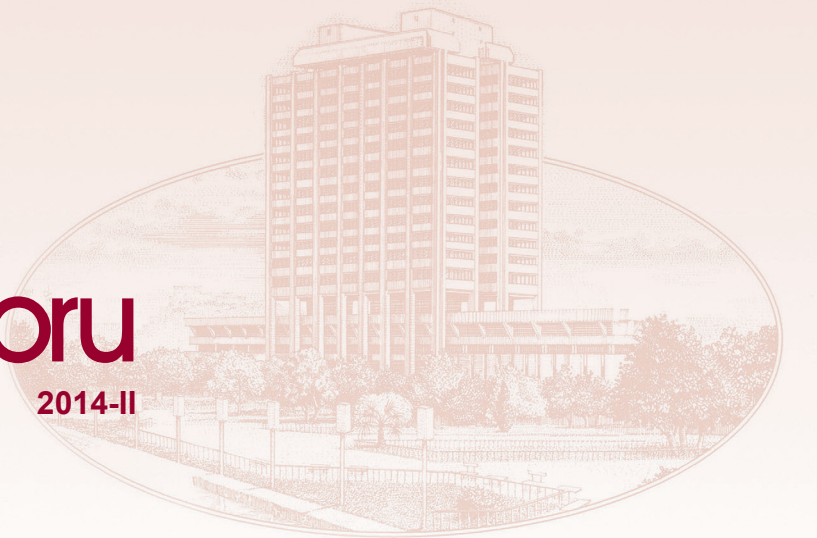


enflasyon raporu

2014-II

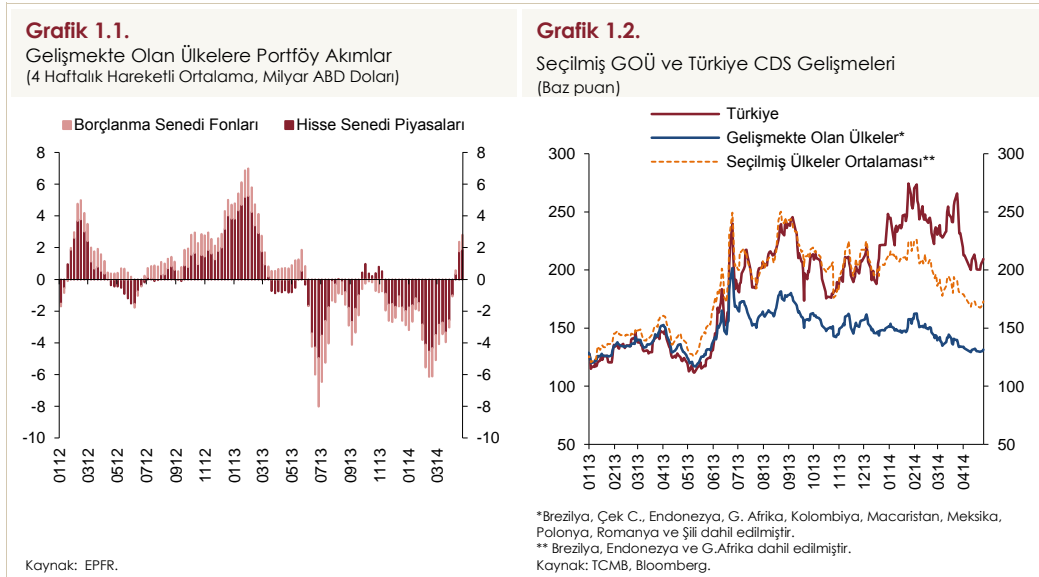


İçindekiler

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar	2
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	5
1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü	9
1.4. Riskler ve Para Politikası	10
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	13
2.1. Küresel Büyüme	13
2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon	15
2.3. Finansal Koşullar, Risk Göstergeleri ve Sermaye Akımları	17
2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	18
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	21
3.1. Temel Enflasyon Görünümü	22
3.2. Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları	25
3.3. Yurt İçi Üretici Fiyatları	27
3.4. Beklentiler	28
4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ	31
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	31
4.2. Dış Talep	34
4.3. Emek Piyasası	36
5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	45
5.1. Finansal Piyasalar	45
5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler	55
6. KAMU MALİYESİ	69
6.1. Bütçe Gelişmeleri	69
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	72
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	75
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	75
7.2. Orta Vadeli Görünüm	77
KUTULAR	
Kutu 4.1. İnşaat Yatırım Harcamalarına İlişkin Güncellemeler	39
Kutu 4.2. 2013 Yılında Türkiye ve Gelişmekte Olan Ükelere Sermaye Akımları: Fed Politika Değişikliğinin Etkileri	42
Kutu 5.1. Getiri Eğrileri Kullanılarak Döviz Kuru Hareketlerinin Öngörülmesi	60
Kutu 5.2. Türkiye'de Şirketlerin Yabancı Para Borçluluğu ve Kur Riski	64

1.Genel Değerlendirme

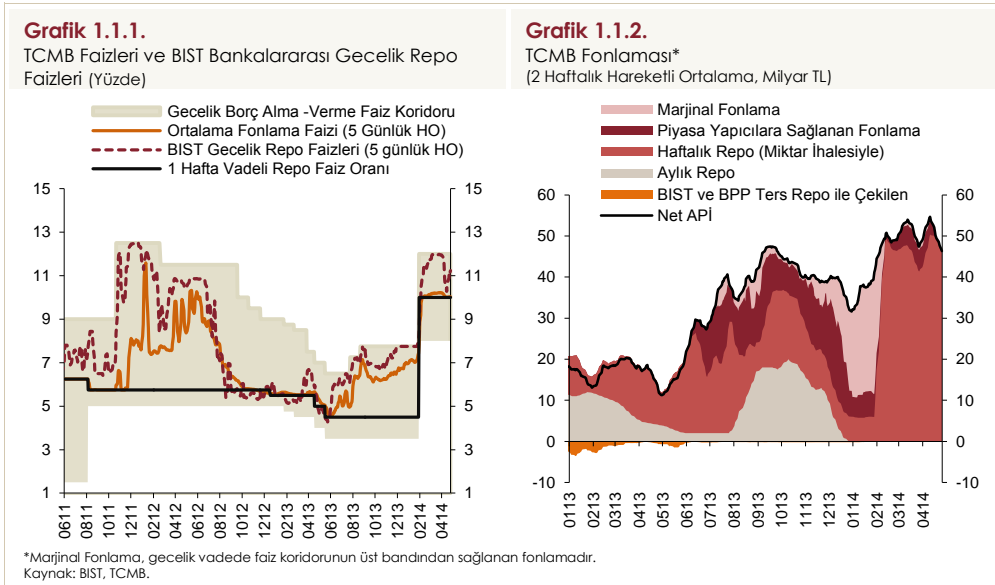
2014 yılının ilk çeyreğinde, para politikalarına dair küresel belirsizliklerin sürmesi ile birlikte, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarındaki zayıflık devam etmiştir. Yılın ikinci çeyreği başında ise bu ülkelere sınırlı miktarlarda portföy girişleri gözlenmiştir (Grafik 1.1). Küresel iktisadi faaliyette 2013 yılının son çeyreğinde büyümenin itici gücü gelişmiş ülke ekonomileri olmuştur. 2013 yılında küresel büyümede gözlenen güçlenme eğiliminin 2014 yılında da devam etmesi beklenmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki olumlu büyüme seyriyle uyumlu bir şekilde gelişmekte olan ülkelerde ihracat koşullarının iyileşerek büyümeye olumlu katkı sağlayabileceği, ancak zayıf seyreden portföy akımlarının ve sıklaşan finansal koşulların yurt içi talebi sınırlamaya devam edebileceği değerlendirilmektedir. Küresel finansal piyasalarda ise Fed'in varlık alımlarının nasıl sonlandıracağına dair belirsizliğin büyük ölçüde azalmasıyla birlikte mevcut durumda faiz artırımının zamanlamasına ve hızına ilişkin beklentiler fiyatlamalar için önem arz etmektedir. Öte yandan, gerek faiz kanalının aktarım mekanizmasının varlık alımlarına göre daha iyi bilinmesi, gerekse bu süreçte para politikasının yüksek frekanslı veriye bağıllığının azalması nedeniyle; faiz artırımının finansal piyasalardaki belirsizlik etkisinin varlık alımından çıkış politikasının etkisine kıyasla daha sınırlı olabileceği değerlendirilmektedir.



Küresel gelişmelere ek olarak, yakın dönemde yaşanan belirsizlik artışları Türkiye'de ekonomik görünümü etkileyen önemli bir gelişme olmuştur. 2013 yılı sonunda artan belirsizlikler neticesinde Türkiye'ye özgü risk primi göstergelerinde kayda değer bir bozulma gözlenmiştir (Grafik 1.2). Yaşanan süreçteki döviz kuru hareketleri ve finansal piyasalardaki oynaklık artışı enflasyon görünümü ve makro-finansal istikrarı olumsuz etkilemiştir. 28 Ocak 2014 tarihinde gerçekleştirilen güçlü ve önden yüklemeli para politikası sıkılaştırması ile enflasyon görünümündeki bozulmanın kontrol altına alınması ve finansal istikrarın desteklenmesi amaçlanmıştır. Sıkı para politikası duruşu ve yakın dönemde azalan belirsizlikler neticesinde orta vadeli enflasyon beklentilerindeki bozulma sınırlanmış, finansal piyasalardaki oynaklık düşmüş ve risk primlerinde kısmi iyileşme yaşanmıştır.

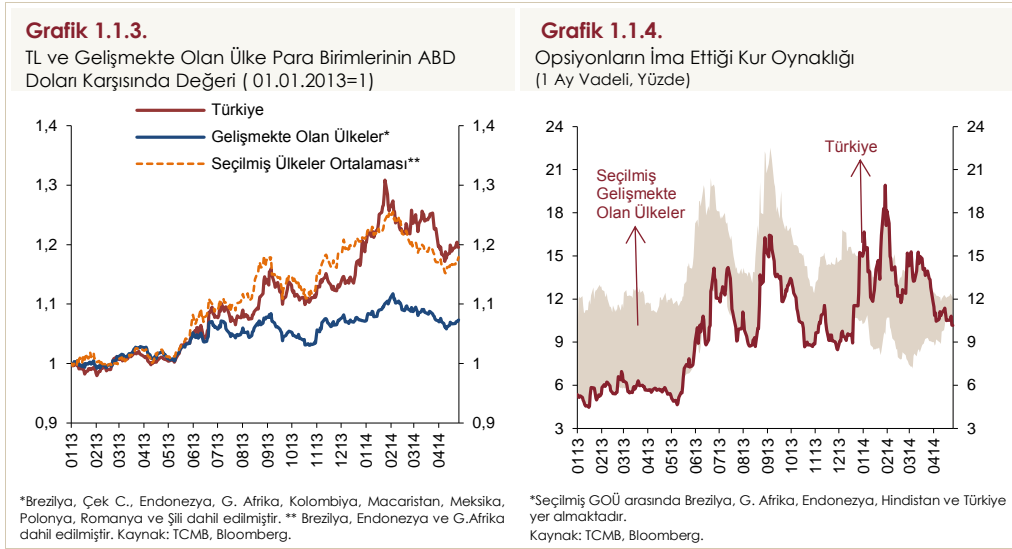
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar

2013 yılı Mayıs ayında başlayan küresel finansal belirsizlikler sonrasında diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte Türkiye'den portföy akımlarında çıkışlar gözlenmiş, risk primlerinde artışlar ve kurlarda değer kayıpları yaşanmıştır. Temelde kur gelişmelerinin etkisi ile Türkiye'de enflasyon 2013 yılı ikinci yarısında yükselerek yıl sonunda yüzde 7,4 değerine ulaşmış ve belirsizlik aralığının üzerine çıkmıştır. Bu dönemde enflasyon görünümündeki bozulmayı kontrol altına almak için Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) temkinli bir para politikası duruşu oluşturmuş ve politika öngörülebilirliğini artırmıştır. 2013 yılı sonu ve 2014 yılı başlarında ise iç ve dış piyasalardaki belirsizlikler önemli ölçüde artmıştır. Bu süreçte diğer gelişmekte olan ülkelere göre Türk lirasında belirgin bir değer kaybı ve risk primi göstergelerinde kayda değer bir artış gözlenmiştir (Grafik 1.2 ve Grafik 1.1.3). Bu gelişmeler enflasyonun uzun bir süre hedefin belirgin olarak üzerinde seyretmesi riskini artırmıştır. TCMB enflasyon beklentilerindeki ve fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın kontrol altına alınması ve aynı zamanda makroekonomik ve finansal istikrarın korunması amacı ile 28 Ocak tarihinde yapılan ara PPK toplantısında güçlü ve önden yüklemeli bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir (Grafik 1.1.1). Ayrıca operasyonel çerçevede sadeleştirmeye gidilmiş ve TCMB fonlaması temel olarak bir hafta vadeli repo ihale faiz oranından sağlanmaya başlamıştır (Grafik 1.1.2). Faiz artışı öncesi dönemde TCMB piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla önemli miktarlarda döviz likiditesi sağlamaya devam etmiştir. Bunun yanında, döviz piyasasında fiyatlama mekanizmasının bozulduğu Ocak ayında doğrudan döviz müdahalesi gerçekleştirilmiştir. Döviz satışları sonucunda finansal sektörün likidite ihtiyacı yükselmiş ve 2014 yılı ilk çeyreğinde TCMB fonlaması önemli miktarda artış göstermiştir (Grafik 1.1.2). Bu dönemde, finansal sistemin likidite ihtiyacının artmış olması para politikasındaki sıkılığı güçlendiren bir unsur olmuştur.

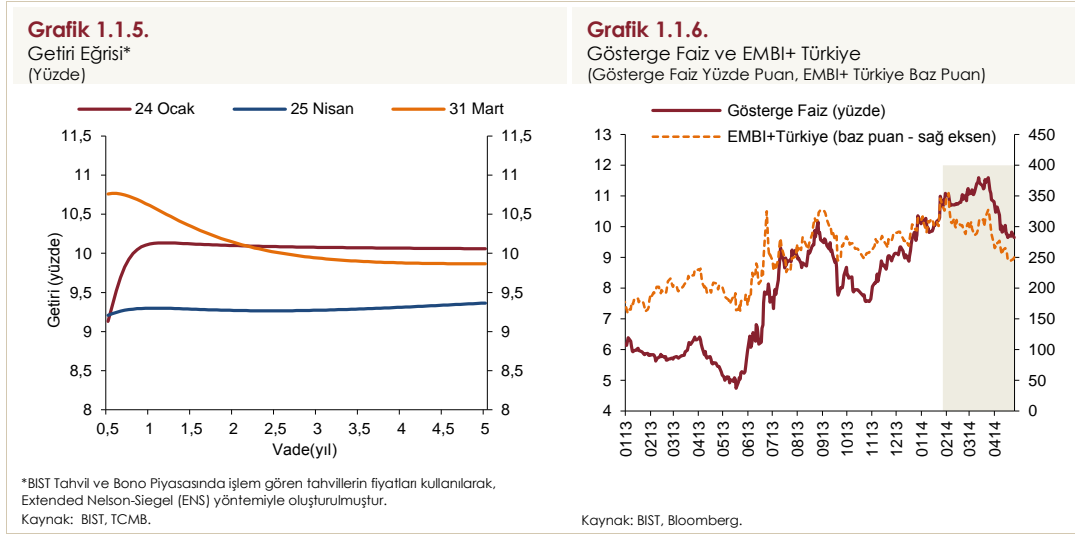


Küresel finansal belirsizliklerin arttığı 2013 Mayıs ayından 2013 yılı sonuna kadar olan dönemde diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte Türk lirasında belirgin değer kayıpları gözlenmiş ve kur oynaklıklarında artışlar yaşanmıştır (Grafik 1.1.3 ve Grafik 1.1.4). Fakat, bu dönemde temkinli ve öngörülebilirliği artırılan para politikasının katkısı ile cari açık veren seçilmiş benzer gelişmekte olan ülkelere göre Türk lirasındaki değer kaybı daha sınırlı olmuş, ayrıca ima edilen kur oynaklığı görece olarak en düşük seviyede kalmaya devam etmiştir. 2013 yılı sonunda başlayan belirsizlik artışı sonrasında ise Türkiye'ye özgü artan risk primleri ile birlikte hem Türk lirası önemli oranda değer kaybetmiş hem de ima edilen oynaklık yükselmiştir.

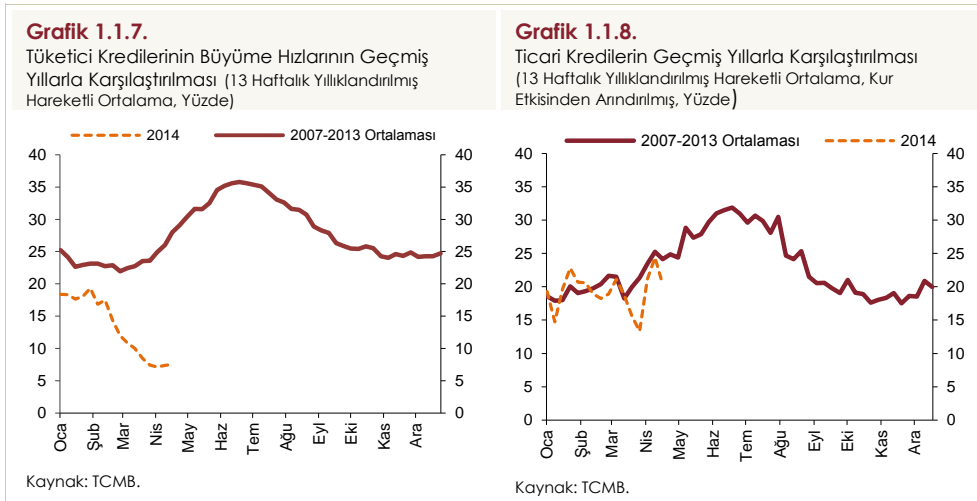
2014 Ocak ayı sonundaki güçlü para politikası sıkılaştırılması sonrasında risk algısında iyileşme yaşanmış, Türk lirasındaki değer kaybının bir kısmı geri alınmış ve ima edilen oynaklıkta düşüş gözlenmiştir. Yakın dönemde belirsizliklerin azalmasının da katkısı ile Türk lirasındaki değer kazancı devam etmiş ve ima edilen kur oynaklığı tekrar benzer ülkelere göre daha düşük seviyelere gerilemiştir (Grafik 1.1.3 ve Grafik 1.1.4).



Son üç aylık dönemde piyasa faizleri, TCMB'nin para politikası duruşuna, Fed'den gelen nicel genişlemeye ilişkin haberlere ve belirsizliklerin gelişimine bağlı olarak değişken bir seyir izlemiştir. 28 Ocak 2014 ara PPK toplantısı öncesinde belirsizliklerdeki artış, risk primlerindeki ve enflasyon görünümündeki bozulmalar nedeniyle kısa vadeler dışındaki tüm vadelerde getiri eğrisi yukarı yönlü hareket etmiştir. Ara toplantıda gerçekleştirilen güçlü ve önden yüklemeli para politikası sıkılaştırılması sonrasında ise Mart ayının sonuna kadar kısa vadeli faizler TCMB ortalama fonlama ve gecelik fonlama faizleri ile uyumlu bir şekilde yükselmiştir. Aynı zamanda uzun vadeli faizlerde ise düşüşler gözlenmiş ve getiri eğrisinin eğimieksiye dönmüştür. Yakın zamanda risk primindeki iyileşme ve azalan belirsizlikler ile birlikte tüm vadelerde faizler düşmüş ve getiri eğrisi daha yatay bir şekil almıştır (Grafik 1.1.5). Mevcut durumda getiri eğrisinin yatay seyri ve gerektiğinde eğiminineksiye döndürülmesi para politikasındaki sıkı duruşa işaret etmektedir. Gösterge faiz de diğer faizlere benzer bir şekilde Nisan ayına kadar artış eğilimi gösterirken Nisan ayından sonra düşen risk primleri nedeniyle azalmıştır (Grafik 1.1.6).

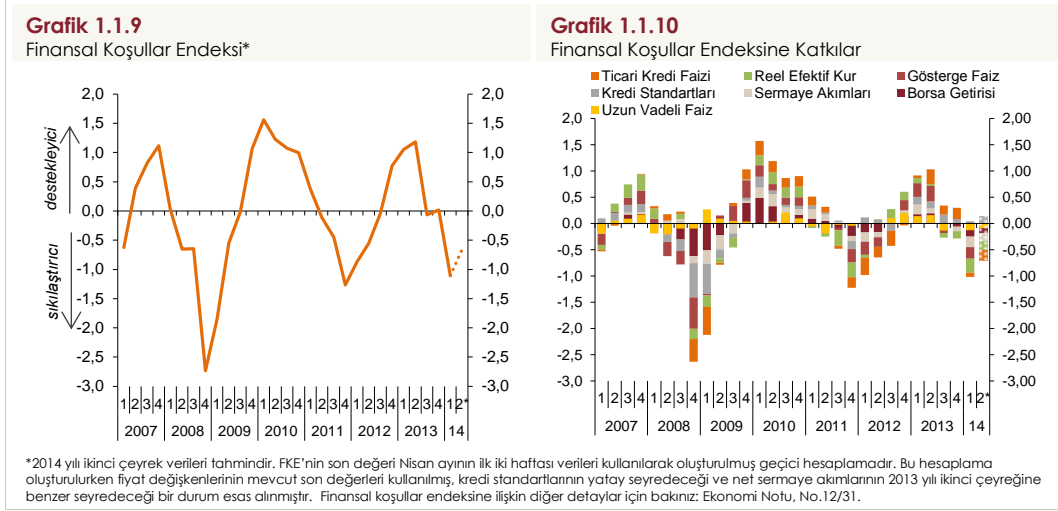


Artan piyasa faizi oranlarına bağlı olarak bankacılık fonlama maliyetlerindeki yükseliş hem tüketici hem de ticari kredi faizi oranlarına yansımıştır. Bunun yanında, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nın aldığı makro ihtiyati kararların da etkisi ile tüketici kredilerinin ve kredi kartı borçlanmalarının büyüme hızları geçmiş yıllar ortalamasının oldukça altında seyretmektedir (Grafik 1.1.7). Ayrıca TCMB'nin finansal sistemin fonlama ihtiyacını artırmasının ve fonlama vadesini kısaltmasının da tüketici kredilerinde yavaşlatıcı bir etki yaptığı değerlendirilmektedir. Öte yandan, ticari kredilerinin büyüme hızında geçmiş yıllara kıyasla bir farklılık gözlenmemektedir (Grafik 1.1.8). Tüketici kredilerinin büyüme hızlarının daha makul seviyelere gelirken ticari kredilerin büyüme hızlarını korumasının makro finansal istikrarı, dengelenme sürecini ve enflasyondaki düşüş eğilimini destekleyeceği düşünülmektedir.



Yukarıda bahsi geçen faktörlerin bir özeti olarak yorumlanabilecek, çeşitli finansal göstergelerin ağırlıklı ortalaması alınarak Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi (FKE) 2014 yılının ilk çeyreğinde önemli miktarda bir sıkılaşmaya işaret etmektedir (Grafik 1.1.9). Bu durumda Türk lirasındaki değer kaybı, portföy akımlarındaki yavaşlama, borsa endeksindeki gerileme ve piyasa faizlerindeki artış etkili olmuştur (Grafik 1.1.10). Finansal koşullardaki sıkı seyrin enflasyondaki düşüşü ve cari dengeyi

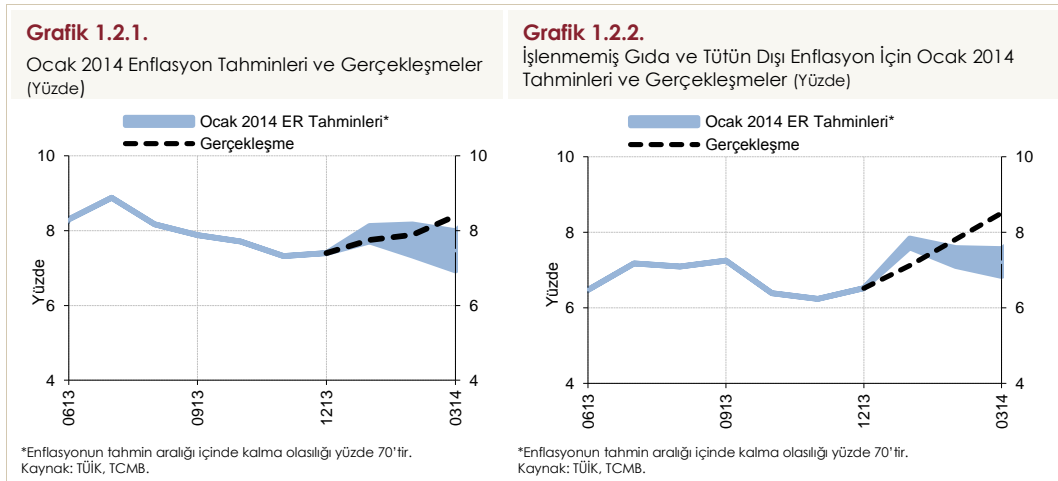
destekleyici olması beklenmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde ise azalan belirsizlikler ve risk primlerindeki kısmi iyileşme ile finansal sıkılığın bir miktar azalması beklenmektedir.



1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

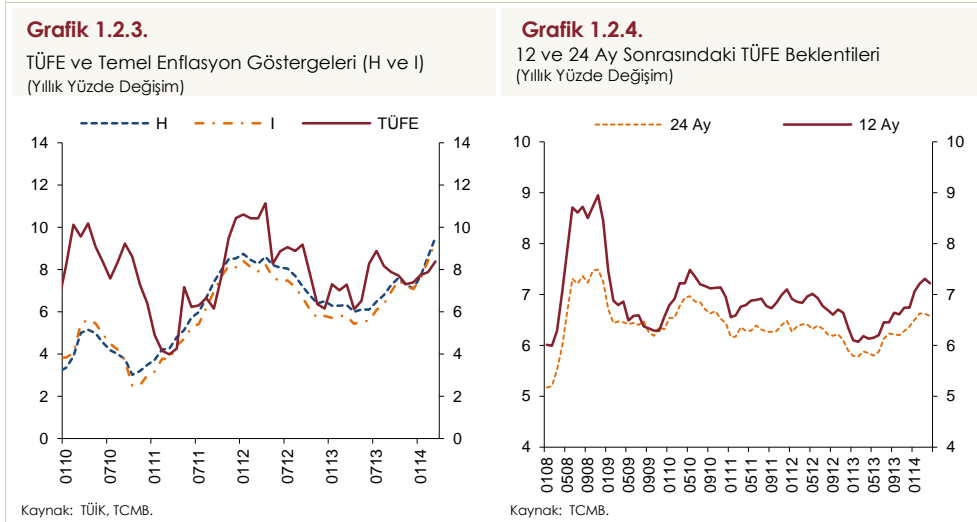
Enflasyon

2014 yılının birinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu 2013 yılı sonuna kıyasla 1 puan artarak yüzde 8,39 oranına yükselirken işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon yüzde 8,51 olmuştur (Grafik 1.2.1 ve 1.2.2). Yılın ilk çeyreğinde kaydedilen bu yükselişte Türk lirasında gözlenen değer kaybı sonucunda, başta otomobil olmak üzere, temel mal fiyatlarında gözlenen kayda değer artış belirleyici olmuştur. Buna ek olarak, hizmet enflasyonunda da yukarı yönlü bir seyir gözlenmesiyle çekirdek enflasyon göstergelerinde belirgin bir artış kaydedilmiştir (Grafik 1.2.3). Gıda fiyatlarında, döviz kuru hareketlerine ve olumsuz hava koşullarına bağlı olarak gözlenen yukarı yönlü hareket bu dönemde enflasyon görünümünü olumsuz etkileyen diğer bir unsur olmuştur. Bu çerçevede, yılın ilk çeyreğinde enflasyon eğilimi ve beklentileri ile fiyatlamaya davranışına ilişkin göstergelerde bozulma gözlenmiştir.



