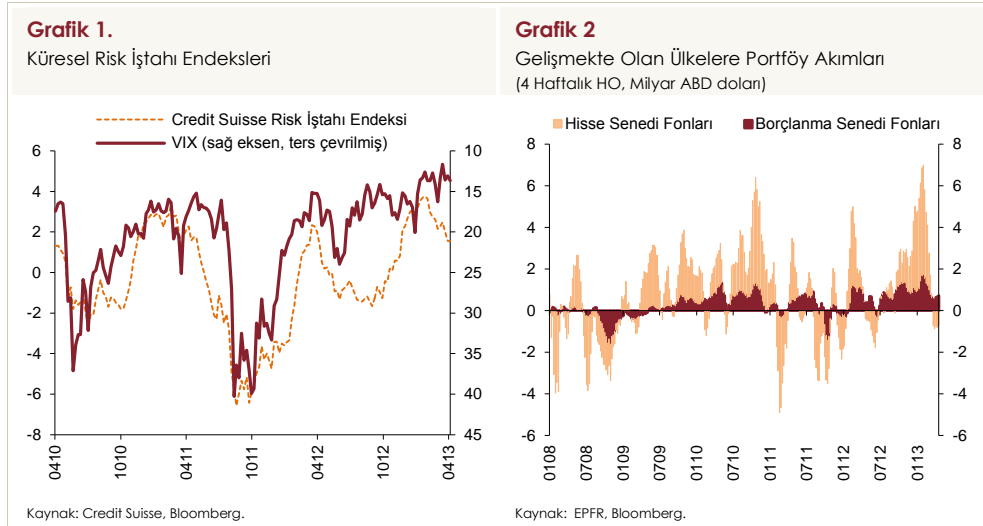


1. Genel Değerlendirme

Yılın ilk çeyreğinde küresel iktisadi faaliyet zayıf seyrini korurken küresel ekonomiye dair süregelen belirsizliklere paralel olarak risk iştahı ve sermaye akımları oynak bir görünüm sergilemiştir (Grafik 1 ve Grafik 2). Euro Bölgesi'ne dair sorunlar ve gelişmiş ülkelerin ekonomi politikalarına dair belirsizlikler bu dönemde risk iştahındaki oynaklığı artıran başlıca gelişmeler olmuştur. Yakın dönemde Japonya Merkez Bankasının açıkladığı ek parasal genişleme paketi riskli varlıklara yatırım yapma iştahını artırırken, Güney Kıbrıs ve İtalya'daki gelişmeler küresel ekonomideki kırılmalıkların önemini koruduğunu göstermiştir.

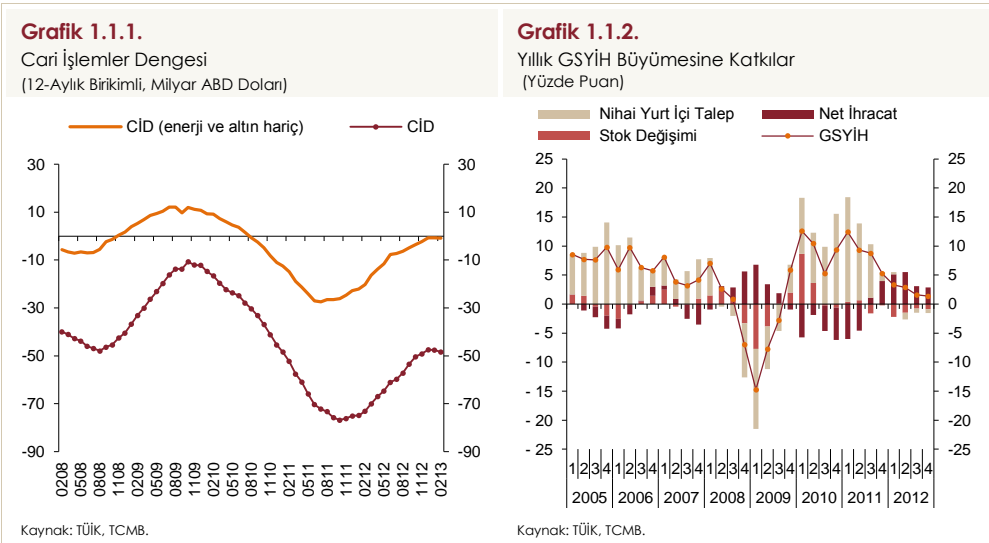


Gelişmiş ülkelerde miktarsal genişlemenin sürmesi küresel faizlerin tarihteki en düşük düzeylerde seyretmesine neden olmakta ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını beslemektedir. Öte yandan, küresel ekonomiye dair kırılmalıkların devam etmesi risk iştahının istikrarsız bir seyir izlemesine yol açmaktadır. Küresel likidite ve risk iştahındaki bu görünüm gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının yüksek hacimli ve oynak bir seyir izlemesine sebep olmaktadır (Grafik 2). Bu durum, esnek ve çok araçlı bir politika çerçevesine sahip olmanın önemini ortaya koymaktadır.

1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetilen yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Uygulanan politikalar orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden iç ve dış talep dengesini gözeterek makro finansal riskleri azaltmayı amaçlamış, bu kapsamda ek politika araçları geliştirilmiştir. Yeni politika stratejisinde sermaye akımlarındaki oynaklığın fiyat istikrarını ve finansal istikrarı bozucu etkisinin sınırlanmasına özel önem atfedilmiştir. Bu çerçevede kredilerin büyüme hızı yavaşlatılıp kredi büyüme oynaklığı azaltılırken döviz kurunun iktisadi temellerle daha uyumlu hareket etmesi sağlanmıştır.

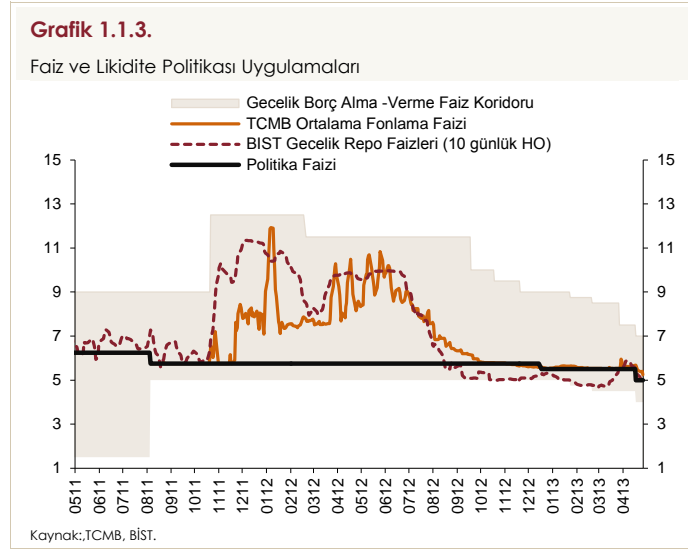
Uygulanan politikaların sonucu olarak 2012 yılı bir dengelenme yılı olmuştur. Bu dönemde büyümenin kompozisyonu daha sağlıklı bir görünüme kavuşurken cari işlemler dengesindeki iyileşme sürmüştür (Grafik 1.1.1). Net ihracatın büyümeye katkısı belirgin şekilde artmıştır (Grafik 1.1.2).



