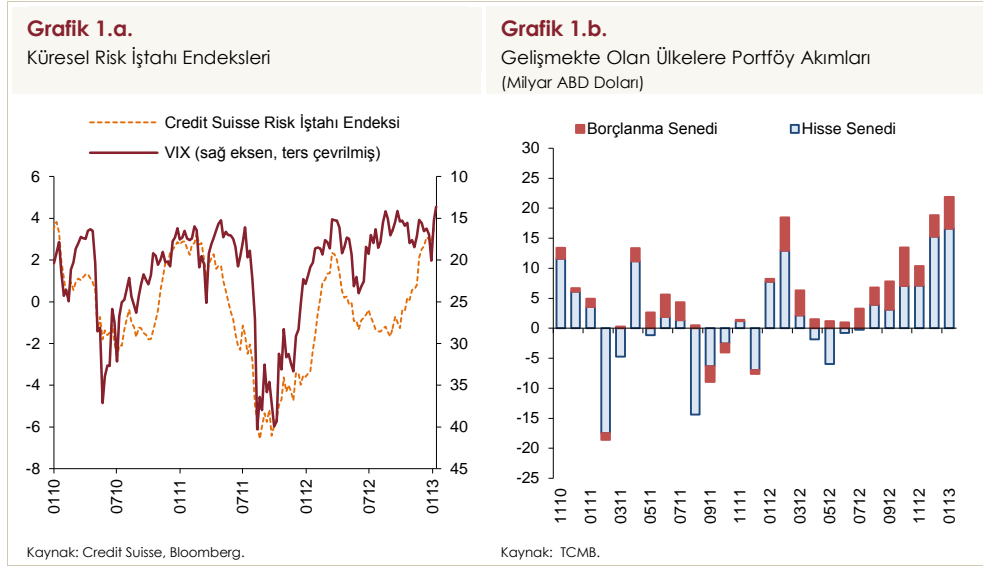


1. Genel Değerlendirme

2012 yılının son çeyreğinde küresel ekonomiye dair en kötü risklerin geride kaldığı algılamasının güçlenmesiyle risk iştahında yıl ortasından itibaren gözlenen artış eğilimi belirginleşmiştir (Grafik 1.a). Bu dönemde, Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne yönelik atılan somut adımların yanı sıra ABD ve Çin ekonomisine dair olumlu gelişmeler risk iştahını destekleyen başlıca gelişmeler olmuştur. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde büyüme görünümünün halen zayıf seyri nedeniyle miktarsal genişleme politikalarına devam edilmiştir.

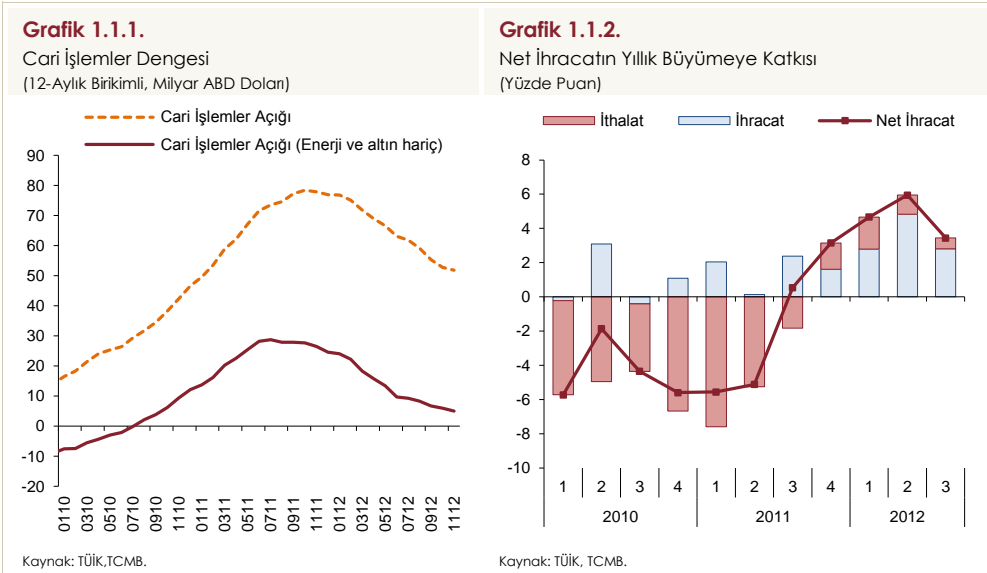


Küresel ölçekte parasal genişlemenin sürmesi, risk iştahındaki artışla birleşince gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının hızlanmasına neden olmuştur (Grafik 1.b). Kriz sonrası gelişmekte olan ülkelerin görece riskliliğindeki düşüş sonucu fon yönetim şirketlerinin portföy bileşiminde bu ülkelerin lehine gözlenen değişim de bu gelişmede belirleyici olmuştur. Böylelikle, 2013 yılının başı itibarıyla sermaye akımları yakın tarihin en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin geleneksel politikaların dışında alternatif tedbirlere başvurma eğilimlerini artırırken, esnek bir politika çerçevesine sahip olmanın önemini bir kez daha ortaya koymuştur.

1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

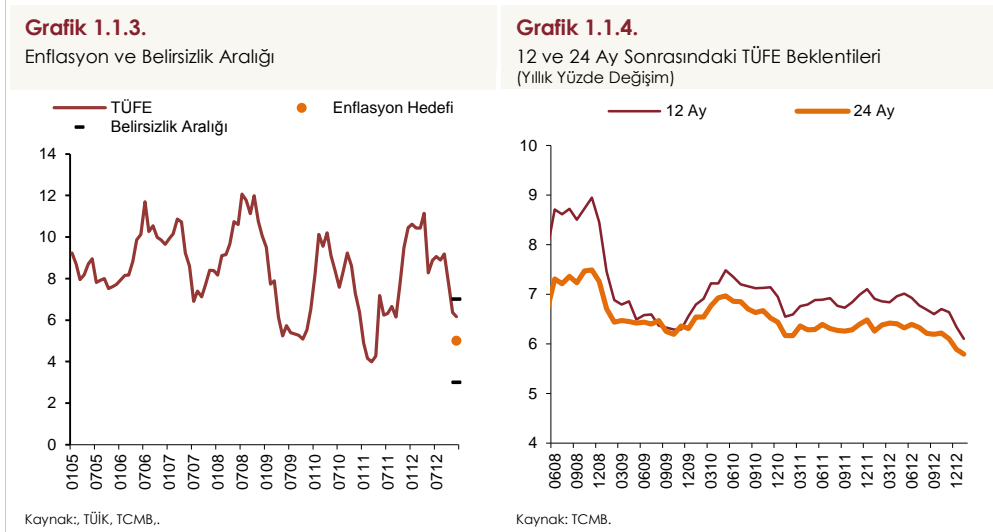
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetilen yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Uygulanan politikalar orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden makro finansal riskleri dengelemeyi amaçlamış, Uygulanan politikalar orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden makro finansal riskleri dengelemeyi amaçlamış, bu kapsamda ek politika araçları geliştirilmiştir. Yeni politika stratejisinde sermaye akımlarının krediler ve döviz kurunda yol açabileceği aşırı oynaklığın sınırlanmasına özel önem atfedilmiştir. Bu çerçevede 2010 yılının sonlarından itibaren kredilerin büyüme hızı yavaşlatılırken döviz kurunun iktisadi temellerle daha uyumlu hareket etmesi sağlanmıştır.