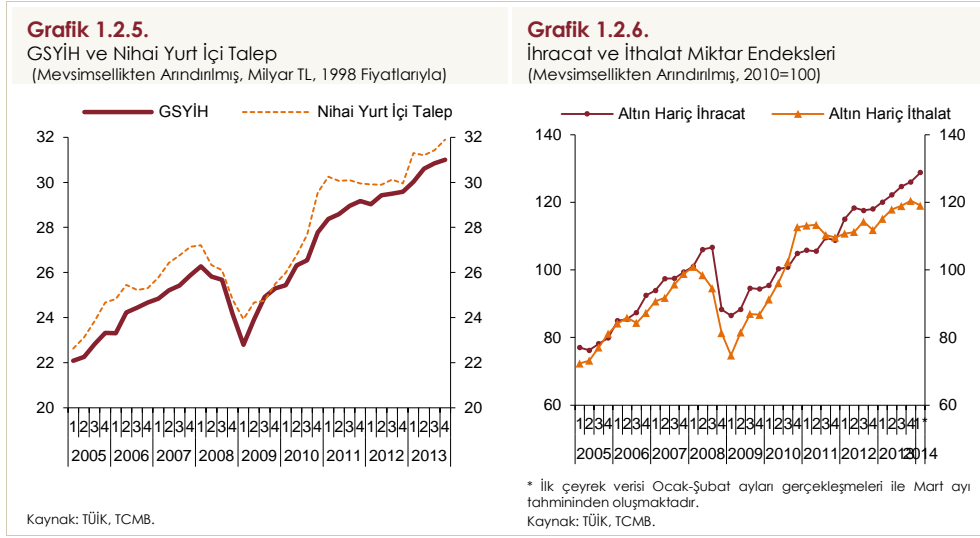
Yılın ilk çeyreğinde enflasyonda kaydedilen yükseliş büyük ölçüde maliyet artışlarının etkilerini yansıtmaktadır. Hizmet grubunda; ücretler, talep koşulları, geriye dönük fiyatlama davranışının yanında, gıda fiyatları ve döviz kuru gibi girdilerde gözlenen hareket de enflasyondaki yükselişte etkili olmuştur. Temel mallarda ise, vergi artışları ve döviz kuru geçişkenliği enflasyondaki yükselişin temel sürükleyicisi olmuştur. Ancak, hem temel mallarda maliyet etkilerinin ima ettiği düzeylerin üzerinde gerçekleşen artışlar, hem de hizmet enflasyonunun 2009 yılının ilk çeyreğinden bu yana en yüksek seviyesine ulaşmış olması, ilk çeyrekte enflasyonun seyrinde maliyet baskılarının ötesinde bir artış olduğuna işaret etmektedir.

Enflasyon göstergelerinin 2014 yılına ilişkin görünümü iktisadi faaliyet ve döviz kurunun seyri ile gıda fiyatlarındaki görünüme göre şekillenecektir. Halihazırda etkisi hissedilen vergi ayarlamaları ve döviz kuru gelişmeleri dâhilinde bir süre daha yüksek seyredecek olan yıllık enflasyon, son dönemde Türk lirasında gözlenen değerlenmenin kalıcı olması, iç talebin ılımlı seyri ve gıda fiyatlarına ilişkin arz yönlü risklerin azalması durumunda önümüzdeki dönemde yavaşlayacaktır. Ayrıca, sıkı para politikası duruşuna bağlı olarak enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınacağı öngörülmektedir. Nitekim, Nisan ayı itibarıyla enflasyon beklentilerindeki bozulmanın durakladığı gözlenmiştir (Grafik 1.2.4).



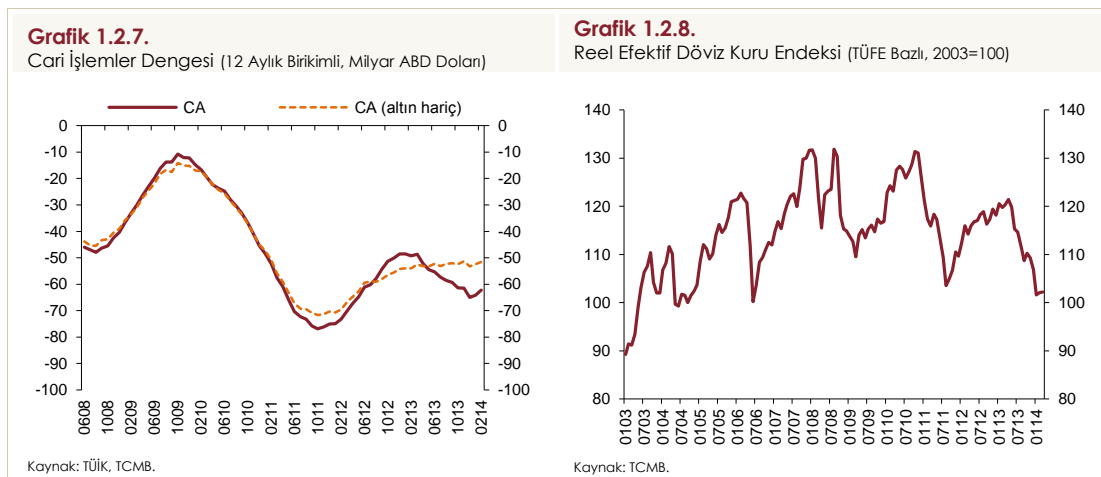
Arz ve Talep

2013 yılı dördüncü çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerine göre iktisadi faaliyet Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan görünümle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Nihai yurt içi talep yılın ikinci ve üçüncü çeyreğine göre daha güçlü bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.5). Nihai yurt içi talebin bileşenleri, kamu kesimi talebinin özel kesim talebine göre daha yüksek oranda arttığını göstermektedir. Bu dönemde ihracatın ithalattan dönemlik olarak daha hızlı artması ise, talep bileşenlerindeki dengelenmeyi olumlu yönde etkilemiştir.



2014 yılının ilk çeyreğine ilişkin veriler iktisadi faaliyette ılımlı bir artışa işaret etmektedir. Üretim tarafından değerlendirildiğinde, sanayi üretim endeksi dönemlik bazdaki istikrarlı artış eğilimini korumaktadır. Harcama tarafına ilişkin veriler özel kesim talebinde zayıflığa işaret etmektedir. Nitekim finansal koşullar ve yurt içi belirsizlikler sonucunda dayanıklı mal tüketimi ile makine-teçhizat yatırımlarında bir gerileme gözlenmektedir. Olumlu seyreden inşaat yatırımları ve dayanıksız mal tüketimi ise bu gerilemeyi kısmen telafi etmektedir.

Mal ve hizmet ihracatının Türk lirasındaki değer kaybı ve küresel ekonomideki toparlanmanın desteğiyle arttığı, mal ve hizmet ithalatının ise kur ve yurt içi talep kaynaklı olarak gerilediği gözlenmiştir. Bu doğrultuda, altın hariç mal ticaretinde dengelenme sürecinin devam ettiği ve cari işlemler dengesinin bir miktar iyileştiği görülmektedir (Grafik 1.2.6 ve Grafik 1.2.7). Reel döviz kuru ise Mayıs 2013 sonrası dönemde değer kaybetmiştir (Grafik 1.2.8). Reel kur gelişmelerinin cari dengedeki iyileşmeyi destekleyici bir unsur olmaya devam etmesi beklenmektedir.

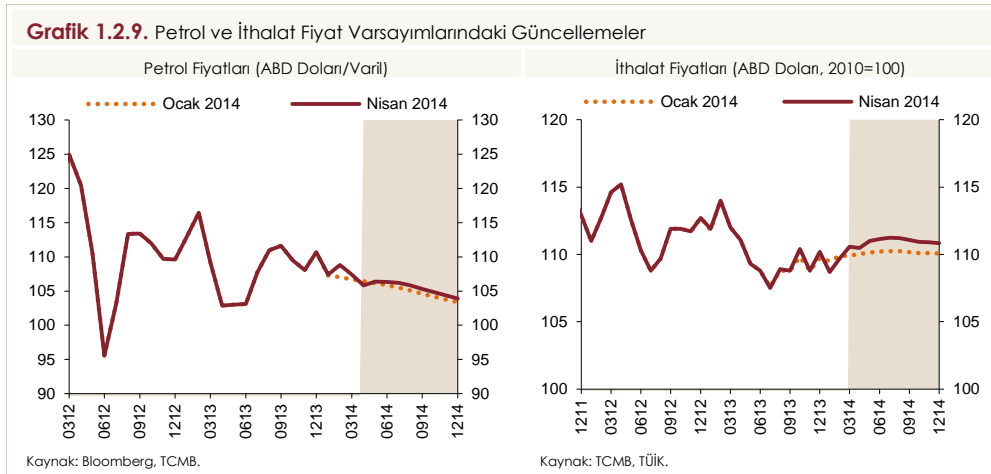


İkinci çeyreğe ilişkin ilk göstergeler ilk çeyreğe kıyasla bir iyileşme olabileceği sinyalleri içermektedir. Belirsizlik algısındaki azalma ile Türk lirasının değer kazanması ve tüketici güvenindeki iyileşme sonucunda yurt içi özel kesim talebinin ikinci çeyrek ile birlikte toparlanmaya başlaması, ancak

belirsizliklerin tamamen ortadan kalkmaması ve finansal koşullardaki sıkılığın devam etmesi nedeniyle de yılın ilk yarısında zayıf seyrini sürdürmesi beklenmektedir. Öte yandan net ihracat ve kamu kesimi talebinin, yurt içi özel kesim talebindeki bu seyri telafi edebileceği öngörülmektedir. Yılın ikinci yarısında ise belirsizliklerin azalması ile birlikte özel kesim talebinin daha olumlu bir görünüm kazanması beklenmektedir. Bununla birlikte, yurt içi talep üzerinde aşağı yönlü riskler bulunduğu not edilmelidir. Bu çerçevede, yurt içi talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde destek vermesi ve cari açığa son dönemde gözlenen iyileşmeye katkıda bulunması beklenmektedir.

Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yılın ilk çeyreğinde petrol ve ithalat fiyatları Ocak Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerle büyük oranda uyumlu gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.9). Bununla beraber, 2014 yılı ortalama petrol fiyatı ve ithalat fiyat artışı varsayımı sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Bu güncellenmenin 2014 yıl sonu enflasyon tahminine etkisi yaklaşık 0,1 puan yukarı yönlü olmuştur. Yakın dönemde gıda fiyatlarında yükselişler gözlenmiştir. Bu yükselişler taze meyve-sebze grubu dışında kalan tüm alt gruplar geneline yayılmıştır. Buna ek olarak ilk çeyrekte olumsuz hava koşullarının meyve-sebze üretimi üzerinde önemli bir risk unsuru oluşturduğu görülmektedir. Bu gelişmeler dikkate alınarak Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 8 düzeyine çekilen 2014 yıl sonu gıda fiyat artış oranı varsayımı bu rapor döneminde yüzde 9'a çıkarılmıştır. Bu güncellenmenin 2014 yıl sonu enflasyon tahminine etkisi yaklaşık 0,3 puan yukarı yönlü olmuştur.



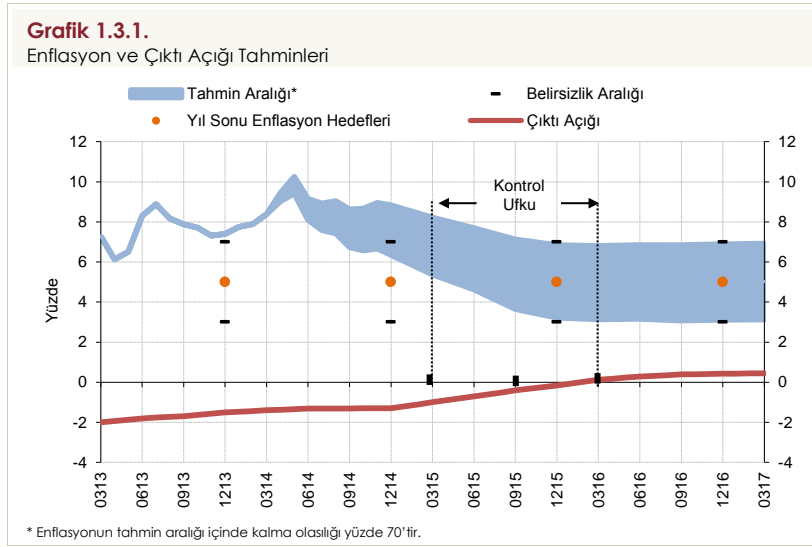
Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. Dolayısıyla, yılsonu enflasyon tahmininde maliye politikasından kaynaklanan bir güncelleme yapılmamıştır.

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.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Orta vadeli tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve risk primi göstergelerinde gözlenen iyileşmenin devam edeceği varsayılmıştır. Ayrıca, alınan makroihtiyati tedbirlerin de katkısı ile yıllık kredi büyüme oranının 2014 yılının sonuna doğru yüzde 15 düzeyine yakınsayacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2014 yılı sonunda yüzde 6,4 ile yüzde 8,8 aralığında (orta noktası yüzde 7,6), 2015 yılı sonunda ise yüzde 3,2 ile yüzde 6,8 aralığında (orta noktası yüzde 5,0) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Yıllık enflasyonun gıda fiyatlarındaki artışlar ve Türk lirasında yaşanan değer kaybının gecikmeli etkilerine bağlı olarak bir süre daha yüksek seyredeceği ve yıl sonunda yüzde 5 hedefinin belirgin bir şekilde üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Döviz kurundan kaynaklanan maliyet baskılarının azalması, parasal sıkılaştırmanın enflasyon üzerindeki olumlu etkisinin belirli bir gecikme ile ortaya çıkması ve özel kesim talep koşullarındaki zayıflığın etkisiyle enflasyonun yılın ikinci yarısından itibaren düşmeye başlayacağı ve yıl sonunda yüzde 7,6 düzeyine ineceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

Ocak Enflasyon Raporu'na göre 2014 yıl sonu enflasyon tahmini 1 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu güncellenmenin 0,3 puanı Türk lirasının öngörülenden fazla değer kaybetmesinden, 0,1 puanı ise 2014 yılı ithalat ve petrol fiyatları varsayımındaki sınırlı yükselişten kaynaklanmıştır. Gıda fiyat artışlarına dair varsayımın yukarı yönlü güncellenmesi de yıl sonu tahmininde 0,3 puanlık bir artışa neden olmuştur. Bir önceki Rapor dönemine göre fiyatlama davranışında gözlenen bozulmanın da enflasyonun ana eğilimini etkilemek suretiyle yıl sonu enflasyona yaklaşık 0,3 puan yükseltici yönde etki yapması beklenmektedir.

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, Merkez Bankası tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

1.4. Riskler ve Para Politikası

Sıkı para politikası duruşunun ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle kredi büyüme hızları yavaşlamaya devam etmektedir. Kredi büyümesinde gözlenen yavaşlama daha çok tüketici kredileri ve kredi kartlarından kaynaklanmakta, ticari krediler ise geçmiş yıllardaki büyüme oranlarına yakın bir seyir izlemektedir. Kredi büyüme kompozisyonundaki bu olumlu eğilimin finansal istikrara, dengelenme sürecine ve enflasyondaki düşüşe katkı yapacağı değerlendirilmektedir. 2014 yılı ilk çeyreğine dair açıklanan veriler de bu gelişmelerle uyumlu olarak yurt içi özel kesim nihai talebinde ivme kaybına işaret etmektedir. Net ihracatın ise Avrupa ülkeleri başta olmak üzere dış talepteki toparlanma ve reel kur gelişmelerinin sonucunda büyümeye olumlu katkı yapması beklenmektedir. TCMB, talep bileşenlerinin mevcut görünümü altında 2014 yılında toplam talep koşullarının enflasyon baskılarını sınırlayacağını ve cari işlemler açığında belirgin bir iyileşme gözleneceğini tahmin etmektedir.

TCMB, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarını yakından takip etmektedir. Önümüzdeki dönemde tüketici kredilerindeki yavaşlamanın ve özel kesim talebindeki zayıf seyrin maliyet şoklarının enflasyon üzerindeki etkisini sınırlaması beklenmektedir. Bununla birlikte, döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkileri ve gıda fiyatlarının olumsuz seyri nedeniyle enflasyonun bir müddet daha hedefin belirgin olarak üzerinde seyredeceği değerlendirilmektedir. Enflasyondaki yüksek seyir göz önüne alındığında, fiyatlama davranışlarında ve enflasyon eğiliminde gözlenen olumsuz etkilerin giderilmesi önem taşımaktadır. Ocak ayında yapılan güçlü ve önden yüklemeli parasal sıkılaştırma, enflasyona dair yukarı yönlü risklerin orta vadeli enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamaktadır. Bununla birlikte, parasal sıkılaştırmanın enflasyon üzerindeki olumlu etkisinin belirli bir gecikmeyle gözlenebileceği değerlendirildiğinde, baz etkilerinin de katkısıyla kısa vadede enflasyondaki yükselişin devam edebileceği tahmin edilmektedir. TCMB, bu süreçte enflasyon beklentilerini ve fiyatlama davranışlarını yakından izleyecek ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürecektir.

Enflasyon görünümü üzerinde olumsuz etkilerin güçlü olduğu ve belirsizliklerin yoğun olduğu dönemlerde TCMB likidite politikasında ilave sıkılaştırmalara giderek bu etkileri sınırlayabilmektedir. Bu ilave sıkılaştırmalar sırasında getiri eğrisinin eğimi tersine çevrilebilmektedir. Son dönemde azalan belirsizlikler ve risk primi göstergelerindeki kısmi iyileşme, gerektiğinde likidite politikası yoluyla ilave bir sıkılaştırmaya duyulabilecek ihtiyacı azaltmıştır. Para politikasındaki mevcut sıkı duruşun, özel kesim talebindeki ivme kaybı ve tüketici kredilerindeki kayda değer yavaşlama ile birlikte, enflasyonun orta vadede hedefle uyumlu bir görünüme ulaşmasında yeterli olduğu değerlendirilmektedir. Enflasyon eğiliminde ek bozulmalar ve belirsizliklerde ciddi artışlar olması gibi durumların yaşanması halinde, TCMB likidite politikasında ek sıkılaştırmaya gidebilecektir.

Fed'in varlık alımına dair belirsizliklerin yakın dönemde büyük ölçüde azalmış olması ve küresel büyümedeki toparlanma ile birlikte küresel finansal piyasalarda risk algılamalarında düzelmeler yaşanmıştır. Fed'in politika faizinde artırıma gitmesine dair zamanlamaya ve hıza ilişkin beklentiler ise finansal piyasalarda fiyatlamalar için önem arz etmektedir. Öte yandan, gerek faiz kanalının aktarım mekanizmasının varlık alımlarına göre daha iyi bilinmesi, gerekse bu süreçte para politikasının yüksek frekanslı veriye bağıllılığının azalması nedeniyle; faiz artırımının finansal piyasalardaki belirsizlik etkisinin varlık alımından çıkış politikasının etkisine kıyasla daha sınırlı olabileceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları tekrar hızlanabilecektir. Ayrıca, Avrupa

Merkez Bankası tarafından nicel genişleme uygulanması da sermaye akımlarını destekleyen diğer bir unsur olabilecektir. Bu senaryonun gerçekleşmesi halinde TCMB döviz rezervlerini arttırıcı yönde adımlar atabilecektir.

Öte yandan, belirsizliklerde ve risk priminde uzun süreli artışlar yaşanması durumunda ekonomide güven ve bilanço kanalı üzerinden ilave bir yavaşlama gözlenme olasılığı ortaya çıkabilecektir. Bu riskin gerçekleşmesi halinde, TCMB elindeki araçları bankaların aracılık maliyetlerini azaltıcı yönde kullanarak dengeleyici bir politika izleyecektir. Likidite politikasında sıkılaştırıcı adımlar atılmasını gerektiren bir senaryoda bankacılık maliyetleri üzerindeki yan etkileri sınırlamak amacıyla makroihtiyati araçlar dengeleyici yönde kullanılabilir. Benzer şekilde, bankacılık sektörünün yurt dışı finansman koşullarının sıkılaştığı bir senaryoda da makroihtiyati politikalar destekleyici yönde kullanılabilir. Zorunlu karşılıkların Türk lirası olarak tutulan kısmına faiz ödenmesi konusu da bu çerçevede değerlendirilebilir.

TCMB, 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 öngörülme 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.

Orta vadede 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 seyretmesini sağlayarak toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır. Bu çerçevede, Orta Vadeli Program'ın gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi büyük önem taşımaktadır.

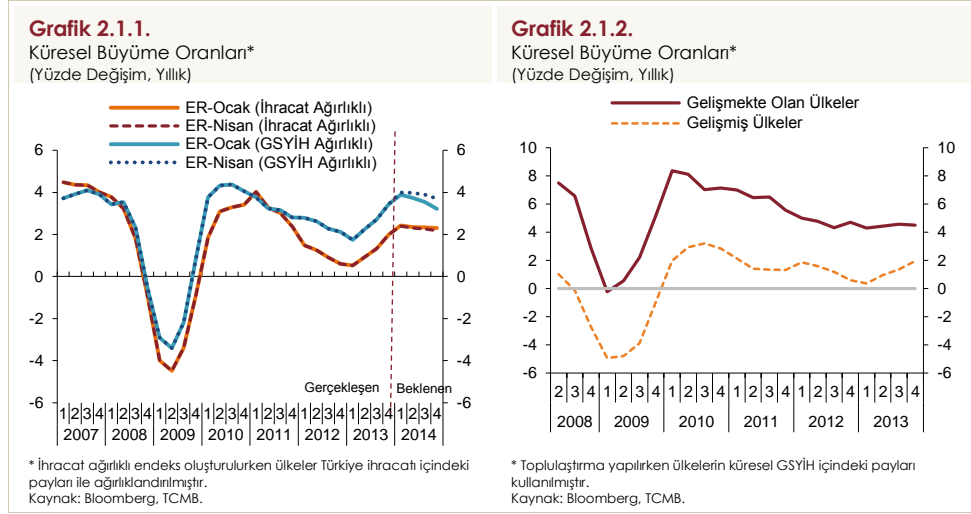
2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Küresel iktisadi faaliyette 2013 yılının son çeyreğinde gözlenen güçlenme eğiliminin 2014 yılında da devam etmesi beklenmektedir. Yılın son çeyreğinde küresel büyümenin itici gücü gelişmiş ülke ekonomileri olmuştur. Ne var ki, iktisadi faaliyetin halen kriz öncesi seviyelerinin altında seyrediyor olmasına ve zayıf seyreden emtia fiyatlarına bağlı olarak gelişmiş ülke ekonomilerinde enflasyon oranları hedeflerin altında kalmaya devam etmiştir. Maliye politikalarında sıkışmanın azalması ve halen büyümeyi destekler nitelikte seyreden para politikaları, önümüzdeki dönem gelişmiş ekonomilerin büyümesine yardımcı olacak unsurlar olarak ön plana çıkmaktadır. Bu bağlamda ABD'nin söz konusu ülke grubu büyümesinin temel itici gücü olacağı düşünülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise toparlanma sınırlı düzeylerde kalırken söz konusu ülke grubuna yönelen sermaye akımlarındaki zayıflama eğilimi yılın ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Sermaye çıkışlarının daha da derinleşmesi durumunda oluşabilecek dış finansman risklerini ve kurlarda meydana gelebilecek değer kayıplarının enflasyon ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini bertaraf etmek amacıyla, gelişmekte olan ülkelere para politikasının kısmen sıkılaşmaya başladığı görülmektedir. Önümüzdeki dönemde, gelişmiş ülke ekonomilerinde olumlu seyreden iktisadi faaliyete paralel olarak gelişmekte olan ülkelere ihracat koşullarının iyileşerek büyümeye pozitif katkı sağlayabileceği, ancak sıkışan para politikalarının yurt içi talebi sınırlayabileceği değerlendirilmektedir.

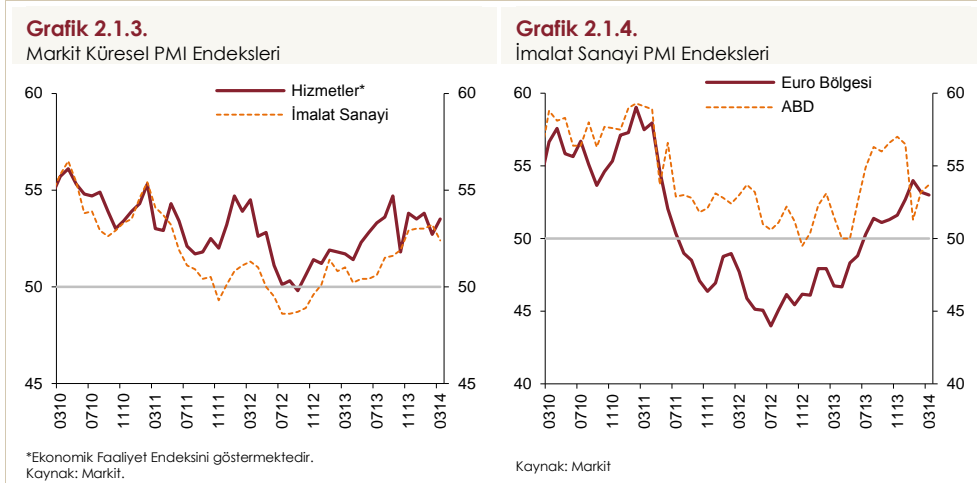
Amerikan Merkez Bankası (Fed)'nin varlık alımlarını azaltmaya başlayacağı sinyalini verdiği 2013 yılı Mayıs ayından itibaren ABD para politikasının seyri her zamankinden daha fazla önem kazanmıştır. Varlık alımlarının nasıl sonlandırılacağına dair belirsizliğin büyük ölçüde azalmasıyla birlikte mevcut durumda küresel para politikası üzerindeki temel risk faktörü, Fed'in ilk faiz artırımının zamanlaması ve hızı olmuştur. Halihazırda, Fed'in Ocak ayından itibaren fiilen varlık alımlarını azaltmaya başlaması ve büyümenin gelişmiş ekonomiler lehine ayrılmış olması önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Fed'in yakın dönemde faiz artışı yapabileceğine dair beklentiler de söz konusu ülke grubundan sermaye çıkışlarının derinleşmesine ve finansal istikrarın olumsuz etkilenmesine yol açabilecektir. Bu bağlamda, sermaye çıkışlarının olumsuz etkilerini önlemek amaçlı olarak yılın ilk çeyreğinde beklentilerin ötesinde artış gösteren gelişmekte olan ülkeler politika faizlerinin, yılın kalan bölümünde yükselmeye devam edebileceği değerlendirilmektedir.

