dalgalanmalar ve temkinli para politikası duruşu sonucu yükselmiştir (Grafik 6.2.6).



² Reel faizler, nominal faiz oranlarının (Hazine'nin yaptığı TL cinsi kuponuz senet ihalesinde kabul edilen ortalama yıllık bileşik faiz oranı) gelecek on iki aylık TÜFE beklentisinden (TCMB Beklenti Anketi) arındırılması suretiyle hesaplanmıştır.

Yapısal bütçe dengesi, gerçekleşen milli gelirin potansiyel üretim seviyesine eşit olması durumunda oluşacak olan bütçe dengesidir ve devresel dalgalanmalara duyarlı olan bütçe unsurlarının gerçekleşen bütçe dengesinden çıkarılması ile elde edilmektedir. Bu kutuda da amaçlanan, Türkiye'de 2007-2016 dönemi itibarıyla Merkezi Yönetim yapısal faiz dışı bütçe dengesini hesaplayarak konjonktürel etkileri ve bir defaya mahsus gelirleri de dikkate alan bir yaklaşım çerçevesinde mali duruşu ortaya koymaktır.

Bu kutuda, Çebi ve Özlale (2011) çalışması esas alınarak OECD yöntemi çerçevesinde yapısal faiz dışı bütçe dengesi hesaplaması yapılmıştır³. Bununla birlikte bu kutuda Çebi ve Özlale (2011) çalışmasından farklı olarak yapısal bütçe dengesi hesaplamalarında süreklilik arz etmeyen bir defaya mahsus gelirler (one-off revenues) kapsam dışı tutulmuştur. Ayrıca, Çebi ve Özlale (2011) çalışmasına göre bu kutuda getirilen bir diğer yenilik, uluslararası ticaret ve muamelelerden alınan vergiler (ithalde alınan KDV, gümrük vergisi) için yapısal vergi unsurları hesaplanırken ithalat açığının da dikkate alınması olmuştur⁴. Diğer yandan, Çebi ve Özlale (2011) çalışmasına benzer şekilde dolaylı vergiler için (uluslararası ticaret ve muamelelerden alınan vergiler hariç dolaylı vergiler) tüketim açığı dikkate alınırken dolaysız vergiler için ise (gelir vergisi ve kurumlar vergisi) üretim açığı baz alınarak yapısal bütçe vergi gelirleri hesaplanmıştır⁵.

Bir Defaya Mahsus Gelirler

Yapısal faiz dışı bütçe dengesi hesaplanırken büyük ölçekli, etkisi bir veya birkaç yıla yayılan bir defaya mahsus bazı gelir unsurları kapsam dışı tutulmuştur. Böylece, mali performansı değerlendirmede konjonktürel etkilerin yanı sıra bir defaya mahsus gelir unsurlarının da ayıklanmasının daha sağlıklı bir yaklaşımla mali duruşun ortaya konulmasına yardımcı olacağı düşünülmektedir⁶. Bir defaya mahsus gelir unsurları belirlenirken 2007 - 2016 dönemi itibarıyla özelleştirme gelirleri, TCMB kâr transferleri, kamu bankalarından temettü gelirleri, 3. nesil GSM satış gelirleri, 5811 sayılı "Bazı Varlıkların Milli Ekonomiye Kazandırılması Hakkında Kanun" (Varlık Barışı) ve 6111 Sayılı Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması Hakkında Kanun (Vergi Barışı) çerçevesinde tahsil edilen net vergi gelirleri, 2B satış gelirleri ve enerji KİT'lerinin (BOTAŞ ve TEDAŞ) geçmiş yıllar vergi borçlarına mahsuben yaptığı tahsilatlar dikkate alınmıştır⁷. Küresel finansal krizin yurt içi ekonomiye olan olumsuz etkilerini hafifletmek amacıyla alınan ihtiyari (isteğe bağlı) mali tedbirler bir defaya mahsus önlem olarak değerlendirilmemiş ve yapısal faiz dışı bütçe dengesi hesabında kapsam dışı tutulmamıştır.

³ Yapısal bütçe dengesinin hesaplanmasına ilişkin detaylı bilgi (Çebi,C., Ü. Özlale, Türkiye'de Yapısal Bütçe Dengesi ve Mali Duruş", TCMB Çalışma Tebliği No11/111) isimli çalışmada bulunabilir.

⁴ Çebi ve Özlale (2011)'de yapısal vergi gelirleri hesaplanırken üretim açığının yanı sıra içerik etkisini de (composition effect) dikkate alacak şekilde tüketim kaynaklı dolaylı vergiler için tüketim açığı da kullanılmıştır.

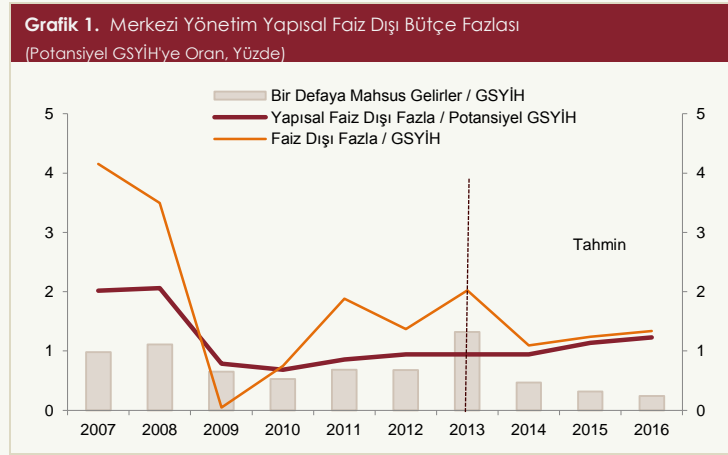
⁵ Üretim açığı, tüketim açığı ve ithalat açığı hesaplanırken Hodrick- Prescott (HP) yöntemi kullanılmıştır.

⁶ Yapısal faiz dışı bütçe dengesi hesaplanırken gelirlerin yanı sıra faiz dışı harcamalar içinde yer alan bir defaya mahsus bazı harcama kalemlerinin de ayıklanması önem arz etmektedir. Bu çerçevede, deprem, sel gibi doğal afetler sonucu yapılan geçici nitelikteki harcamalar ile savaş vb nedenlerle komşu ülkelere gelen mültecilere yapılan harcamaların da kapsam dışı tutulması gerekmektedir. Ancak, buradaki hesaplamalarda bu harcama kalemlerine ilişkin resmi belgelerde ilgili yıllara ait kapsamlı bilgi bulunamadığından dolayı bu tür geçici harcama kalemleri analizden dışlanamamıştır.