2012 yılı boyunca açıklanan veriler uygulanan politikaların etkili olduğunu göstermiştir. Bu dönemde büyüme kompozisyonu daha sağlıklı bir görünüme kavuşurken ekonomideki dengelenme süreci belirginleşmiştir. Nitekim, cari işlemler dengesindeki iyileşme sürerken (Grafik 1.1.1) net ihracatın büyümeye katkısı belirgin şekilde artmıştır (Grafik 1.1.2). Bu dönemde hem ihracatın hem de ithalatın büyümeye pozitif katkı vermiş olması atılan adımların etkisine işaret etmektedir.

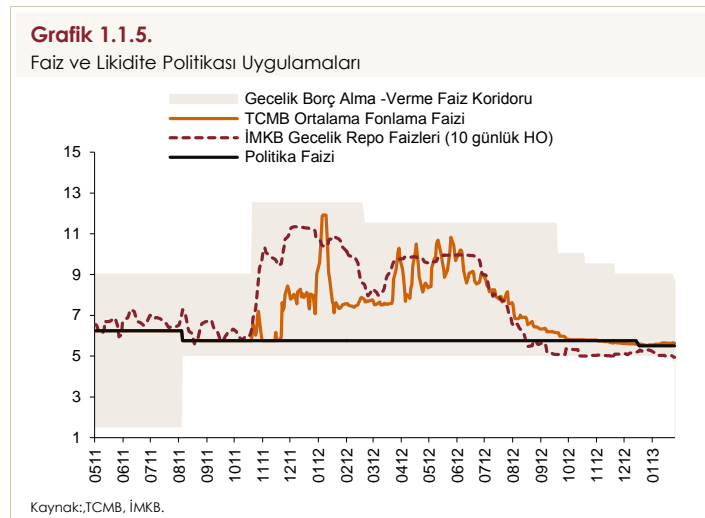


2012 yılı sadece makro finansal risklerin dengelenmesi anlamında değil, aynı zamanda fiyat istikrarı konusunda da önemli kazanımların elde edildiği bir dönem olmuştur. Yıl boyunca enflasyon aşağı yönlü bir eğilim sergileyerek son 44 yılın en düşük yılsonu enflasyonu gerçekleştirirken yakın dönemde orta vadeli

enflasyon beklentileri uzun bir aradan sonra ilk defa belirgin bir iyileşme göstermiştir (Grafik 1.1.3 ve 1.1.4).



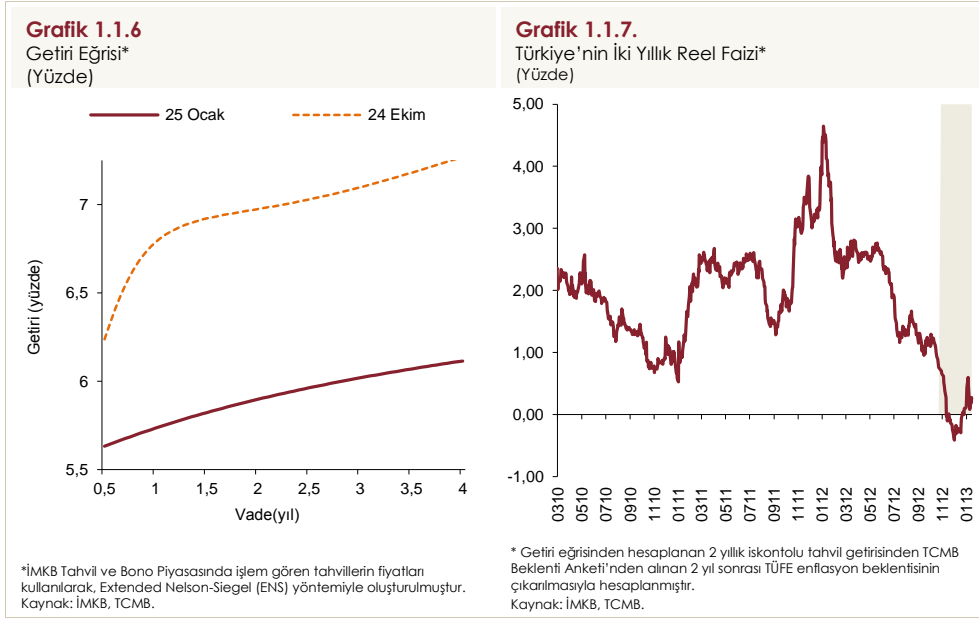
Enflasyonda ve dengelenme sürecinde arzu edilen sonuçların alınmaya başlanmasıyla 2012 yılının ortalarından itibaren para politikası kademeli olarak daha destekleyici bir konuma gelmiştir. Bu doğrultuda TCMB, Haziran ayından itibaren piyasaya verdiği likiditeyi artırarak ortalama fonlama maliyetini kademeli olarak düşürmüştür (Grafik 1.1.5). Eylül ayından itibaren risk iştahındaki iyileşme ve Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının (ROM) daha etkili bir şekilde devreye girmesiyle faiz koridorunun üst sınırı kademeli olarak indirilirken piyasaya verilen likidite artırılarak piyasa faizlerinin koridorun alt sınırına yakın seyretmesi sağlanmıştır.



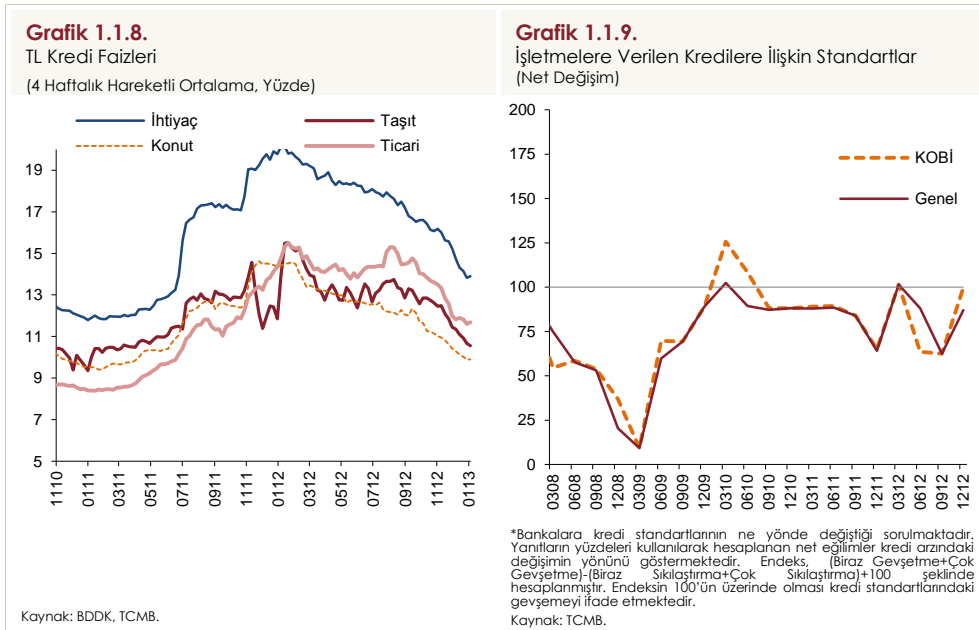
Son dönemde küresel risk iştahındaki artışın belirginleşmesi ve Türkiye'ye yönelik risk algılamalarındaki görece iyileşme nedeniyle sermaye girişlerinde hızlanma gözlenmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak kredilerde öngörülenin ötesinde bir artış eğilimi yaşanırken Türk lirası üzerindeki değerlenme baskısı güçlenmiştir. TCMB böyle bir konjunktürde finansal istikrara dair riskleri dengelemek amacıyla bir yandan faiz oranlarının düşük tutulmasının diğer yandan makro ihtiyati tedbirlere devam edilmesinin yerinde olacağını belirtmiştir. Bu doğrultuda, yakın dönemde politika faizi ve faiz koridoru sınırlı oranda indirilirken zorunlu karşılıklara ilişkin sıkılaştırıcı yönde ölçülü adımlar atılmıştır.