2.1. Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı, özellikle gelişmiş ülkelerdeki olumlu büyüme performansına bağlı olarak, 2013 yılının son çeyreğinde de yıllık bazda artmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.1 ve Grafik 2.1.2). Söz konusu dönemde ABD, İngiltere ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerdeki olumlu büyüme görünümünün yanı sıra, Euro Bölgesi'nin de durgunluktan büyük ölçüde çıktığı ve küresel büyümeye pozitif katkıda bulunduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızı ise yılın son çeyreğinde yatay seyrini korumuş ve küresel büyüme üzerinde olumsuz bir etki oluşturmamıştır (Grafik 2.1.2).



Küresel iktisadi faaliyetlerdeki olumlu seyrin, önemli ölçüde gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, 2014 yılının ilk çeyreğinde de devam etmesi beklenmektedir. Nitekim yılın ilk çeyreğine ilişkin küresel imalat sanayi PMI verileri söz konusu öngörüye destekler niteliktedir (Grafik 2.1.3). Benzer şekilde Euro Bölgesi ve ABD'ye ilişkin imalat sanayi PMI verileri, olumlu büyüme performanslarının yılın ilk çeyreğinde de küresel büyümeye pozitif katkı verecek nitelikte olacağına işaret etmektedir (Grafik 2.1.4). Ancak, gelişmiş ülkelerde görece olarak olumlu seyreden büyümeye karşın, Euro Bölgesi başta olmak üzere, işsizlik oranlarının halen kriz öncesi seviyelerinden uzak olması, küresel büyüme hızı üzerinde aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Buna ilaveten, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarındaki azalış eğiliminin devam etmesi, söz konusu ülkelerin iktisadi faaliyetini olumsuz etkileyerek küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecek bir diğer faktör olarak değerlendirilmektedir.



Nisan ayı Consensus Forecasts bültenlerine bakıldığında, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre 2014 yılı büyüme tahminlerinin, Euro Bölgesi ve İngiltere için yukarı yönlü; Japonya için ise 0,3 puan aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir. Hindistan hariç tutulduğunda, gelişmekte olan ülkeler için büyüme tahminleri genel olarak aşağı yönlü güncellenmiş; Latin Amerika ve Doğu Avrupa Bölgeleri'nde söz konusu güncelleme daha belirgin olmuştur. 2015 yılına ilişkin olarak gelişmiş ülke büyüme tahminleri çoğunlukla yukarı yönlü güncellenirken, gelişmekte olan ülke tahminleri ise büyük ölçüde aşağı yönlü

güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). IMF'nin Nisan ayında yayımlanmış olduğu Dünya Ekonomik Görünüm tahminleri de Consensus Forecasts tahminleri ile büyük ölçüde örtüşmektedir. Bu çerçevede güncellenen GSYİH ağırlıklı küresel büyümeye ilişkin 2014 yılı tahmini bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, yukarı yönlü güncellenirken ihracat ağırlıklı küresel büyümede ise belirgin bir farklılık görülmemektedir. Önemli ihracat ortaklarımızdan Euro Bölgesi'ndeki olumlu büyüme görünümüne rağmen, Doğu Avrupa Bölgesi'ne ilişkin büyüme tahminlerinin yüksek oranda aşağı yönlü güncellemesi, ihracat ağırlıklı büyümenin daha sınırlı düzeyde seyretmesine neden olmuştur (Grafik 2.1.1).

Tablo 2.1.1.

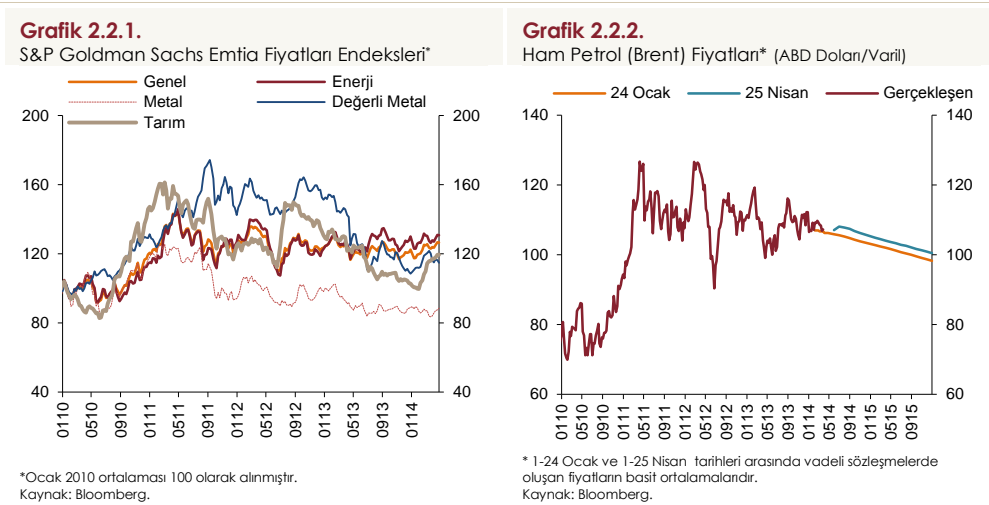
2014 ve 2015 Yıl Sonuna İlişkin Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Ocak		Nisan	
	2014	2015	2014	2015
Dünya	3,1	-	2,9	3,2
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,8	3,0	2,7	3,0
Euro Bölgesi	1,0	1,4	1,2	1,5
Almanya	1,8	2,0	1,9	2,0
Fransa	0,8	1,2	0,9	1,3
İtalya	0,5	1,0	0,6	1,1
İspanya	0,7	1,2	1,0	1,5
Yunanistan	-0,3	1,5	0,1	1,5
Japonya	1,7	1,2	1,3	1,3
İngiltere	2,6	2,4	2,8	2,4
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	6,2	6,3	6,0	6,1
Çin	7,5	7,4	7,3	7,2
Hindistan	5,4	6,8	5,4	6,0
Latin Amerika	2,8	3,1	2,3	2,9
Brezilya	2,2	2,3	1,8	2,0
Doğu Avrupa	2,6	3,2	2,0	2,9

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

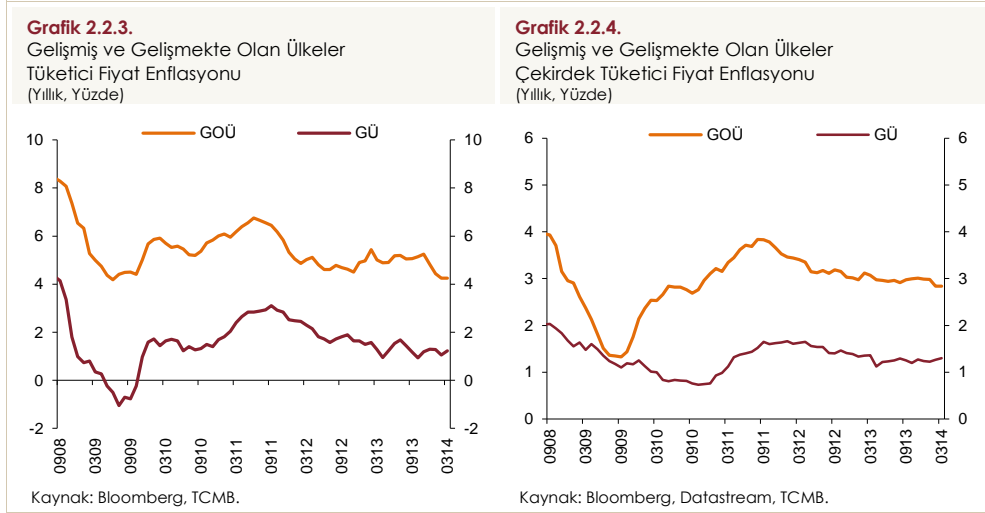
2014 yılının ilk çeyreğinde emtia genel endeksi bir önceki çeyrek sonuna göre yüzde 1,2 oranında artış göstermiştir. Söz konusu dönemde tarım ve değerli metal fiyatları sırasıyla yüzde 14 ve 7,1 oranlarında artarken; enerji fiyatları yüzde 1,8, endüstriyel metal fiyatları ise yüzde 5,5 oranında azalış kaydetmiştir (Grafik 2.2.1).



Küresel büyümede bir toparlanma gözlenmesine karşın, gelişmekte olan ülkeler büyümesinin görece olarak zayıf seyri emtia fiyatlarının hareketinde etkili olmaya devam etmiştir. Söz konusu zayıf seyrin petrol fiyatları üzerinde talep yönlü belirgin bir baskı oluşmasını engellediğini söylemek mümkündür. Arz yönlü gelişmelere bakıldığında ise, ABD ham petrol üretim ve stoklarının yüksek seyrediyor olmasının fiyatlar üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşmasını engellediği, ancak jeopolitik risklerin petrol arzına ilişkin kaygıları canlı tuttuğu değerlendirilmektedir. İlk çeyrek sonu itibarıyla 107 ABD doları seviyesinde bulunan Brent tipi ham petrol fiyatlarının önümüzdeki döneme ilişkin beklentilerine bakıldığında, bir önceki Enflasyon Raporu döneminden çok farklılaşmadığı görülmektedir (Grafik 2.2.2).

Yılın ilk çeyreğinde endüstriyel metal fiyatları, Çin'in ekonomik aktivitesindeki yavaşlamaya bağlı olarak azalmıştır. Bu dönemde emtia fiyatlarında en belirgin değişim tarım fiyatlarında görülmüştür. 2012 yılı ortasından 2013 yılı sonuna kadar düşüş eğiliminde olan tarım ürünleri fiyatları, bu yılın ilk çeyreğinde iklim koşullarının da etkisiyle belirgin bir artış kaydetmiştir. Ayrıca, dünya tahıl üretiminde önemli paya sahip olan Ukrayna'da yaşanan politik gelişmeler de tahıl arzına ilişkin belirsizlikleri artırarak tarım ürünleri fiyatları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmaktadır.

Geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemine göre, genel ve çekirdek tüketici fiyat enflasyonunda, gelişmiş ülkelerde belirgin bir değişim gözlenmezken; ağırlıklı olarak Çin ve Hindistan kaynaklı olmak üzere gelişmekte olan ülkelerde düşüş gözlenmiştir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).



2014 ve 2015 yıl sonlarına ilişkin enflasyon tahminleri gelişmiş ülkeler grubunda ABD ve İngiltere için yukarı yönlü, Euro Bölgesi ve Japonya için ise aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.2.1). Gelişmekte olan ülkeler grubuna bakıldığında ise, Asya Pasifik Bölgesi enflasyon beklentileri gerçekleştirmeler paralelinde aşağı yönlü, Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkeleri için, çoğunlukla kurda yaşanan değer kayıplarına bağlı olarak, yukarı yönlü güncellenmiştir. Önümüzdeki döneme ilişkin tarım ürünleri fiyatlarındaki yukarı yönlü belirsizlikler, özellikle enflasyon sepetlerinde gıda ağırlığı yüksek olan gelişmekte olan ülkelerin enflasyon görünümü açısından bir risk unsuru oluşturmaktadır. Öte yandan, geleneksel olmayan para politikaları ve politik riskler küresel enflasyon görünümündeki belirsizliğe katkı sunmaya devam etmektedir.

Tablo 2.2.1.

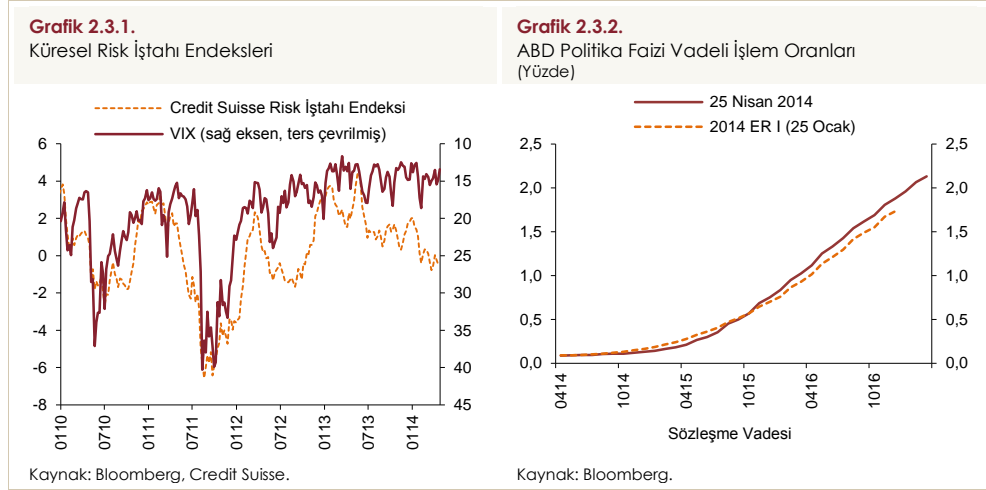
2014 ve 2015 Yılı Sonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Ocak		Nisan	
	2014	2015	2014	2015
Dünya	3,0	-	3,0	3,1
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	1,6	1,9	1,7	1,9
Euro Bölgesi	1	1,4	0,9	1,3
Almanya	1,6	2	1,4	1,8
Fransa	1,2	1,4	1,0	1,3
İtalya	1,1	1,3	0,8	1,1
İspanya	0,7	1,3	0,3	1,0
Yunanistan	-0,8	0,1	-0,9	-0,1
Japonya	2,3	2,3	2,6	1,7
İngiltere	2,3	1,6	1,9	2,1
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik*	3,7	3,7	3,4	3,6
Çin	3,1	3,3	2,6	3,0
Hindistan	8	7	7,7	7,1
Latin Amerika	9	7,9	10,2	9
Brezilya	5,9	5,6	6,3	5,8
Doğu Avrupa	4,7	4,8	5,1	4,8

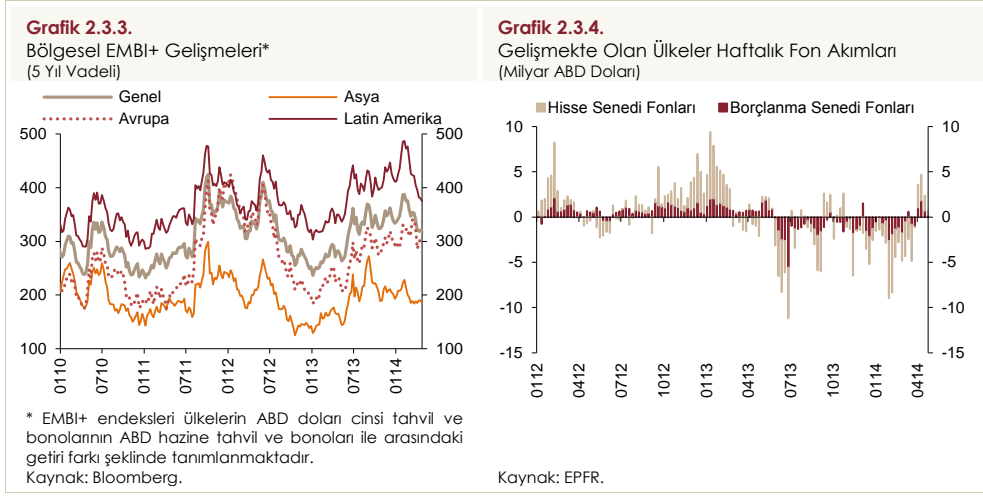
* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.3. Finansal Koşullar, Risk Göstergeleri ve Sermaye Akımları

2014 yılının ilk çeyreğinde gelişmekte olan ülkelerde büyümeye ilişkin kaygıların devam etmesinin ve Fed'in varlık alımlarını azaltmaya başlamasının etkisiyle küresel risk iştahı dalgalı seyretmeye devam etmiştir (Grafik 2.3.1). Öte yandan, ABD'de politika faizinin artmaya başlayacağı tarihe ilişkin beklentilerin, bir önceki Enflasyon Raporu döneminden belirgin bir farklılık göstermediği ancak beklenen artış oranının bir miktar yükseldiği görülmektedir (Grafik 2.3.2). Bu görünüm, Fed'in Kurul üyelerinin öngörülerine yer verilen duyurularında da teyid edilmekte, politika faizinin seviyesine ilişkin beklentilerin gerek 2015 gerekse 2016 yılları için bir miktar yükseldiği görülmektedir.



ABD ve Euro Bölgesi başta olmak üzere gelişmiş ülkeler grubunun olumlu büyüme görünümü ve ABD para politikasına ilişkin belirsizliğin azalması sonucunda gelişmiş ülke borsaları değer kazanmaya devam ederken, gelişmekte olan ülke borsalarında son dönemde gözlenen değer kaybı kısmen telafi edilmiştir. Ayrıca, gelişmekte olan ülke borçlanma senedi getirilerinde gerilemeler gözlenmiştir (Grafik 2.3.3). Gelişmekte olan ülkelere benzer biçimde Euro Bölgesi'ndeki sorunlu ülkelere ait borçlanma senedi getirileri de gerilemiştir.

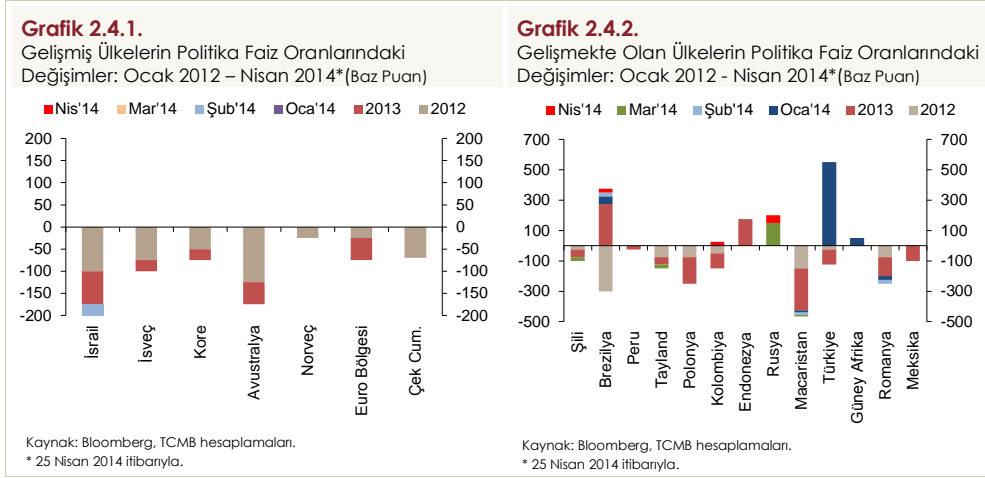


Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarındaki düşüş eğilimi yılın ilk çeyreğinde devam etmiştir. Çeyreklik bazda incelendiğinde, ilk çeyrekte gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin biçimde hızlanmıştır. Portföy dağılımı bazında ise, önceki yılın son çeyreğinde gerek hisse senedi gerekse borçlanma senedi piyasalarından benzer miktarlarda çıkışlar gözlenmiş iken, ilk çeyrekteki sermaye çıkışları ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarından olmuştur (Grafik 2.3.4). İkinci çeyreğin ilk haftalarında ise ilk çeyreğin aksine sınırlı girişler gözlenmiştir. Sermaye akımlarının önümüzdeki dönem izleyeceği seyrin gelişmekte olan ülkelerdeki finansal gelişmeler açısından önemli olmaya devam edeceği değerlendirilmektedir.

Fed'in Ocak ayından itibaren fiilen varlık alımlarını azaltmaya başlaması başta olmak üzere, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları üzerindeki aşağı yönlü risklerin önümüzdeki dönemde canlı kalmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Fed'in aylık varlık alım miktarındaki azalışların belirli bir düzene kavuşmuş olduğu algısının, genişletici para politikasından çıkış stratejisine dair belirsizliği bir ölçüde azalttığı değerlendirilmekte birlikte, süregelen küresel belirsizlikler nedeniyle, gelişmekte olan ülke sermaye piyasalarındaki oynaklığın bir süre daha yüksek seyredebileceği düşünülmektedir. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde ekonomik toparlanma devam ederken, gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümünün zayıf seyri, geçen Enflasyon Raporu döneminde olduğu gibi, sermaye akımlarında gelişmekte olan ülkelere aleyhine görünümü destekleyecek bir unsur olmaya devam edebilecektir.

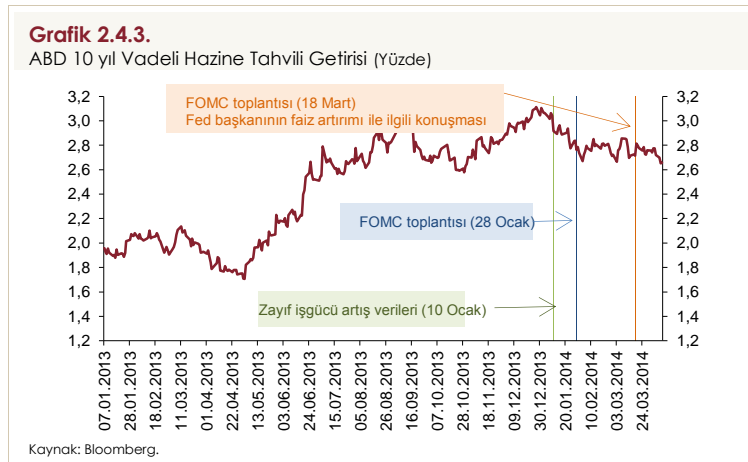
2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

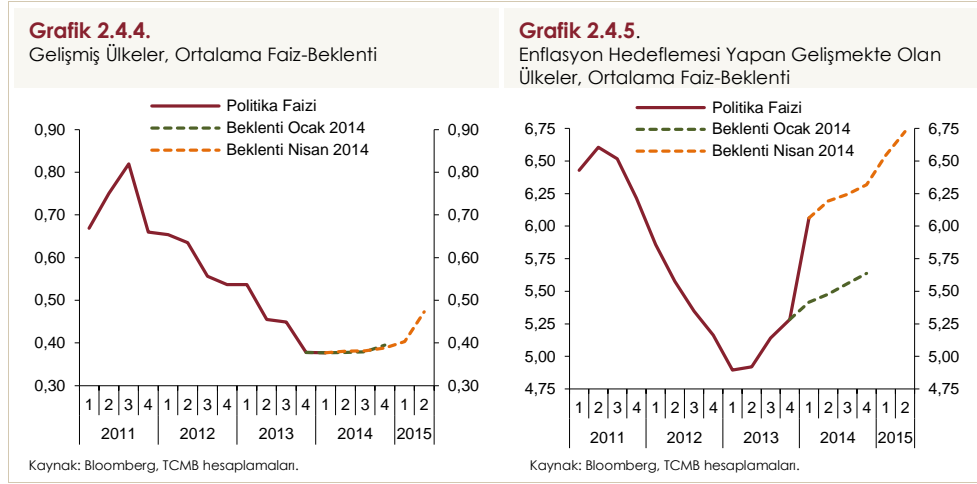
2014 yılının ilk çeyreğinde gelişmiş ülkeler grubu para politikası, bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki eğilimini korumuştur. Buna göre, Fed'in varlık alımlarını azaltma politikası, önceden belirlendiği şekilde, düzenli olarak devam etmiş ve gelişmiş ülkeler grubu politika faizleri durağan seyretmiştir (Grafik 2.4.1). Yılın başında finansal piyasalarda meydana gelen sermaye çıkışı kaynaklı dalgalanmalar ve gelişmekte olan ülke para birimlerinde meydana gelen önemli değer kayıpları neticesinde Brezilya, Türkiye ve Güney Afrika'da politika faizleri geçtiğimiz çeyrekte önemli ölçüde artmıştır. Politik gelişmeler nedeniyle Rusya Merkez Bankası'nın da Mart ayında faiz artırımına gitmesi ile birlikte, gelişmekte olan ülkelere para politikasının yılın ilk çeyreğinde genel itibarıyla sıkılaştırma eğilimi sergilediğini söylemek mümkündür (Grafik 2.4.2).



Fed'in varlık alımlarını azaltmaya başlayacağı sinyali verdiği 2013 yılı Mayıs ayından itibaren ABD büyüme ve istihdam rakamları tüm dünyada dikkatle izlenilmeye başlanmış ve açıklanan her veri gerek ABD'de gerekse gelişmekte olan ülke piyasalarında faiz ve kurlar üzerinde etkili olmuştur. 2013 yılı Aralık ayında Fed, varlık alımlarını ilk defa azaltmış ve sonraki toplantılarda da kesintileri aynı miktarda (her toplantıda toplam 10 milyar ABD doları) devam ettirmiştir. Bu yöndeki belirsizliğin büyük ölçüde azalması ve başkan değişikliğinin de politikada bir sıkışma yaratmayacağını piyasalar tarafından algılanmasıyla ABD uzun dönem faizlerinin Ocak ayı sonlarından itibaren yatay bir seyir izlemeye başladığı gözlenmiştir (Grafik 2.4.3).

Varlık alımlarının hangi hızla sona erdirileceği yönündeki belirsizliğin azalmasıyla birlikte küresel para politikası açısından belirleyici olan temel risk faktörü Fed'in ilk faiz artırımının zamanlaması ve hızına ilişkin belirsizlik olmuştur. Fed, Mart ayı toplantısı sonrasında yayımladığı duyuruda, varlık alım programının sonlandırılmasının ardından politika faizinin hatırı sayılır bir süre daha mevcut seviyesinde kalabileceği beklentisine yer vermiş ve yüzde 6,5 işsizlik oranına atıfta bulunmayı bırakarak, politika sıkışmasının tüm veriler analiz edilerek kontrollü bir şekilde gerçekleşeceğini belirtmiştir. Benzer şekilde İngiltere Merkez Bankası da, işsizlik oranının hızla gerilemesinden sonra, politika faizlerindeki artışın zamanlamasına ilişkin olarak söz konusu orana yaptığı atıftan vazgeçmiştir. Öte yandan, Euro Bölgesi'nde gözlenen toparlanmaya karşın deflasyonist risklere bağlı olarak ECB'nin, yeni bir miktarsal genişleme programına başlama olasılığı artmıştır.