⁷ Özelleştirme gelirleri, TCMB kâr transferleri ve kamu bankalarından temettü gelirleri, 3. Nesil GSM satış gelirleri ile ilgili veriler Hazine Müsteşarlığı tarafından yayınlanan "Merkezi Yönetim Bütçesi Program Tanımlı Faiz Dışı Denge" tablosundan alınmıştır. 5811 sayılı "Bazı Varlıkların Milli Ekonomiye Kazandırılması Hakkında Kanun" kapsamında yapılan tahsilata ve 2B satışlarından elde edilen gelirlere ilişkin veriler Maliye Bakanlığı tarafından yayınlanan "Kamu Hesapları Bülteninden" alınmıştır. 6111 sayılı Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması Hakkında Kanun kapsamında 2011 yılı ve sonrasında tahsil edilen net gelirlere ilişkin veriler ile BOTAŞ ve TEDAŞ'ın 2013 yılında geçmiş yıllar vergi borçlarına mahsuben yapmış olduğu ödemelere ilişkin bilgiler Kalkınma Bakanlığı tarafından hazırlanan "Yıllık Programlardan" alınmıştır. Orta Vadeli Program dönemi olan 2014-2016 yıllarında bir defaya mahsus gelirlerden gelmesi beklenen tahsilata ilişkin bilgi "2014 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanununa bağlı "B cetvelinden" alınmıştır.

Yapısal Faiz Dışı Bütçe Dengesi: Bulgular ve Değerlendirme

Bu çalışmada, 2007-2016 dönemi itibarıyla Merkezi Yönetim yapısal faiz dışı bütçe fazlası hesaplanmıştır. 2013 – 2016 dönemine ilişkin yapısal faiz dışı bütçe fazlası hesaplanırken Orta Vadeli Program'da sunulan makro çerçeve esas alınmıştır. Grafik 1'de 2007 – 2016 dönemi itibarıyla gerçekleşen Merkezi Yönetim bütçe faiz dışı fazlasının Gayri Safi Yurt İçi Hasılaya (GSYİH) oranı, yapısal faiz dışı bütçe fazlasının potansiyel GSYİH'ye oranı ve bir defaya mahsus gelirlerin GSYİH'ye oranı yer almaktadır. Gerçekleşen faiz dışı bütçe fazlasının yapısal faiz dışı bütçe fazlasına göre dalgalı bir yapı sergilediği gözlenmektedir. Konjonktürel etkilerden ve bir defaya mahsus gelirlerden arındırılmış yapısal bütçe faiz dışı fazlasının ise küresel finansal kriz sonrası dönemde istikrarlı bir yapı gösterdiği gözlenmektedir.



Küresel finansal krizin yurt içi ekonomiye olan olumsuz etkilerini hafifletmek amacıyla 2008/2009 döneminde alınan ihtiyari mali tedbirler sayesinde (geçici vergi indirimleri ve bazı kamu harcamalarının artırılması) yapısal faiz dışı bütçe fazlası düşmüştü ancak bu düşüş gerçekleşen faiz dışı bütçe fazlası kadar belirgin bir nitelik arz etmemiştir (Grafik 1). Küresel kriz öncesi dönemde sağlanmış olan mali alan (görece yüksek faiz dışı bütçe fazlası ve düşük borç stoku seviyeleri), kriz döneminde maliye politikası araçlarının ekonomik istikrarı sağlayacak şekilde aktif olarak kullanılmasına imkan tanımıştır. Bununla birlikte, 2009 yılında uygulanan döngü karşıtı genişleyici maliye politikaları (counter - cyclical fiscal policy) sonucu bütçe açıkları artmış ve borç stoku yükselmiştir.

Küresel finansal krizi takip eden dönemde yapısal faiz dışı bütçe fazlasının sınırlı bir artma eğilimi taşıdığı ve mali disiplinin tekrar tesis edilmeye çalışıldığı gözlenmektedir. Bir başka ifade ile küresel kriz sonrası dönemde maliye politikasında sınırlı bir sıkılaştırma gözlenmiş ve genel olarak nötr bir maliye politikası uygulanmıştır. 2014 – 2016 yıllarını kapsayan Orta Vadeli Program dönemi boyunca da temkinli mali duruşun devam etmesi ve bu durumun TCMB'nin uyguladığı politikaları destekleyerek makroekonomik istikrara katkıda bulunması beklenmektedir (Grafik 1).

Kaynakça

Çebi C. & Özlale Ü. (2011), "Türkiye'de Yapısal Bütçe Dengesi ve Mali Duruş", TCMB Çalışma Tebliği No: 11/11.

7. Orta Vadeli Öngörüler

Bu bölümde tahminlere temel oluşturan varsayımlar özetlenmekte, bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon ve çıktı açığı tahminleri ile para politikası görünümü önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Finansal Koşullar

2013 yılının son çeyreğinde, ABD'de nicel genişleme politikalarından kademeli çıkış stratejisinin uygulamaya konacağına açıklanmasının etkisiyle büyüme performansları da görece zayıf seyreden gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışları devam etmiştir. Nitekim Türkiye için hesaplanan finansal koşullar endeksi, özellikle son çeyrekte zayıflayan sermaye akımlarına bağlı olarak finansal koşulların daha sıkı bir konuma geldiğini göstermektedir (Grafik 5.1 ve 5.2). Bu gelişmeler paralelinde bir önceki Rapor dönemine göre faizlerin tüm vadelerde artış gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.33).

Enflasyon

2013 yıl sonu tüketici enflasyonu yüzde 7,4 oranında gerçekleşerek hem Ekim Enflasyon Raporu tahminlerinin hem de enflasyon hedefi etrafındaki belirsizlik aralığının üzerinde kalmıştır. Bu gelişmede, Türk lirasında gözlenen değer kaybı ve gıda fiyatlarındaki artış etkili olmuştur (Kutu 7.1).

Enflasyonun yılın son çeyreğindeki seyrinde gıda fiyatları belirleyici olmuş, Ekim ayında yüzde 7,0 olarak varsayılan 2013 yıl sonu gıda fiyat enflasyonu yüzde 9,7 olarak gerçekleşmiştir. Bu grupta gözlenen olumsuz fiyat hareketleri ve tarihsel ortalamalar dikkate alınarak 2014 yıl sonu gıda fiyat artış oranına dair varsayım yüzde 8 düzeyine çekilmiştir. Bu güncellenmenin 2014 yıl sonu enflasyon tahminine etkisi yaklaşık 0,3 puan yukarı yönlü olmuştur.