TCMB, kısa vadeli faizleri indirmesine rağmen, para politikasının temkinli ve esnek duruşunu korumuştur. Para Politikası Kurulu (Kurul), yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve enerji fiyatlarındaki artışların fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturduğuna vurgu yaparak temkinli bir duruş sergilemiştir. Kurul, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin devam ettiğine dikkat çekerek para politikasında her iki yönde de esnekliğin korunmasının uygun olacağını belirtmiştir. 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.

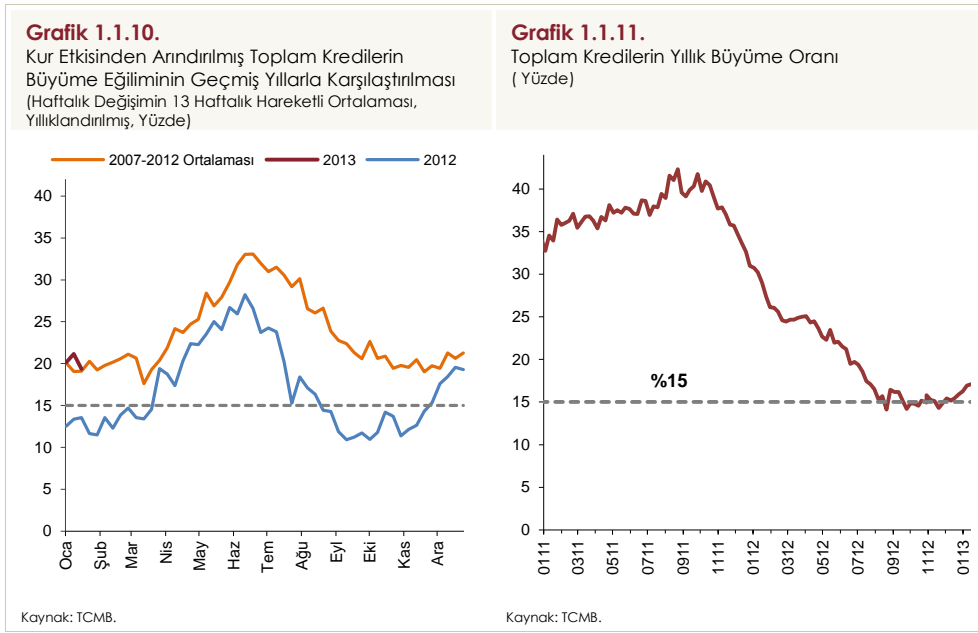
Risk iştahındaki artış ve TCMB'nin uyguladığı likidite politikasına bağlı olarak yılın son çeyreğinde piyasa faizlerinde belirgin düşüşler yaşanırken özellikle uzun vadeli faizlerdeki azalış daha fazla olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda getiri eğrisinin bir önceki Rapor dönemine kıyasla her vadede aşağı kaydığı ve eğiminin yataylaştığı gözlenmiştir (Grafik 1.1.6). Nominal faizlerdeki düşüşün enflasyon beklentilerindeki azalışa kıyasla daha belirgin olması nedeniyle yılın son aylarında reel faizlerde de kayda değer bir düşüş gözlenmiştir. Reel faizler yakın dönemde sınırlı bir artış gösterse de tarihsel olarak düşük seviyelerini korumaktadır (Grafik 1.1.7).



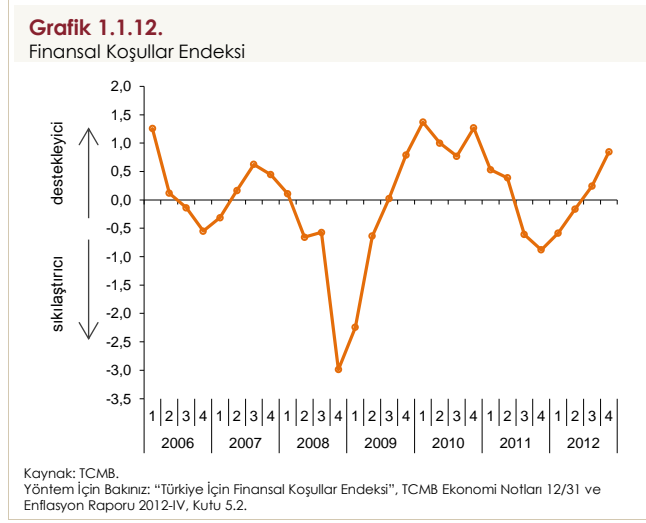
Yurt dışı finansman koşullarındaki rahatlamının ve TCMB'nin uyguladığı likidite politikasının etkisiyle kredi faiz oranlarındaki düşüş sürmüştür. Piyasa faiz oranlarındaki azalışa paralel olarak tüketici kredisi faizlerindeki aşağı yönlü eğilim sürerken, faiz koridorunun üst sınırındaki indirimlerin etkisiyle yılın son çeyreğinde ticari kredi faizlerindeki düşüş de belirginleşmiştir (Grafik 1.1.8). Ayrıca bu dönemde işletmelere verilen kredilerin standartlarındaki sıkılaşmanın da durduğu gözlenmiştir (Grafik 1.1.9).



Bu gelişmeler sonucunda yılın son çeyreğinde krediler tekrar ivmelenme eğilimine girmiştir (Grafik 1.1.10). Böylece, yıl sonunda toplam kredilerin büyüme oranı orta vade için referans alınan yüzde 15 seviyesinin sınırlı ölçüde üzerinde, yüzde 16 civarında gerçekleşmiştir (Grafik 1.1.11). 2013 yılının başı itibarıyla toplam kredilerin 13 haftalık artış eğiliminin geçtiğimiz altı yılın ortalamasına yakın olduğu görülmektedir.