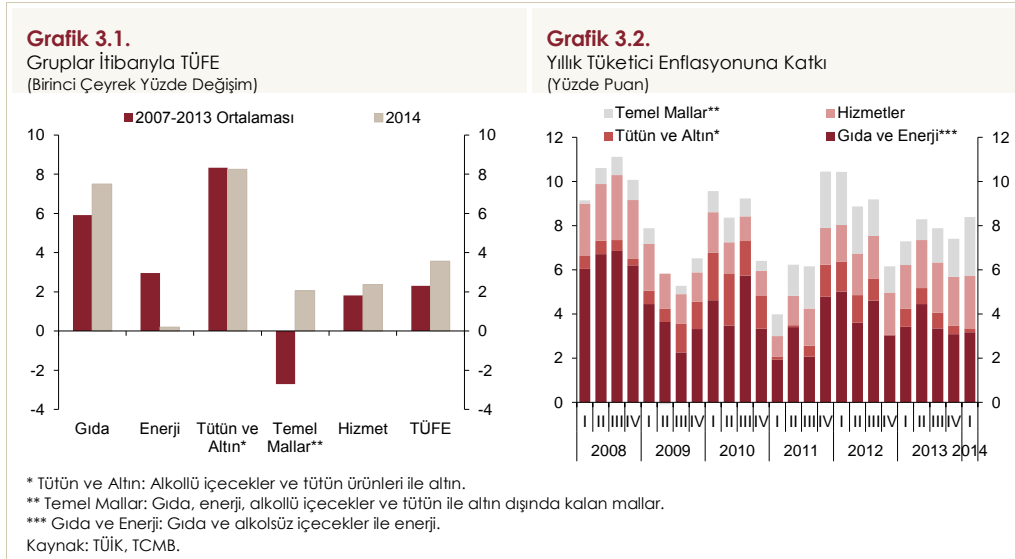


Yılın ilk çeyreğinde gelişmiş ülke grubu politika faizi gelişmeleri geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemindeki öngörüler dahilinde gerçekleşmiş, 2014 yılına ilişkin beklentilerde de durağan bir seyir gözlenmiştir (Grafik 2.4.4). Gelişmekte olan ülkelerde ise ortalama politika faizinin, beklentilerin ötesinde yükseldiği görülmüş ve yılın kalan bölümünde yükselmeye devam edeceğine ilişkin beklenti değişmemiştir (Grafik 2.4.5). Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke politika faizlerinin 2015 yılına ilişkin beklentilerine bakıldığında, küresel para politikasının sıkılaşıma eğiliminin söz konusu dönemde hız kazanacağı beklentisi açık olarak görülmektedir.

3. Enflasyon Gelişmeleri

2014 yılının birinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 1 puan artarak yüzde 8,39 oranına yükselmiştir. Enflasyondaki bu artışın en önemli belirleyicisi döviz kuru geçişkenlik etkisinin görece yüksek olduğu temel mal fiyatlarıdır. Bu grupta yıllık fiyat artış oranı Türk lirasında gözlenen yüksek oranlı değer kaybı ve bu grubun yaklaşık beşte birini oluşturan otomobillere yönelik vergi artışının etkisiyle belirgin bir biçimde yükselmiştir. Bu gelişmeye ek olarak, hizmet fiyatlarının da yukarı yönlü bir seyir izlemesiyle çekirdek enflasyon göstergelerinde kayda değer artışlar gözlenmiştir. Yılın ilk çeyreğinde Türk lirasındaki zayıf seyir yanında mevsim normallerinin altında seyreden yağışların etkisiyle gıda fiyatlarında kaydedilen olumsuz seyir, enflasyon görünümünde öne çıkan bir diğer unsur olmuştur. Buna ek olarak, enflasyon beklentilerinde 2013 yılının ikinci yarısından itibaren süregelen bozulma eğilimi bu çeyrekte de devam etmiştir. Ayrıca, bu dönemde yurt içi imalat sanayi fiyatlarında gözlenen sert artış, tüketici enflasyonunda kaydedilen yükselişte maliyet yönlü unsurların belirgin rolüne işaret etmiştir.

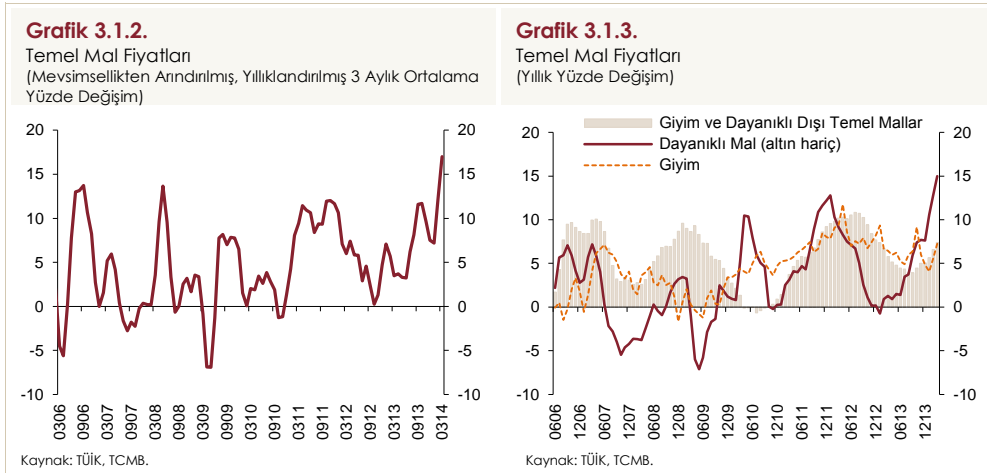
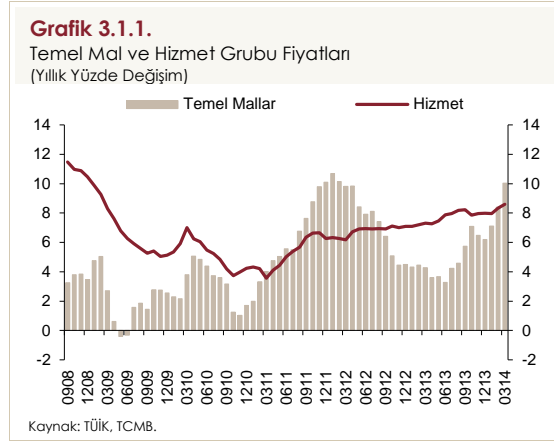
Alt gruplar detayında incelendiğinde, yılın ilk çeyreğinde temel mal, gıda ve hizmet gruplarında fiyat değişim oranları geçmiş yıl ortalamalarına kıyasla daha olumsuz gerçekleşmiş, enerji grubu ise yıllık enflasyondaki artışı sınırlayan bir görünüm çizmiştir (Grafik 3.1). Bu gelişmelere paralel olarak, yılın ilk çeyreğinde temel mal grubunun yıllık enflasyona yaptığı katkı 0,91 puan, hizmet ile gıda gruplarının katkısı ise 0,20'şer puan yükselmiştir (Grafik 3.2).



Özetle, yılın ilk çeyreğinde, döviz kuru gelişmeleri özellikle temel mal fiyatları kanalıyla tüketici enflasyonunu olumsuz yönde etkilemiş; gıda ve hizmet enflasyonlarındaki yükselişler ile tüketici enflasyonu Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan patikanın üzerinde gerçekleşmiştir. Gıda fiyatlarındaki olumsuz seyir ve döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkilerine bağlı olarak yıllık enflasyonun bir süre daha yüksek seyredeceği tahmin edilmektedir. Buna karşın, gerek son dönemde Türk lirasında gözlenen değerlenmenin gerekse özel kesim nihai yurt içi talebinde öngörülen zayıflamanın tüketici enflasyonu üzerindeki yukarı yönlü baskıları sınırlayacağı değerlendirilmektedir.

3.1. Temel Enflasyon Görünümü

Temel mal grubu yılın ilk çeyreğinde yüzde 2,05 oranında artmış, grup yıllık enflasyonu 3,84 puan yükselerek yüzde 10,04 olmuştur (Tablo 3.1.1, Grafik 3.1.1). Aralık ayının ikinci yarısından itibaren Türk lirasında gözlenen değer kaybı ile otomobillere yönelik vergi ayarlamaları bu gelişmede belirleyici olmuştur. Ayrıca, fiyatlama davranışındaki bozulma da temel mal enflasyonunu olumsuz etkilemiştir. Böylelikle grup fiyatlarının mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik artış eğilimi son yılların en yüksek düzeyine ulaşmıştır (Grafik 3.1.2). Alt gruplar itibarıyla yıllık enflasyondaki en belirgin artış temelde otomobil fiyatları kaynaklı olmak üzere dayanıklı tüketim malları grubunda gözlenmiştir. Döviz kuru etkilerinin görece daha gecikmeli bir şekilde izlendiği "giyim ve dayanıklı dışı temel mal" grubunda yıllık enflasyondaki artış eğilimi yılın ilk çeyreğinde güçlenirken giyim grubu yıllık enflasyonu da 2,43 puan yükselerek enflasyon görünümündeki bozulmanın grup geneline yayıldığına işaret etmiştir (Grafik 3.1.3).



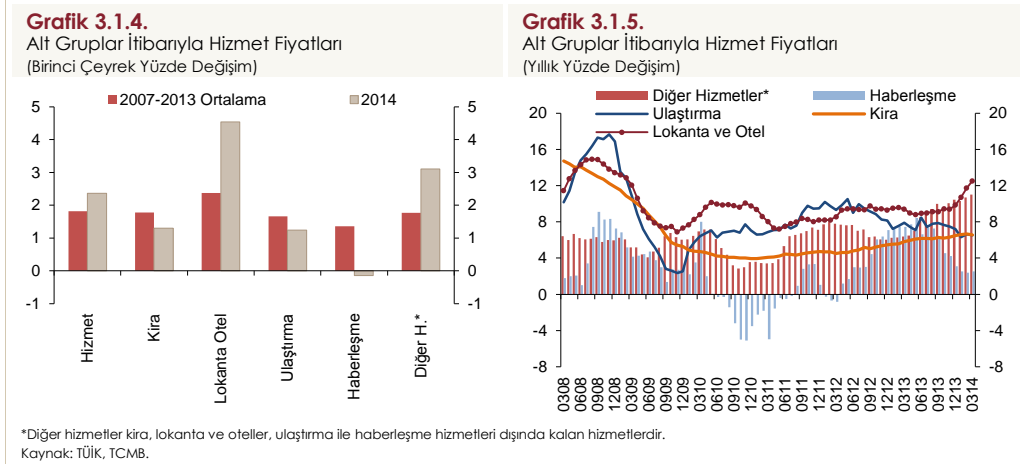
Özellikle otomobil grubu fiyatlarında vergi etkisi dışında döviz kuru geçişkenliğinin ima ettiği düzeylerin üzerinde gerçekleşen artışlar fiyatlama davranışlarında maliyet baskılarının ötesinde bir bozulma olabileceğine işaret etmektedir (Tablo 3.1.1). Bu doğrultuda temel mal grubu yıllık enflasyondaki yükselişin kısa vadede süreceği, ancak Türk lirasında son dönemde gözlenen değerlenme eğilimi dâhilinde gerek döviz kuru gerekse beklentiler kanalıyla grup enflasyonu üzerindeki baskıların yılın ikinci yarısında hafifleyeceği tahmin edilmektedir.

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

	2013					2014
	I	II	III	IV	Yıllık	I
TÜFE	2,63	1,33	0,97	2,28	7,40	3,57
1. Mallar	2,95	0,90	0,46	2,72	7,18	4,08
Enerji	0,86	-0,92	2,95	2,20	5,15	0,21
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	7,06	-1,69	0,19	4,01	9,67	7,50
İşlenmemiş Gıda	13,87	-4,70	-2,29	6,46	12,88	10,79
İşlenmiş Gıda	1,63	0,99	2,27	2,04	7,11	4,57
Temel Mallar	-1,52	4,86	-0,62	3,48	6,20	2,05
Giyim ve Ayakkabı	-12,35	20,95	-10,43	10,38	4,82	-10,32
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	2,54	0,05	3,75	1,12	7,62	9,54
Mobilya	4,09	0,65	1,59	2,89	9,50	3,14
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	0,18	-2,66	0,12	0,91	-1,48	3,86
Otomobil	3,03	0,72	5,55	0,67	10,27	16,65
Diğer Dayanıklı Mallar	1,05	1,53	1,80	2,69	7,25	2,78
Giyim ve Dayanıklı Dışı Temel Mallar	0,93	1,15	0,75	2,13	5,05	3,21
Alkollü İçecekler Tütün Ürünleri ve Altın	12,41	-1,35	0,68	-4,39	6,74	8,24
2. Hizmetler	1,78	2,50	2,32	1,16	7,98	2,37
Kira	1,25	1,59	1,70	1,81	6,50	1,30
Lokanta ve Oteller	2,07	2,18	2,85	2,42	9,86	4,54
Ulaştırma	1,88	2,34	2,63	0,18	7,20	1,24
Haberleşme	0,40	1,28	1,30	0,09	3,09	-0,14
Diğer Hizmetler*	2,58	4,02	2,65	0,82	10,43	3,10

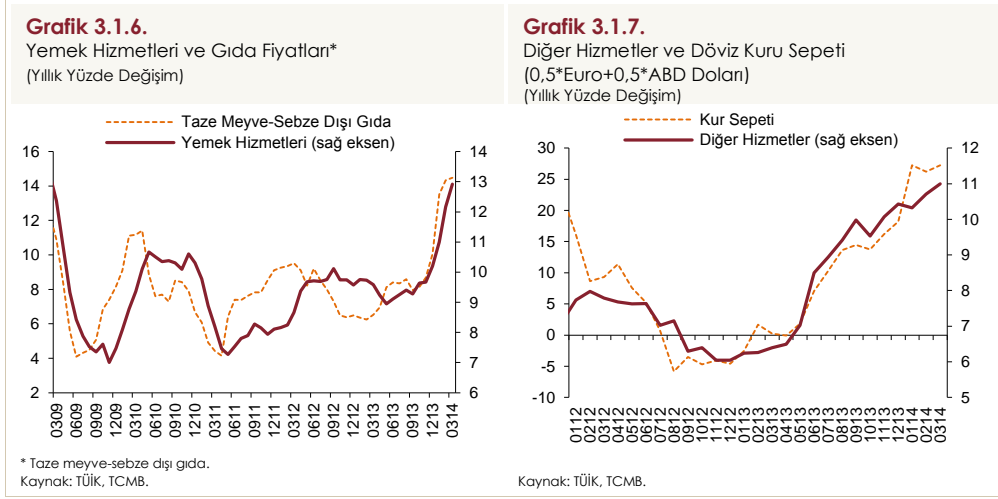
* Kira, lokanta ve oteller, ulaştırma ile haberleşme hizmetleri dışında kalan hizmetler.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Temel enflasyon görünümünün bir diğer belirleyicisi olan hizmet grubunda yıllık enflasyon 2013 yıl sonuna kıyasla 0,62 puan yükselerek Mart ayı itibarıyla yüzde 8,60 olmuştur (Grafik 3.1.1). Yılın ilk çeyreğinde fiyat artışları, kira, ulaştırma ve haberleşme hizmetlerinde geçmiş yıl ortalamalarının altında kalırken lokanta otel ve diğer hizmetlerde tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.4). Lokanta otel grubundaki yükseliş yılın ilk çeyreğinde yüzde 4,55 oranında artan yemek hizmetleri fiyatlarından kaynaklanmıştır (Tablo 3.1.1). Diğer hizmetler grubunda ise, sağlık, eğlence-kültür ve bakım-onarım hizmetleri fiyatlarında gözlenen artışlar ön plana çıkmıştır. Böylelikle, lokanta otel ve diğer hizmetlerde yıllık enflasyon (sırasıyla yüzde 12,51 ve 10,99) son beş yılın en yüksek seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.5).

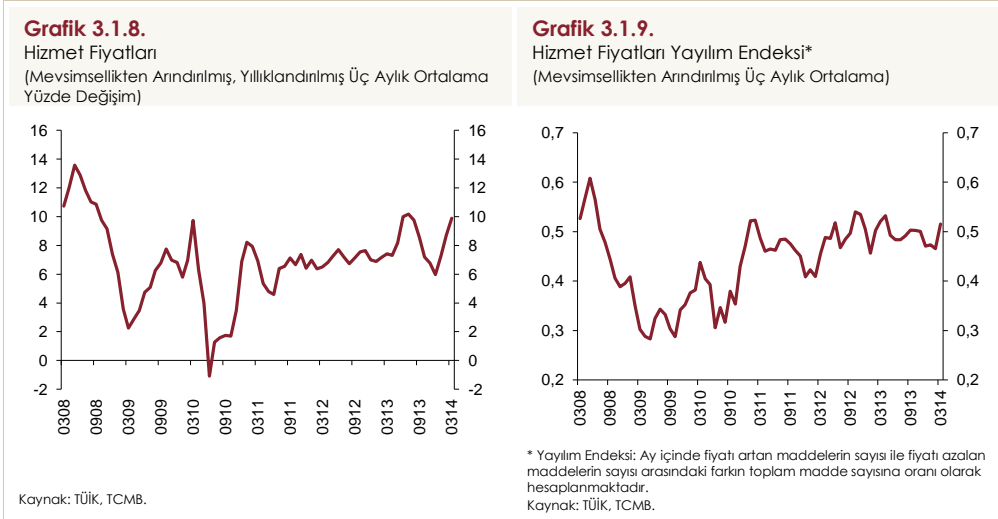


Hizmet fiyatlarının temel belirleyicileri arasında ücretler, talep koşulları, geriye dönük fiyatlama davranışının yanında, enerji ve gıda fiyatları ile döviz kuru gibi maliyet yönlü unsurlar öne çıkmaktadır. Grup enflasyonunun yılın ilk çeyreğindeki yükselişinde, asgari ücretteki gelişmeye ek olarak, anılan maliyet unsurlarındaki artışların etkili olduğu gözlenmektedir. Nitekim yemek hizmetlerine girdi olan gıda

fiyatlarında gözlenen yüksek artışın grup fiyatlarına yansımaları bu dönemde net bir şekilde izlenmiştir (Grafik 3.1.6). Ayrıca, hizmet sunumunda yabancı para cinsinden fiyatlama (paket turlar vb.) ve ithal girdilerin kullanımına (bakım-onarım vb.) bağlı olarak diğer hizmetler grubu fiyatları da döviz kuru gelişmelerinden olumsuz etkilenmiştir (Grafik 3.1.7).

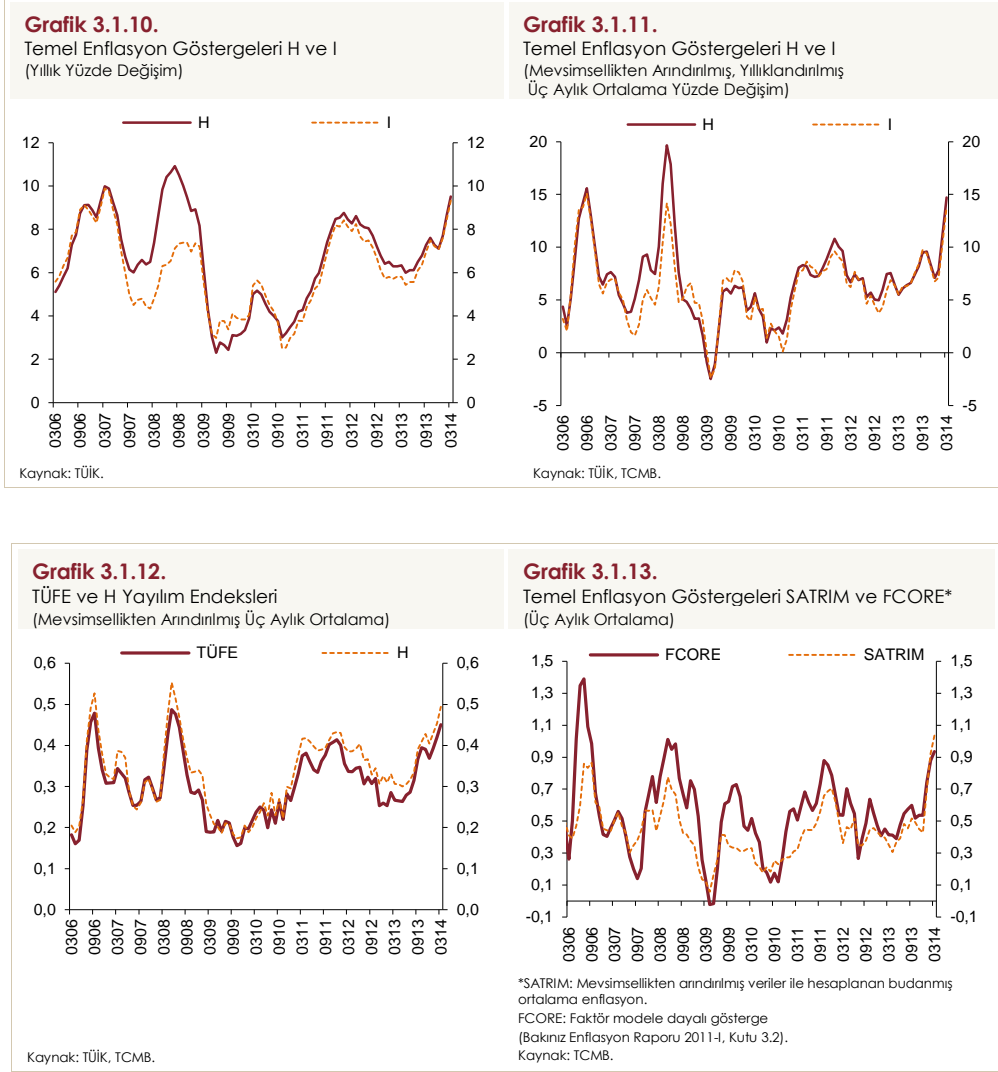


Hizmet fiyatlarındaki görünümde maliyet unsurlarındaki artışların yanı sıra, son dönemde enflasyon beklentilerinde kaydedilen yükselişin de etkisi izlenmiştir. Nitekim ana eğilim ve fiyatlandırma davranışına ilişkin göstergelerde bu dönemde bozulma gözlenmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerin ima ettiği ana eğilim ve hizmet sektörü yayılım endeksi yıl sonuna kıyasla yükselmiştir (Grafik 3.1.8 ve Grafik 3.1.9).



Temel mal ve hizmet gruplarındaki ilk çeyrek görünümü paralelinde, temel enflasyon göstergelerinden H ve I'nın yıllık enflasyonu önemli oranda yükselmiştir (Grafik 3.1.10). Bu göstergelerde yıl sonunda yüzde 7 civarında olan enflasyon Mart ayı itibarıyla yüzde 9'un üzerine çıkmıştır. H ve I'nın mevsimsellikten arındırılmış ana eğilimi, TCMB bünyesinde takip edilen alternatif çekirdek enflasyon göstergeleri ve yayılım endeksleri birlikte incelendiğinde, 2014 yılının ilk çeyreğinde enflasyonun ana eğiliminin yıl sonuna kıyasla belirgin oranda yükseldiği değerlendirilmektedir (Grafik 3.1.11-13). Bu

görünüm büyük ölçüde Türk lirasındaki değer kaybının gecikmeli etkileri ile işlenmiş gıda fiyatlarında gözlenen olumsuz seyri yansıtmakla birlikte, geçmiş dönemlerden farklı olarak, fiyatlama davranışında gözlenen bozulma da dikkat çekmektedir.

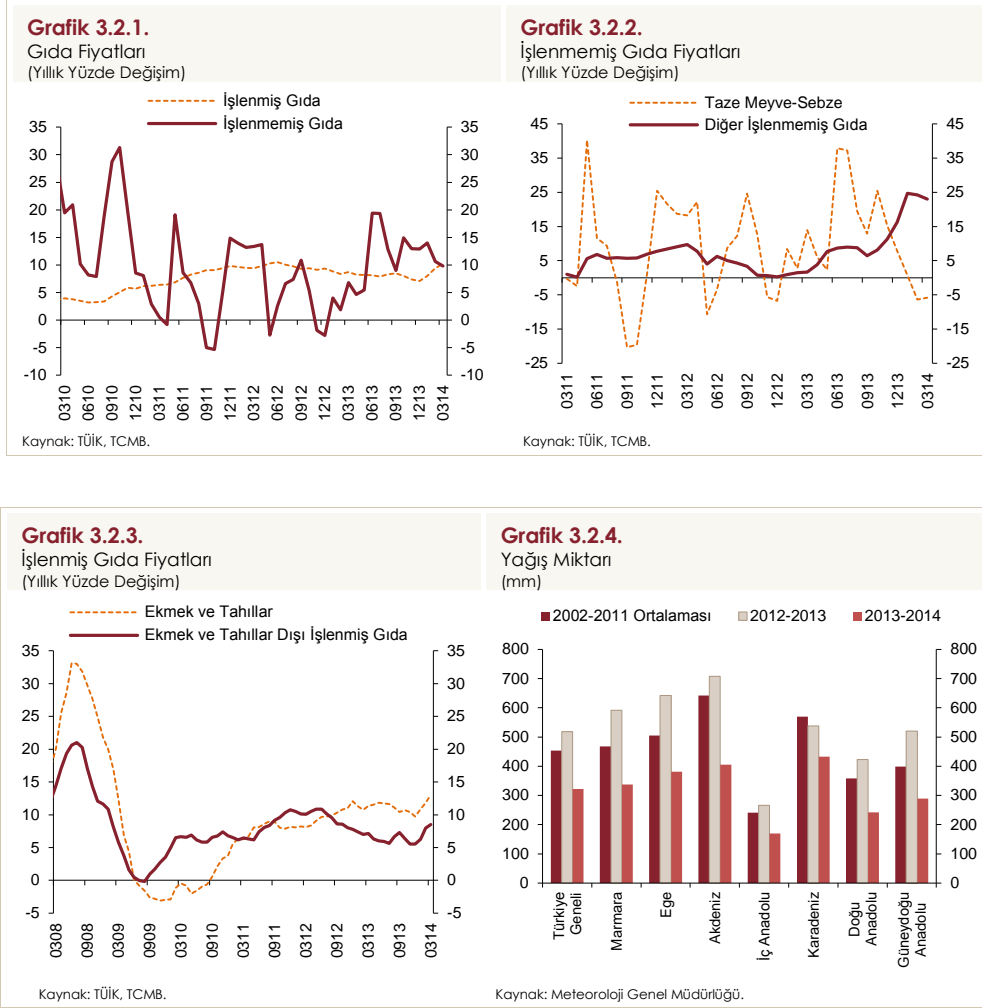


3.2. Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları

Gıda grubu yıllık enflasyonu ilk çeyrekte yüzde 10,12'ye yükselmiş ve Ocak Enflasyon Raporu varsayımının üzerinde gerçekleşmiştir. Taze meyve-sebze dışında kalan gıda fiyatlarından kaynaklanan bu yükselişte mevsim normallerinin altında seyreden yağışlara bağlı arz yönlü kısıtlar, bazı ürünlerin uluslararası fiyatlarındaki artışlar ve Türk lirasının seyri etkili olmuştur.

İşlenmemiş gıda yıllık enflasyonu, tarihsel eğiliminin altında seyreden taze meyve-sebze fiyatlarına bağlı olarak geçen yılın son çeyreğine kıyasla 3,06 puan gerileyerek yüzde 9,82 olmuştur (Grafik 3.2.1). Öte yandan, bu dönemde diğer işlenmemiş gıda fiyatları grup enflasyonundaki düşüşü sınırlamıştır (Grafik 3.2.2). İşlenmiş gıda fiyatları ise yılın ilk çeyreğinde yüzde 4,57 ile yüksek bir oranda artmış, grup yıllık enflasyonu yüzde 10,21'e yükselmiştir (Tablo 3.1.1 ve Grafik 3.2.1). Bu gelişmede, başta ekmek ve

tahıllar grubu olmak üzere grup geneline yayılan fiyat artışları etkili olmuştur (Grafik 3.2.3). Son dönemde mevsim normallerinin altında seyreden yağışlara bağlı olarak belirginleşen kuraklık kaynaklı riskler, Mart ayında mevsim normallerinde kaydedilen yağışlarla birlikte bir miktar hafiflemiş olmakla birlikte grup fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskler canlılığını korumaktadır (Grafik 3.2.4).