2012 yılının ikinci yarısında kredilerdeki yavaşlamanın belirginleşmesi, iç talebin zayıf seyri ve enflasyonda gözlenen düşüş eğilimi sonrasında TCMB piyasaya verdiği likiditeyi kademeli olarak artırarak para politikasını daha destekleyici bir konuma getirmiştir. 2012 yılının sonlarından itibaren ise sermaye girişlerindeki güçlenme, kredilerde gözlenen canlanma ve Türk lirası üzerinde oluşan değerlenme baskısı TCMB'nin yeniden makro finansal risklere odaklanmasına neden olmuştur. Para Politikası Kurulu (Kurul), böyle bir konjunktürde bir yandan faiz oranlarının düşük tutulmasının diğer yandan makro

ihtiyati tedbirlere devam edilmesinin yerinde olacağını belirtmiştir. Bu doğrultuda, yılın ilk çeyreğinde kısa vadeli faiz oranları indirilirken zorunlu karşılıklara ilişkin sıkılaştırıcı yönde ölçülü adımlara devam edilmiştir. (Grafik 1.1.3).

2012 yılının sonlarına doğru gerek Avrupa Merkez Bankası'nın aldığı destekleyici kararlar Euro Bölgesi'ne dair risklerin görece olarak azalması, gerekse Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)'nın daha etkin bir şekilde devreye girmesi geniş faiz koridoruna olan ihtiyacı azaltmıştır. Dolayısıyla, TCMB gecelik borç verme faiz oranını düşürmek suretiyle faiz koridorunu kademeli olarak daraltmıştır (Grafik 1.1.3).

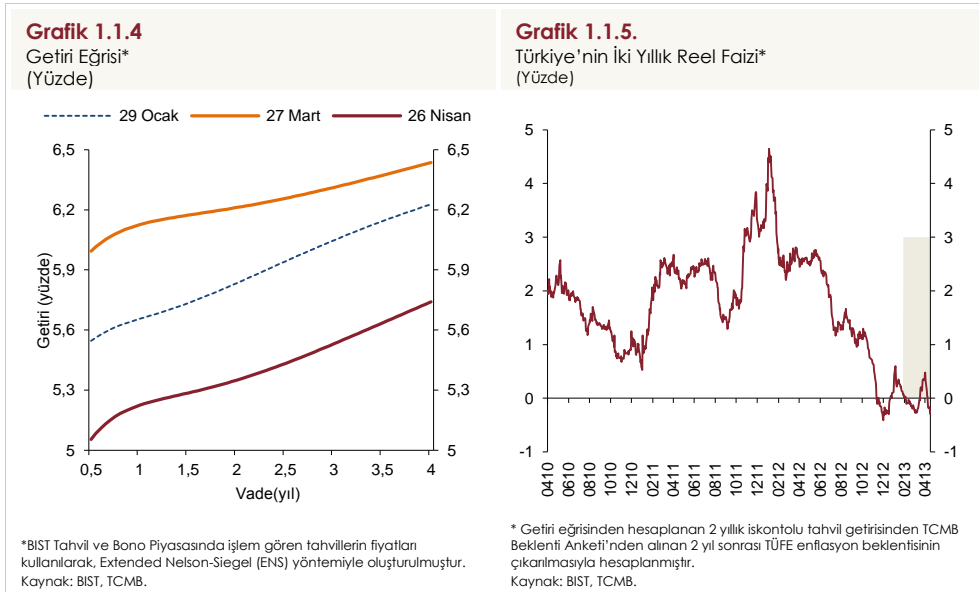


TCMB yüzde 15 referans değerinin oldukça üzerinde seyreden kredi artış hızını yavaşlatmak amacıyla Şubat ayının sonlarından itibaren likidite duruşunu normalleştirmiştir. Nitekim gecelik piyasa faizleri yakın dönemde politika faizi etrafında dalgalanmaya başlamıştır (Grafik 1.1.3). Ayrıca, sermaye girişlerinin krediler üzerindeki aşırı genişletici etkisini sınırlamak için zorunlu karşılıklar aracılığıyla ölçülü bir şekilde sıkılaştırma yapılmaya devam edilmiştir. Bu dönemde sermaye akımlarının güçlü seyretmesi, ROM'un daha etkin bir şekilde kullanılabilmesini teminen Rezerv Opsiyon Katsayıları (ROK)'nın artırılmasını gerektirmiştir.

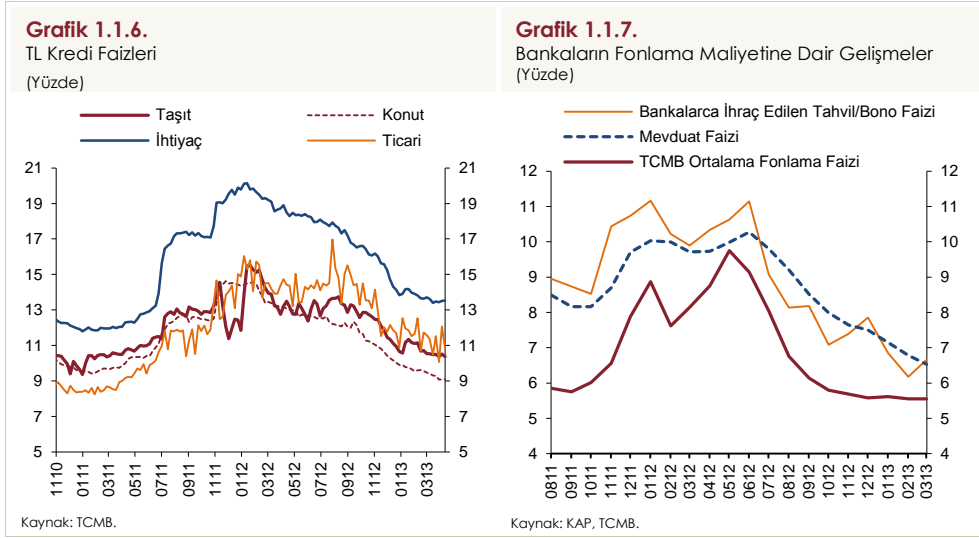
Yılın ilk çeyreğinde Kurul, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin ve sermaye akımlarındaki oynaklığın devam ettiğine dikkat çekerek para politikasında her iki yönde de esnekliğin korunması gerektiği şeklindeki duruşunu korumuştur. Bu çerçevede, alınan tedbirlerin krediler, yurt içi talep ve enflasyon beklentileri

üzerindeki etkilerinin dikkatle takip edileceği ve Türk lirası fonlama miktarının gerekli görüldüğünde aşağı veya yukarı yönlü ayarlanacağı vurgulanmıştır.