Tablo 7.1.1.
Varsayımlardaki Güncellemeler

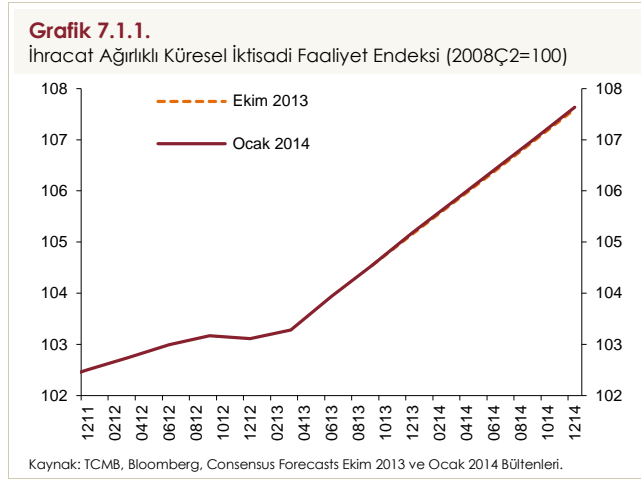
		Ekim 2013	Ocak 2014
Çıktı Açığı	2013 Ç3	-1,90	-1,70
	2013 Ç4	-1,42	-1,50
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yılsonu Yüzde Değişim)	2014-2016	7,0	8,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2014	-0,4	0,0
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2014	105	105
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2014	2,3	2,4

Talep Koşulları

2013 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyet Ekim Enflasyon Raporu'nda belirtilen görünümle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. 2013 yılı üçüncü çeyreği için çıktı açığı sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler, iktisadi faaliyette ılımlı bir artışa işaret etmektedir. Üçüncü çeyrekte özel tüketim ve özel yatırım büyümeye olumlu katkı sağlarken, kamu kesimi

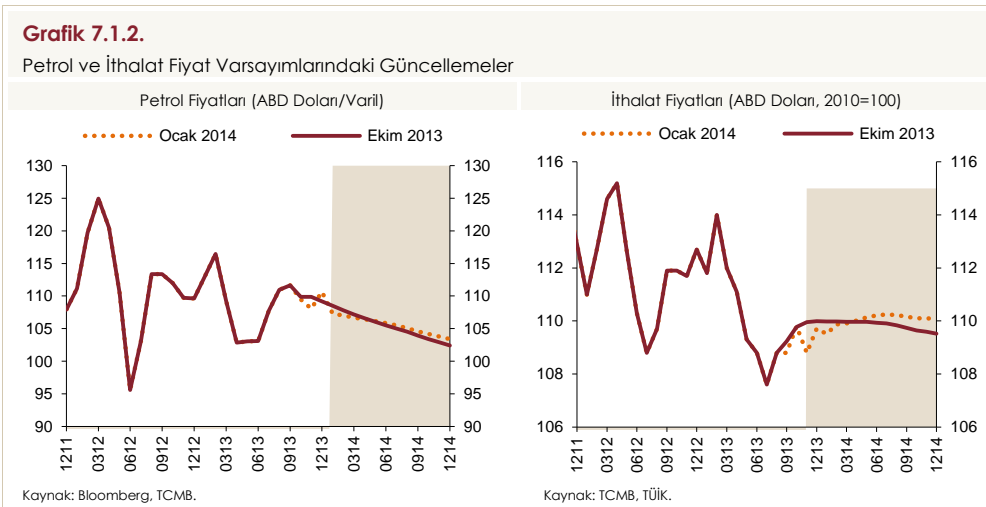
dönemlik bazda negatif katkı yapmıştır. Dış talep tarafında ise hem ihracatın hem de ithalatın daraldığı ancak net ihracatın dönemlik büyümeye olumlu katkı yaptığı görülmektedir.

2013 yılı son çeyreğine ilişkin öncü göstergeler iktisadi faaliyetin ılımlı bir şekilde artmayı sürdürdüğünü göstermektedir. Dış talebe ilişkin göstergeler ise, net ihracatın büyümeye pozitif katkı sunduğuna işaret etmektedir. Özellikle Euro Bölgesi'nin ithalat talebinde gözlenen artış eğiliminin istikrar kazanması olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Buna karşılık, ihracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksinde bir önceki Rapor dönemine kıyasla henüz önemli bir değişiklik gözlenmemektedir (Grafik 7.1.1).



İthalat Fiyatları

Yılın son çeyreğinde ithalat fiyatları Ekim Enflasyon Raporu'ndaki varsayımların bir miktar altında seyrederken, petrol fiyatları öngörülerle uyumlu gerçekleşmiştir (Grafik 7.1.2). 2014 yılı ortalama ithalat fiyatı artışı varsayımı sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir. Öte yandan, 2014 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı için Ekim Enflasyon Raporu'ndaki seviyeler korunmuştur. Bu varsayımlar 2014 yılında enflasyon üzerinde ithalat fiyatları kaynaklı önemli bir baskı beklenmediğine işaret etmektedir (Tablo 7.1.1).



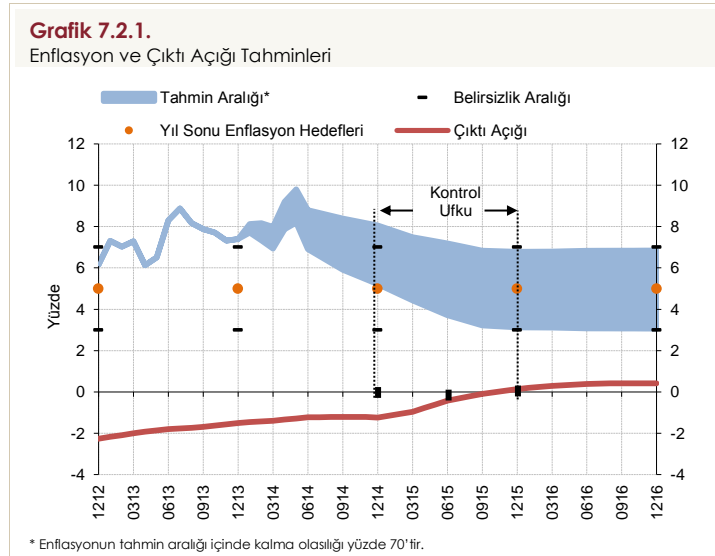
Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Ocak ayı başında otomobil ve tütün fiyatlarında yapılan vergi ayarlamalarının 2014 yıl sonu enflasyonunu yaklaşık 0,5 puan artırmaya yönde etkileyeceği öngörülmektedir. Bu fiyatlarda yılın geri kalanında ek bir düzenleme olmayacağı, elektrik ve doğalgaz fiyatlarında ise enflasyon hedefiyle uyumlu artışlar olacağı varsayılmaktadır.

Maliye politikasının orta vadeli duruşu için 2014-2016 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, temkinli mali duruşun devam edeceği ve faiz dışı harcamaların kontrol altında tutulacağı varsayılmıştır.

7.2. Orta Vadeli Görünüm

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasındaki temkinli duruşun korunarak likidite politikasının genel olarak sıkı tutulduğu ve alınan makroihtiyati tedbirlerin de katkısı ile yıllık kredi büyüme oranının 2014 yılının ikinci yarısından itibaren yüzde 15 referans değerine yakınsadığı varsayılmıştır. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2014 yılı sonunda yüzde 5,2 ile yüzde 8 aralığında (orta noktası yüzde 6,6), 2015 yılı sonunda ise yüzde 3,1 ile yüzde 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