Enerji fiyatları yılın ilk çeyreğinde yüzde 0,21 ile tarihsel ortalamalara kıyasla düşük bir oranda artarak tüketici enflasyonunu sınırlamıştır (Tablo 3.1.1, Grafik 3.1). Bu dönemde Türk lirası yüksek bir oranda değer kaybederken ortalama petrol fiyatı bir önceki çeyreğe kıyasla yaklaşık 1,5 ABD doları gerilemiştir. İlk çeyrekte EPDK tavan fiyat uygulamasının da etkisiyle akaryakıt fiyatları düşük bir oranda azalırken konut grubuna yönelik enerji kalemlerinin fiyatı yatay seyretmiştir. Sonuç olarak grup yıllık enflasyonu mevcut durumda görece düşük (yüzde 4,46) seyretmekle birlikte Türk lirasındaki değer kaybının birikimli etkilerinin önümüzdeki dönemde yönetilen enerji kalemleri kaynaklı olarak grup fiyatları üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturduğu not edilmelidir.

Ocak ayında alkollü içecek ve tütün ürünlerinde yapılan ÖTV artışına bağlı olarak, grup fiyatları yılın ilk çeyreğinde yüzde 7,46 oranında artmıştır. Bu gelişmenin tüketici enflasyonuna etkisi ise 0,4 puan olmuştur.

3.3. Yurt İçi Üretici Fiyatları

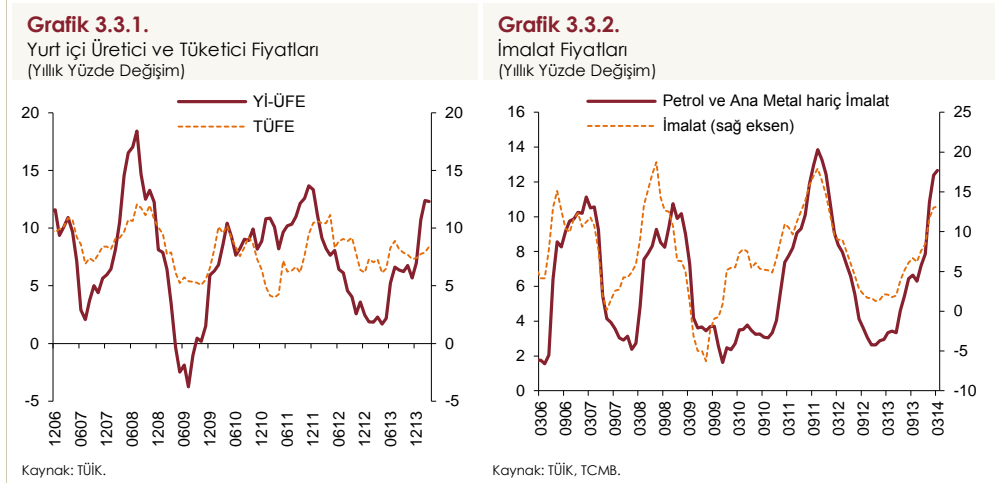
Yurt içi üretici fiyatları (Yi-ÜFE) 2014 yılı ilk çeyreğinde imalat fiyatlarındaki belirgin yükselişin etkisiyle yüzde 5,52 oranında artmıştır (Tablo 3.3.1). Böylelikle, yıllık Yi-ÜFE enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 5,34 puan artarak yüzde 12,31'e yükselmiştir (Grafik 3.3.1).

Tablo 3.3.1.
Yi-ÜFE ve Alt Kalemler
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

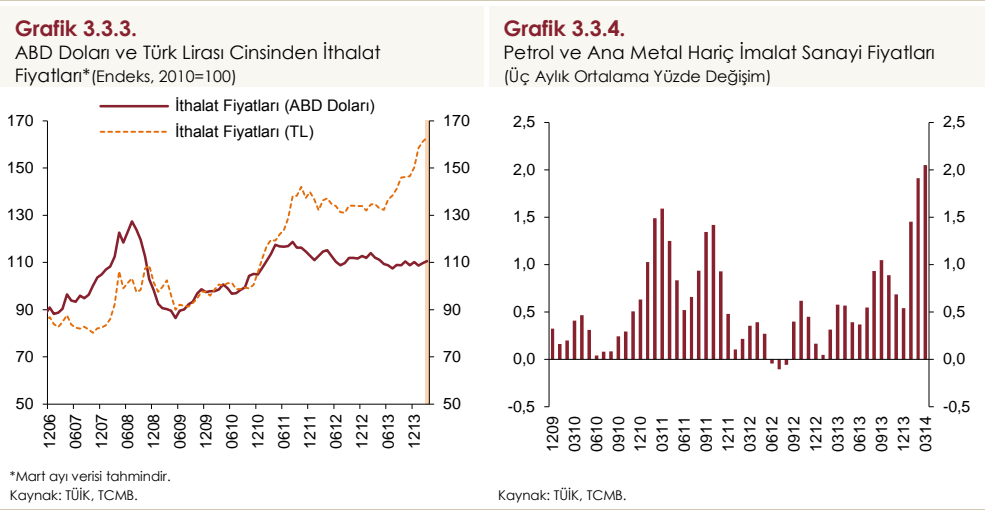
	2013				Yıllık	2014
	I	II	III	IV		I
Yi-ÜFE	0,50	1,95	1,93	2,43	6,97	5,52
Madencilik	3,90	2,12	4,60	1,49	12,64	4,91
İmalat	1,87	0,88	3,97	1,50	8,45	6,29
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	1,73	1,03	3,45	1,57	8,00	6,26
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	1,74	1,10	3,17	1,63	7,85	6,27
Elektrik, Gaz Üretimi ve Dağıtım	-13,17	1,44	0,75	0,11	-11,16	-1,17
Su Temini	5,35	1,50	1,29	2,28	10,77	3,66

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Yılın ilk çeyreğinde Türk lirasındaki değer kaybının yansımalarıyla birlikte imalat sanayi fiyatları kayda değer bir oranda yükselmiştir (Tablo 3.3.1, Grafik 3.3.2). Söz konusu artış alt gruplar geneline yayılmakla birlikte gıda ürünleri, ana metal, giyim eşyası, makine ve motorlu taşıt imalatı gruplarında belirgin artışlar gözlenmiştir. Bu dönemde ABD doları cinsinden ithalat fiyatları ılımlı seyrederken Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları güçlü bir artış göstermiştir (Grafik 3.3.3).

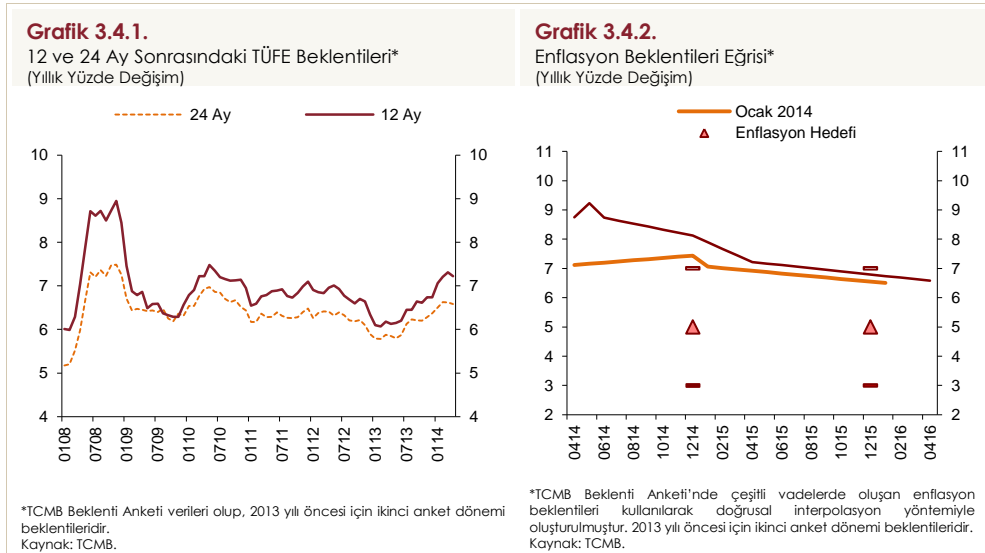


Üretici fiyatlarının ana eğilimi hakkında bilgi içeren petrol ve ana metal hariç imalat sanayi fiyatlarındaki yukarı yönlü seyrin bu çeyrekte güçlenerek devam ettiği görülmektedir (Grafik 3.3.4). Son dönemde imalat fiyatlarındaki artışlar özellikle motorlu taşıt ve gıda imalatı fiyatları kanalıyla tüketici fiyatlarına önemli bir oranda yansımıştır. Bunun yanında, giyim ve tekstil imalatı fiyatlarında kaydedilen yüksek artışların, tüketici fiyatlarında Mart ayında gözlenen yansımalarının önümüzde dönemde de sürebileceği değerlendirilmektedir. Sonuç olarak, üretici fiyatlarındaki ilk çeyrek görünümü tüketici fiyatları üzerinde maliyet yönü baskıların oldukça belirgin olduğuna işaret etmiştir.

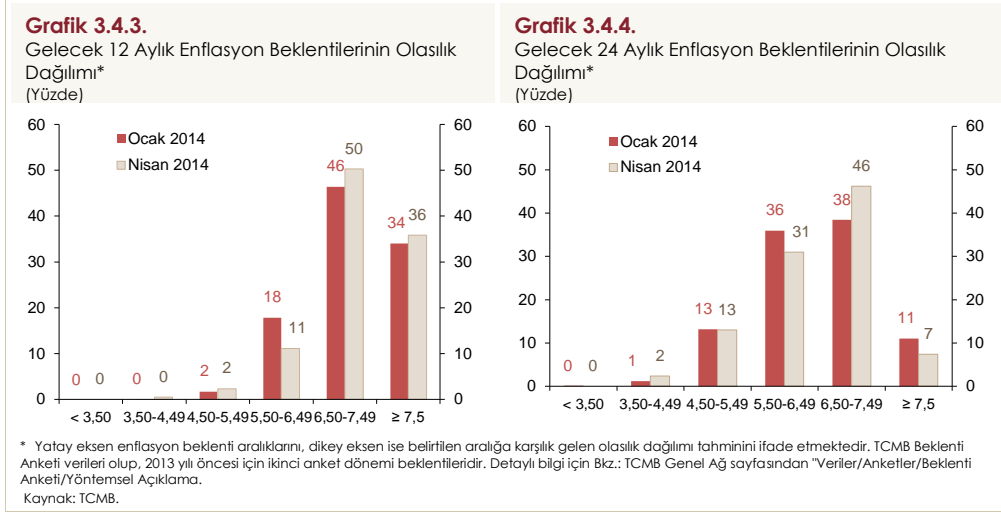


3.4. Beklentiler

2013 yılı ikinci yarısında Türk lirasında gözlenen değer kaybının etkisiyle bozulan orta vadeli enflasyon beklentileri, 2014 yılı ilk çeyreğinde gıda fiyatlarında gözlenen olumsuz seyir ve döviz kurunun gecikmeli etkileriyle yükselen çekirdek enflasyonunun da katkısıyla yukarı yönlü eğilimini sürdürmüştür. Nisan ayında ise belirsizliklerin azalmasının da etkisiyle orta vadeli beklentilerde önceki dönemlerde görülen bozulma durmuştur. 12 ve 24 ay sonraki enflasyon beklentileri Nisan ayı itibarıyla sırasıyla yüzde 7,2 ve 6,6 seviyesindedir (Grafik 3.4.1). Enflasyon beklentileri vadeler bazında incelendiğinde, önümüzdeki bir yıllık döneme ilişkin beklentiler bir önceki çeyreğe kıyasla yukarı doğru güncellenirken, iki yıl sonrası için beklentilerde daha sınırlı bir yükseliş gözlenmiştir (Grafik 3.4.2). Bununla birlikte enflasyon beklentileri halen 2014 ve 2015 yıl sonları için yüzde 5 olarak belirlenen hedefin üzerinde seyretmektedir.



Orta vadeli enflasyon beklentilerinin olasılık dağılımları incelendiğinde, Nisan ayı itibarıyla enflasyon beklentilerinde yıl başına kıyasla bir miktar bozulma görülmektedir (Grafik 3.4.3 ve Grafik 3.4.4). Özellikle, 24 ay sonrası için enflasyonu yüzde 6,5 ile 7,49 arasında bekleyenlerin payında bu dönemde gözlenen artış dikkat çekmektedir.



4. Arz ve Talep Gelişmeleri

2013 yılı son çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla verilerine göre iktisadi faaliyet Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle oldukça uyumlu gerçekleşmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle GSYİH dönemlik bazda yüzde 0,5 oranında artmış, böylece yılın ilk yarısında güçlü bir ivme kazanan iktisadi faaliyet, yılın ikinci yarısında daha ılımlı bir seyir izlemiştir. Nihai yurt içi talep ise önceki iki çeyrekteki zayıf seyrinin ardından son çeyrekte daha hızlı bir artış kaydetmiştir. Nihai yurt içi talebin bileşenlerinden özel kesim talebi 2013 yıl genelinde ılımlı seyrini korumuş, dalgalı bir seyir izleyen kamu kesimi talebi ise yurt içi talebin yönünün temel belirleyicisi olmuştur. Son çeyrekte dönemlik bazda ihracat ithalata oranla daha hızlı bir artış kaydetmiş ve öngörüldüğü şekilde talep bileşenleri yılın ilk yarısına kıyasla dengelenme yönünde bir görünüm sergilemiştir.

2014 yılının ilk çeyreğine ilişkin veriler iktisadi faaliyette ılımlı bir artışa işaret etmektedir. Üretim tarafından değerlendirildiğinde, sanayi üretim endeksi Ocak-Şubat döneminde bir önceki çeyrek ortalamasının üzerinde gerçekleşmiş ve dönemlik bazdaki istikrarlı artış eğilimini devam ettirmiştir. Harcama tarafına ilişkin veriler, özel kesim talebinin dayanıklı mallar tüketimi ve özel makine teçhizat kaynaklı zayıfladığına işaret etmektedir. Öte yandan, dayanıksız mallar tüketimi ve inşaat yatırımlarına ilişkin veriler olumlu seyretilmektedir. İkinci çeyreğe ilişkin olarak ise İYA, krediler ve ithalat göstergeleri, iç talepteki zayıf seyrin devam edeceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, yurt içi talebin yılın ilk yarısında zayıf bir seyir izleyeceği öngörülmektedir.

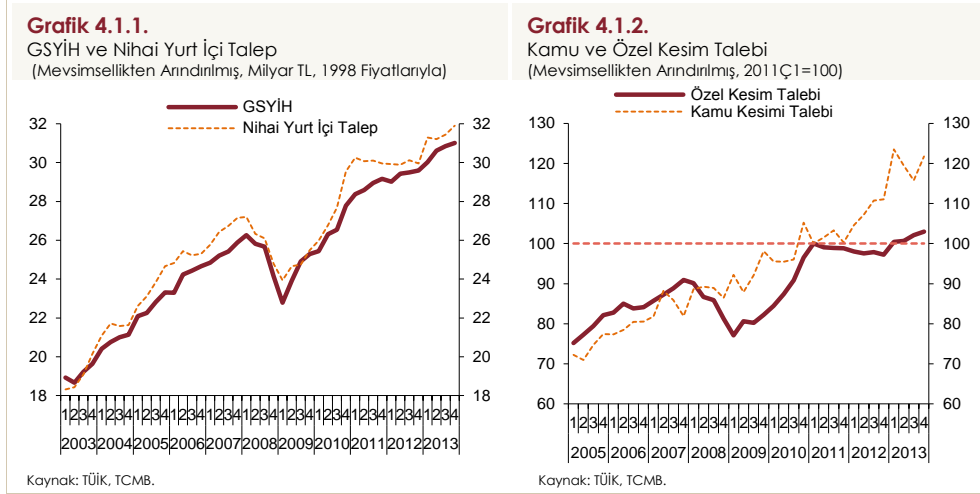
Dış talebe ilişkin göstergeler mal ve hizmet ihracatı artarken, mal ve hizmet ithalatının gerileyeceğine işaret etmektedir. Benzer durum, ana eğilimi yansıtan altın hariç ihracat ve ithalat göstergeleri için de geçerlidir. Böylece, talep bileşenleri arasında görülen dengelenmenin ilk çeyrekte devam edeceği ve cari işlemler açığının dönemlik bazda bir miktar kapanacağı öngörülmektedir.

Yılın ilk yarısında yurt içi belirsizlikler ve finansal koşullardaki sıkışmalar nedeniyle yurt içi talebin zayıf bir seyir izleyeceği, öte yandan net ihracat ve kamu kesimi talebinin bu seyrî telafi edebilecek unsurlar arasında yer alabileceği öngörülmektedir. Yılın ikinci yarısında yurt içi belirsizliklerin azalması ile birlikte özel kesim talebinin daha olumlu bir görünüm kazanacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte, yakın dönem gelişmeleri sonucunda finansal koşullarda oluşan sıkışma nedeniyle yurt içi talep üzerinde aşağı yönlü riskler bulunduğu not edilmelidir. Bu çerçevede, yurt içi talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde destek vermesi ve cari açığa son dönemde gözlenen iyileşmeye katkıda bulunması beklenmektedir.

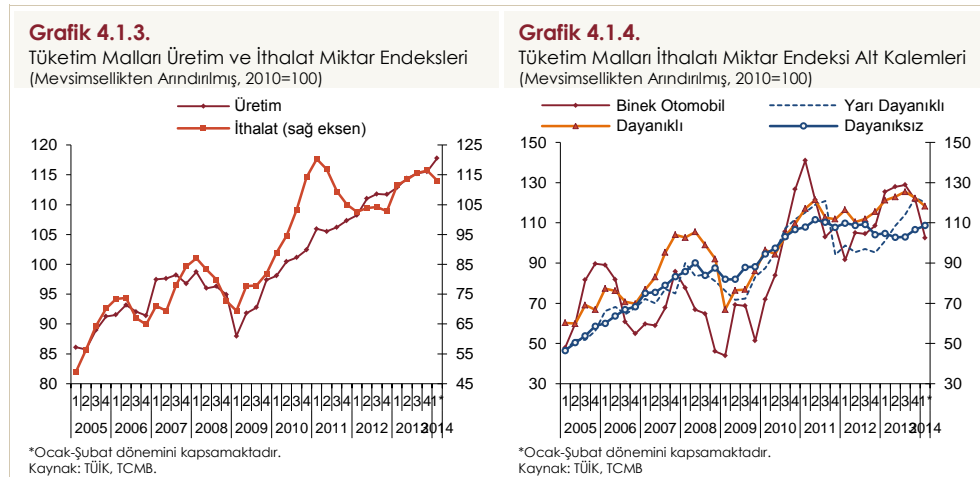
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

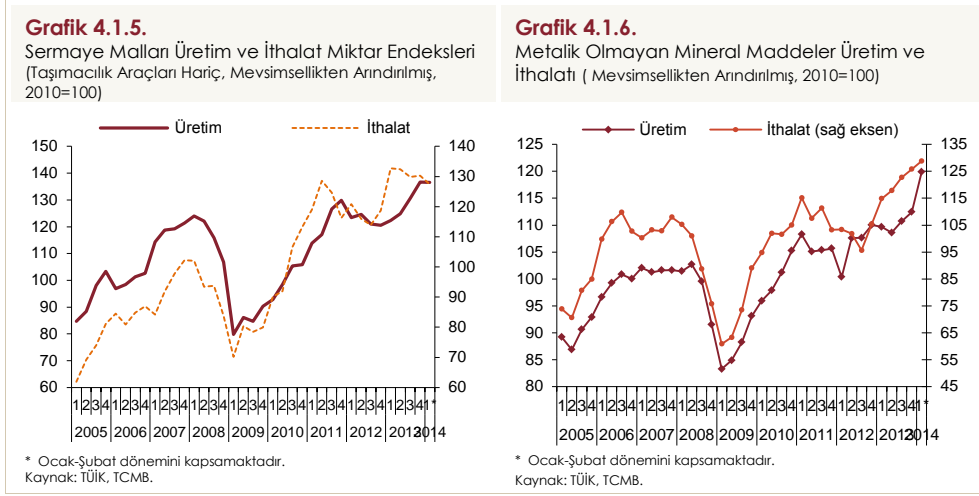
TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre, GSYİH 2013 yılının son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,4 oranında artış kaydetmiştir. Son çeyrek verileriyle birlikte milli gelir verileri alt kalemler bazında geriye dönük olarak güncellenmiştir (Kutu 4.1). Böylece, milli gelir 2012 yılındaki yüzde 2,1 oranındaki büyümenin ardından, 2013 yılında yüzde 4,0 oranında artmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış veriler değerlendirildiğinde, son çeyrekte iktisadi faaliyetteki artış eğilimi yavaşlayarak devam ederken, nihai yurt içi talepteki artış bir miktar hızlanmıştır (Grafik 4.1.1). Bu

hızlanmada, 2013 yılında dalgalı bir seyir izleyen kamu talebindeki artış belirleyici rol oynarken, özel kesim talebi ılımlı seyrini korumuştur (Grafik 4.1.2).

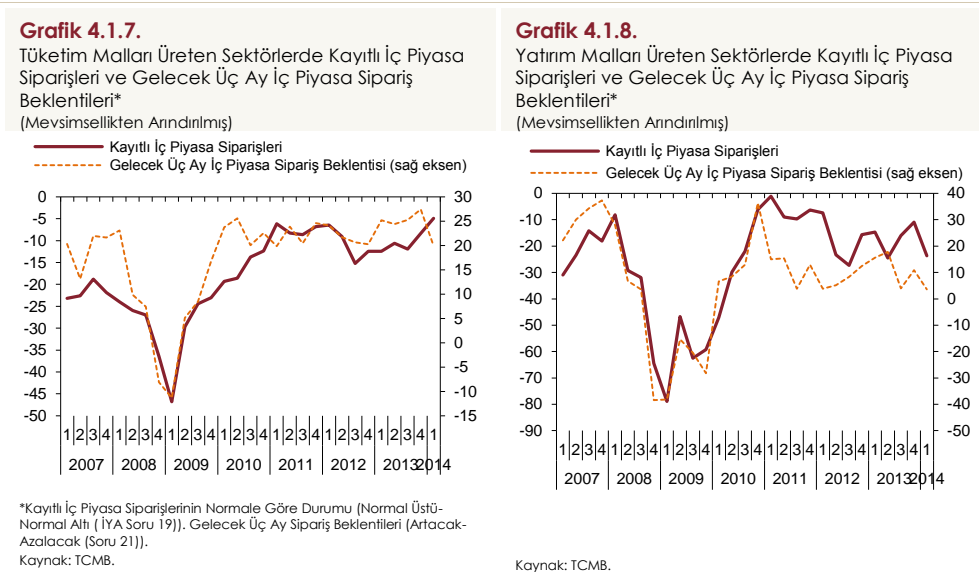


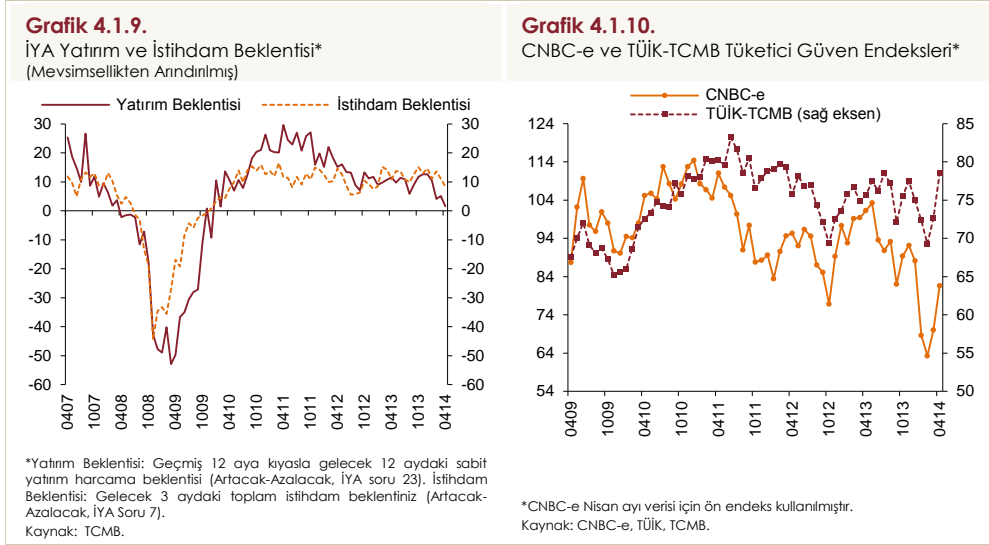
2014 yılının ilk çeyreğine ilişkin veriler özel kesim talebinin zayıfladığına işaret etmektedir. Ocak-Şubat döneminde, tüketim malları üretimi artarken ithalatı azalmıştır (Grafik 4.1.3). Finansal koşullardaki sıkılaşma, Türk lirasındaki değer kaybı, tüketici güvenindeki düşüş ve vergi ayarlamalarının etkisi ağırlıklı olarak binek otomobil ve dayanıklı tüketim malları talebinde görülmektedir. Nitekim tüketim malları ithalatının alt kalemleri incelendiğinde binek otomobil ithalatında sert bir düşüş, dayanıklı ve yarı dayanıklı mallar ithalatında ise daha ılımlı bir düşüş gözlenirken, dayanıksız mallar ithalatı artmaya devam etmektedir (Grafik 4.1.4). Tüketim malları üretiminde de benzer bir eğilim gözlenmekte ve Ocak-Şubat dönemi itibarıyla dayanıklı tüketim malları üretimi bir önceki çeyreğe göre gerilerken dayanıksız mallar üretimi artmaya devam etmektedir. Makine-teçhizat yatırımlarına ilişkin göstergelerden taşımacılık hariç yatırım mallarının üretimi yataya yakın bir seyir izlerken ithalatı gerilemiştir (Grafik 4.1.5). İnşaat yatırımlarına ilişkin veriler ise inşaat yatırımlarındaki artışın sürdüğünü göstermektedir (Grafik 4.1.6). Özetle, dayanıklı tüketim ve makine-teçhizat yatırımı gibi kalemlere yönelik talep zayıflarken, dayanıksız tüketim ve inşaat yatırımlarında artış eğilimi devam etmektedir.





İYA göstergeleri iç talepteki zayıf seyrin ikinci çeyrekte de devam edebileceğine işaret etmektedir. Nitekim tüketim ve yatırım malları üreten sektörlerin iç piyasa sipariş beklentileri ilk çeyrekte zayıflamıştır (Grafik 4.1.7 ve Grafik 4.1.8). Diğer yandan, tüketim malları üreten sektörlerin kayıtlı iç piyasa siparişlerinin durumu sorusuna verilen yanıtlar ve tüketici güven endeksinde son dönemde gözlenen iyileşme eğilimi önümüzdeki dönemde tüketim talebinde tekrar ılımlı bir toparlanma olabileceğine işaret etmektedir. Diğer taraftan, firmaların görece uzun vadeli kararlarına ilişkin yatırım ve istihdam eğilimi zayıf seyretmektedir (Grafik 4.1.9). Bu çerçevede yatırımlardaki zayıf seyrin bir süre daha devam etmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, halen 2011 yılı ilk çeyrek seviyesinin yüzde 8,3 altında seyreden özel makine teçhizat yatırımlarının, tüketim talebindeki görünüm ve ihracattaki olumlu performans ile birlikte değerlendirildiğinde, yıl geneline yayılan belirgin bir daralma göstermesi beklenmemektedir. Sonuç olarak, belirsizlik algısındaki azalma, güven endekslerinde gözlenen toparlanma ve sınırlı da olsa Türk lirasındaki değer kazancı ile birlikte tüketim talebindeki toparlanmanın desteğiyle yurt içi talebin ikinci çeyrekte itibaren kademeli bir artış eğilimine gireceği düşünülmektedir (Grafik 4.1.10). Bununla birlikte, yakın dönem gelişmeleri sonucunda finansal koşullarda oluşan sıkılaşma nedeniyle yurt içi talep üzerinde aşağı yönlü riskler bulunduğu not edilmelidir.