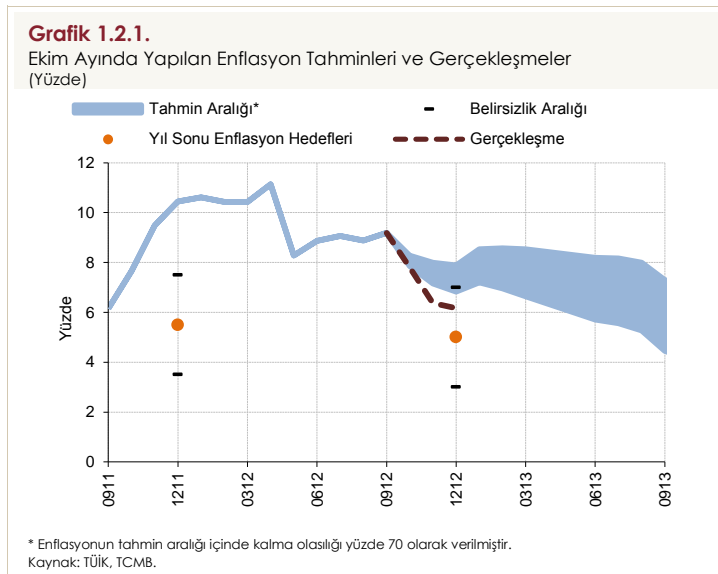
Sermaye akımlarındaki hızlanma, faiz oranlarındaki düşüş, kredi koşullarındaki iyileşme ve destekleyici likidite politikaları sonucunda yılın son çeyreğinde finansal koşullar endeksindeki artış devam etmiştir (Grafik 1.1.12). Bu görünüm, önümüzdeki dönemde krediler ve iç talebin daha da hızlanma olasılığına işaret etmekte ve makro-finansal risklere dair temkinli duruşun korunmasını gerektirmektedir. Bütün bu değerlendirmeler sonucunda Kurul, 2013 yılının ilk toplantısında kredilerdeki öngörülenin ötesinde gerçekleşen artışa dikkat çekerek söz konusu eğilimin sürmesi halinde makro ihtiyati tedbirlerin devam edeceğine işaret etmiştir.



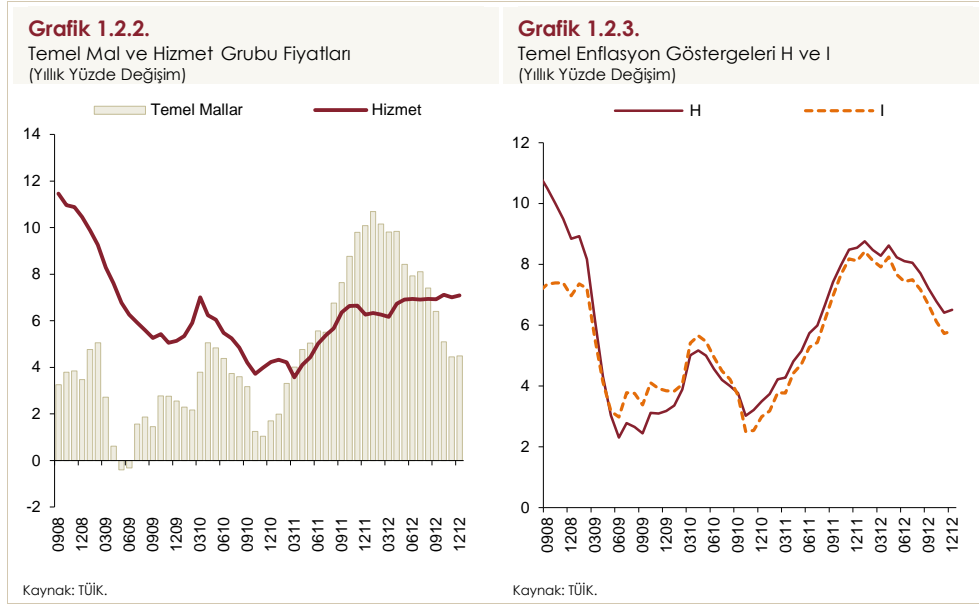
1.2.Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Enflasyon 2012 yılının son çeyreğinde tahminlerin de ötesinde bir düşüş göstererek yıl sonu itibarıyla yüzde 6,2 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Enflasyonun öngörülenden düşük gerçekleşmesinde Ekim Enflasyon Raporunda aşağı yönlü risk oluşturduğu vurgulanan işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler belirleyici olurken çekirdek enflasyon göstergeleri beklentilerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Böylece, enflasyon belirsizlik aralığının (yüzde 3-7) içinde kalmıştır.

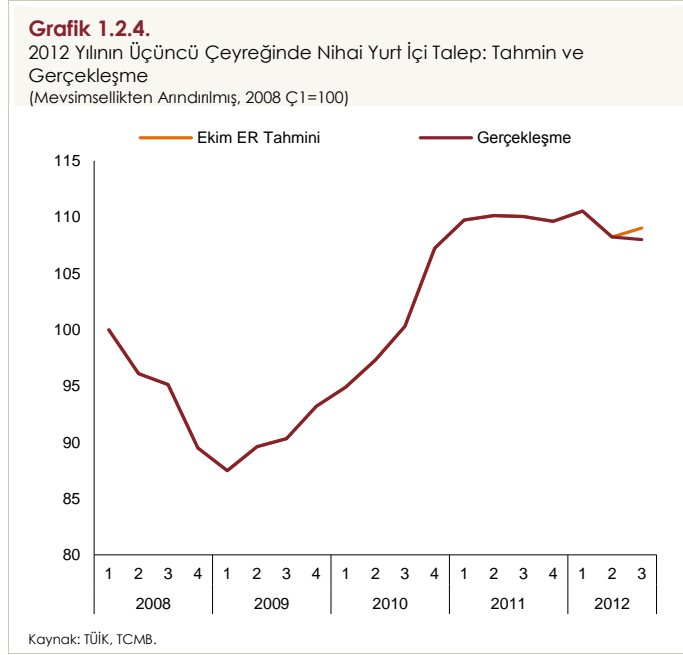


Döviz kuru ve ithalat fiyatlarında geçtiğimiz yıl gözlenen hareketlerin birikimli etkilerinin giderek azalması ve iç talepte süregelen yavaşlama sonucu, temel mal fiyatlarının yıllık artış oranı gerilemeye devam etmiştir. Hizmet fiyatları ise ılımlı seyrini korumuştur (Grafik 1.2.2). Bu gelişmeler çerçevesinde temel enflasyon göstergeleri düşüş eğilimini sürdürmüştür (Grafik 1.2.3).