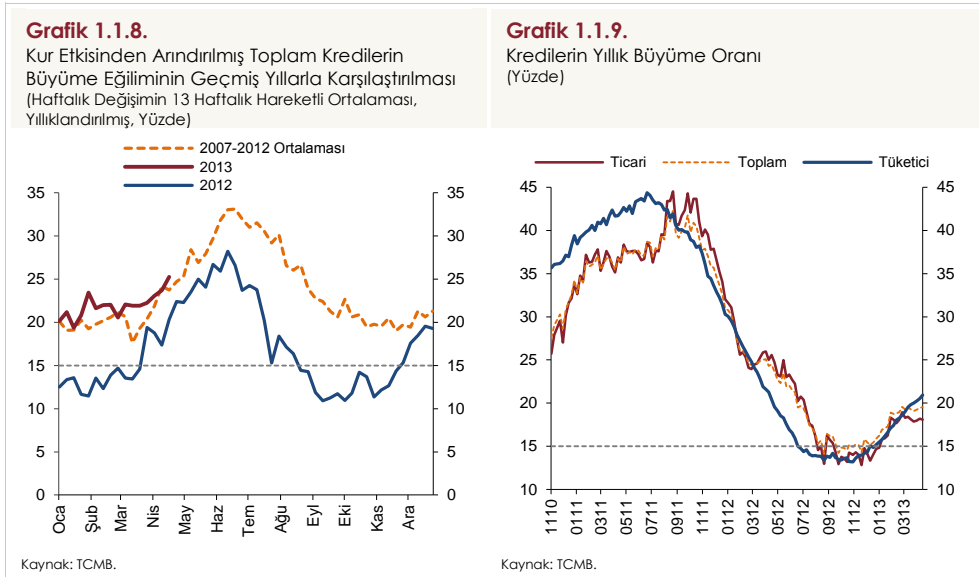
Risk iştahındaki oynaklığa paralel olarak yılın ilk çeyreğinde piyasa faizleri de dalgalı bir seyir izlemiştir. Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemi takiben Euro Bölgesindeki belirsizlikler getiri eğrisinin yukarı kaymasına neden olmuştur. Yakın dönemde ise Japonya Merkez Bankası'nın açıkladığı miktarsal genişleme paketi sonrasında sermaye girişleri tekrar hızlanmıştır. Bunun yanı sıra Nisan ayında TCMB'nin politika faizlerini indirmesi ve Türkiye'ye yönelik risk algılamalarının olumlu seyretmesi de faizlerdeki aşağı yönlü hareketi desteklemiştir. Bu gelişmeler sonucunda getiri eğrisinin bir önceki Rapor dönemine kıyasla her vadede sınırlı miktarda aşağı kaydığı gözlenmiştir (Grafik 1.1.4). Reel faizler de benzer bir hareket sergileyerek tarihsel olarak düşük seviyelerde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 1.1.5).



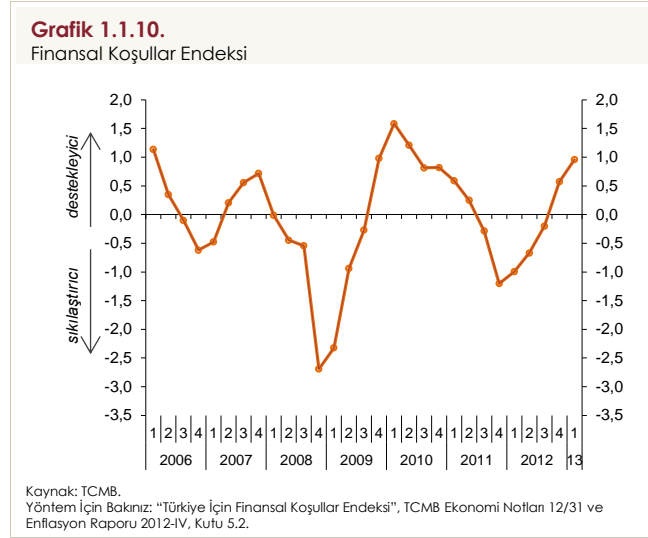
Yurt dışı finansman koşullarındaki rahatlaşmanın ve TCMB'nin uyguladığı para politikasının etkisiyle son aylarda kredi faiz oranlarındaki düşüş devam etmiştir. Uzun vadeli piyasa faizlerindeki azalışa paralel olarak tüketici kredisi faizlerindeki aşağı yönlü eğilim sürerken, faiz koridorunun üst sınırındaki indirimlerin de etkisiyle ticari kredi faizlerindeki düşüş belirginleşmiştir (Grafik 1.1.6). Ayrıca mevduat faizleri ve bankalarca ihraç edilen tahvil/bono faizleri de TCMB ortalama fonlama faizindeki düşüşü takip ederek yılın ilk çeyreğinde aşağı yönlü bir hareket sergilemiştir (Grafik 1.1.7).



2012 yılının sonlarından itibaren krediler tekrar ivmelenme eğilimine girmiştir. Son dönemde toplam kredilerin artış eğiliminin geçtiğimiz yılların ortalamasına yakın seyrettiği görülmektedir. (Grafik 1.1.8). Bu gelişmeler sonucunda yıllık kredi artış oranları da referans seviyenin üzerinde seyretmektedir (Grafik 1.1.9).



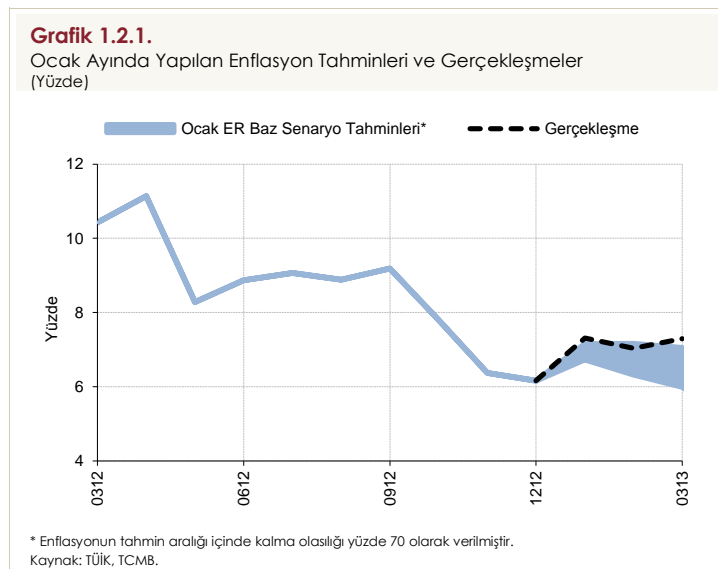
Özetle, sermaye akımlarının güçlü seyri ve faiz oranlarındaki düşüş sonucunda yılın ilk çeyreğinde finansal koşullar endeksindeki iyileşme devam etmiştir (Grafik 1.1.10).