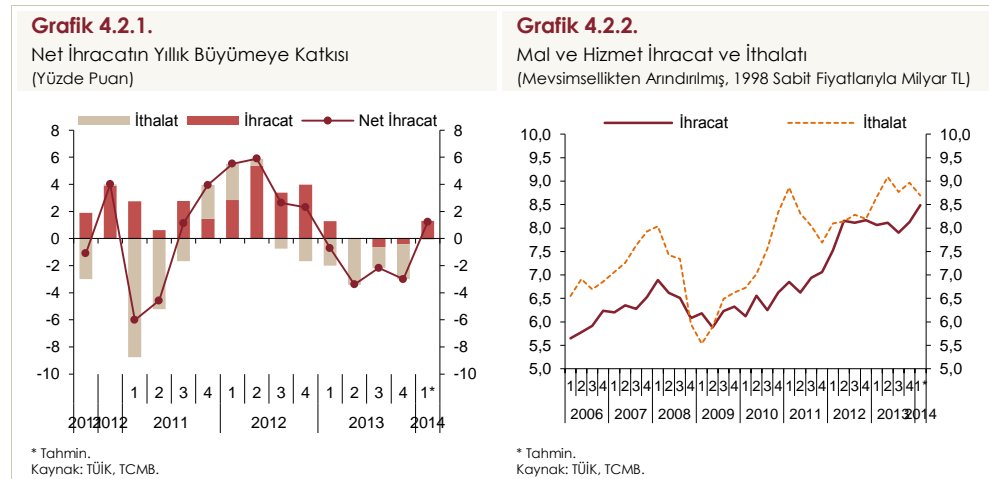




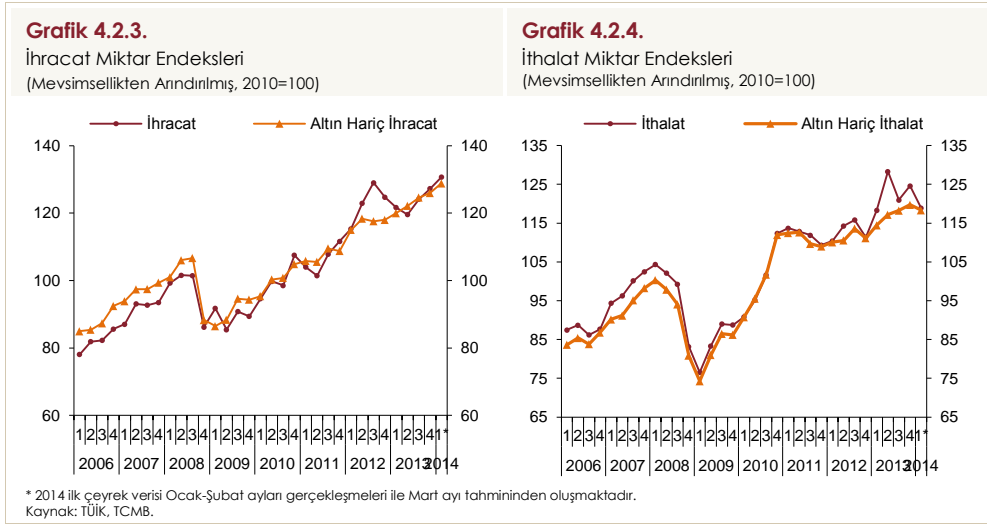
Sonuç olarak, iktisadi faaliyet 2013 yılının ilk yarısındaki güçlü artışın ardından yılın ikinci yarısında ılımlı şekilde artış kaydetmiştir. Yıl genelinde kamu talebi dalgalı bir seyir izlerken, özel kesim talebi ılımlı seyrini korumuştur. İlk çeyrekteki yurt içi gelişmeler ile kur ve faizlerdeki hareketler nedeniyle özel kesim talebindeki artış eğiliminin 2014 yılının ilk yarısında yavaşlaması beklenmektedir. Diğer yandan, yurt içi belirsizliklerin hafiflemesiyle birlikte özel kesim talebinin de toparlanmaya başlayacağı ancak finansal koşullardaki sıkılığın bu artışı sınırlayacağı düşünülmektedir. 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 son çeyreğine ilişkin GSYİH verilerine göre mal ve hizmet ihracatı yıllık bazda yüzde 1,5 azalırken mal ve hizmet ithalatı yüzde 9,3 artış göstermiştir. Böylelikle, net ihracatın yıllık büyümeye olan negatif katkısı yılın son çeyreğinde devam etmiştir (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle bakıldığında ise ihracatın ithalata göre dönemlik bazda daha belirgin bir şekilde artması dış talep bileşenleri arasındaki dengelenmeyi olumlu etkilemiştir (Grafik 4.2.2).



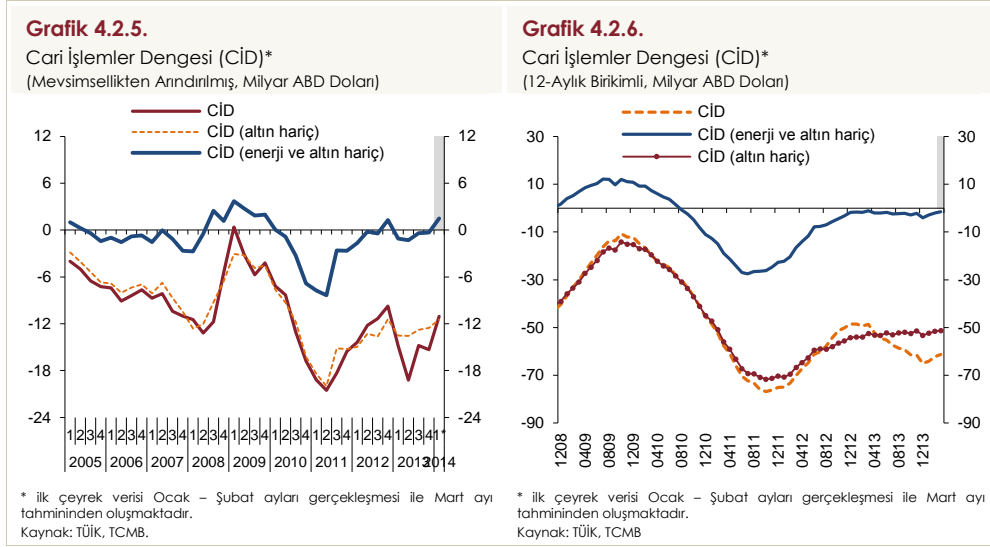
2014 yılı ilk çeyreğine ilişkin veriler incelendiğinde, ihracat miktar endeksinin Ocak-Şubat döneminde artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu dönemde altın ihracatı dışlanarak oluşturulan çekirdek endeks istikrarlı seyirini sürdürmüştü ve bir önceki çeyreğe göre artış kaydetmiştir (Grafik 4.2.3). Son dönemde PMI göstergeleri küresel ölçekteki toparlanma eğiliminin devam ettiğine işaret etmektedir. Bununla beraber, orta vadeli göstergelerden ihracat ağırlıklı küresel büyüme görünümündeki iyileşmenin sürdüğü gözlenmektedir (Grafik 2.1.1). Bu gelişmelerin yanı sıra Türk lirasındaki değer kaybının da etkisiyle önümüzdeki dönemde ihracatın büyümeye olumlu katkı yapması beklenmektedir.



Ocak-Şubat döneminde yüksek oranda gerileyen ithalat miktar endeksinin, altın hariç bakıldığında önceki çeyreğe göre ılımlı bir düşüş gösterdiği gözlenmiştir. Son dönemde, finansal koşullardaki sıkılaştırmanın ve alınan önlemlerin etkisiyle tüketici kredilerinin büyüme hızları yavaşlamıştır. Buna bağlı olarak, mevcut beyaz eşya ve otomobil iç satışları verilerinde belirgin düşüşler izlenmiştir. Bu gelişmeler çeyreklik bazda değerlendirildiğinde, yurt içi talepteki ivme kaybıyla birlikte gerek toplam ithalatın gerekse altın hariç ithalatın ilk çeyrekte düşüş göstermesi beklenmektedir. (Grafik 4.2.4). Böylelikle, bu dönemde mal ve hizmet ithalatının gerileyeceği düşünülmektedir (Grafik 4.2.2).

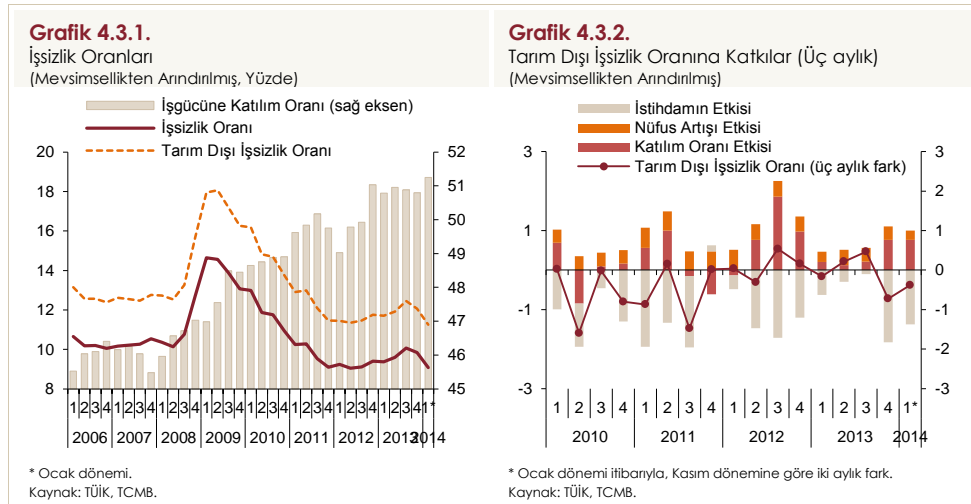
2014 yılı ilk çeyreğinde nihai yurt içi talebin ivme kaybedeceği, ihracatın ise bu yavaşlamanın büyüme üzerindeki etkilerini sınırlayacağı tahmin edilmektedir. Bu dönemde dengelenme sürecinin devam ederek net ihracatın büyümeye olumlu katkı sağlayacağı öngörülmektedir (Grafik 4.2.1).

Mevsimsellikten arındırılmış cari işlemler dengesindeki iyileşmenin yılın ilk çeyreğinde hızlanması ve enerji ve altın hariç cari işlemlerin yeniden fazla vermesi beklenmektedir (Grafik 4.2.5). Öte yandan, nominal olarak 12 aylık birikimli cari işlemler dengesindeki iyileşmenin daha sınırlı ve yavaş olacağı tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.6).



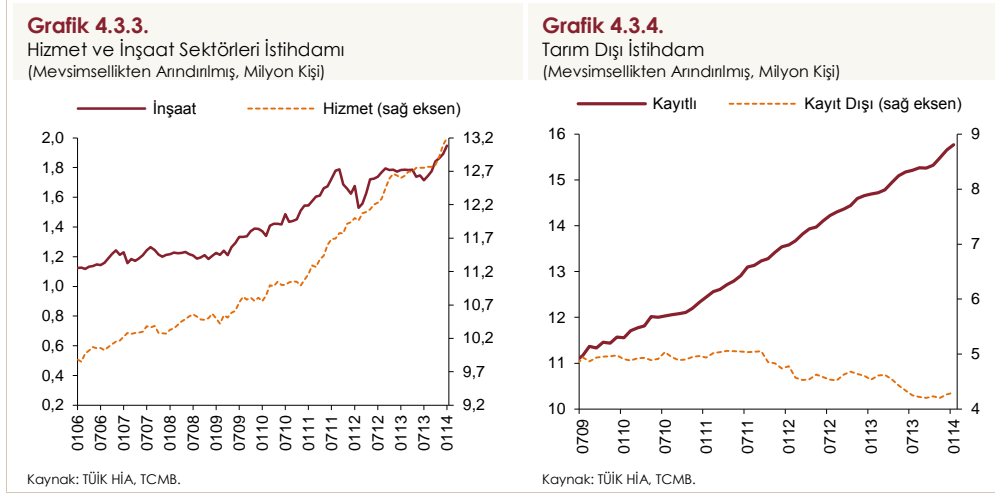
4.3. Emek Piyasası

2013 yılı ilk çeyreğinden itibaren, tarım dışı istihdamdaki zayıf seyrin etkisiyle işsizlik oranları artış göstermiştir. Yılın üçüncü çeyreği istihdamdaki yavaşlamanın en hissedilir olduğu dönem olmuş ve tarım dışı istihdam gerilerken işsizlik oranı belirgin bir oranda artmıştır (Grafik 4.3.1 ve Grafik 4.3.2). 2013 yılının son çeyreğinde ve 2014 yılının ilk çeyreğine dair gözlemlerin yer aldığı Ocak döneminde ise işsizlik oranları 2013 yılının üçüncü çeyreğine kıyasla belirgin bir şekilde gerilemiştir. İşsizlik oranlarındaki gerilemede tarım dışı istihdamdaki artış önemli rol oynamıştır (Grafik 4.3.2).

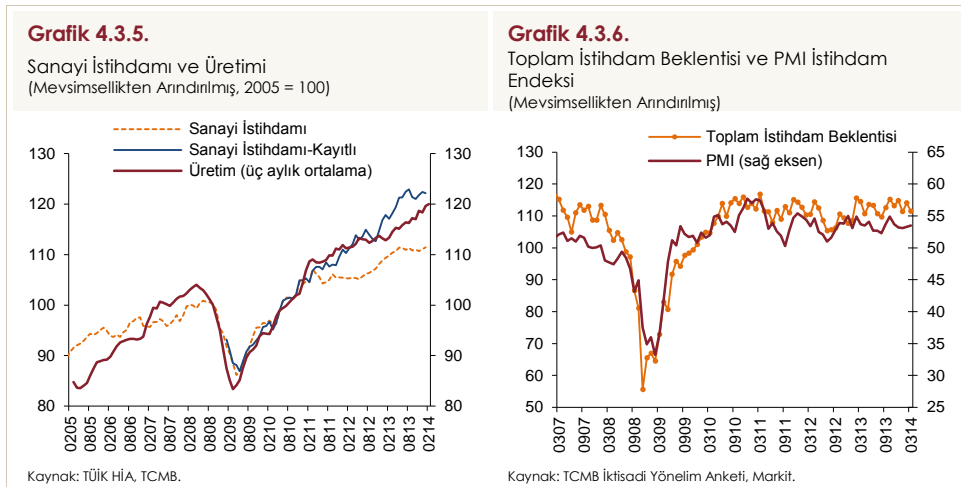


2013 yılının ilk çeyreğinde tarım dışı istihdam sanayi ve iş hizmetleri sektörlerinin katkısıyla artmıştır. Takip eden dönemde hem bu sektörlerdeki yavaşlama hem de inşaat sektöründeki istihdam kayıplarının etkisiyle istihdam görünümü bozulmuştur (Grafik 4.3.3 ve Grafik 4.3.5). 2013 yılının son çeyreği ve Ocak dönemi itibarıyla 2014 yılının ilk çeyreğinde, inşaat ve hizmet sektörlerinin etkisiyle tarım dışı istihdam artış göstermiştir. İnşaat sektörü istihdamı, daha çok kayıt dışı istihdamdaki artışla, 2013 yılı başındaki seviyesinin oldukça üzerine çıkmıştır. 2013 yılının ilk yarısında gerileme eğilimi gösteren kayıt dışı istihdam sonraki dönemlerde, kayıt dışı inşaat istihdamındaki artışın da etkisiyle, yatay seyretmiştir. 2013

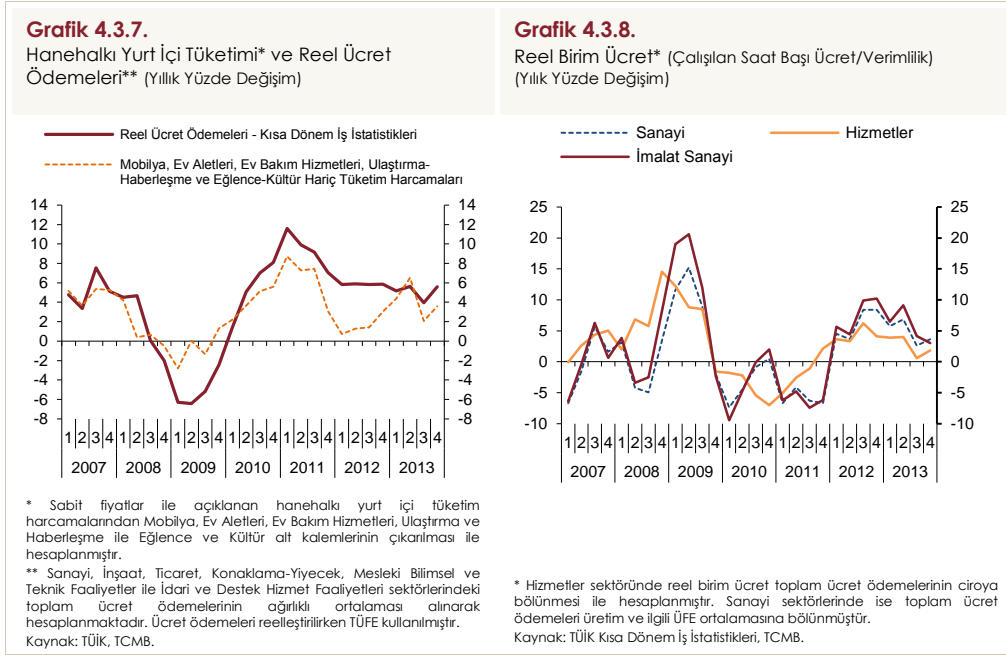
yılının ilk üç çeyreğinde kademeli olarak yavaşlama kaydeden kayıtlı istihdam ise son iki çeyrekte belirgin artış eğilimi göstermiştir (Grafik 4.3.4).



Sanayi üretiminde 2013 yılı ikinci çeyreğinden itibaren süregelen istikrarlı büyümeye rağmen istihdam artışı sınırlı kalmıştır (Grafik 4.3.5). Öncü göstergeler 2014 yılının ilk çeyreğinde sanayi istihdamında ılımlı bir artış eğilimine işaret etmektedir. İktisadi Yönelim Anketi göstergeleri arasında yer alan ve imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren özel şirketlerin görüşlerini yansıtan Toplam İstihdam Beklentisi 2014 yılının ilk çeyreğinde yatay seyretmiştir (Grafik 4.3.6). Benzer şekilde, imalat sanayi istihdamı için gösterge niteliğinde olan PMI istihdam değeri de son iki çeyrekte, hafif gerileme eğilimi sergilemekle birlikte, yatay hareket etmiştir (Grafik 4.3.6). Bunlara ek olarak, inşaat sektörüne ara malı sağlayan metalik olmayan mineral ürünler imalatı sektörüne ilişkin üretim gelişmeleri 2014 yılının ilk çeyreğinde de inşaat faaliyetinde toparlanma sinyali vermeyi sürdürmüştür (Grafik 4.1.6). Son iki çeyrekte inşaat istihdamında gözlenen artışlar söz konusu gösterge ile uyumludur. Türkiye genelinde hanehalkının görüşlerini yansıtan TCMB Tüketici Güven Endeksi 2014 yılının ilk çeyreğinde gerilemiştir. İşsizlik oranlarının güven endeksini gecikmeli takip ettiği dikkate alındığında, bu görünüm işsizlik oranında gözlenen gerileme eğiliminde önümüzdeki dönemlerde duraksama yaşanabileceğine işaret etmektedir.



Emek piyasası gelişmeleri iç talep açısından değerlendirildiğinde, reel ücret ödemelerinde 2013 yılının son çeyreğindeki artışa paralel olarak istihdamın da güçlü seyri toplam ücret ödemelerinin yurt içi tüketim harcamalarına verdiği desteği artırdığına işaret etmektedir (Grafik 4.3.7). 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 4.3.8). 2014 yılı için geçerli olacak asgari ücret tutarları, tahmin edilen enflasyon esas alındığında, ücretlerde reel olarak gerileme yaşanmayacağına işaret etmektedir.



Özetle, 2013 yılı son çeyreğinde ve Ocak dönemi itibarıyla 2014'ün ilk çeyreğinde tarım dışı istihdam artmış ve işsizlik oranları gerileme kaydetmiştir. Ocak döneminde, inşaat ve hizmet sektörlerindeki istihdam artışlarının etkisiyle işsizlik oranları gerilemiş, ancak sanayi istihdamında süregelen ılımlı görünüm devam etmiştir. Öncü göstergeler, 2014 yılı ilk çeyreğinde tarım dışı istihdamda ılımlı bir artışa işaret etmektedir. Bununla birlikte, yakın dönem gelişmeleri sonucunda finansal koşullarda oluşan sıkılaştırmanın önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyeti olumsuz yönde etkileyebilecek olması istihdam koşullarındaki iyileşmeyi sınırlandırabilecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

Kutu
4.1

İnşaat Yatırım Harcamalarına İlişkin Güncellemeler

Bu kutuda milli gelir bileşenlerinden inşaat yatırım harcamalarına ilişkin güncellemeler incelenmiştir. İnşaat yatırım harcamaları Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) haber bülteninde kamu ve özel ayırımında açıklanmaktadır. Veriler yılda dört kez Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından GSYİH bülteninin altında yayınlanmaktadır. İçinde bulunulan yılın ilk üç çeyreğine dair kamu inşaat yatırımları geçici nitelik taşımakta olup, merkezi yönetim, mahalli idareler ve sosyal güvenlik kurumlarından anket yoluyla tahsilat esasına göre toplanan veriler baz alınarak hesaplanmaktadır. Kamu yatırımlarının nihai değerleri ise bu kuruluşlara ait kesin hesap raporları esas alınarak hesaplanmakta ve o yılın son çeyrek bülteninde yayımlanmaktadır. Böylece, dördüncü çeyrek GSYİH bülteninde tahsilat esasından tahakkuk esasına geçiş yapılmakta olup, bu durum o yılın ilk üç çeyreğine dair daha önce açıklanmış olan inşaat yatırım değerlerinde çok ciddi güncellemelere neden olmaktadır.¹

Bu çalışmaya konu olan örneklem 2008Ç1-2013Ç4 dönemini kapsayan 1998 baz yılı inşaat yatırım harcama verileridir. Çalışmada üçüncü çeyrek bültenlerinde açıklanan ilk üç çeyreğe ilişkin inşaat yatırımları ile son çeyrek bülteninde açıklanan ilk üç çeyreğe dair inşaat yatırım harcamaları karşılaştırılmıştır. Zira, ikinci ve üçüncü çeyreklerde o yıla ait kamu ve özel yatırım harcamalarında geriye dönük kayda değer bir güncelleme yapılmamaktadır. Diğer bir ifadeyle, üçüncü çeyrek GSYİH bülteni kamu ve özel inşaat yatırım verileri ile birinci ve ikinci çeyrek bültenlerindeki verilerin oldukça yakın olduğu gözlenmiştir. Bu nedenle, üçüncü çeyrek GSYİH verileri ile son çeyrek GSYİH bülten verileri kıyaslanmıştır.

Yılın son çeyrek bültenlerinde toplam inşaat yatırımlarında geriye dönük önemli bir güncelleme yapılmazken inşaat yatırımlarının özel ve kamu dağılımı belirgin olarak değişebilmektedir. Başka bir deyişle, son çeyrek GSYİH bültenlerinde yılın ilk üç çeyreğe ilişkin toplam inşaat yatırımlarında önemli bir güncelleme yapılmazken kamu inşaat yatırımlarında yapılan revizyonların özel inşaat yatırımlarındaki güncellemeler ile telafi edildiği gözlenmiştir. Tablo 1'de kamu, özel ve toplam inşaat yatırım harcamalarına ilişkin olarak üçüncü ve dördüncü çeyrek GSYİH bültenlerinde açıklanan verilerin bir önceki döneme göre hesaplanan yıllık yüzde değişimleri sunulmaktadır.² Örneğin, 2013Ç1 verisine ilişkin 2013Ç3 bülteninde yıllık yüzde 81,8 olarak açıklanan kamu inşaat harcamalarının büyümesi 2013Ç4 bülteninde yüzde 46,2 olarak revize edilmiştir. Böylelikle kamu inşaat yatırım harcamaları büyümesi 35,6 puan aşağı yönlü güncellenmiştir. Özel inşaat yatırım harcamalarının 2013 yılı ilk çeyrek büyümesi ise son çeyrek bülteninde (yüzde -13,9'dan yüzde -4,8'e) 9,1 puan yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1). Güncellemeler seviye olarak değerlendirildiğinde, kamu ve özel inşaat yatırım harcamalarındaki güncellemelerin belirgin bir şekilde birbirini telafi edecek miktarda ve ters yönlü olduğu gözlemlenmektedir (Grafik 2). Bu durum, güncellemelerin önemli bir kısmının kamu ve özel ayırımında dağıtıldığına işaret etmektedir. Bu çerçevede, yılın ilk üç çeyreğinde açıklanan inşaat yatırım harcamalarına yönelik özel ve kamu ayırımında değerlendirme yapmanın sağlıklı bir yaklaşım olmayabileceği, öte yandan toplam inşaat harcamalarına yönelik değerlendirmelerin daha doğru bir yaklaşım olabileceği düşünülmektedir.

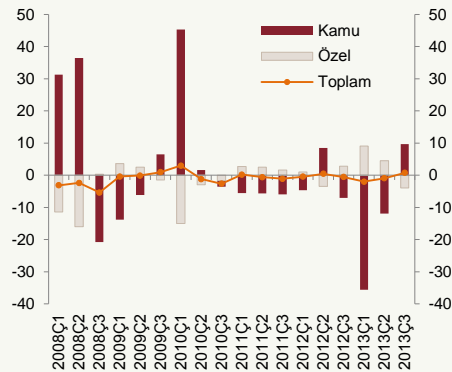
¹İnşaat yatırım harcamalarına ilişkin daha detaylı bilgi için TÜİK tarafından 2012 yılında yayımlanan "Üretim ve Harcama Yöntemiyle Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Tahminleri" bültenine bakınız.

²Milli gelir güncellemelerine ilişkin daha detaylı bilgi için Günay (2011) çalışmasına bakınız.