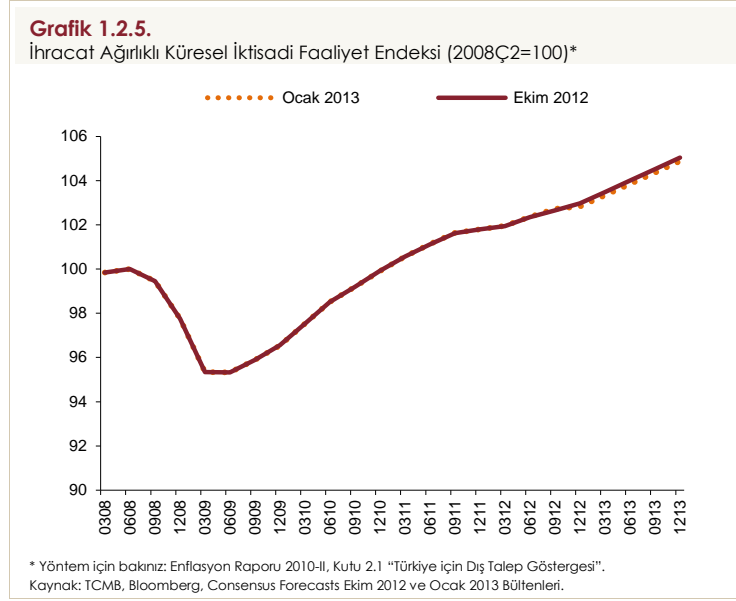
Arz ve Talep

2012 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin milli gelir verileri yurt içi talep koşullarının özel yatırım talebi kaynaklı olarak zayıf seyrini koruduğuna işaret etmiştir. Özel tüketimin uzun süreden beri ilk defa artış göstermesi yurt içi nihai talepteki yavaşlamayı sınırlasa da, talep koşulları Ekim Enflasyon Raporu döneminde sunulan öngörülere kıyasla bir miktar daha zayıf seyretmiştir (Grafik 1.2.4). Yılın son çeyreğine dair veriler ise tüketim ve yatırım talebinde öngörüldüğü şekilde ılımlı bir artış eğilimine işaret etmiştir. Bu doğrultuda, 2012 yılının ikinci yarısına dair çıktı açığı tahminleri bir önceki Rapora kıyasla sınırlı oranda aşağı yönlü güncellenmiştir.



Öte yandan, son dönemde artan sermaye akımlarının finansal koşullar üzerindeki genişletici etkisinin desteğiyle 2013 yılının ilk yarısında yurt içi nihai talebin beklenenden daha hızlı bir artış gösterebileceği tahmin edilmektedir. Sipariş göstergeleri, krediler ve diğer öncü endeksler de bu görünümü desteklemektedir. Bu doğrultuda, tahminler üretilirken 2013 yılının ilk yarısında iç talebin bir önceki Rapor dönemine göre daha güçlü olduğu bir görünüm esas alınmıştır.

Dış talep ise zayıf seyrini korumuştur. Bu dönemde küresel büyümeye ilişkin tahminlerde önemli bir farklılaşma gözlenmemiş, dolayısıyla ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksinde belirgin bir güncelleme olmamıştır (Grafik 1.2.5). Bu çerçevede, geçtiğimiz rapordakine benzer şekilde, pazar ve ürün çeşitlenmesinin katkısıyla ihracatın ılımlı olarak artmaya devam ettiği bir görünüm esas alınmıştır.



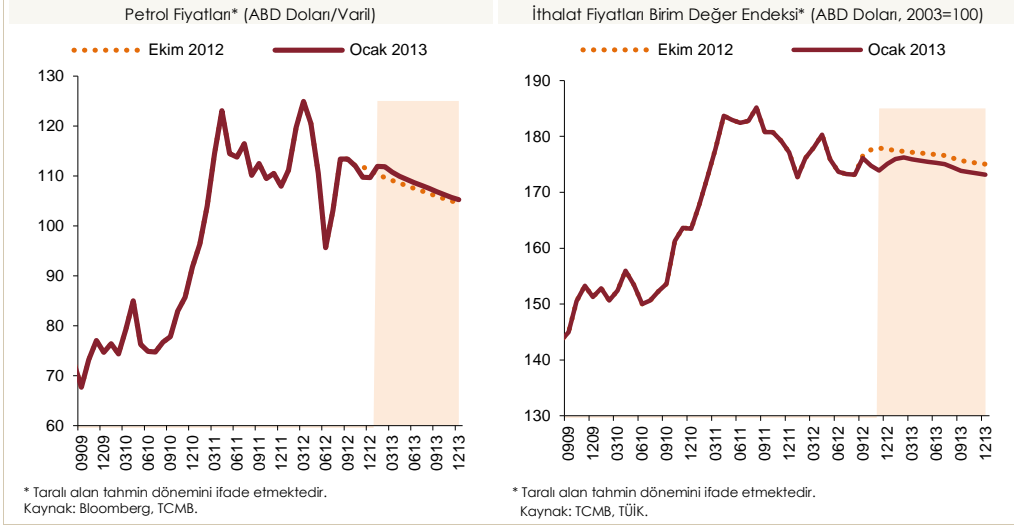
Özetle, iç ve dış talep gelişmeleri birlikte değerlendirildiğinde, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının bir önceki Rapor'a kıyasla 2012 yılının ikinci yarısı için daha fazla, 2013 yılının başlarında ise daha az olduğu bir görünüm esas alınmıştır. Sonuç olarak, enflasyon üzerindeki gecikmeli etkiler dikkate alındığında, çıktı açığındaki güncellemenin 2013 yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde belirgin bir etkisi olmamıştır.

Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Ekim Enflasyon Raporunun yayımlanmasından itibaren geçen süre zarfında ithalat fiyatlarının görünümünde de önemli bir farklılaşma olmadığı gözlenmektedir (Grafik 1.2.6). Ekim Enflasyon Raporu'nda 107 ABD doları olarak belirlenen 2013 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı, vadeli fiyatlarla uyumlu şekilde oldukça sınırlı oranda yukarı yönlü güncellenerek 108 ABD dolarına yükseltilmiştir. Enerji dışı ithalat fiyatlarındaki olumlu seyre bağlı olarak ithalat fiyatları varsayımı bir önceki Rapor'a göre sınırlı oranda aşağı çekilse de bu güncellemenin 2013 yılı enflasyon tahmini üzerinde kayda değer bir etkisi olmamıştır (Grafik 1.2.6). Öte yandan, gıda fiyatlarının yıllık artış oranına dair varsayım bir önceki Rapor'da olduğu gibi yüzde 7 olarak korunmuştur. Diğer bir ifadeyle, işlenmemiş gıda fiyatlarının 2012 yılındaki olumlu seyrinin önümüzdeki dönemde devam etmeyeceği varsayılmıştır.

Grafik 1.2.6.

Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler



Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Maliye politikası ve vergi düzenlemelerinde son üç ayda gözlenen gelişmeler Ekim Enflasyon Raporunda sunulan varsayımlarla büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Ocak ayında tütün ürünlerinde yapılan ayarlamaların enflasyon üzerindeki etkisi tahmin edilen ölçüde olmuştur. Ayrıca, yıl sonu bütçe dengesi de Orta Vadeli Program (OVP) çerçevesinde güncellenen hedefler doğrultusunda gerçekleşmiştir.

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.

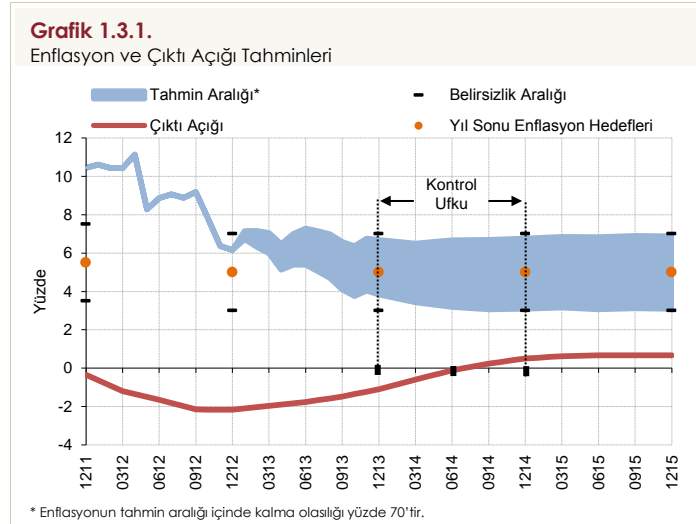
Maliye politikasının duruşu için OVP projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde mali disiplinin süreceği ve yapısal bütçe dengesinde önemli bir değişim olmayacağı varsayılmıştır. Dolayısıyla, 2013 yıl sonu enflasyon tahmininde maliye politikasından kaynaklanan bir değişiklik olmamıştır.