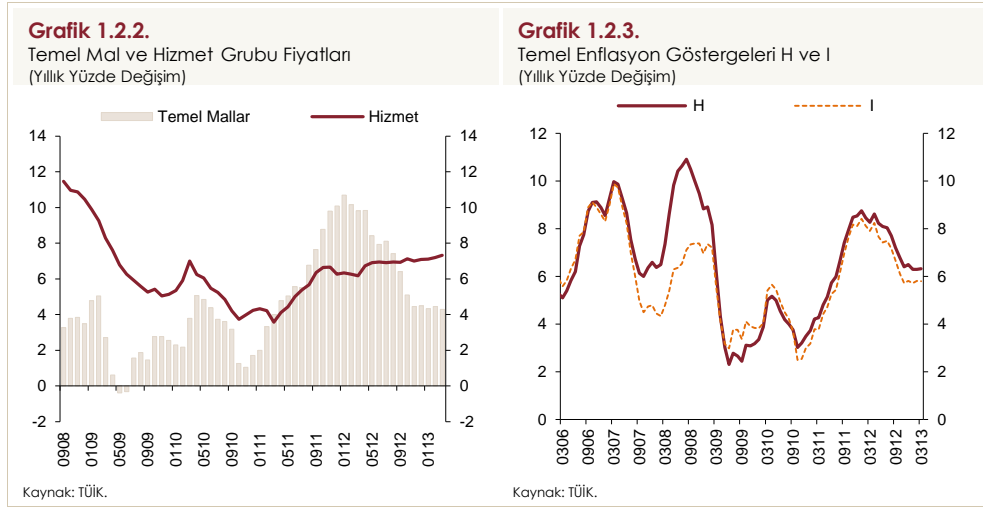
1.2.Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Enflasyon 2013 yılının ilk çeyreğinde öngörülenin üzerinde bir artış göstererek çeyrek sonu itibarıyla yüzde 7,3 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Enflasyonun beklenenden yüksek gerçekleşmesinde esas olarak Ocak Enflasyon Raporu'nda yukarı yönlü risk oluşturduğu vurgulanan işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler belirleyici olurken temel enflasyon göstergeleri de beklentilerin bir miktar üzerinde seyretmiştir.



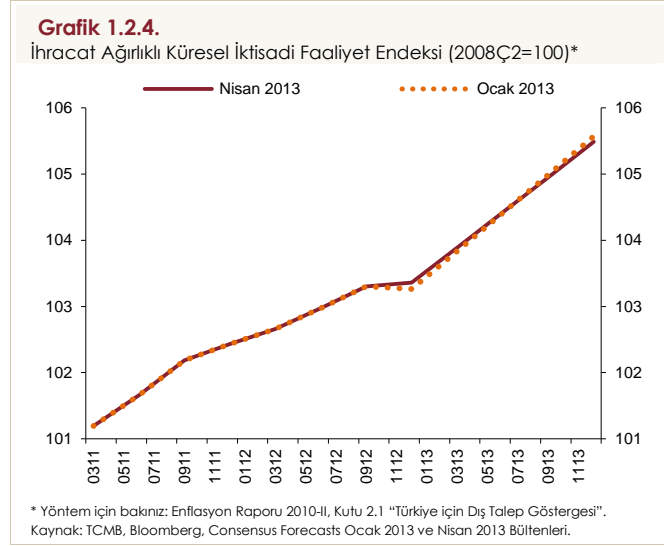
Bu dönemde döviz kurundaki gelişmelerin yıllık enflasyona aşağı yönlü katkısının azalması ve iç talepteki kısmi canlanma sonucu temel malların fiyat artış hızındaki gerileme yavaşlamıştır. Hizmet fiyatlarının ana eğiliminde ise sınırlı bir yükseliş gözlenmiştir (Grafik 1.2.2). Bu gelişmeler çerçevesinde temel enflasyon göstergeleri ilk çeyrekte yatay bir görünüm sergilemiştir (Grafik 1.2.3). Temel enflasyon göstergelerinin beklenenden daha yüksek gerçekleşmesi nedeniyle enflasyon tahminlerinin başlangıç noktası sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu güncellenmenin yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi yaklaşık 0,2 puan artırıcı yönde olmuştur.



Arz ve Talep

2012 yılının son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri yurt içi talebin özel yatırım talebi kaynaklı olarak gerilediğine işaret etmiştir. Bu dönemde talep koşulları Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan görünüme kıyasla daha zayıf seyretmiştir. Öte yandan, yılın ilk çeyreğine dair veriler tüketim talebinde ılımlı bir artış, yatırımlarda ise kayda değer bir toparlanmaya işaret etmektedir. Son dönemde finansal koşulların destekleyici konumunun sürmesi, güven endekslerindeki iyileşme ve kredilerin artış eğilimi yılın ikinci çeyreğinde toparlanmanın devam edeceğine işaret etmektedir. Bu gelişmeler çerçevesinde, tahminler üretilirken 2012 yılında toplam talebin bir önceki Rapor dönemine göre sınırlı ölçüde daha zayıf olduğu bir görünüm esas alınmış, ancak 2013 yılı geneli için belirgin bir değişiklik yapılmamıştır.

2013 yılının ilk çeyreğinde dış talep zayıf seyrini korumuştur. Bu dönemde Euro Bölgesi iktisadi faaliyetindeki yavaşlamaya rağmen küresel büyümeye ilişkin tahminlerde önemli bir farklılaşma gözlenmemesi nedeniyle ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksinde kayda değer bir değişiklik olmamıştır (Grafik 1.2.4).



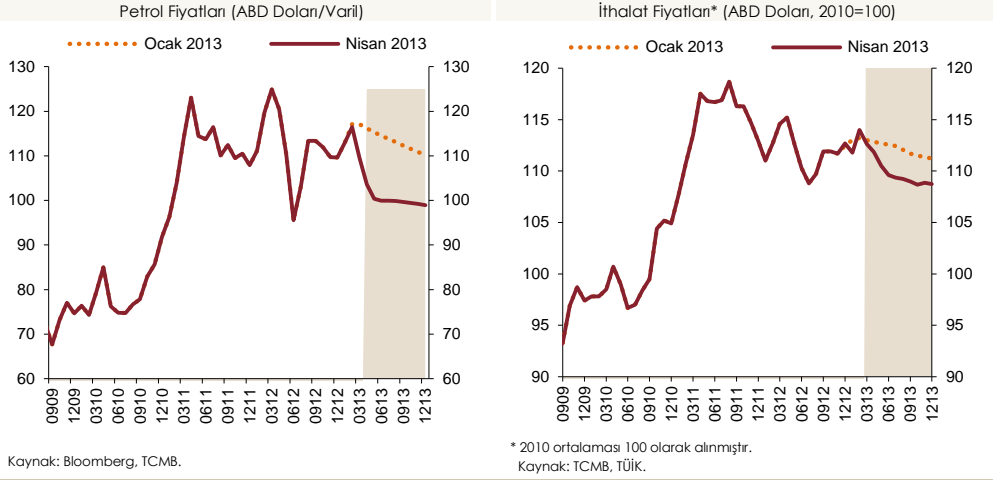
Özetle, iç ve dış talep gelişmeleri birlikte değerlendirildiğinde, toplam talep koşullarının enflasyon tahminleri üzerindeki etkisinde bir önceki Rapor'a kıyasla önemli bir değişim olmamıştır.

Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından itibaren geçen süre zarfında ithalat fiyatları varsayılandan düşük gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.5). Özellikle yakın dönemde emtia fiyatlarında beklenenin ötesinde bir gerileme olduğu görülmektedir. Bu çerçevede Ocak Enflasyon Raporu'nda 108 ABD doları olarak belirlenen 2013 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı, Nisan ayının ilk üç haftasındaki vadeli fiyatların ortalamasıyla uyumlu şekilde aşağı yönlü güncellenerek 103 ABD dolarına düşürülmüştür (Grafik 1.2.5). Bu güncelleme 2013 yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan aşağı yönde etkilemiştir. Öte yandan, gıda fiyatlarının yıllık artış oranı bir önceki Rapor'da olduğu gibi yüzde 7 olarak korunmuştur.

Grafik 1.2.5.

Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler

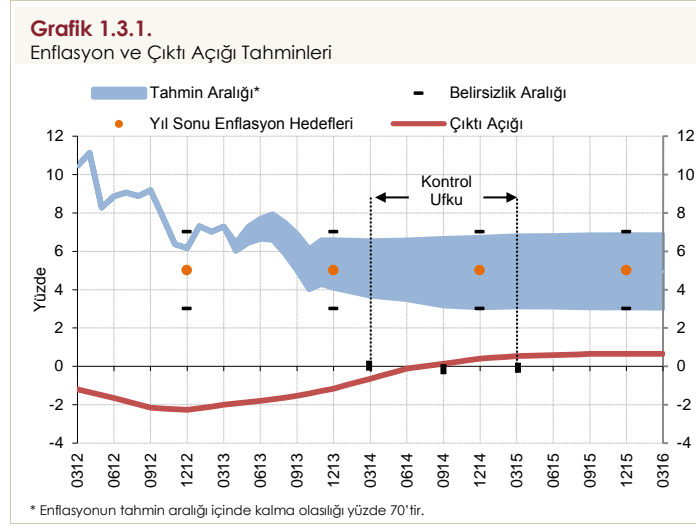
**Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları**

Orta vadeli tahminler üretilirken, yılın kalanında tütün ve enerji ürünlerine yönelik ek vergi ayarlaması yapılmayacağı varsayılmıştır. Diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların ise enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Maliye politikasının duruşu için Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde mali disiplinin süreceği ve faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranında önemli bir değişim olmayacağı varsayılmıştır. Dolayısıyla, yıl sonu enflasyon tahmininde maliye politikasından kaynaklanan bir değişiklik yapılmamıştır.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

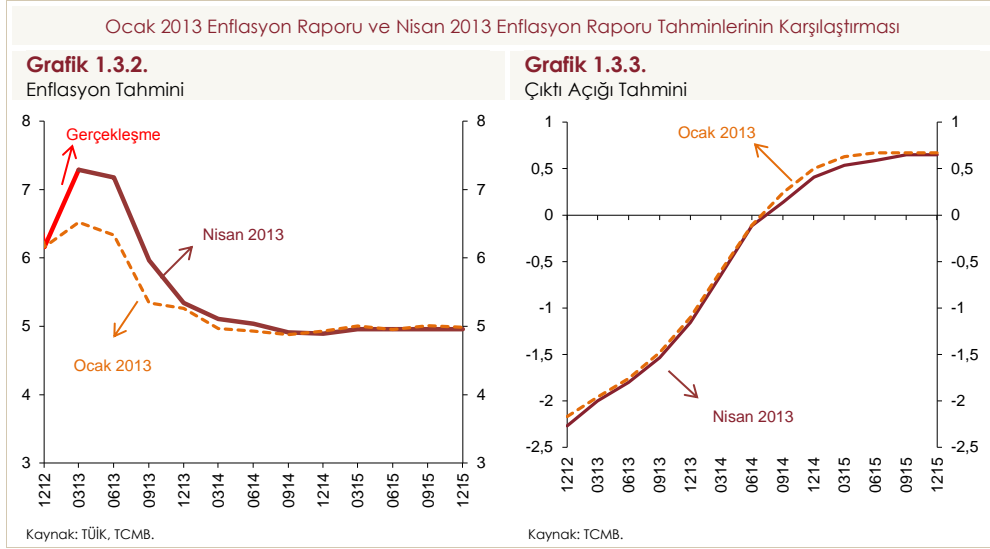
Orta vadeli tahminler oluşturulurken yakın dönemde hızlanan sermaye akımlarından kaynaklanabilecek risklerin dengelendiği bir görünüm çizilmiştir. Diğer bir ifadeyle, faiz oranları düşük tutulurken makro ihtiyati tedbirlerin devam ettiği bir politika duruşu esas alınmıştır. Bu doğrultuda, kredilerin yüzde 15 civarında büyüyeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2013 yılı sonunda yüzde 4,1 ile yüzde 6,5 aralığında (orta noktası yüzde 5,3), 2014 yılı sonunda ise yüzde 3,1 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 4,9) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Sonuç olarak, enflasyon tahminlerine temel oluşturan varsayımlar ve dışsal koşullar bir arada değerlendirildiğinde, enflasyonun başlangıç noktasındaki yukarı yönlü güncelleme emtia fiyatlarındaki aşağı yönlü güncelleme ile telafi edilmiş ve 2013 yıl sonu enflasyon tahmininde bir önceki Rapor'a kıyasla değişiklik yapılmamıştır. Bu çerçevede, yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 5,3 olarak korunmuştur.

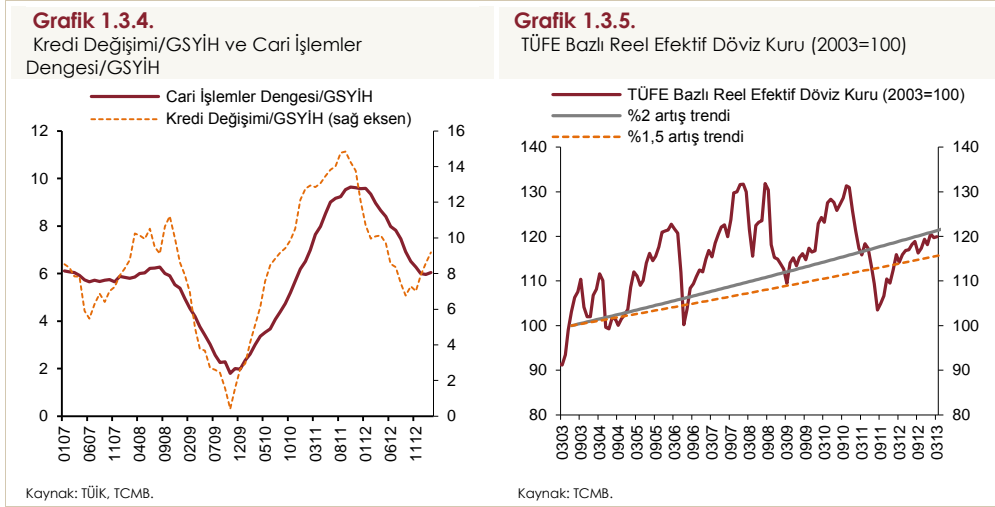
Enflasyonun kısa vadede enerji fiyatlarındaki baz etkisi kaynaklı olarak dalgalı bir seyir izlemesi beklenmektedir. Bu çerçevede yıllık enflasyonun Nisan ayında belirgin bir düşüş gösterdikten sonra Mayıs-Temmuz döneminde sınırlı artışlar göstermesi beklenmektedir. Sonraki aylarda ise tekrar aşağı yönlü bir eğilimin başlayacağı ve enflasyonun yıl sonunda yüzde 5,3 düzeyine ineceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1). Çekirdek enflasyon göstergelerinin ise ılımlı seyrini koruması beklenmektedir.