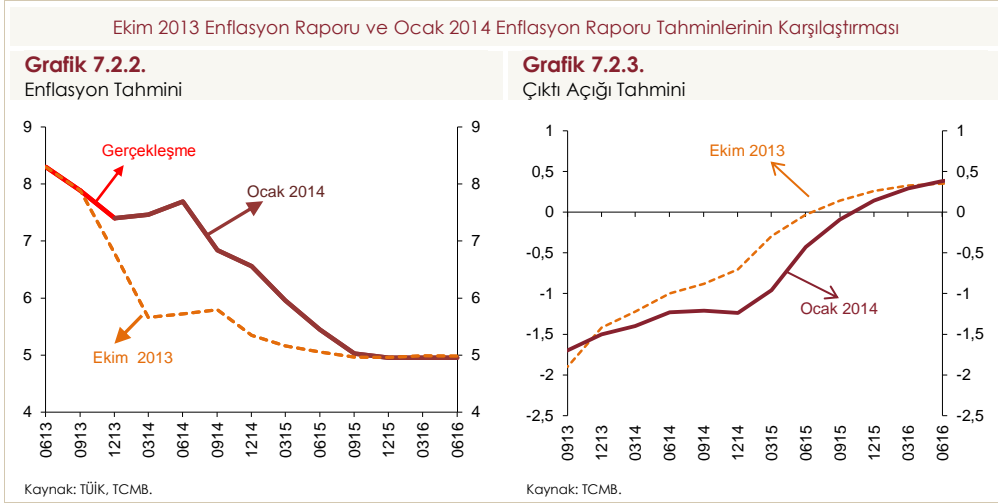


Kısa vadede enflasyonun yapılan vergi ayarlamalarına ve döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkilerine bağlı olarak bir süre daha dalgalı bir seyir izleyeceği ve yüzde 5 hedefinin belirgin bir şekilde üzerinde olacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun bu seyrinde baz etkileri de önemli rol oynamaktadır (Kutu 3.1) Yılın ikinci yarısından itibaren enflasyonun düşmeye başlayacağı ve yıl sonunda yüzde 6,6 düzeyine ineceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.2).

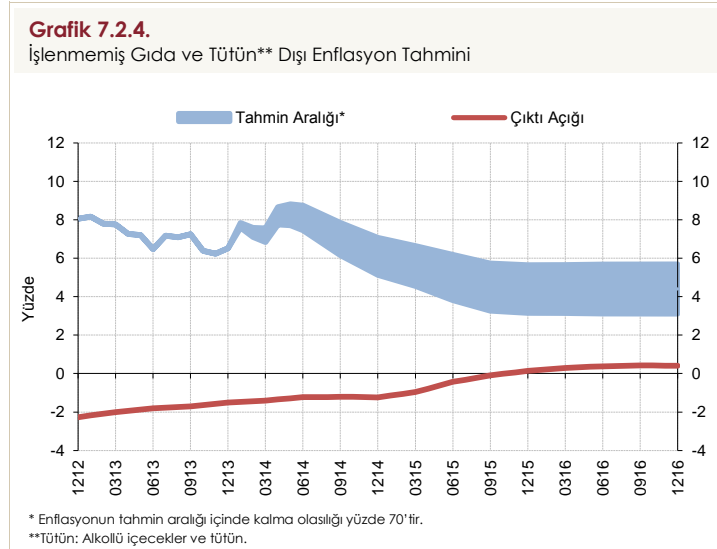
Ekim Enflasyon Raporu'na göre 2014 yıl sonu enflasyon tahmini 1,3 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu güncellenmenin 0,3 puanı yıl sonu gıda enflasyon varsayımının yukarı çekilmesinden kaynaklanmıştır. Ocak ayında yapılan vergi ayarlamaları ise yıl sonu enflasyonuna 0,5 puan civarında yukarı yönlü bir katkı yapacaktır. Ayrıca, döviz kurunda Ekim Enflasyon Raporu sonrasındaki dönemde yurt dışı gelişmelere bağlı

olarak meydana gelen değişimin 2014 yıl sonu enflasyonuna 0,5 puan civarında yükseltici etki yapması beklenmektedir.

Grafik 7.2.3'de çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme sunulmaktadır. 2013 üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan milli gelir verileri Ekim Enflasyon Raporu'na göre sınırlı bir oranda daha olumlu gerçekleşmiştir. Bu doğrultuda bu dönem için çıktı açığı bir miktar yukarı güncellenmiştir. 2014 yılı için ise, yakın döneme dair veriler ve belirsizlik artışı doğrultusunda çıktı açığı tahminleri bir miktar aşağı çekilmiştir (Grafik 7.2.3).



İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeyen oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasındadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminler Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2014 yılı ikinci çeyreğinden itibaren kademeli bir düşüş eğilimi göstererek orta vadede yüzde 4,5 civarında istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir.



TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslanması

İktisadi birimlerin sözleşme ve planlamalarında enflasyon hedeflerini esas almaları, geçici fiyat dalgalanmalarından ziyade enflasyonun orta vadeli eğilimine odaklanmaları büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, referans teşkil etmesi açısından, TCMB'nin mevcut enflasyon tahminlerinin diğer iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri ile kıyaslanması önem taşımaktadır. Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB'nin baz senaryo tahminlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1). Ayrıca enflasyon beklentilerinin Ekim ayına kıyasla yükselmiş olması beklentilerin yakından takip edilmesini gerekli kılmaktadır.

Tablo 7.2.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2014 Yıl sonu	6,6	7,4	5,0
12 Ay Sonrası	6,4	7,1	5,0
24 Ay Sonrası	5,0	6,5	5,0

*Ocak ayı anket verileri.
**2014-2016 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.
Kaynak: TCMB.

2013 yıl sonu enflasyon tahminlerine ilişkin güncellemelerde en önemli rol oynayan unsurların başında döviz kuru gelişmeleri ile emtia ve gıda fiyatları gelmiştir. Söz konusu fiyatlardaki oynaklığın yüksek olması, yıl boyunca bu fiyatlara ilişkin varsayımlarda değişikliklere gidilmesine neden olmuştur. 2013 yıl sonunda enflasyon yüzde 7,4 düzeyine yükselerek Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmininin üzerinde gerçekleşmiştir. Yıllık enflasyonun seyirinde yıl genelinde yüksek seyreden gıda fiyatları belirleyici olmuştur.

T.C.M.B.'nin enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde yayınladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna hesap verme yükümlülüğü bulunmaktadır. Söz konusu yükümlülük çerçevesinde bu kutuda 2013 yılı boyunca yıl sonu enflasyon tahminlerinde yapılan değişiklikler ve nedenleri özetlenmektedir.

Ocak Enflasyon Raporu

Enflasyon tahminleri oluşturulurken kredilerin yüzde 15 civarında büyüyeceği ve reel efektif döviz kurunda önemli bir değişim gözlenmeyeceği bir görünüm temel alınmıştır. 2013'ün ilk aylarında enflasyonun tütün fiyat ayarlamaları nedeniyle sınırlı bir yükseliş gösterdikten sonra tekrar düşüş eğilimine gireceği öngörülmüştür. Bu doğrultuda, Ocak 2013 Enflasyon Raporu'nda 2013 yıl sonu enflasyonu yüzde 5,3 olarak tahmin edilmiştir. Çekirdek enflasyon göstergelerinin de 2013 sonu itibarıyla yüzde 5'in altında kalacağı bir çerçeve belirlenmiştir.