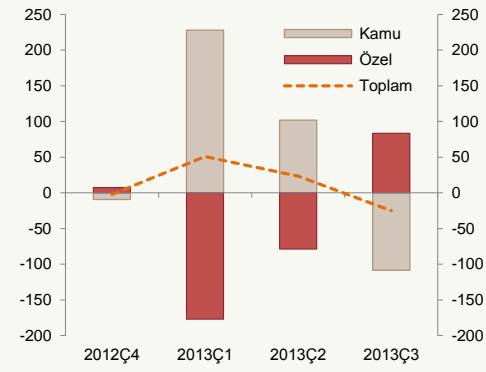
Tablo 1. Kamu, Özel ve Toplam İnşaatın Ç3. ve Ç4. Bültenlerindeki Yıllık Büyüme Oranları

Kamu İnşaat		Özel İnşaat		Toplam İnşaat				
2008Ç3 Bülteni	2008Ç4 Bülteni	2008Ç3 Bülteni	2008Ç4 Bülteni	2008Ç3 Bülteni	2008Ç4 Bülteni			
2008Ç1	-14,0	17,3	4,8	-6,5	1,1	-2,0		
2008Ç2	-25,2	11,3	7,0	-9,0	2008Ç2	-1,4	-3,7	
2008Ç3	22,0	1,3	2008Ç3	-12,8	-12,5	2008Ç3	-3,4	-8,7
2008Ç4	24,2	15,1	2008Ç4	-20,4	-20,4	2008Ç4	-12,3	-12,3
2009Ç3 Bülteni	2009Ç4 Bülteni	2009Ç3 Bülteni	2009Ç4 Bülteni	2009Ç3 Bülteni	2009Ç4 Bülteni			
2009Ç1	24,2	10,4	2009Ç1	-28,7	-25,2	2009Ç1	-16,5	-17,0
2009Ç2	10,7	4,6	2009Ç2	-31,6	-29,1	2009Ç2	-18,9	-19,0
2009Ç3	-9,2	-2,7	2009Ç3	-21,8	-23,3	2009Ç3	-18,0	-17,1
2009Ç4	2009Ç4	-1,0	2009Ç4	-8,8	-8,8	2009Ç4	-6,5	-6,5
2010Ç3 Bülteni	2010Ç4 Bülteni	2010Ç3 Bülteni	2010Ç4 Bülteni	2010Ç3 Bülteni	2010Ç4 Bülteni			
2010Ç1	-26,5	18,8	2010Ç1	19,7	4,8	2010Ç1	5,6	8,6
2010Ç2	18,1	19,7	2010Ç2	22,9	19,9	2010Ç2	21,0	19,8
2010Ç3	17,9	14,3	2010Ç3	26,8	25,1	2010Ç3	23,7	21,0
2010Ç4	2010Ç4	15,8	2010Ç4	19,1	19,1	2010Ç4	18,0	18,0
2011Ç3 Bülteni	2011Ç4 Bülteni	2011Ç3 Bülteni	2011Ç4 Bülteni	2011Ç3 Bülteni	2011Ç4 Bülteni			
2011Ç1	6,0	0,4	2011Ç1	18,2	21,0	2011Ç1	14,6	14,8
2011Ç2	3,7	-2,0	2011Ç2	17,6	20,1	2011Ç2	12,4	11,8
2011Ç3	9,7	3,8	2011Ç3	11,6	13,2	2011Ç3	10,9	9,8
2011Ç4	2011Ç4	-8,1	2011Ç4	12,3	12,3	2011Ç4	5,3	5,3
2012Ç3 Bülteni	2012Ç4 Bülteni	2012Ç3 Bülteni	2012Ç4 Bülteni	2012Ç3 Bülteni	2012Ç4 Bülteni			
2012Ç1	0,4	-4,2	2012Ç1	3,0	4,0	2012Ç1	2,3	1,8
2012Ç2	-6,3	2,3	2012Ç2	1,8	-1,7	2012Ç2	-0,8	-0,4
2012Ç3	6,0	-1,0	2012Ç3	-3,1	-0,3	2012Ç3	0,0	-0,5
2012Ç4	2012Ç4	7,4	2012Ç4	-0,4	-0,4	2012Ç4	2,0	2,0
2013Ç3 Bülteni	2013Ç4 Bülteni	2013Ç3 Bülteni	2013Ç4 Bülteni	2013Ç3 Bülteni	2013Ç4 Bülteni			
2013Ç1	81,8	46,2	2013Ç1	-13,9	-4,8	2013Ç1	10,1	8,1
2013Ç2	37,1	25,2	2013Ç2	-3,8	0,8	2013Ç2	10,0	9,1
2013Ç3	11,5	21,2	2013Ç3	7,5	3,5	2013Ç3	8,9	9,6
2013Ç4	2013Ç4	29,2	2013Ç4	-2,0	-2,0	2013Ç4	8,0	8,0

Kaynak: TÜİK.

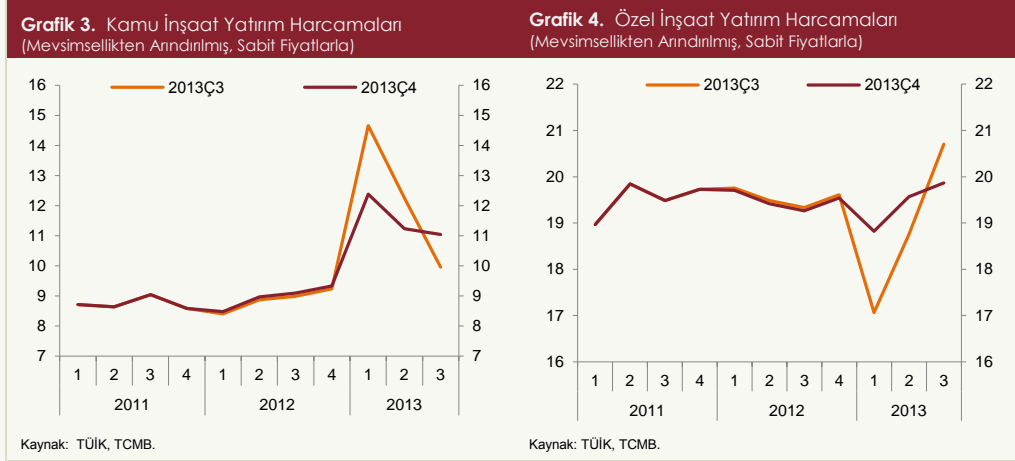
Grafik 1. Kamu, Özel ve Toplam İnşaat Yatırımlarının Ç3. ve Ç4. Bültenlerinde Açıklanan Yıllık Yüzde Değişimleri Arasındaki Fark (Yüzde Puan)

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 2. Kamu, Özel ve Toplam İnşaat Yatırımlarının Ç3. ve Ç4. Bültenlerinde Açıklanan Seviyeleri Arasındaki Fark (Sabit Fiyatlarla Bin TL)

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Güncellemelerin, mevsimsellikten arındırılmış verilerin seyrini de belirgin bir şekilde etkilediği gözlenmektedir (Grafik 3 ve 4). 2013Ç3 bültenindeki veriler mevsimsellikten arındırıldığında özel inşaat harcamalarının son küresel krizde görülen çeyreklik daralmadan daha keskin bir gerilemeye işaret etmekteydi. Ancak, son çeyrek bülteniyle birlikte geriye dönük güncellenen özel inşaat yatırım harcamalarında ilk çeyrekte çok daha sınırlı bir gerileme olduğu gözlenmiştir. Öte taraftan, ilk çeyrekte çok yüksek artış sergilediği düşünülen kamu inşaat verilerinin ise güncellenen verilerle daha düşük bir artış kaydettiği görülmektedir.³



Özetle, son çeyrek GSYİH bülteninde ilgili yılın ilk üç çeyreğine ilişkin toplam inşaat yatırım harcamalarına önemli bir revizyon yapılmazken kamu ve özel inşaat yatırım harcamalarına kayda değer güncellemeler yapılmaktadır. Bu durum, ilk üç çeyrek bültenlerinde yer alan kamu ve özel inşaat yatırım harcamaları verilerini değerlendirirken temkinli olmayı gerektirmektedir. Buna karşın, ilk üç çeyrekte toplam inşaat yatırımlarına dair değerlendirmelerin daha sağlıklı bilgi içerebileceği düşünülmektedir.

Kaynakça:

Günay, Mahmut (2011). "Milli Gelir Güncellemeleri" TCMB, Ekonomi Notları No. 11/21.

TÜİK, (2012), "Üretim ve Harcama Yöntemiyle Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Tahminleri, Kavram, Yöntem ve Kaynaklar". TÜİK, No. 3662.

³ 2013 yılı son çeyrek GSYİH bülteninde açıklanan inşaat yatırım harcamaları mevsimsellikten arındırılmış ve mevsimsel faktörleri elde edilmiştir. Daha sonra, 2013 yılı üçüncü çeyrek bülteninde yer alan inşaat yatırım harcamaları bu mevsimsel faktörler kullanılarak mevsimsellikten arındırılmıştır. Böylece, mevsimsellikten arındırma işleminden kaynaklanabilecek geriye dönük güncellemelerin etkisi dışlanmıştır.

Kutu
4.2

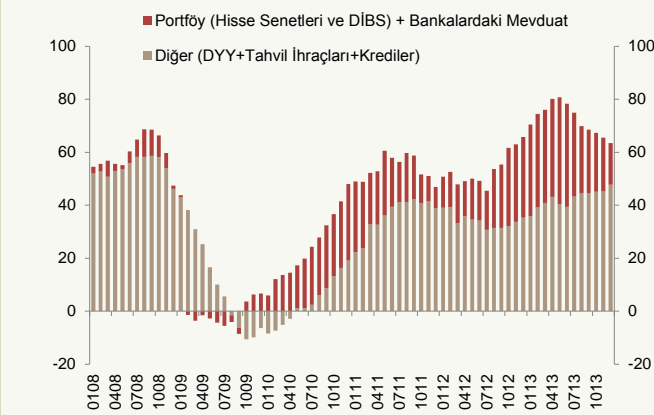
2013 Yılında Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları: Fed Politika Değişikliğinin Etkileri

Küresel kriz sonrası dönemde özellikle ABD başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından alınan ek parasal genişleme önlemleri, söz konusu ekonomilerdeki düşük faiz ve bol likidite koşullarının uzunca bir süre korunacağı yönündeki beklentileri güçlendirmiştir. Bu durum, küresel risk algılamalarında iyileşmeye neden olmuş ve yatırımcıların riskli ve yüksek getirili varlıklara olan eğilimlerini arttırmıştır. Diğer taraftan, gelişmiş ülke ekonomilerinde gözlenen düşük büyüme eğiliminin aksine gelişmekte olan ülkelere yüksek büyüme performansı ve görece yüksek faiz oranları söz konusu eğilimi güçlendirmiş ve Türkiye başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelere olan portföy yatırımları belirgin bir şekilde hızlanmıştır. Ancak, 2008 yılı küresel krizinden günümüze gelişmekte olan ülkelere ve Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarını olumsuz etkileyen 2 farklı gelişme yaşanmıştır:

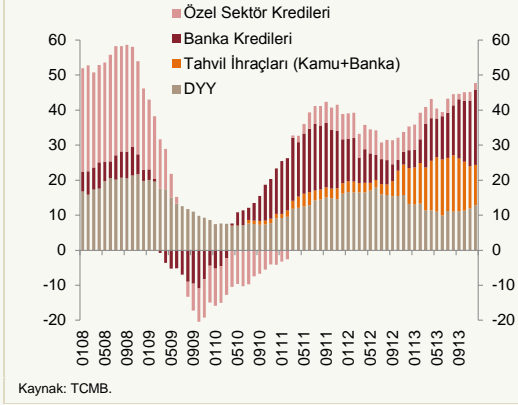
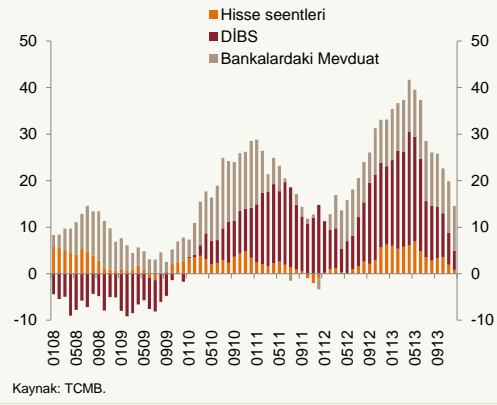
- 1) 2011 yılının üçüncü çeyreğinde Yunanistan başta olmak üzere Euro Bölgesi'nde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine yönelik endişelerin artması küresel ekonomiye dair aşağı yönlü riskleri belirginleştirmiştir. Bu doğrultuda, risk iştahındaki bozulmaya paralel olarak gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımları yavaşlamıştır. Söz konusu gelişmeler Türkiye'ye olan sermaye akımlarını da olumsuz etkilemiştir.
- 2) 2013 yılı Mayıs ayında Amerikan Merkez Bankası (Fed) Mayıs ayında yaptığı açıklamada miktarsal genişleme politikasının en önemli ayağı olan varlık alımlarını kademeli olarak azaltarak 2014 yılı ortalarında sonlandırmayı planladığını belirtmiştir. Fed'in para politikasının normalleşme sürecine ilişkin yarattığı söz konusu belirsizlik küresel piyasalardaki bol likidite döneminin sona ereceği algısını kuvvetlendirmiş ve dış finansman ihtiyacı yüksek Türkiye de dahil gelişmekte olan ülkelerde özellikle portföy akımları kaynaklı sermaye çıkışları yaşanmıştır.

Bu çerçevede, kutuda Fed'in para politikası normalleşme sürecine yönelik aldığı kararlar ve ileriye dönük verdiği sinyallerin 2013 yılı genelinde Türkiye ve gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarında yarattığı etkiler mercek altına alınacaktır.

Grafik 1. Türkiye'ye Olan Sermaye Akımları
(12-Aylık, Milyar ABD Doları)



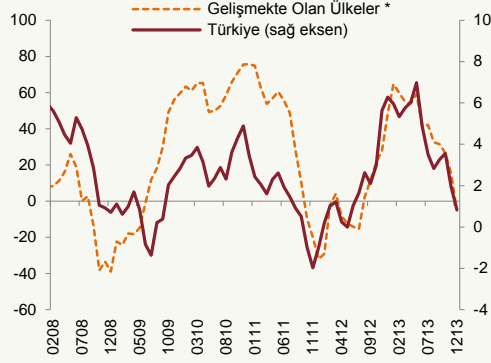
Kaynak: TCMB.

Grafik 2. FED Kararının Etkili Olmadığı Kalemler
(12-Aylık, Milyar ABD Doları)**Grafik 3.** FED Kararının Etkili Olduğu Kalemler
(12-Aylık, Milyar ABD Doları)

Grafik 1 yıllık bazda Türkiye'ye olan sermaye akımlarını alt kalem bazında göstermektedir. Buna göre 2013 yılı için üç tespit ön plana çıkmaktadır. İleri, 2013 yılı Mayıs ayına kadar sermaye akımlarında sürekli ve kademeli bir artış eğilimi yaşanmıştır. İkincisi, Mayıs ayından itibaren sermaye girişlerinde bir yavaşlama gözlenmiştir. Üçüncüsü, söz konusu yavaşlama alt kalemler bazında homojen bir dağılım göstermemiştir. Son noktanın üzerinde daha detaylı durulmasının önemli olduğu düşünülmektedir. Şöyle ki; 2013 yılı Mayıs ayından bu yana kısa vadeli finansman kalemlerinden hisse senedi ve devlet iç borçlanma kağıtlarının oluşturduğu portföy alt kalemi ve bankalardaki yabancı mevduat kaynaklı bir çıkış yaşanmıştır. Diğer taraftan, Türkiye'de cari açığın finansmanı için görece sağlıklı kalemler olduğu düşünülen doğrudan yabancı yatırımlarında, tahvil ihraçlarında ve banka ve özel sektörün kullandıkları kredilerde bir yavaşlama gözlenmemiş, aksine söz konusu kalemler Mayıs öncesi istikrarlı artış eğilimlerini sürdürmüştür (Grafik 2 ve 3). Diğer taraftan, banka ve özel sektörün toplam uzun vadeli krediler geri çevirme oranları da Mayıs ayı sonrasında artış göstermiştir. Nitekim, 2013 yılı Ocak-Nisan döneminde ortalama 110 seviyesinde gerçekleşen söz konusu oran Mayıs-Haziran döneminde ortalama 130 seviyesinin üzerine yükselmiştir. Bu çerçevede, Mayıs ayı Fed açıklaması sonrasında toplam sermaye girişlerinde portföy hareketleri kaynaklı bir yavaşlama gözlemlense de cari açığın finansmanı ağırlıklı uzun vadeli kaynaklara doğru yönelmiştir.

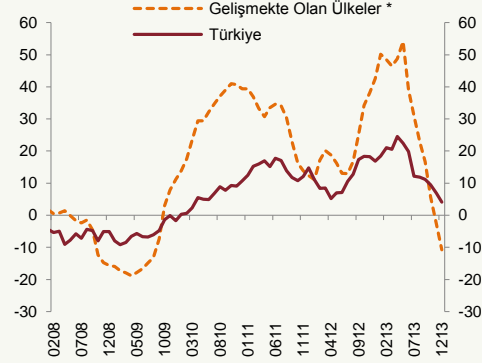
Diğer taraftan, Mayıs ayındaki Fed açıklaması sonrası süreçte gelişmekte olan ülkelerde de Türkiye'deki gibi portföy yatırımları kaynaklı bir çıkış yaşanmıştır. 12-aylık birikimli portföy akımları incelendiğinde söz konusu çıkışların ağırlıklı olarak hisse senedi ve borçlanma senetleri kalemlerinden kaynaklandığı gözlenmiştir. Özellikle borçlanma senetlerindeki çıkışlar daha sert olmuştur. Bu dönemde, Türkiye'nin diğer gelişmekte olan ülkeler ile ayrışmadığı gözlenmiştir. Bununla birlikte, Türkiye'nin hisse senedi piyasalarındaki sermaye çıkışları eğilim olarak gelişmekte olan ülkelerle yakın seviyelerde iken, borçlanma senetleri açısından görece sınırlı etki gözlenmiştir⁴. Öte yandan, Türkiye ani sermaye çıkışlarının yaşandığı 2011 yılındaki Euro Bölgesi krizine kıyasla portföy yatırımları açısından daha sınırlı tepki verdiği göze çarpmaktadır (Grafik 4 ve 5).

⁴ Gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarındaki söz konusu düşüşlerin bir kısmının fiyat değişimlerinden kaynaklandığı da göz önünde tutulmalıdır.

Grafik 4. Hisse Senetleri Akımları
(12-Aylık, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB, EPFR

* 40 gelişmekte olan ülke verisi kullanılarak hesaplanmıştır. Toplam içindeki payları yüzde 2'nin üzerinde olan ülkeler; Brezilya, Çin, Kolombiya, Macaristan, Endonezya, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, G. Afrika, Tayvan, Tayland ve Türkiye

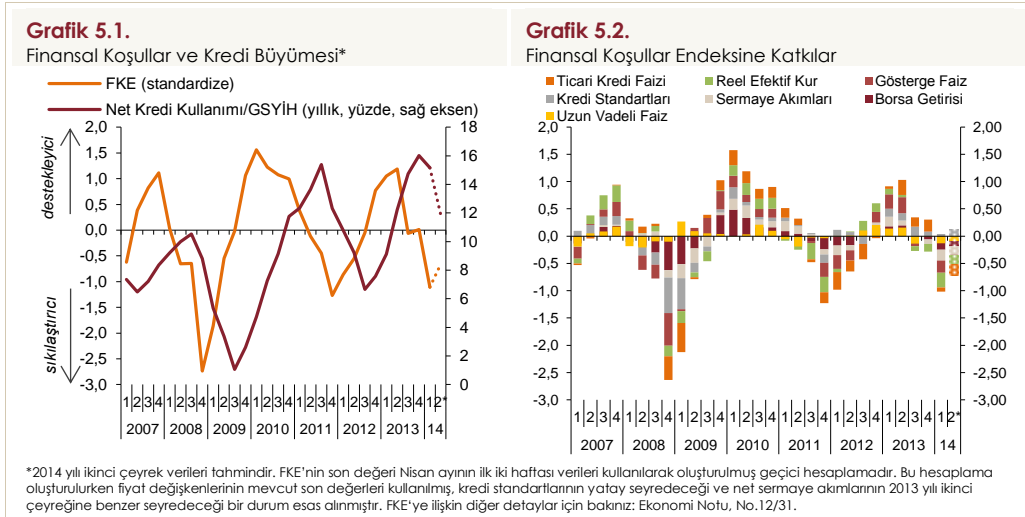
Grafik 5. Borçlanma Senetleri Akımları
(12-Aylık, Milyar ABD Doları)

Sonuç olarak, yılın ikinci yarısında Fed'in nicel genişleme politikasından kademeli olarak çıkış stratejisi çerçevesinde varlık alımlarını azaltacağı açıklaması ile beraber yılın ikinci yarısında Türkiye ve gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarında ağırlıklı olarak portföy yatırımları kaynaklı düşüşler yaşanmıştır. Söz konusu dönemde Türkiye'ye olan sermaye akımları incelendiğinde iki temel eğilim ön plana çıkmaktadır. İlki, bu dönemde görülen söz konusu yavaşlama ağırlıklı olarak hisse senedi, DİBS ve mevduat gibi çok kısa vadeli mahiyetteki kalemlerde yaşanmıştır. Diğer ana kalemlerde (krediler, DYY, tahvil ihraçları) kayda değer bir etki görülmemiştir. İkincisi, sermaye çıkışının gerçekleştiği hisse ve borçlanma senetlerindeki eğilimler gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha az olumsuz bir seyir izlemiştir. Bu çerçevede, sermaye hareketleri anlamında Türkiye'de gelişmekte olan ülkelere kıyasla olumsuz bir ayrışma yaşanmamıştır. Yukarıda bahsedilen temel eğilimler 2013 yılının ikinci yarısında Türkiye'ye ve diğer gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarında gözlenen yavaşlamanın arkasında çeken faktörlerden (ülkeye özgü) ziyade iten faktörlerin (küresel risk iştahındaki bozulma) olduğuna işaret etmektedir. Bu çerçevede, Fed'in para politikası normalleşme sürecine yönelik alacağı kararların, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının seyri üzerinde belirleyici olmaya devam etmesi beklenmektedir.

5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

2013 yılının Mayıs ayı ve sonrasında Fed'in likidite politikalarında normalleşme sürecinin duyurulması ve başlatılması ile birlikte yüksek dış finansman ihtiyacı olan ülkeler başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları yaşanmıştır. Ancak bu süreçte dış finansman ihtiyacı yüksek gelişmekte olan ülkelerin politika manevra alanlarının olması şokları daha iyi yönetmelerini sağlamış ve zaman içinde bu ülkelere yönelik risk algılaması düzelmeye başlamıştır. Türkiye'ye yönelik risk algılamaları TCMB'nin Ocak ayı sonundaki faiz artırımı kararı sonrasında iyileşmeye başlamış, Mart ayı sonunda iç belirsizliklerin azalması da bu süreci hızlandırmıştır.

Çeşitli finansal göstergelerin ağırlıklı ortalaması alınarak Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi (FKE) 2014 yılının ilk çeyreğinde ciddi bir sıkılaşmaya işaret etmiştir (Grafik 5.1). Bu durumda Türk lirasındaki değer kaybı, sermaye akımlarındaki yavaşlama, borsa endeksindeki gerileme ve piyasa faizlerindeki artış etkili olmuştur (Grafik 5.2). Bu dönemde kredi standartları ise tarihsel ortalamasına yakın gerçekleşmiştir. Ancak, yılın ilk çeyreğinde finansal koşullarda gözlenen keskin sıkılaşmanın yılın kalanını temsil etmeyebileceği düşünülmektedir. Nitekim, çeyreğin sonuna doğru finansal koşullardaki sıkılaşma azalmaya başlamıştır. Mart ayı sonunda küresel risk iştahının tekrar artması ve iç belirsizliklerin azalması ile birlikte endekste yer alan değişkenlerin finansal koşullara negatif katkısı düşmüştür. Sermaye akımlarındaki zayıflamanın durması, Türk lirasındaki değer kaybının önemli miktarda geri alınması ve TCMB'nin likidite duruşundaki sıklığı azaltması finansal koşullara pozitif yönde etki etmektedir. Nitekim, Rapor'un kaleme alındığı dönemde mevcut olan Nisan ayının ilk iki haftasına ilişkin veriler finansal koşullardaki sıkılaşmanın ikinci çeyrekte hafifleyebileceğini ortaya koymaktadır. Bu gelişme, kredi büyümesine dair aşağı yönlü riskleri azaltmaktadır.



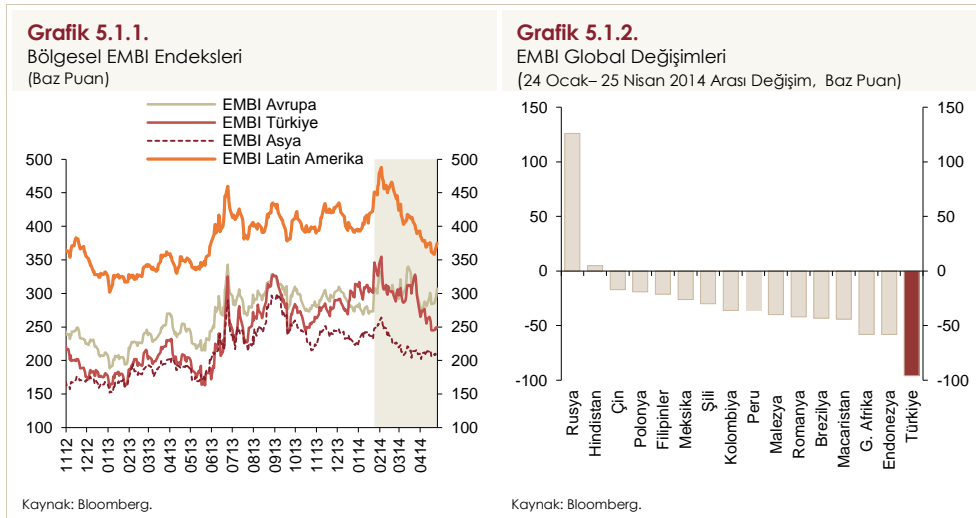
5.1. Finansal Piyasalar

Küresel Risk Algılamaları

2014 yılının ilk çeyreğinde, küresel piyasaları etkileyen en önemli faktör olarak Fed'in para politikası gelişmeleri ön plana çıkmıştır. Fed'in varlık alımlarını azaltmaya başlaması ve bu yönde belirsizliğin azalması küresel piyasaları olumlu yönde etkilerken, politika faizlerini ne zaman artırmaya

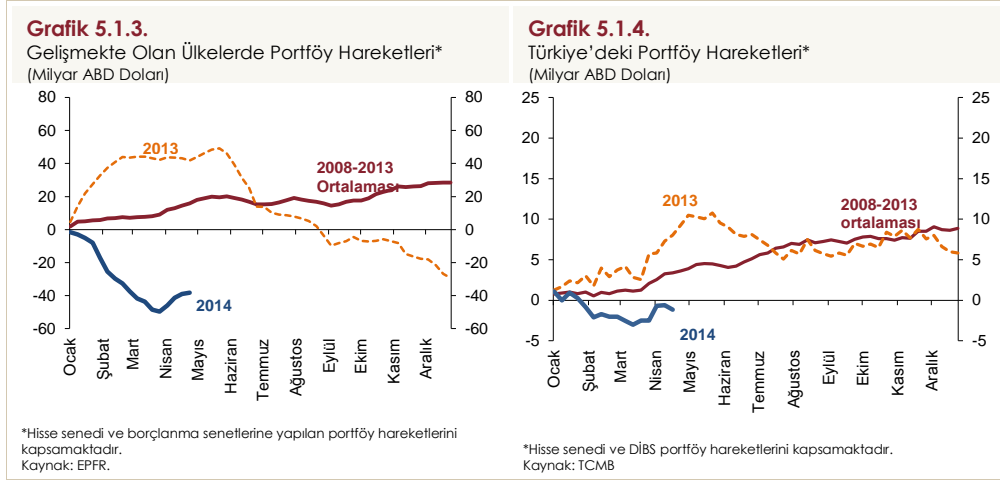
başlayacağı ise belirsizlik unsuru olmaya devam etmektedir. Bu dönemde bir diğer önemli gelişme de, Euro Bölgesi'ndeki deflasyonist risklere karşı yeni bir nicel genişleme programının gündeme gelmesi olmuştur. Gelişmiş ekonomilerin toparlanmaya başladığı ve para politikalarının normalleştiği bu konjonktürde, gelişmekte olan ülkeler de para politikalarını bir miktar sıkılaştırmışlardır. Bu doğrultuda, yılın ilk çeyreğinde gelişmekte olan bazı ülkeler politika faizlerini artırmışlardır.