Yıl sonu tahmininde değişiklik yapılmamasına rağmen, son dönemde özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen hızlı artışlar nedeniyle enflasyon patikası kısa vadede yukarı yönlü güncellenmiş ancak yıl sonuna doğru Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan patikaya yaklaştığı bir görünüm esas alınmıştır (Grafik 1.3.2).



Grafik 1.3.3'te çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme de sunulmaktadır. 2012 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyetin beklenenden zayıf gerçekleşmesi nedeniyle başlangıç noktası itibarıyla çıktı açığı tahminleri bir önceki Rapor'a kıyasla sınırlı ölçüde aşağı yönlü güncellenmiştir. Bununla birlikte iç talepte beklenen toparlanma ile uyumlu olarak, yıl genelinde çıktı açığının Ocak ayında öngörülen patikaya yakın seyredeceği bir çerçeveye esas alınmıştır.

Sunulan enflasyon tahminlerinin ve politika duruşunun makrofinansal riskler gözetilerek oluşturulduğu tekrar vurgulanmalıdır. Tahminler, bir yandan enflasyonun yüzde 5'lik hedefe yakın gerçekleşmesini diğer yandan ekonominin dengeli büyümesini gözetilen bir yaklaşımı yansıtmaktadır. Önümüzdeki dönemde enflasyon hedefe doğru yönelirken dış dengenin bozulmaması açısından kredilerdeki artışın makul oranlarda seyretmesi (Grafik 1.3.4.) ve döviz kurunda aşırı değerlenme olmaması (Grafik 1.3.5.) gerekmektedir. Bu nedenle bir yandan yurt dışındaki düşük faiz ortamına uyum sağlarken diğer yandan döviz rezervlerini artırıcı yönde adımlara devam etmenin mevcut konjonktürde en uygun politika bileşimi olduğu değerlendirilmektedir.



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

Yılın ilk çeyreğinde yaşanan gelişmeler küresel ekonomideki kırılganlığın sürdüğüne işaret etmektedir. Bu dönemde küresel iktisadi faaliyete dair açıklanan veriler istikrarlı bir görünüm çizmezken, gelişmiş ülkelerin ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler devam etmektedir. TCMB'nin makro finansal riskleri dengelemeye yönelik tasarladığı çerçeve ve bu kapsamda geliştirdiği araçlar, küresel ekonomideki kırılganlıklardan kaynaklanabilecek şokların yurt içi ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaya yönelik esnek bir çerçeve sunmaktadır.

Yakın dönemde sermaye girişleri tekrar hızlanma eğilimi göstermiştir. Gerek Türkiye'ye yönelik olumlu beklentiler, gerekse Japonya Merkez Bankasının açıkladığı parasal genişleme paketi önümüzdeki dönemde portföy hareketlerinin gücünü koruyabileceğine işaret etmektedir. Sermaye akımlarındaki hızlı seyrin zayıf küresel büyüme görünümü ile birlikte bir süre daha devam etmesi olasılığı, dış dengeyi bozarak makro finansal riskleri artırma potansiyeli taşımaktadır. Önümüzdeki dönemde bu senaryonun gerçekleşmesi halinde TCMB son dönemde yaptığı gibi kısa vadeli faiz oranlarını düşük düzeylerde tutarken zorunlu karşılıklar ve ROM aracılığıyla sıkılaştırmaya devam edebilecektir.

Öte yandan, özellikle Euro Bölgesine dair belirsizliklerin sürmesi risk iştahının dalgalı bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Gelişmiş ülkelerin uyguladığı miktarsal genişleme paketleri göz önüne alındığında risk iştahındaki dalgalanmaların sermaye akımları üzerindeki etkisinin artarak sürmesi olasılık dahilindedir. Her ne kadar ROM olası şoklara karşı dengeleyici bir rol oynasa da, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin ve sermaye akımlarındaki oynaklığın sürmesi nedeniyle para politikasında her iki yönde de esnekliğin korunması gerekmektedir. Bu doğrultuda, son dönemde alınan tedbirlerin krediler, yurt içi talep ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkileri dikkatle takip edilecek, Türk lirası fonlama miktarı gerekli görüldüğünde aşağı veya yukarı yönlü ayarlanacaktır.

Ayrıca, önümüzdeki dönemde küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde, gelişmiş ülkelerde para politikasının normalleşme sürecine girmesi de olasılık dahilindedir. Böyle bir senaryoda toplam talep ve ithalat fiyatlarında öngörülenden daha hızlı bir artış gözlenebileceğinden bütün politika araçlarının sıkılaştırıcı yönde kullanılması gerekebilecektir.

Rapor'da ana senaryoda yer alan tahminler, 2013 yılında enflasyonun hedefe yakın gerçekleşirken dış dengenin bozulmaması için iç talebin ılımlı bir artış sergilemesi ve kredilerin makul oranlarda büyümesi gerektiğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde iç talep ve kredilerin öngörülenden daha güçlü seyretme olasılığı bulunmaktadır. Son dönemde finansal koşulların giderek daha destekleyici bir konuma geçmesi kredilere dair yukarı yönlü risklere işaret etmektedir. TCMB önümüzdeki dönemde iç talep ve kredilerdeki artışları dikkatle izleyecek ve fiyatlama davranışlarında bozulma riskinin ortaya çıkması halinde elinde bulundurduğu araçlarla gerekli tedbirleri alacaktır.

Rapor'da yer alan tahminlerde gıda fiyatlarına dair varsayım değiştirilmemiştir. Ancak, işlenmemiş gıda fiyatlarının oynak seyri enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. TCMB gıda fiyatlarından kaynaklanan oynaklıklara tepki vermeyecek; uzun süreli bir artış olması ve bunun fiyatlama davranışlarını bozma olasılığının ortaya çıkması halinde ise gerekli sıkılaştırmayı yapacaktır. Öte yandan son dönemde küresel talepte gözlenen yavaşlama ve emtia fiyatlarına dair gelişmeler gıda fiyatlarından kaynaklanabilecek yukarı yönlü riskleri telafi edebilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeleri enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip etmektedir. Rapor'da baz senaryoda oluşturulan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almaktadır. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülmeleyen 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.

Küresel dengesizlikler 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, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi büyük önem taşımaktadır.

Kutu
1.1

Kredi İvmesi ve İktisadi Konjonktür

Türkiye'de 2010 yılının sonlarından itibaren finansal istikrarı makro perspektiften gözetilen bir politika çerçevesine geçişle birlikte krediler önemli bir politika değişkeni niteliğine kavuşmuştur. Bu kapsamda, uygulanan makro ihtiyati ve parasal politikalarla son yıllarda kredi büyümesi kademeli olarak finansal istikrarla daha uyumlu düzeylere getirilmiştir. Yaşanan bu süreçte iç talepte gözlenen yavaşlama arzu edilen ve sağlıklı bir düzeltme olsa da, 2012 yılında GSYİH büyümesinin potansiyelin belirgin oranda altına inmesi kredi politikaları ve iktisadi büyüme ilişkisini ön plana çıkarmıştır. Bu kutu Kara ve Tiryaki (2013) çalışmasından yola çıkarak, krediler ve iktisadi faaliyet arasındaki ilişkinin değerlendirilmesine katkıda bulunmak amacıyla "kredi ivmesi" kavramını tanıtmakta ve Türkiye için hesaplamaktadır.