Özetle, enflasyon tahminlerine temel oluşturan varsayımlar ve dışsal koşullarda önemli bir güncelleme yapılmamıştır.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasının veriye bağlı olarak şekillendiği bir çerçeve oluşturulmuştur. Bu doğrultuda, kredi büyümesinin ve döviz kurlarının istikrarlı seyrettiği, toplam talep artışının ise enflasyon üzerinde baskı oluşturmayacak düzeylerde tutulduğu varsayılmıştır. Dolayısıyla, fiyat istikrarı ve finansal istikrara dair açıklanan verilere bağlı olarak; kısa vadeli faizler, likidite araçları ve makro ihtiyati tedbirlerin esnek ve koordineli bir biçimde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Diğer bir ifadeyle, yakın dönemde sermaye akımlarında gözlenen hızlanmanın oluşturduğu risklerin dengelendiği bir çerçeve çizilmiştir.

Tahminler üretilirken, kredilerin yüzde 15 civarında büyüyeceği ve reel efektif döviz kurunda önemli bir değişim gözlenmeyeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2013 yılı sonunda yüzde 3,9 ile yüzde 6,7 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).

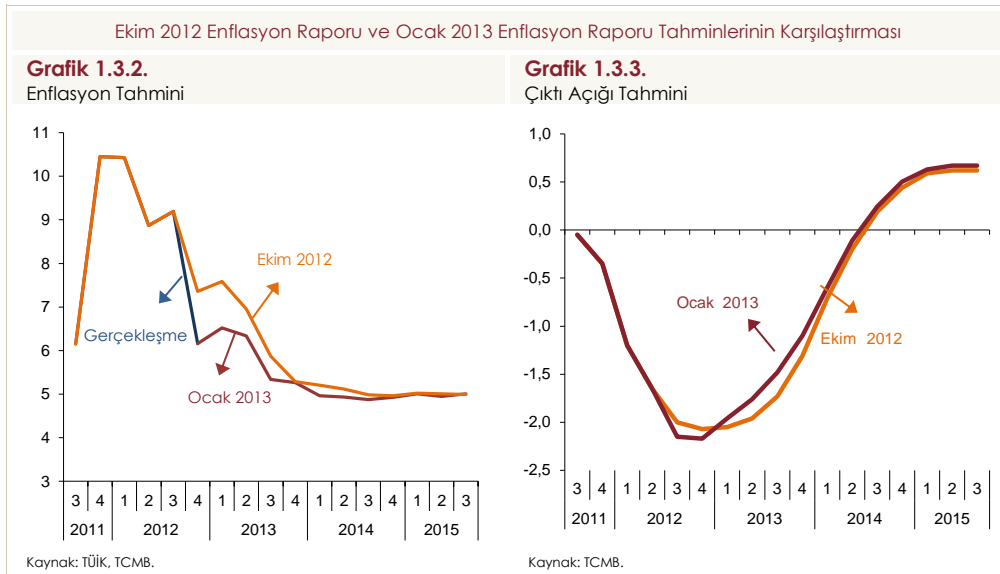


Sonuç olarak, bir önceki Raporda öngörülen çerçeveye kıyasla enflasyon görünümünü etkileyen unsurlarda son üç ay içinde belirgin bir değişim olmaması nedeniyle 2013 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 5,3 olarak korunmuştur.

Enflasyonun Ocak ayındaki tütün fiyat ayarlamaları nedeniyle sınırlı bir yükseliş gösterdikten sonra tekrar düşüş eğilimine girmesi beklenmektedir. Mayıs

ve Haziran aylarında enerji fiyatlarındaki baz etkisinden dolayı enflasyonun geçici bir artış göstermesi beklense de, sonraki aylarda aşağı yönlü eğilimin devam edeceği ve enflasyonun yıl sonunda yüzde 5,3 düzeyine ineceği tahmin edilmektedir. Çekirdek enflasyon göstergelerinin ise kısa vadede olumlu seyrini koruması ve 2013 sonu itibarıyla yüzde 5'in altında kalması beklenmektedir.

Yıl sonu tahmininde değişiklik yapılmamasına rağmen, son dönemde özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen gelişmeler nedeniyle enflasyon patikası kısa vadede aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.3.2). Bu gelişmenin geçici olduğu düşünüldüğünden işlenmemiş gıda fiyatlarının yıllık enflasyon üzerindeki olumlu etkisinin kademeli olarak ortadan kalkacağı ve enflasyonun yıl sonuna doğru Ekim Enflasyon Raporunda belirtilen patikaya yaklaşacağı bir görünüm esas alınmıştır.



Grafik 1.3.3'te çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme sunulmaktadır. Son dönemde sermaye girişlerindeki hızlanma ve kredilerde gözlenen ivmelenme nedeniyle 2013 yılı ilk çeyreği için çıktı açığı bir önceki Rapora kıyasla yukarı yönlü güncellenmiştir. Ancak, alınan önlemlerle yılın ikinci yarısından itibaren krediler ve toplam talep büyümesinin Ekim ayında öngörülen patikaya yaklaşacağı bir çerçeve esas alınmıştır.

Bu tahminlerin para politikası açısından verdiği ana mesaj, 2013 sonunda enflasyonun hedefe yakın gerçekleşmesi için temkinli duruşun korunması gerektiğidir. Makro finansal risklerin dengelenmesi açısından ise TCMB'nin krediler ve döviz kurunda aşırı dalgalanmaya kayıtsız kalmadığı bir çerçeve esas

alınmaktadır. Nitekim, son dönemde kredilerde öngörülenden yüksek gerçekleşen büyümeye rağmen, tahminler üretilirken kredilerin yüzde 15 civarında seyredeceği bir görünüm çizilmektedir. Kredilerin sağlıklı ve makul oranlarda büyümesinin sağlanması hem finansal istikrarı hem de fiyat istikrarını destekleyecektir.

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

Son dönemde küresel ekonomiye ilişkin risk algılamalarında belirgin bir iyileşme olsa da, sermaye akımlarındaki oynaklığın devam etmesi para politikasının her iki yönde de esnekliğini korumasını gerektirmektedir. Gelişmiş ülkelerde parasal genişleme politikalarının sürmesi, hatta temel ekonomik verilerde düzelme sağlanana kadar bu politikalara devam edilmesinin taahhüt edilmesi ve küresel piyasalarda risk alma iştahının artması gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını hızlandırmaktadır. Ne var ki, gelişmiş ülke ekonomilerindeki bilanço düzeltme süreci iktisadi faaliyetteki toparlanmayı ve dolayısıyla bütçe dengelerindeki iyileşmeyi geciktirebilecektir. Nitekim, Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne dair atılan adımlara rağmen kredi piyasası ile büyüme görünümündeki zayıf seyir ve borcun sürdürülebilirliğine dair kaygılar devam etmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak, önde gelen gelişmiş ülkelerin ekonomi politikasına dair oluşturulan belirsizlik endekslerinin halen yüksek değerlerini koruduğu gözlenmektedir. Sonuç olarak küresel ekonomideki kırılabilirlikler son dönemde kayda değer biçimde azalmakla birlikte halen önemini korumaktadır. Dolayısıyla son aylarda risk iştahında gözlenen artışın önümüzdeki dönemde tekrar oynaklığa dönüşme riski bulunmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi durumunda TCMB geliştirdiği esnek politika çerçevesi dahilinde gerekli önlemleri alacaktır.