Tablo.1. 2013 Yılı İçin Enflasyon Raporu Varsayımları

	Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER	Gerçekleşme
Gıda Fiyatları (Yıllık Yüzde Değişim)	7,0	7,0	7,0	7,0	9,7
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,7	1,6	1,2	1,2	1,2*
İthalat Fiyatları (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-0,2	-1,4	-1,3	-1,5	-1,7*
Brent Tipi Ham Petrol Varil Fiyatı (ABD doları)	108	103	107	109	109

* Ocak 2014 itibarıyla tahminler.

Nisan Enflasyon Raporu

İktisadi faaliyet, 2012 yılı son çeyreğinde Ocak Enflasyon Raporu'nda belirtilen görünümünden bir miktar daha olumsuz gerçekleşmiştir. Özel kesim yatırım ve tüketim talebi daralırken, büyümeye en yüksek katkı net ihracattan gelmiştir.

İşlenmemiş gıda fiyatlarının mevsimsel ortalamalarının üzerinde seyretmesi ve tütün ürünlerindeki fiyat artışları, Nisan ayında enflasyon tahmin patikasının kısa vadede yukarı yönlü güncellenmesini gerektirmiştir. Öte yandan 2013 yılı ilk çeyreğinde petrol fiyatlarında gözlenen olumlu seyre paralel olarak Ocak Enflasyon Raporu'nda 2013 yılı için 108 ABD doları olarak belirlenen yıllık ortalama petrol fiyatları varsayımı Nisan Enflasyon Raporu'nda 103 ABD dolarına çekilmiştir (Tablo 1). Ayrıca küresel talebin bir miktar daha zayıf seyredeceği varsayılmıştır. Emtia fiyatlarının görünümünün ve küresel büyümedeki zayıf seyrin enflasyon üzerinde yarattığı olumlu katkı ile gıda fiyat hareketlerinden kaynaklanan yukarı yönlü risklerin telafi edileceği değerlendirilerek 2013 yıl sonu enflasyon tahmini değiştirilmemiş, Ocak ayında olduğu gibi yüzde 5,3 olarak korunmuştur.

Temmuz Enflasyon Raporu

Yılın ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyet, Nisan Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerle uyumlu olarak ılımlı artış göstermiş olmakla birlikte, dış talep zayıf seyrini korumuştur. Bu çerçevede ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi de sınırlı ölçüde aşağı yönlü güncellenmiştir. Ancak iç ve dış talep gelişmeleri birlikte değerlendirildiğinde, 2013 yıl sonu enflasyonunu etkilemeyeceği tahmin edilmiştir.

İkinci çeyrekte gözlenen döviz kuru hareketlerine bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarında belirgin bir artış gerçekleşmiştir. Ayrıca, Nisan ayında 103 ABD doları olarak belirlenen 2013 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı, Temmuz ayında yukarı doğru güncellenerek 107 ABD dolara yükseltilmiştir. Bu gelişmeler 2013 yıl sonu enflasyon tahminini 0,8 puan yukarı yönlü etkilemiştir. Ayrıca hizmet grubu fiyatlarındaki gelişmeler de 2013 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan arttırmıştır.

Yılın ikinci çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen olumsuz seyrin ise geçici olacağı düşünülerek yıl sonu gıda fiyat enflasyonu tahminleri değiştirilmemiştir. Sonuç olarak, Temmuz 2013 Enflasyon Raporu'nda yer alan 2013 yıl sonu enflasyon tahmini ithalat ve enerji fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak bir önceki rapora kıyasla 0,9 puan yukarı çekilmiştir (Tablo 2).

Ekim Enflasyon Raporu

İktisadi faaliyet, 2013 yılının ikinci çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümünden daha güçlü seyretmiştir. Bu nedenle, 2013 yılı ikinci yarısına ait çıktı açığı bir önceki Rapor'a göre yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu güncelleme 2013 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan arttırmıştır.

Yılın üçüncü çeyreğinde petrol fiyatları Temmuz Enflasyon Raporu varsayımının bir miktar üzerinde seyretmiş, bu gelişmeler çerçevesinde 2013 yılı için petrol fiyatları varsayımı 107 ABD dolarından 109 ABD dolara çekilmiştir. Diğer yandan, ithalat fiyatları Temmuz Enflasyon Raporu varsayımının bir miktar altında seyretmiş ve ithalat fiyatları aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 1). Petrol ve ithalat fiyatları genelinde yapılan bu güncellemeler enflasyon tahminini 0,1 puan yükseltici yönde etkilemiştir.

Yılın üçüncü çeyreğinde küresel belirsizliklerin artması ile birlikte 2013 yıl sonu enflasyon tahminininin güncellenmesinde en önemli etken kurdaki gelişmeler olmuştur. Bu gelişmeler 2013 yıl sonu enflasyon tahminini 0,4 puan yükseltici yönde etkilemiştir. Dolayısıyla Ekim ayında yıl sonu tahmininde yapılan 0,6 puanlık güncellemenin 0,5 puanı kur gelişmeleriyle beraber petrol ve emtia fiyatlarından kaynaklanmaktadır (Tablo 2).

Sonuç olarak, temelde kurdaki değer kaybına ve bunun yanında iktisadi faaliyet ile petrol fiyatları güncellemelerine bağlı olarak 2013 yıl sonu tahmini Temmuz Enflasyon Raporu'na kıyasla 0,6 puan yukarı çekilmiştir.

Tablo 2. 2013 Yılı Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynaklar

	Ocak 13	Nisan 13	Temmuz 13	Ekim 13
Enflasyon Tahminleri (Yüzde)	5,3	5,3	6,2	6,8
İki Enflasyon Raporu Tahmini Arasındaki Farkın Kaynakları (puan katkı)				
	Nis-Oca	Tem-Nis	Eki-Tem	Ara-Eki*
Gıda	0,0	0,0	0,0	0,6
İthalat Fiyatları ve Kur Etkisi	-0,2	0,8	0,5	0,4
Enflasyonun Ana Eğilimi	0,2	0,1	0,1	-0,1
Tütün Fiyatları**	0,0	0,0	0,0	-0,3

*Tahmin ile gerçekleşme arasındaki farkın kaynaklarını göstermektedir. 2013 yıl sonu enflasyonu yüzde 7,4 olarak gerçekleşmiştir.

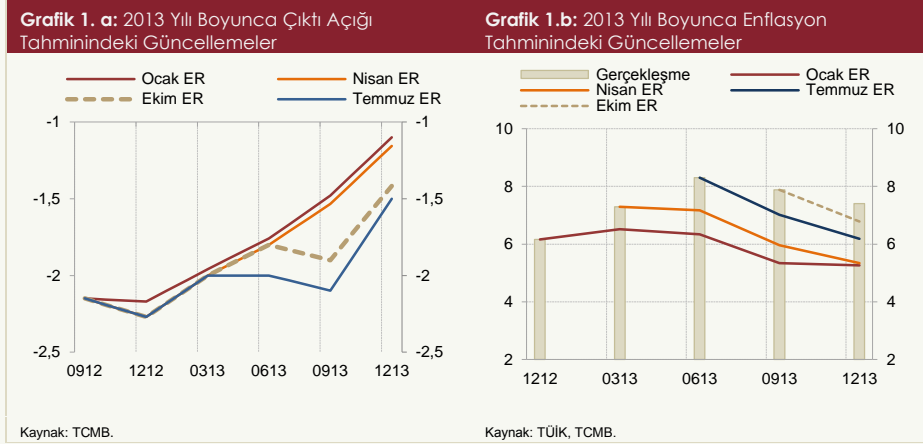
**Alkollü içecekler ve tütün ürünleri.