Kredi İvmesi

İktisat yazınında, özellikle finansal krizlerin ardından gözlenen toparlanma dönemlerinde, nihai yurt içi talepteki ilk toparlanmanın genelde kredi stokunda artış olmadan gerçekleştiği gözlemi "kredisiz toparlanma" olarak adlandırılmaktadır. Bu gözleme kuramsal bir açıklama getirmek amacıyla Biggs, Mayer ve Pick (2009) basit bir model yardımıyla, krediler ile iktisadi büyüme oranı arasındaki ilişkide bazı dönemlerde kredi stokundan çok yeni kredi kullanımının belirleyici rol oynadığını ortaya koymuştur. Yazarlar, ekonomideki toplam talep büyümesinin krediler ile ilişkisini aşağıdaki şekilde ifade etmiştir:

$$\frac{\Delta Y_t}{Y_{t-1}} = (1 - \delta) \frac{\Delta D_t - \Delta D_{t-1}}{Y_{t-1}} + (2\delta - r) \frac{\Delta D_t}{D_{t-1}} \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}}. \quad (1)$$

Bu denklemde Y_t GSYİH'yi, D_t kredi stokunu, ΔD_t kredi stokundaki değişimi (net kredi kullanımı), δ sermaye stokunun aşınma oranını, r ise faiz oranını temsil etmektedir. Eşitliğin sağ tarafındaki ilk terim kredi kullanımındaki değişimin milli gelire oranını göstermektedir. Bu terim kredi değişiminin değişimi, yani ikinci türev şeklinde tanımlandığından, "kredi ivmesi" olarak adlandırılacaktır. Denklemdeki ikinci ifade ise kredilerin milli gelire oranı ile ağırlıklandırılmış kredi büyüme oranını vermektedir. Kara, Küçük, Tiryaki ve Yüksel (2013) çalışmasında da vurgulandığı gibi, finansal istikrarla doğrudan ilişkili görülen bu değişken "net kredi kullanımı/GSYİH" ($\Delta D/Y$) oranına denk gelmekte olup borçluluk oranlarının sağlıklı seviyelere yakınsayabilmesi için bu oranın zaman içinde istikrarlı bir seyir izlemesi beklenmektedir.

Yukarıdaki denklem ve sözü geçen ampirik bulgular genel iktisadi sezgiler ile de uyumludur. Akım bir değişken olan toplam harcamaların, stok kredi verileri yerine net kredi kullanımı gibi akım verilerle daha ilişkili olması beklenir.¹ Dolayısıyla toplam harcamalardaki değişim oranının (GSYİH büyümesinin) da net kredi kullanımındaki değişimle (kredi ivmesi ile) daha ilişkili olması gerekir.

Türkiye’de Kredi İvmesi ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Türkiye’de kredilerle GSYİH büyümesi arasındaki ilişkiyi inceleyebilmek amacıyla, öncelikle yukarıdaki denklemde yer alan kredi ivmesi ve (GSYİH’ye oranla) net kredi kullanımı değişkenleri oluşturulmuştur. GSYİH ve kredi serilerinin mevsimsellikten arındırılmasına dair sorunlar göz önüne alınarak, yukarıdaki denklem çeyreklik frekansta yıllık değişimleri gösterecek şekilde uyarlanmıştır. Örneğin, 2011 yılının dördüncü çeyreği için kredi ivmesi şöyle tanımlanmıştır:

$$KI_{2011\text{Ç}4} = \frac{(D_{2011\text{Ç}4} - D_{2010\text{Ç}4}) - (D_{2010\text{Ç}4} - D_{2009\text{Ç}4})}{Y_{2010\text{Ç}4} + Y_{2010\text{Ç}3} + Y_{2010\text{Ç}2} + Y_{2010\text{Ç}1}}, \quad (2)$$

net kredi kullanımı ise şu şekilde oluşturulmuştur:

$$NKK_{2011\text{Ç}4} = \frac{(D_{2011\text{Ç}4} - D_{2010\text{Ç}4})}{Y_{2010\text{Ç}4} + Y_{2010\text{Ç}3} + Y_{2010\text{Ç}2} + Y_{2010\text{Ç}1}}. \quad (3)$$

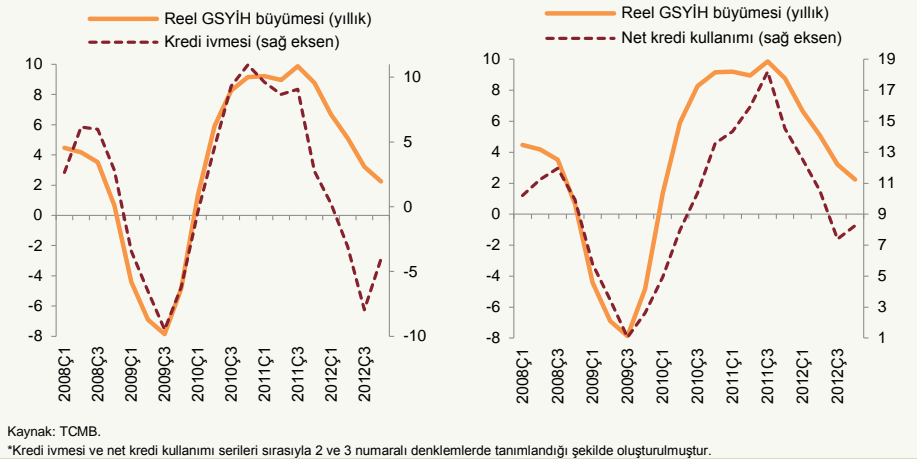
Denklem 2 ve 3’te, kredi stoku (D_t) serisi için her bir dönem sonundaki bankacılık sektörünün finansal olmayan kesime kullandığı toplam kredi hacmi serisi nominal değeriyle ve kur etkisinden arındırılmadan kullanılmış, (Y_t) serisi için ise çeyreklik nominal GSYİH verisi kullanılmıştır.