Sermaye akımlarındaki hızlanma ve zayıf küresel büyüme görünümünün bir süre daha devam etmesi olasılığı makro finansal riskleri artırma potansiyeli taşımaktadır. TCMB son dönemde uyguladığı politikalarla uzun süreli sermaye akımlarından kaynaklanan risklerin birikmesini sınırlamayı amaçlamaktadır. Bu çerçevede son dönemde hızlı kredi genişlemesi ve yerli para üzerinde oluşabilecek değerlenme baskısının önüne geçilmesi için kısa vadeli faiz oranları

düşük düzeylerde tutulurken zorunlu karşılık politikası ile sıkılaştırmaya gidilmektedir. Mevcut küresel eğilimlerin devam etmesi ve kredilerin uzun süre yüzde 15 düzeylerinin üzerinde seyretme olasılığının ortaya çıkması durumunda makro ihtiyati tedbirler alınmaya devam edilecektir.

Öte yandan, önümüzdeki dönemde küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde, toplam talep ve emtia fiyatlarında öngörülenden daha hızlı bir artış gözlenmesi ve bunun yanı sıra gelişmiş ülkelerde para politikasının normalleşme sürecine girmesi de olasılık dahilindedir. Böyle bir durumda ortaya çıkabilecek enflasyon baskıları bütün politika araçlarının sıkılaştırıcı yönde kullanılmasını gerektirebilecektir.

Sonuç olarak 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.

İşlenmemiş gıda fiyatlarının oynak seyri enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler 2012 yıl sonunda enflasyonun öngörülenden daha olumlu gerçekleşmesini sağlamıştır. 2013 yılında ise bu eğilimin tersine dönme olasılığı enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. TCMB gıda fiyatlarından kaynaklanan oynaklıklara tepki vermeyecek, ancak kalıcı bir artış olması ve bunun fiyatlama davranışlarını bozma olasılığının ortaya çıkması halinde gerekli sıkılaştırmayı yapacaktır.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeleri enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip etmektedir. Raporda 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 konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

Kutu
1.1**Türkiye için Makul Kredi Büyüme Oranı Ne Olmalı?**

Küresel kriz sonrası finansal istikrara verilen önemin artması, kredileri politika tasarımıda önemli bir değişken olarak ön plana çıkarmaktadır. Türkiye'de ise cari denge ile net kredi kullanımı arasında gözlenen güçlü ilişki, kredilerin makro finansal riskler açısından önemini daha da artırmaktadır. Nitekim TCMB, son dönemdeki iletişim politikasında sağlıklı ve sürdürülebilir kredi büyümesinin finansal istikrar açısından önemini sıklıkla vurgulamaktadır. Geline nokta Türkiye'de hangi seviyedeki kredi büyüme oranlarının sağlıklı kabul edilebileceği konusu önem kazanmaktadır. Bu konuya ilişkin tartışmalara katkıda bulunmak amacıyla Kara, Küçük, Tiryaki ve Yüksel (2013) diğer ülkelerdeki tarihsel eğilimlerden yola çıkarak kapsamlı bir değerlendirme sunmaktadır. Bu kutuda, söz konusu çalışmanın bulguları özetlenerek Türkiye için makul kabul edilebilecek kredi büyüme oranına dair çıkarımlar yapılmaktadır.

Krediler ve Finansal İstikrar

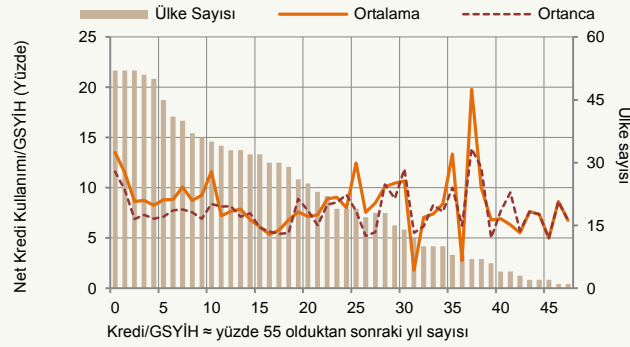
Akademik yazında, kredilerin milli gelire oranı (K/Y) ve kredilerin büyüme oranı ($\Delta K/K$) finansal istikrara dair sıklıkla kullanılan göstergelerdir. TCMB ise bu iki değişkenin bileşimi olan kredi stokundaki değişimin milli gelire oranına ($\Delta K/Y$) özel bir önem atfetmektedir. Ekonomide milli gelire kıyasla net kredi kullanımını gösteren $\Delta K/Y$ değişkeni, hem kredi büyümesi bilgisini hem de kredilerin milli gelire oranla ne kadar büyük olduğu bilgisini toplulaştırıran bileşik bir gösterge olması bakımından finansal ve makroekonomik istikrara dair önemli bilgi içerebilmektedir. Bir ekonomide gelire kıyasla borçluluğun ne kadar hızlı arttığına dair bir gösterge olan $\Delta K/Y$ değişkeninin cari denge ile de yakından ilişkili olması, cari açığıdaki dalgalanmaların sınırlanması konusunda kredilerin önemli bir araç olabileceğine işaret etmektedir. Türkiye'de cari açığın yüksek olması ve yapısal nedenlerden dolayı bir süre daha yüksek kalacağı tahmin edilmesi, kredilere atfedilen önemi artırmaktadır.

Net Kredi Kullanımı İçin Makul Seviyeler

Kara, Küçük, Tiryaki ve Yüksel (2013) Dünya Kalkınma Göstergeleri (World Development Indicators) veri tabanını kullanarak diğer ülkelerin Türkiye'nin yüzde 55 olan mevcut K/Y oranı (kredi derinliği) derinliğine ulaştıktan sonra izlediği eğilimi incelemektedir. Çalışmada, K/Y oranı yüzde 55'i istikrarlı olarak geçmiş ülkelerde bu düzey geçildikten sonraki dönemlerde net kredi kullanımının nasıl bir eğilim sergilediği bilgisi toplulaştırılmakta ve bu eğilimler çerçevesinde Türkiye için referans alınabilecek değerlere ilişkin çıkarımlar yapılmaktadır.

Grafik 1, örneklemedeki ülkelerde K/Y oranı yüzde 55'i geçtikten sonra $\Delta K/Y$ oranlarının ortalama ve ortanca (medyan) değerlerini yıllar itibarıyla göstermektedir. Grafik'te göze çarpan husus, tarihsel patikanın sabit bir ortalama etrafında dalgalanan bir seri olduğu, aşağı veya yukarı belirgin bir eğilim sergilemediğidir. Bu gözlem TCMB'nin son dönemde iletişim politikasında finansal istikrar açısından $\Delta K/Y$ değişkenini ön plana çıkarmasının isabetli olduğuna işaret etmektedir. Zira, Grafik'te de görüldüğü gibi, tarihsel olarak bakıldığında ülkelerin Türkiye'nin 2012 yılında geldiği kredi derinleşmesi düzeylerine ulaştıktan sonra $\Delta K/Y$ oranının yatay bir seyir izlediği görülmektedir. Dolayısıyla, kredi politikalarının net kredi kullanımının gelire oranını referans almasının sağlıklı olacağı değerlendirilmektedir.