Kaynak: TCMB.

2013 Yıl Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi

2013 yılının son çeyreğinde gıda fiyatlarındaki gelişmeler enflasyonun tahmin edilenin üstünde gerçekleşmesinde temel unsur olarak ön plana çıkmıştır. Ekim ayında yüzde 7,0 olarak varsayılan 2013 yılı sonu gıda fiyat enflasyonu yüzde 9,7 olarak gerçekleşmiştir. Bunda, özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler belirleyici olmuştur. Gıda fiyatlarında öngörülerin ötesindeki bu olumsuz seyir, Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan 2013 yıl sonu tahmini (6,8) ile gerçekleşme (7,4) arasındaki 0,6 puanlık farkın temel belirleyicisi olmuştur.

Yılın son çeyreğinde döviz kurundaki gelişmeler, enflasyonu artırıcı yönde katkı yapmıştır. İthalat fiyatlarındaki gelişmelerle birlikte değerlendirildiğinde döviz kuru gelişmeleri yıl sonu enflasyon tahmini ile gerçekleşme arasındaki farkın 0,4 puanını açıklamaktadır (Tablo 2). Diğer yandan, tütün ürünlerinde 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerine bağlı olarak, 2013 yılının başlarında alkollü içecekler ve tütün ürünleri grubunda fiyatların yüzde 15 oranında artacağı varsayılmış ancak bu grupta yıllık enflasyon yüzde 10,5 olarak gerçekleşerek öngörülerin altında kalmıştır. Bu gelişme yıl sonu enflasyonu üzerinde 0,3 puan olumlu katkı yapmıştır. Enflasyon gelişmelerine olumlu katkı yapan bir diğer unsur da hizmet fiyatlarındaki olumlu seyir olmuştur. Bu iki etki ithalat fiyatları ve döviz kuru gelişmelerinden kaynaklanan yukarı yönlü etkiyi telafi etmiştir.



Özetle, 2013 yıl sonuna dair enflasyon tahminlerinin çeyrekler arasında farklılaşmasında gıda fiyatlarındaki öngörülemez hareketler, ithalat fiyatları ile döviz kurundaki gelişmeler etkili olmuştur (Grafik 1.b). TCMB enflasyon raporları aracılığıyla tahminlerdeki güncellemeleri ve kaynaklarını şeffaf bir şekilde kamuoyuna açıklamış ve bu bağlamda hesap verme sorumluluğunu düzenli olarak yerine getirmiştir.

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.	Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Akımlar	1
Grafik 1.1.1.	BIST Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik Faizler	2
Grafik 1.1.2.	TCMB Fonlaması	2
Grafik 1.1.3.	Seçilmiş GOÜ ve Türkiye CDS Gelişmeleri	2
Grafik 1.1.4.	TL ve Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri	2
Grafik 1.1.5.	Getiri Eğrisi	3
Grafik 1.1.6.	Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi	3
Grafik 1.1.7.	Ticari Kredilerinin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	3
Grafik 1.1.8.	Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	3
Grafik 1.1.9.	Finansal Koşullar Endeksi	4
Grafik 1.2.1.	Ekim 2013 Enflasyon Tahminleri ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.2.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon İçin Ekim 2013 Tahminleri ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.3.	GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep	5
Grafik 1.2.4.	İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri	5
Grafik 1.2.5.	Cari İşlemler Dengesi	6
Grafik 1.2.6.	Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi	6
Grafik 1.2.7.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	8

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1.	Küresel Büyüme Oranları	12
Grafik 2.1.2.	Küresel Büyüme Oranları	12
Grafik 2.1.3.	ABD PMI Endeksleri	12
Grafik 2.1.4.	Euro Bölgesi PMI Endeksleri	12
Grafik 2.1.5.	Markit Küresel PMI Endeksleri	13
Grafik 2.1.6.	Küresel Üretim Endeksleri	13
Grafik 2.2.1.	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	14
Grafik 2.2.2.	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	14
Grafik 2.3.1.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	15
Grafik 2.3.2.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	15
Grafik 2.4.1.	Küresel Risk İştahı Endeksleri	16
Grafik 2.4.2.	ABD Politika Faizi Vadeli İşlem Oranları	16
Grafik 2.4.3.	ABD Getiri Eğrisi	16
Grafik 2.4.4.	İma Edilen Döviz Kuru Oynaklıkları	16
Grafik 2.4.5.	Küresel Hisse Senedi Piyasaları	17
Grafik 2.4.6.	Bölgesel EMBI+ Gelişmeleri	17
Grafik 2.4.7.	Euro Bölgesi Kredi Eğilim Anketi	17
Grafik 2.4.8.	ABD Kredi Eğilim Anketi	17
Grafik 2.5.1.	Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Fon Akımları	18
Grafik 2.5.2.	Gelişmekte Olan Ülkeler Haftalık Fon Akımları	18
Grafik 2.6.1.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2012 - Ocak 2014	19
Grafik 2.6.2.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2012 - Ocak 2014	19
Grafik 2.6.3.	ABD 10 yıl Vadeli Hazine Tahvil Getirisi	19
Grafik 2.6.4.	Gelişmiş Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti	20
Grafik 2.6.5.	Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti	20

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1.	Gruplar İtibarıyla TÜFE	21
Grafik 3.1.2.	Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı	21
Grafik 3.1.3.	İşlenmemiş Gıda Fiyatları	22
Grafik 3.1.4.	Taze Meyve-Sebze ve Tüketici Fiyatları	22
Grafik 3.1.5.	Gıda Fiyatları	22
Grafik 3.1.6.	İşlenmiş Gıda Fiyatları	22
Grafik 3.1.7.	Enerji Grubu Fiyatları	23
Grafik 3.1.8.	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	23
Grafik 3.1.9.	Temel Mal Fiyatları	24
Grafik 3.1.10.	Temel Mal Fiyatları	24