Grafik 1, denklem 2 ve 3 kullanılarak hesaplanan kredi ivmesini ve net kredi kullanımını GSYİH büyümesi ile birlikte göstermektedir. Örnekleme döneminde kredilerde sıkça ivme değişiklikleri olduğu için özellikle kredi ivmesi ile ekonomik büyüme arasında oldukça kuvvetli bir ilişki olduğu göze çarpmaktadır. 2008-2009 döneminde küresel finansal krizin yol açtığı tedirginlik nedeniyle kredi büyümesinde kaydedilen sert düşüş kredi ivmesine ve GSYİH büyümesine de yansımıştır. Takip eden dönemde ise küresel ölçekte parasal genişleme politikalarının bir yansıması olarak hızlanan sermaye girişlerinin de etkisiyle kredi hacminde normalleşmenin ötesinde bir artış yaşanmış, kredi ivmesi 2010 yılının son çeyreğinde zirve yapmıştır. Bu tarihten itibaren TCMB’nin diğer kurumlarla koordineli bir şekilde uygulamaya koyduğu makro-ihtiyati politikaların sonucunda

¹ Toplam kredilerde akım versine erişilemediğinden bu çalışmada akım yerine stoktaki değişim kullanılmıştır. Mutluer-Kurul (2012) çalışması tüketici kredilerinin akım verilerinin tüketim talebi ile yakından ilişkili olduğunu ortaya koymuştur. Söz konusu çalışmada kullanılan akım veriler stoktaki değişim ile kıyaslandığında iki serinin benzer bir eğilim izlediği gözlenmektedir.

kredi büyümesinde belirgin bir düşüş gözlenmiştir. Net ihracatın katkısındaki artış nedeniyle bu düşüş GSYİH büyümesine birebir yansımaya da, yine de 2011 ve 2012 yıllarında kredi ivmesinin GSYİH büyümesine verdiği katkıda keskin bir düşüş olduğu gözlenmektedir. Öyle ki, 2012 yılının üçüncü çeyreğindeki kredi ivmesi, küresel kriz sonrası dönem olan 2009 yılında gözlenen değerlere yakın gerçekleşmiştir.

Grafik 1. Reel GSYİH Büyümesi, Kredi İvmesi ve Net Kredi Kullanımı*
(Yüzde)



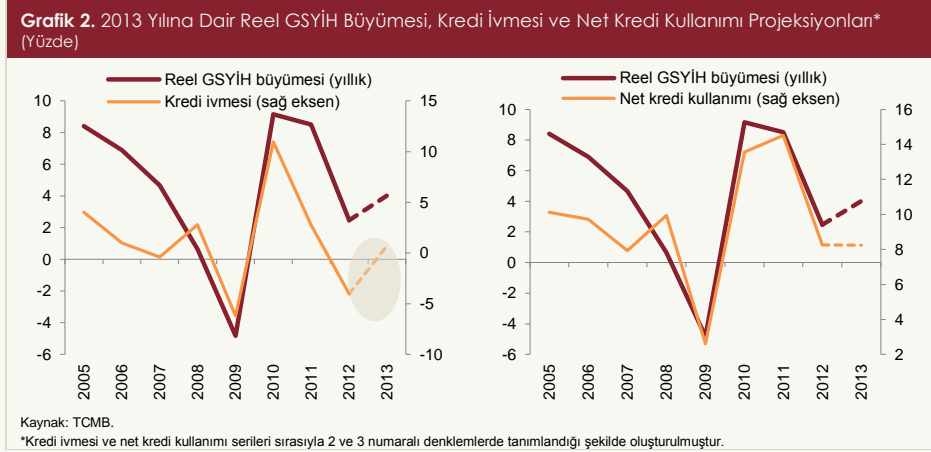
TCMB orta vadede kredilerde yüzde 15 büyüme oranının makul ve sağlıklı olacağını dile getirmiştir.² Ne var ki, bu oranın 2013 yılı için ekonomide beklenen toparlanma ile uyumlu olup olmadığı konusu kamuoyunda sıklıkla sorgulanmaktadır. Bunun sebebi, krediler ile GSYİH büyümesi arasındaki ilişkinin sadece kredi büyüme oranları üzerinden düşünülmesidir. Ancak, yukarıda da gösterildiği gibi, bazı dönemlerde salt kredi büyüme oranlarına bakarak kredilerin büyümeye katkısını değerlendirmek yanıltıcı olabilmektedir. Özellikle (2011-2012 yılları gibi) kredilerin büyüme hızında önemli değişimler gözlenen dönemlerin ardından, iktisadi büyüme açısından kredi ivmesi (net kredi kullanımındaki değişim) yüksek bilgi değeri taşıyabilmektedir.

2013 yılında kredi ivmesinin iktisadi büyümeye verebileceği potansiyel desteği görebilmek amacıyla, Grafik 2'de kredi artışı için yüzde 15 oranı referans alınarak, bu oranla tutarlı olan kredi ivmesi ve yıllık net kredi kullanımı çizdirilmiştir.³ 2013 yılı GSYİH büyümesi için de Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonu kullanılmıştır. Sağ panelde yer alan net kredi kullanımı serisi, kamuoyu algılamasını yansıtır şekilde, 2013 yılında bir önceki yıla göre yatay bir seyre işaret etmektedir. Dolayısıyla bu

² Bakınız, 2013 Yılında Para ve Kur Politikası, TCMB (2012).

³ OVP'deki projeksiyonlar yıllık olduğu için grafikler de yıllık olarak çizdirilmiştir.

göstergelere bakıldığında kredilerin yüzde 15 büyümesi halinde 2013 yılında iç talebin 2012 yılındaki gibi zayıf seyredebileceği yanılsaması oluşabilmektedir. Böyle bir değerlendirme, (sol panelde gösterilen) kredi ivmesinin 2013 yılı için bir önceki yıla kıyasla keskin bir şekilde arttığı bilgisini dikkate almadığı için eksik kalacaktır. Diğer bir ifadeyle, *toplam kredilerin büyüme oranında bir önceki yıla kıyasla belirgin bir değişim olmadığı bir senaryo altında dahi, net kredi kullanımındaki değişim (kredi ivmesi) arttığı için, 2013 yılında kredilerin büyümeye verdiği destek artmaktadır.* Bu basit örnek, kredi projeksiyonlarının ekonomik büyüme tahminleri ile uyumu değerlendirilirken kredi ivmesi değişkeninin de hesaba katılmasının önemini açık bir şekilde ortaya koymaktadır.



Sonuç olarak bu bulgular, orta vadede referans alınan yüzde 15 kredi büyüme oranının 2013 yılı için kredi ivmesinde önemli bir artışa tekabül ettiğine ve dolayısıyla hızlanan bir toplam talep büyümesi ile uyumlu olduğuna işaret etmektedir. Bu çerçevede, TCMB referans alınan tarafından kredi büyüme oranlarının OVP'de yer alan büyüme projeksiyonları ile büyük ölçüde uyumlu olduğu düşünülmektedir.

Kaynakça

- Biggs, M., T. Mayer, ve A. Pick (2009). "Credit and Economic Recovery," De Nederlandsche Bank Working Paper, No. 218/2009.
- Kara, H., H. Küçük, S.T. Tiryaki ve C. Yüksel (2013). "Türkiye için Makul Kredi Büyüme Oranı Ne Olmalı?" TCMB Ekonomi Notları No. 13/03.
- Kara, H. ve S.T. Tiryaki (2013). "Kredi İvmesi ve İktisadi Konjonktür," TCMB Ekonomi Notları No. 13/10.
- Mutluer Kurul, D. (2012). "Akım Verileriyle Tüketici Kredileri," TCMB Ekonomi Notları No. 12/35.
- TCMB (2012). *2013 Yılında Para ve Kur Politikası*, TCMB.