Grafik 1. Kredi / GSYİH Oranı Yüzde 55'i Geçen Ülkelerde Net Kredi Kullanımı/GSYİH Oranlarının Seyri*



*Veri setinde bulunan bütün ülkeler, gelir grubundan bağımsız olarak analize dahil edilmiştir. Yatay eksen, ülkelerin K/Y oranının %55 düzeyine eriştiği dönemden itibaren geçen yıl sayısını ifade etmektedir. 47 yıl içinde K/Y oranının ortalama ve ortanca değerlerinin seyri dikey sol ekseninde gösterilmektedir. Dikey sağ ekseninde ise örneklem içinde kalan ülke sayısı gösterilmektedir.
Kaynak: Dünya Bankası, TCMB.

Kredilerin izlediği patika ülkeler arasında heterojen bir yapı gösterdiğinden tek bir ortalama yerine dağılımı göz önüne alan bir $\Delta K/Y$ aralığının referans alınması daha sağlıklı olacaktır. Bu doğrultuda, seçilen 25 ülkenin $\Delta K/Y$ ortalamaları sıralanarak 25'inci ve 75'inci yüzdalık dilimlere karşılık gelen $\Delta K/Y$ değerleri elde edilmiştir. Böylelikle, referans alınabilecek $\Delta K/Y$ değerleri için yüzde 6,7 ile yüzde 10,6 aralığına ulaşılmıştır.¹

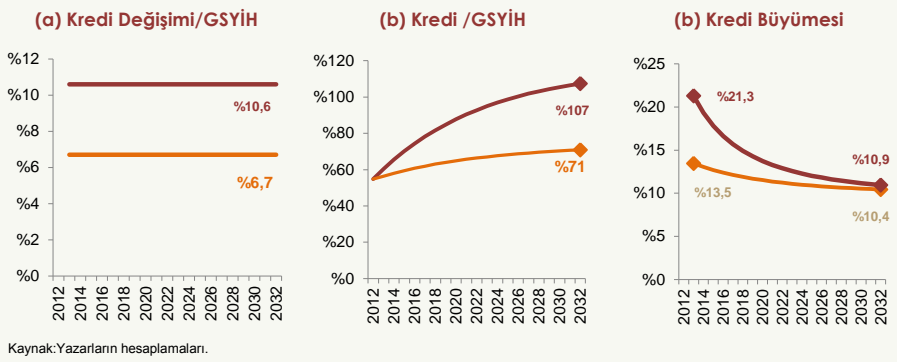
¹ Referans alınacak $\Delta K/Y$ değerleri belirlenirken K/Y oranı yüzde 55'i geçtikten sonra en az 20 yıllık gözleme sahip olan 25 ülke seçilmiş, bu ülkelerin 20 yıllık ortalamaları kullanılmıştır.

Kredi Büyümesi

Elde edilen sabit $\Delta K/Y$ değerinin ima ettiği kredi patikasını ve dolayısıyla kredi büyümesini belirli varsayımlar altında hesaplamak mümkündür. K_t/Y_t oranının başlangıç noktası (yüzde 55), sabit $\Delta K_t/Y_t$ değeri (yüzde 6,7 ile yüzde 10,6 arasında) ve nominal GSYİH büyüme oranı, g^Y (20 yıl boyunca yıllık yüzde 10) bilindiğinden, her aşamada bir öncekinde hesaplanan değerler kullanılarak ileriye dönük K_t/Y_t patikasına ve dolaylı olarak bunun ima ettiği kredi büyüme oranlarına aşağıdaki denklemlerle ulaşılabilmektedir:

$$\frac{K_t}{Y_t} = \frac{K_{t-1}}{Y_{t-1}} \frac{1}{(1 + g^Y)} + \frac{\Delta K_t}{Y_t}$$

Grafik 2. Kredi / GSYİH Oranı Yüzde 55'i Geçen Ülkelerden Oluşan Örneklem İçinde Kredi / GSYİH ve Net Kredi Kullanımı/GSYİH Oranları* (Yüzde)



Grafik 2a'da gösterilen $\Delta K/Y$ oranlarından yola çıkılarak gelecek 20 yıl için hesaplanan kredi derinleşmesi ve kredi büyümesi projeksiyonları Grafik 2b ve 2c'de gösterilmektedir. Buna göre, $\Delta K/Y$ oranının yüzde 6,7 ve yüzde 10,6 seviyelerinde sabit seyrettiği varsayımı altında 20 yıl sonunda K/Y oranı sırasıyla yüzde 71 ve yüzde 107 düzeyine ulaşmaktadır. Seçilen örneklemdaki 25'inci ve 75'inci yüzdilik dilimlere karşılık gelen 2013 yıllık kredi büyümesi ise, yaklaşık yüzde 13,5 ile yüzde 21,3 aralığında yer almaktadır. Ancak bu değerlerin hızlı kredi genişlemesi yaşanan küresel kriz öncesi dönemi de kısmen kapsadığı dikkate alınmalıdır. Kriz tecrübesi yüksek kredi artış hızlarının finansal istikrar açısından önemli bir risk oluşturduğunu göstermiştir. Dolayısıyla referans alınabilecek kredi büyümesinin daha temkinli bir yaklaşımla oluşturulması ve yukarıda belirtilen aralığın alt sınırına yakın olması gerekmektedir. Ayrıca, Türkiye'de süregelen yüksek cari açık düzeyleri dikkate alındığında makro finansal risklerin dengelenmesi bakımından ülkemizde kredi kullanımı konusunda temkinli bir yaklaşımın gerekli olduğu düşünülmektedir.

Bütün bu değerlendirmeler, TCMB tarafından 2013 yılında kredi büyüme oranı için dile getirilen yüzde 15 referans değerinin makul ve sağlıklı olduğuna işaret etmektedir. $\Delta K/Y$ cinsinden ifade edildiğinde bu oran yüzde 7,5'e karşılık gelmektedir. Diğer bir ifadeyle, finansal istikrarı destekleyen $\Delta K/Y$ (kredi artışı/GSYİH) oranı ne olmalıdır sorusu tedbirli bir yaklaşımla ele alındığında ülkemiz için bu oranın yüzde 7,5 civarında olduğu değerlendirilmektedir. Son olarak, Grafik 2'deki örneklerde de gösterildiği gibi, $\Delta K/Y$ oranının yüzde 7,5 düzeyinde istikrarlı seyretmesi için önümüzdeki yıllarda kredi büyüme hızının kademeli olarak azalması gerektiği vurgulanmalıdır.

Kaynakça

Kara, H., H. Küçük, S.T. Tiryaki ve C. Yüksel (2013), "Türkiye için Makul Kredi Büyüme Oranı Ne Olmalı?", TCMB Ekonomi Notu, yayımlanma aşamasında.