Grafik 3.1.11.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	25
Grafik 3.1.12.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	25
Grafik 3.1.13.	Hizmet Fiyatları	25
Grafik 3.1.14.	Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	25
Grafik 3.1.15.	Ücretler ve Hizmet Fiyatları	26
Grafik 3.1.16.	Seçilmiş Hizmet Fiyatları ve Net Asgari Ücret	26
Grafik 3.1.17.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	26
Grafik 3.1.18.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	26
Grafik 3.1.19.	TÜFE ve H Yayılım Endeksleri	27
Grafik 3.1.20.	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM ve FCORE	27
Grafik 3.1.21.	Üretici ve Tüketici Fiyatları	28
Grafik 3.1.22.	Tarım Fiyatları	28
Grafik 3.1.23.	ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat	28
Grafik 3.1.24.	Petrol Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	28
Grafik 3.2.1.	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	29
Grafik 3.2.2.	Enflasyon Beklentileri Eğrisi	29
Grafik 3.2.3.	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	29
Grafik 3.2.4.	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	29
4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ		
Grafik 4.1.1.	GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep	34
Grafik 4.1.2.	Kamu ve Özel Kesim Talebi	34
Grafik 4.1.3.	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	34
Grafik 4.1.4.	Otomobil ve Beyaz Eşya İÇ Satışları	34
Grafik 4.1.5.	Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	34
Grafik 4.1.6.	Metalik Olmayan Mineral Maddeler Üretim ve İthalatı	34
Grafik 4.1.7.	Tüketim Malları Üreten Sektörlerde Kayıtlı İÇ Piyasa Siparişleri ve Gelecek Üç Ay İÇ Piyasa Sipariş Beklentileri	35
Grafik 4.1.8.	Yatırım Malları Üreten Sektörlerde Kayıtlı İÇ Piyasa Siparişleri ve Gelecek Üç Ay İÇ Piyasa Sipariş Beklentileri	35
Grafik 4.1.9.	İYA Yatırım ve İstihdam Beklentisi	35
Grafik 4.1.10.	CNBC-e ve TÜİK-TCMB Tüketici Güven Endeksleri	35
Grafik 4.2.1.	Net İhracatın Yıllık Büyümeye Katkısı	36
Grafik 4.2.2.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	36
Grafik 4.2.3.	İhracat Miktar Endeksleri	37
Grafik 4.2.4.	Dünya ve Bölge İthalatları	37
Grafik 4.2.5.	PMI Endeksleri	37
Grafik 4.2.6.	İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	37
Grafik 4.2.7.	İthalat Miktar Endeksleri	38
Grafik 4.2.8.	Cari İşlemler Dengesi (CİD)	38
Grafik 4.2.9.	Cari İşlemler Dengesi (CİD)	38
Grafik 4.3.1.	İşsizlik Oranları	39
Grafik 4.3.2.	Tarım Dışı İşsizlik Oranına Katkıları	39
Grafik 4.3.3.	Hizmet ve İnşaat Sektörleri İstihdamı	39
Grafik 4.3.4.	Tarım Dışı İstihdam	39
Grafik 4.3.5.	Sanayi İstihdamı ve Üretimi	40
Grafik 4.3.6.	Toplam İstihdam Beklentisi ve PMI İstihdam Endeksi	40
Grafik 4.3.7.	Metalik Olmayan Mineral Ürün Üretimi ve İnşaat İstihdamı	40
Grafik 4.3.8.	Hanehalkı Beklentileri ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı	40
Grafik 4.3.9.	Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik İşgücü Maliyeti	41
Grafik 4.3.10.	Hanehalkı Yurt İçi Tüketimi ve Reel Ücret Ödemeleri	41
Grafik 4.3.11.	Reel Birim Ücret	41
Grafik 4.3.12.	Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam	41
5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK		
Grafik 5.1.	Finansal Koşullar Endeksi	53
Grafik 5.2.	Finansal Koşullar Endeksine Katkıları	53
Grafik 5.1.1.	10 Yıl Vadeli ABD Hazine Tahvil Faizleri ve Faiz Oynaklığı Endeksi (MOVE Endeksi)	54

Grafik 5.1.2.	JPMVXYEM Oynaklık Endeksi	54
Grafik 5.1.3.	EMBI Endeksleri	54
Grafik 5.1.4.	5 Yıllık Kredi Temerrüt Takası (CDS)	54
Grafik 5.1.5.	Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri	55
Grafik 5.1.6.	Türkiye'deki Portföy Hareketleri	55
Grafik 5.1.7.	Yurt Dışı Yerleşiklerin Net Portföy Hareketleri	55
Grafik 5.1.8.	Sene Başından İtibaren Birikimli Portföy Akımları	55
Grafik 5.1.9.	TL ve Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri	56
Grafik 5.1.10.	Kur Sepeti ve Ülke Risk Primi	56
Grafik 5.1.11.	GOÜ Para Birimleri ve Türk Lirası Beta Katsayıları	56
Grafik 5.1.12.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli)	57
Grafik 5.1.13.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (12 Ay Vadeli)	57
Grafik 5.1.14.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli)	57
Grafik 5.1.15.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (12 Ay Vadeli)	57
Grafik 5.1.16.	BIST Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik Faizler	58
Grafik 5.1.17.	TCMB Fonlaması	58
Grafik 5.1.18.	Döviz Rezerv Opsiyonu Katsayıları (ROK)	59
Grafik 5.1.19.	Bankaların Döviz İmkânını Kullanma Oranları	59
Grafik 5.1.20.	Bankaların Altın İmkânını Kullanma Oranları	59
Grafik 5.1.21.	Bankaların Döviz ROM Kullanma Oranı Dağılımı	60
Grafik 5.1.22.	Bankaların Altın ROM Kullanma Oranı Dağılımı	60
Grafik 5.1.23.	Bankaların Seçilmiş YP Bilanço Kalemlerindeki Değişim	61
Grafik 5.1.24.	TCMB Döviz Rezervleri	61
Grafik 5.1.25.	Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri	61
Grafik 5.1.26.	Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri	61
Grafik 5.1.27.	Üçüncü Çeyrekte Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim	61
Grafik 5.1.28.	Üçüncü Çeyrekte Altı Ay Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim	61
Grafik 5.1.29.	BIST Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik Faiz Beklentisi	62
Grafik 5.1.30.	Enflasyon Beklenti Eğrisi	62
Grafik 5.1.31.	Getiri Eğrisi	62
Grafik 5.1.32.	Gösterge Faizin Seyri	62
Grafik 5.1.33.	Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi	63
Grafik 5.1.34.	İki Yıllık Reel Faizler	63
Grafik 5.1.35.	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	63
Grafik 5.1.36.	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	63
Grafik 5.1.37.	TL Mevduat Faiz Oranı ve TCMB Ortalama Faiz	64
Grafik 5.1.38.	TL Ticari Kredi Faizi – Mevduat Faizi Farkı	64
Grafik 5.1.39.	TL Kur Takası İşlemleri Faiz Oranları	64
Grafik 5.1.40.	Bankalarca Yurt İçinde İhraç Edilen Tahvil ve Bonoların Birincil Piyasa Faiz Oranları	64
Grafik 5.2.1.	Yurt İçi Kredi Stoku ve Net Kredi Kullanımı	65
Grafik 5.2.2.	Firmaların Yurt Dışından Sağladığı Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı	65
Grafik 5.2.3.	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	65
Grafik 5.2.4.	Kredilerin Çeyreklik Büyüme Hızları	65
Grafik 5.2.5.	Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	66
Grafik 5.2.6.	Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları	66
Grafik 5.2.7.	Tüketici Kredileri Standartları	67
Grafik 5.2.8.	Tüketici Kredileri Talebi	67
Grafik 5.2.9.	Ticari Kredilerin Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	67
Grafik 5.2.10.	TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları	67
Grafik 5.2.11.	İşletmelere Verilen Kredilere İlişkin Standartlar	68
Grafik 5.2.12.	İşletmelerin Kredi Talebi	68
Grafik 5.2.13.	Kredi ve Mevduat Büyümesi	68
Grafik 5.2.14.	M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri	69
Grafik 5.2.15.	Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları	69
6. KAMU MALİYESİ		
Grafik 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri	74
Grafik 6.1.2.	Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar	74
Grafik 6.1.3.	Reel Vergi Gelirleri	76

Grafik 6.1.4.	Reel KDV ve ÖTV Gelirleri	76
Grafik 6.2.1.	Kamu Borç Stoku Göstergeleri	76
Grafik 6.2.2.	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu	76
Grafik 6.2.3.	Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadeleri ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi	77
Grafik 6.2.4.	Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma	77
Grafik 6.2.5.	Toplam İç Borç Çevirme Oranı	77
Grafik 6.2.6.	İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadeleri ve Faiz Oranı	77
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER		
Grafik 7.1.1.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi (2008Ç2=100)	82
Grafik 7.1.2.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	82
Grafik 7.2.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	83
Grafik 7.2.2.	Enflasyon Tahmini	84
Grafik 7.2.3.	Çıktı Açığı Tahmini	84
Grafik 7.2.4.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini	84

Tablolar

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER		
Tablo 2.1.1.	2014 Yılı Sonuna İlişkin Büyüme Tahminleri	13
Tablo 2.3.1.	2014 Yılı Sonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri	15
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ		
Tablo 3.1.1.	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	23
Tablo 3.1.2.	Temel Mal Fiyatları	24
Tablo 3.1.3.	ÜFE ve Alt Kalemler	27
6. KAMU MALİYESİ		
Tablo 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	73
Tablo 6.1.2.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	74
Tablo 6.1.3.	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	75
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER		
Tablo 7.1.1.	Varsayımlardaki Güncellemeler	81
Tablo 7.2.1.	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	85

2013 Yılı Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2013-IV

- 1.1. Para Piyasaları ve TCMB
- 2.1. Para Politikası İletişiminde "Sözle Yönlendirme"
- 3.1. TÜFE ve Alt Gruplarda İthalat Fiyatları ve Döviz Kuru Geçişkenliği
- 4.1. Köprü Günü Değişkenin Sanayi Üretim Endeksi Üzerindeki Etkisi
- 4.2. Kamu Harcamalarının GSYİH Büyümesine Katkısı
- 4.3. Türkiye'de Konut Kiralarında Katılık Derecesi
- 4.4. Türkiye'nin Nüfus ve Sosyal Yapısındaki Değişimlerin Hanehalkı Tasarrufları Üzerindeki Etkileri
- 5.1. Oynak Sermaye Akımlarını İlimlaştırma Makro-İhtiyatı Tedbirlerin Etkinliği: Türkiye Örneği
- 5.2. Arakazanç Ticareti (Carry Trade) Getirileri
- 6.1. Türkiye'de Kamu Harcama Şoklarının Reel Kur ve Dış Ticaret Dengesi Üzerindeki Etkileri

2013-III

- 3.1. Yurt İçi Maliyet Unsurlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi
- 4.1. Küresel İthalat Büyümesi ve Türkiye'nin İhracatı
- 4.2. Türkiye'de Konjonktürel Etkilerden Anınlı Cari Açık
- 4.3. Tarım Dışı Sektörde Ortalama Çalışılan Saat
- 4.4. Türkiye'de Görelli Konut Deflatörü
- 5.1. Otomatik Dengeleyici Bir Politika Aracı Olarak Rezerv Opsiyonu Mekanizması
- 5.2. Bankaların Dış Borç Gelişmeleri ve ROM
- 5.3. TCMB Likidite Yönetimi ve Gecelik Piyasa Faizi
- 5.4. Özel Sektör Tahvilleri İçin Getiri Eğrisi

2013-II

- 1.1. Kredi İvmesi ve İktisadi Konjonktür
- 2.1. İhracat Ağırlıklı Küresel PMI Endeksi ve Büyüme Eşliği
- 3.1. TÜFE ve ÜFE Enflasyon Oranları Arasındaki Farklılaşmanın Nedenleri
- 3.2. Asgari Ücret, İşveren Maliyeti ve ÜFE Enflasyonu
- 4.1. Sanayi Üretim Endeksinde Güncellemeler
- 4.2. Sermaye Birikiminin Kapasite Kullanım Oranlarına Etkisi
- 4.3. Altın Dış Ticaretinin Makro Büyüklüklere Etkisi
- 4.4. İşgücüne Katılım Oranına Katkılar
- 4.5. 2008 Yılı İstihdam Teşviklerinin Farklı Demografik Gruplar İtibarıyla İstihdama Etkisi
- 5.1. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Kredi Büyümesi
- 5.2. Gecelik Kur Takası Faizleri ve BIST Gecelik Repo Faizleri Arasındaki İlişki

2013-I

- 1.1. Türkiye için Makul Kredi Büyüme Oranı Ne Olmalı?
- 2.1. Mali Uçurum ve Olası Etkileri
- 3.1. Tütün Ürünlerinde Vergilendirme Yönteminde Son Değişiklikler ve ÖTV Artışlarının Fiyatlara Etkisi
- 4.1. Türkiye İhracat Büyümesinin Küresel Hasıla ve Pazar Payı Bileşenleri
- 4.2. 2012 Yılı Cari İşlemler Dengesinin Geriye Dönük Bir Muhasebesi
- 5.1. Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı
- 5.2. TCMB Para Politikası ve ABD Doları/TL Döviz Kuru Beklentileri: Ülkelerarası Karşılaştırma

Kısaltmalar

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CDS	Kredi İflas Takası
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EMBI	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research
Fed	Amerikan Merkez Bankası
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
BIST	Borsa İstanbul
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
Kurul	Para Politikası Kurulu
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
OVP	Orta Vadeli Program
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
PMI	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
ROK	Rezerv Opsiyonu Katsayısı
ROM	Rezerv Opsiyonu Mekanizması
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
WTI	Texas Tipi Ham Petrol
TL	Türk Lirası

2014 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Rapor Takvimi			
PPK Toplantıları	PPK Özeti'nin İnternet Yayını	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
21 Ocak 2014	28 Ocak 2014	28 Ocak 2014	
18 Şubat 2014	25 Şubat 2014		
18 Mart 2014	25 Mart 2014		
24 Nisan 2014	30 Nisan 2014	30 Nisan 2014	
22 Mayıs 2014	29 Mayıs 2014		29 Mayıs 2014
24 Haziran 2014	1 Temmuz 2014		
17 Temmuz 2014	24 Temmuz 2014	24 Temmuz 2014	
27 Ağustos 2014	3 Eylül 2014		
25 Eylül 2014	2 Ekim 2014		
23 Ekim 2014	31 Ekim 2014	31 Ekim 2014	
20 Kasım 2014	27 Kasım 2014		27 Kasım 2014
24 Aralık 2014	31 Aralık 2014		