Yılın ilk çeyreğinde, Mayıs 2013'ten bu yana devam eden belirsizliklerin azalması ve gelişmekte olan ülkelere yönelik olumlu risk algılamasının etkisiyle, bölgesel EMBI endekslerinde düşüşler gözlenmiştir (Grafik 5.1.1). Ülkeler bazında bakıldığında da, risk primlerindeki düşüş eğiliminin genele yayıldığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.2). İstisnai olarak, Rusya'ya dair siyasi gelişmelerin etkisiyle Rusya'nın ülke risk primleri artış göstermiştir. Dikkat çeken bir diğer gelişme ise, dış finansman ihtiyacı yüksek olan ülkelerin ülke risk primlerinin diğerlerine göre daha fazla düşüş göstermesidir. Bu dönemde Türkiye'nin ülke risk priminin en fazla düşen ülke olduğu göze çarpmaktadır. Bu durumda küresel risk algılamalarına ek olarak, TCMB'nin sıkı para politikası duruşu ve Türkiye'ye özgü belirsizliklerdeki azalmanın etkili olduğu düşünülmektedir.



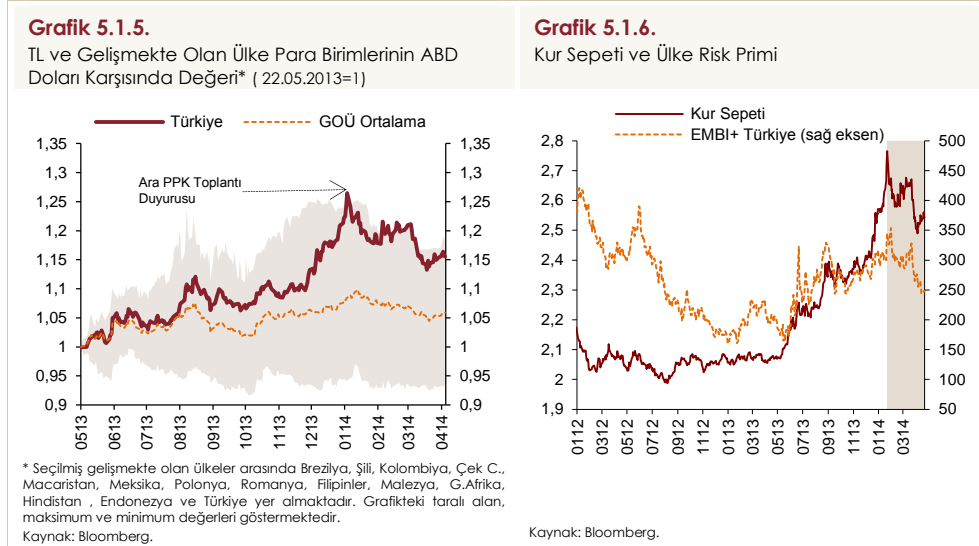
Portföy Hareketleri

Fed'in nicel genişlemeden kademeli çıkış sinyali verdiği 22 Mayıs 2013'ten itibaren gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları zayıf ve dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu dönemde, küresel bol likidite döneminin sonuna gelindiği düşüncesi ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümünün görece olarak olumsuz seyretmesi sebebiyle, sermaye akımları gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere yönelmiştir. Bu sebeple 2013 yılında gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları geçmiş yıllar ortalamasının oldukça altında kalmış, bu eğilim 2014 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 5.1.3). Bu dönemde Türkiye'den de sermaye çıkışları gözlenmekle birlikte, 2013 yılında sene başından itibaren birikimli olarak bakıldığında net portföy akımları geçmiş yıllar ortalamasına yakın seviyelerde oluşmuştur. 2014 yılı ilk çeyreğinde ise, artan risk primlerinin de etkisiyle portföy çıkışları gözlenmiş, ancak son dönemde gerek TCMB'nin faiz artırımını gerekse de azalan iç belirsizliğin etkisiyle Türkiye'ye portföy akımları bir miktar toparlanma göstermiştir (Grafik 5.1.4).



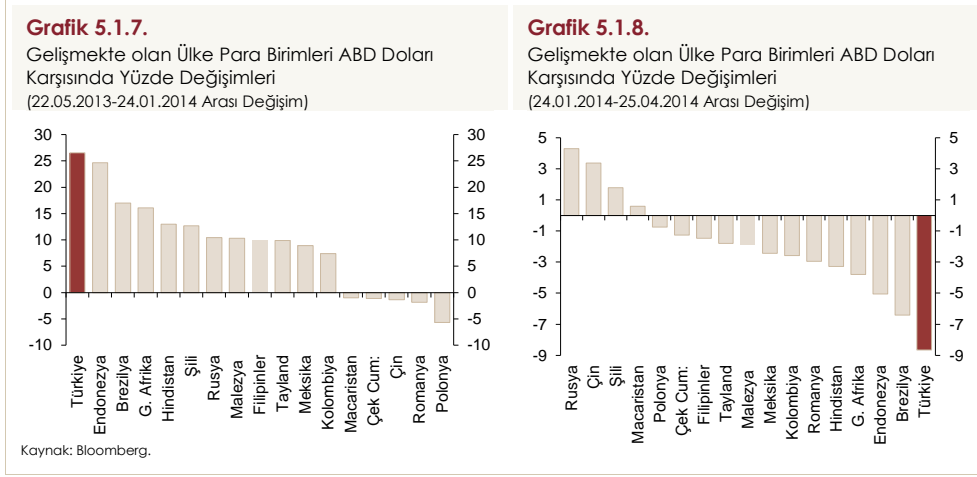
Döviz Kurları

2014 yılı Ocak Enflasyon Raporu döneminden bu yana yukarıda bahsedilen gelişmelerin etkisiyle gelişmekte olan ülke para birimleri ABD doları karşısında yaşadıkları değer kaybını geri almaya başlamışlardır (Grafik 5.1.5). Türk lirası bu dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere paralel bir hareket göstermekle beraber, TCMB'nin Ocak ayında faiz artırım ve son dönemde iç belirsizliklerin azalmasıyla diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha fazla değer kazanmıştır. Bu dönemde, kur sepeti ve risk primi arasındaki ilişki devam etmiş ve risk primindeki belirgin düşüşe paralel olarak kur sepeti de düşüş göstermiştir. PPK ara toplantısının duyurulduğu günden bir önceki işgünü olan 24 Ocak itibarıyla 2,76 seviyesine çıkan kur sepeti 25 Nisan 2014 itibarıyla 2,54 seviyelerine kadar inmiştir (Grafik 5.1.6).

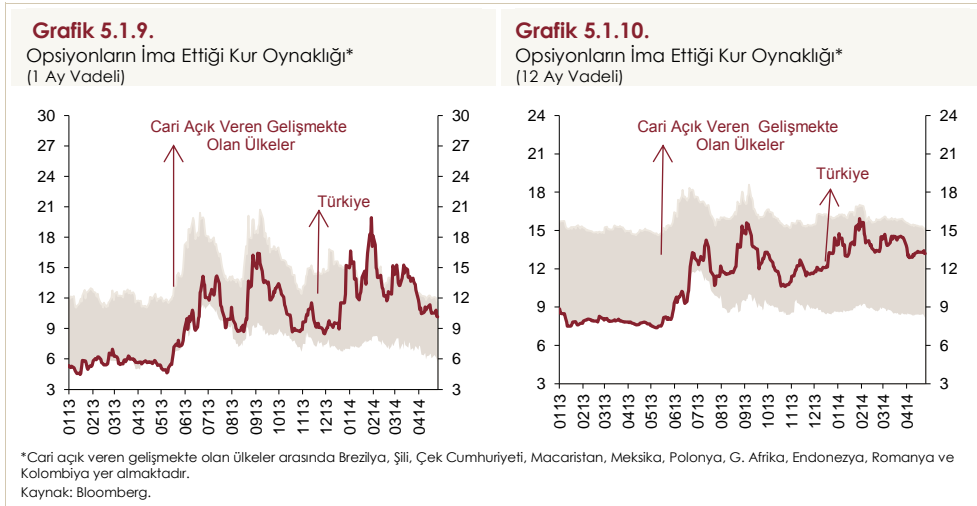


Döviz kurlarındaki gelişmelere ülke bazında bakıldığında, gelişmekte olan ülkeler arasında da bir ayrışmanın olduğu dikkat çekmektedir. 22 Mayıs 2013 ile 24 Ocak 2014 tarihleri arasında, dış finansman ihtiyacı yüksek olan ülke para birimlerinin daha fazla değer kaybettiği gözlenirken, 24 Ocak 2014'ten sonra ise bu eğilimin tersine döndüğü gözlenmektedir (Grafik 5.1.7- Grafik 5.1.8). 2014 yılı ilk çeyreğinde ise, Türk lirasının diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha olumlu bir performans gösterdiği dikkat çekmektedir. Bu durumda, yukarıda bahsedilen gelişmelerin yanı sıra TCMB'nin 28 Ocak 2014 tarihinde

politika faizlerini artırmasının ve Mart ayı sonu itibarıyla iç belirsizliğin azalmasının etkili olduğu düşünülmektedir.



Son dönem gelişmeleri, gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen kur oynaklıklarına da yansımış ve gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen oynaklıklarında düşüşler gözlenmiştir. Türkiye'nin ima edilen kur oynaklığı da diğer gelişmekte olan ülkelere paralel hareket ederek hem bir hem de on iki ay vadede düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.9- Grafik 5.1.10). Bu dönemde, bir ay vadede ima edilen kur oynaklığının on iki aya göre daha fazla düşmesi dikkat çekmektedir. Bu durumda Türkiye'deki kısa dönemli iç belirsizliklerin azalması etkili olmuştur. Böylelikle on iki ay ile bir ay vadeli ima edilen kur oynaklığı farkı tekrar pozitifte dönmüştür.



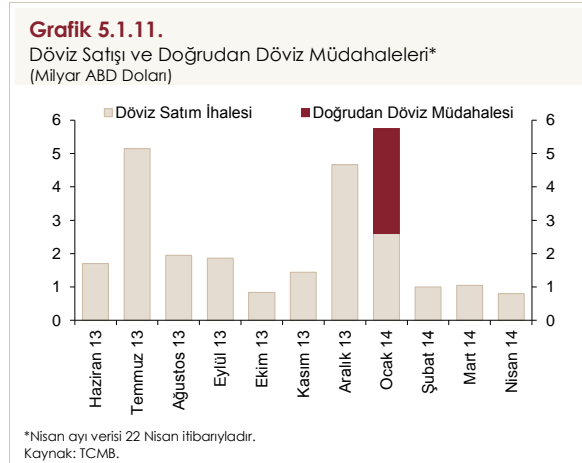
Para Politikası Uygulamaları

2014 yılının başında risk algılamalarını olumsuz etkileyen iç ve dış gelişmeler neticesinde Türk lirasında belirgin bir değer kaybı ve risk primlerinde kayda değer bir artış görülmüştür. 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. TCMB, bu gelişmelerin enflasyon ve makroekonomik istikrar üzerindeki olumsuz yansımalarının sınırlandırılması için 28 Ocak tarihinde yapılan ara PPK toplantısında güçlü ve önden

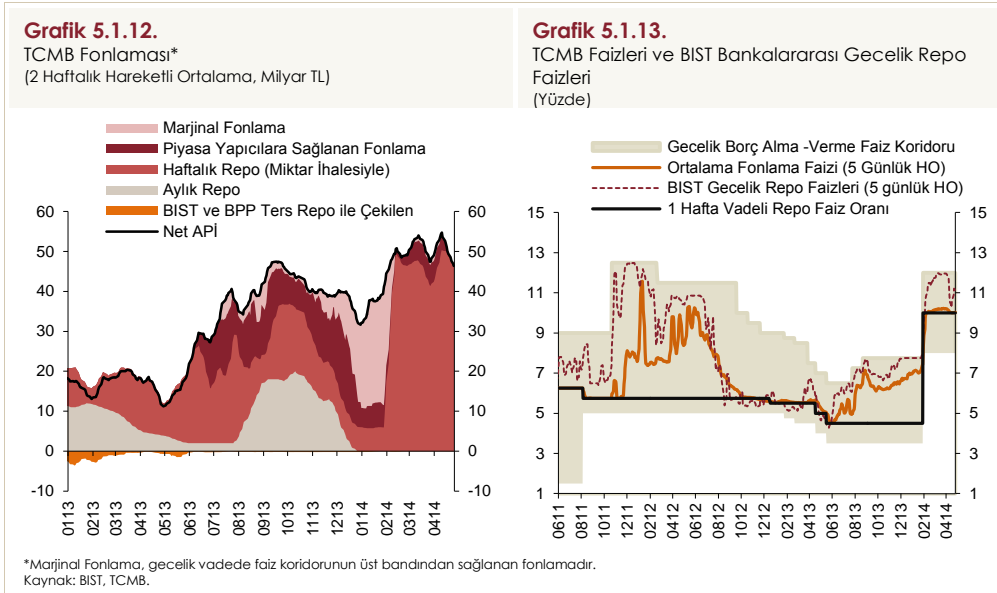
yüklemeli bir parasal sıkılaştırma yapmaya ve operasyonel çerçeveyi sadeleştirmeye karar vermiştir. Bu doğrultuda marjinal fonlama oranı yüzde 7,75'ten yüzde 12'ye, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı yüzde 6,75'ten yüzde 11,5'e, Merkez Bankası borçlanma faiz oranı yüzde 3,5'ten yüzde 8'e yükseltilmiştir. Ayrıca, geç likidite penceresi uygulaması çerçevesinde, Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16.00–17.00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranı yüzde 0 düzeyinde sabit tutulurken, borç verme faiz oranı yüzde 10,25 düzeyinden yüzde 15 düzeyine yükseltilmiştir. Operasyonel çerçevenin sadeleştirilmesi bağlamında TCMB fonlamasının temel olarak marjinal fonlama oranı yerine bir hafta vadeli repo faiz oranından sağlanması karar alınmış ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 4,5'ten yüzde 10'a çıkarılmıştır. Yine aynı doğrultuda, ek parasal sıkılaştırma uygulamasına son verilmiştir.

Öte yandan, TCMB yaşanan belirsizliklerin ve risk primindeki artışın uzun sürmesi durumunda ekonomide güven ve bilanço kanalı üzerinden bir yavaşlama gözlenme olasılığı bulunduğuna işaret ederek bu riskin gerçekleşmesi halinde, elindeki araçları bankaların aracılık maliyetlerini azaltıcı yönde kullanarak dengeleyici bir politika izleyebileceğini belirtmiştir. Mart ayı Para Politikası Kurulu toplantı özetinde ise önümüzdeki dönemde, gerekli görülmesi halinde Türk lirası zorunlu karşılıklara sınırlı oranda bir faiz ödemesi yapılabileceği ifade edilmiştir. Bu doğrultuda ve aynı zamanda para politikasının normalleşme sürecinin bir parçası olarak, TCMB Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine yönelik mevzuat değişikliğini gerçekleştirmiştir. Nisan ayında ise TCMB, son dönemde azalan belirsizlikler ve risk primi göstergelerindeki kısmi iyileşme nedeniyle geç likidite penceresi borç verme faiz oranını yüzde 15'ten yüzde 13,5'e indirmiştir.

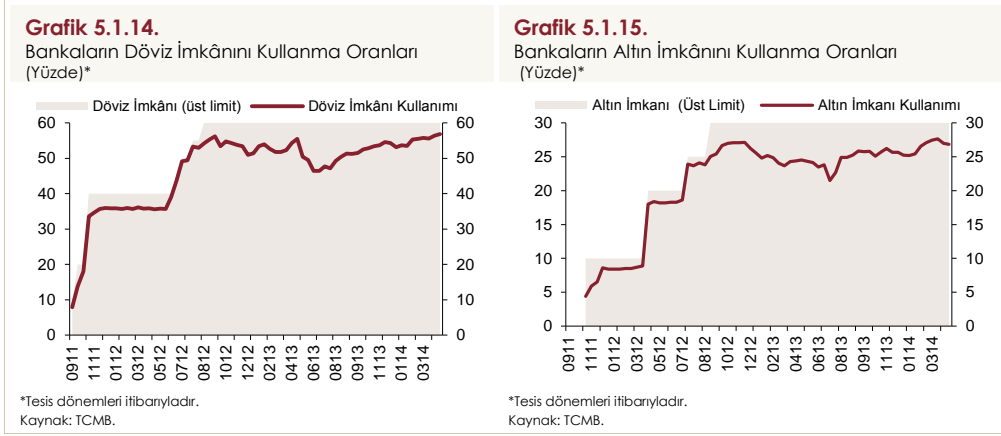
2014 yılının ilk çeyreğinde TCMB piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlamaya devam etmiştir. Ayrıca, Türk lirası üzerindeki değer kaybı baskılarının şiddetlendiği Ocak ayında 3,151 milyar ABD doları tutarında doğrudan döviz müdahalesi gerçekleştirilmiştir. 28 Ocak PPK ara toplantısında alınan kararların Türk lirası üzerindeki değer kaybını kontrol altına almada etkili olması sebebiyle bu çeyreğin geri kalan döneminde döviz satım ihaleleriyle sağlanan döviz likiditesi nispeten sınırlı düzeylerde olmuştur. Döviz satım ihalelerinin başladığı 2013 yılının ikinci yarısından 2014 yılı Ocak ayına sonuna kadar 23,37 milyar ABD doları döviz satımına karşın, 31 Ocak 2014 ile 22 Nisan 2014 tarihleri arasında piyasaya yaklaşık 2,85 milyar ABD doları döviz satımı gerçekleştirilmiştir (Grafik 5.1.11).



Yapılan döviz satım ihalelerinin sterilize edilmemesi likidite açığını artırıcı yönde, bu dönemde bankaların rezerv opsiyonu kullanım oranlarındaki artış ise düşürücü yönde etkilemiştir. ROM kullanım oranlarındaki artışın sınırlı olması sebebiyle finansal sistemin likidite ihtiyacı artış göstermiştir (Grafik 5.1.12). Bu dönemde enflasyon görünümünü orta vadeli hedeflerle uyumlu hale getirmek amacıyla likidite durumu sıkılaştırılarak BIST Bankalararası Para Piyasası'ndaki gecelik faiz oranlarının faiz koridoru üst bandı olan yüzde 12'ye yakın seviyelerde oluşması sağlanmıştır (Grafik 5.1.13). Ayrıca, TCMB fonlamasının çoğunlukla bir hafta vadeli repo ihaleleriyle sağlanması, TCMB ortalama fonlama faizinin yüzde 10 seviyelerine yakın oluşmasına yol açmıştır. Ancak, Nisan ayında iç belirsizliklerin azalmasına bağlı olarak, likidite önlemleriyle BIST gecelik repo faizlerinin sınırlı miktarda düşmesi sağlanmıştır. Bu dönemde hem TCMB likidite politikasının sadeleştirilmesi hem de sistemin artan fonlama ihtiyacı sebebiyle bir hafta vadeli repo ihalelerindeki sınırlamalar da kaldırılmıştır.

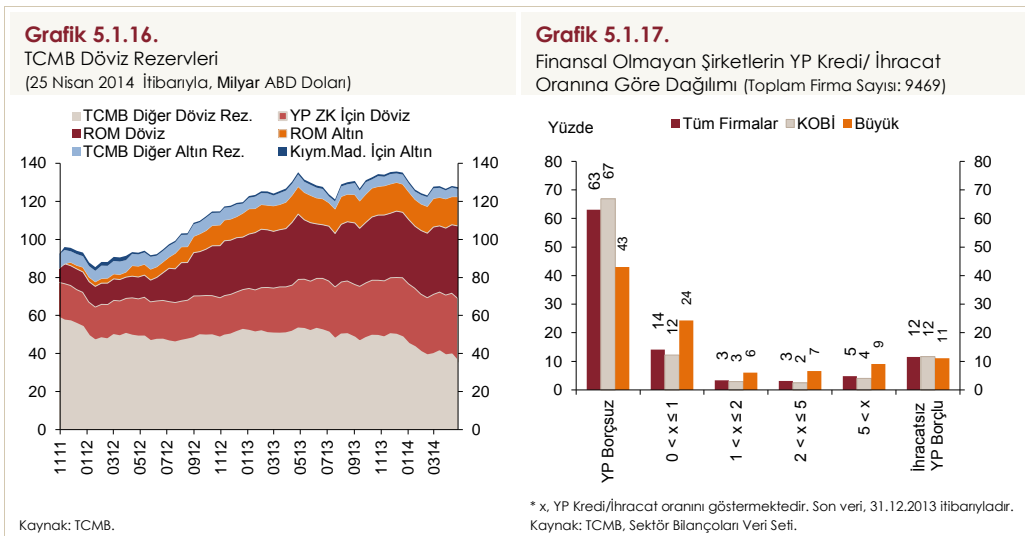


2014 Yılı Para ve Kur Politikası metninde de duyurulduğu üzere, Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)'nın otomatik dengeleyici özelliğini güçlendirici yönde adımlar atılmıştır. Bu doğrultuda 31 Ocak 2014 tesis döneminde başlamak üzere döviz rezerv opsiyonu katsayıları yüzde 40'tan sonraki dilimlerde 0,4 puan artırılmıştır. Bu dönemde de bir önceki çeyrekte olduğu gibi Türk lirası maliyetlerin yabancı para maliyetlere göre yüksek seyirini koruması sebebiyle Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nı kullanmanın avantajı devam etmiştir. Nitekim bankaların hem altın hem de döviz rezerv opsiyonu mekanizmasını yüksek oranda kullanmaya devam ettikleri dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.14 ve Grafik 5.1.15). Bankaların imkândan faydalanma oranı 25 Nisan 2014 tesis dönemi itibarıyla döviz imkânı için yüzde 95 (56,8/60), altın imkânı içinse yüzde 89 (26,8/30) olarak gerçekleşmiştir. Önümüzdeki dönemde Türk lirası zorunlu karşılıklara kısmi faiz ödenmesi durumunda, ROM kullanım oranı etkilenebilecektir.



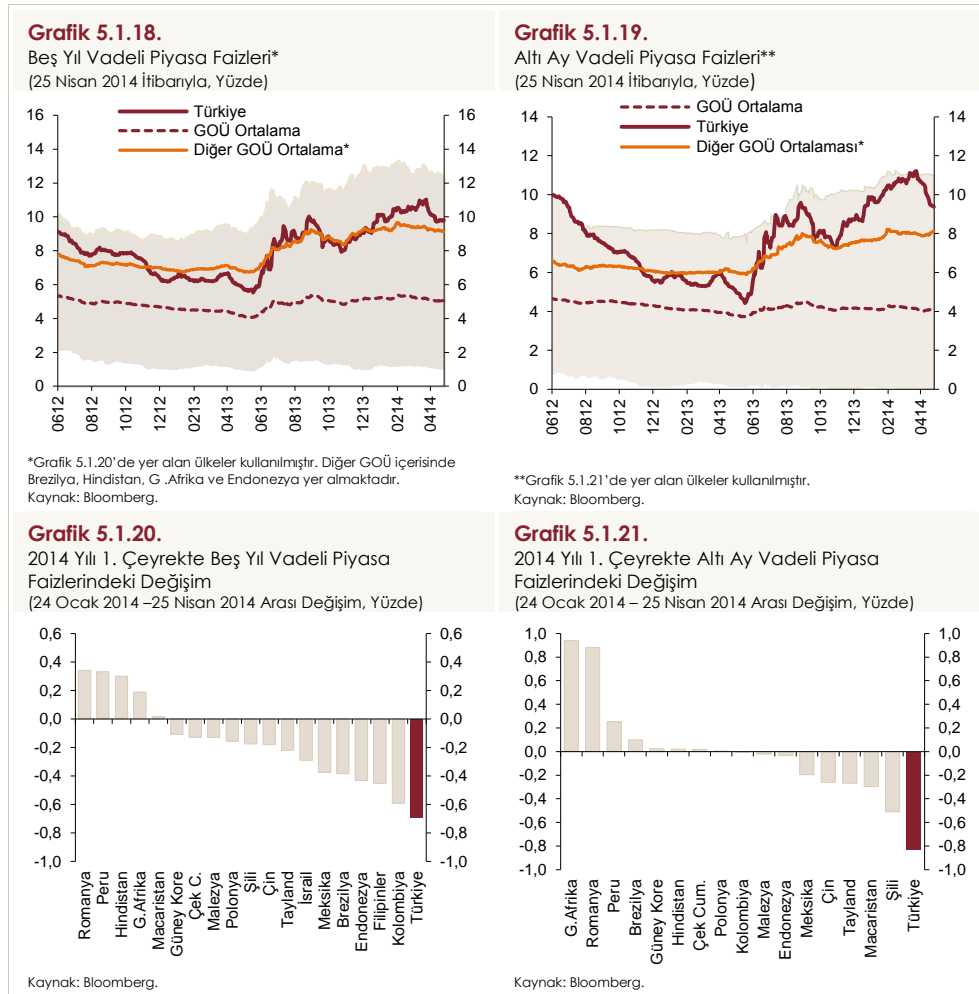
2014 yılının ilk çeyreğinde TCMB rezervlerinin önce düşüş, ardından ise artış gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.16). Bu dönemde, Ocak ayında yapılan 3,151 milyar ABD doları doğrudan müdahale ile olmak üzere toplam 5,75 milyar ABD doları döviz satımı TCMB rezervlerini azaltıcı yönde etkilemiştir. Aynı süre zarfında bankaların döviz ve altın rezerv opsiyonu kapsamında tesis ettikleri rezervler ile yabancı para zorunlu karşılık kapsamında tutulan rezervler, TCMB rezervlerindeki düşüşün sınırlı düzeylerde kalmasını sağlamıştır. Ayrıca, bu dönemde yaklaşık 1,71 milyar ABD doları tutarındaki reeskont kredisi geri ödemesi de TCMB rezervlerine katkı sağlamıştır. Önümüzdeki dönemde de TCMB'nin döviz satım ihalelerine devam edecek olması TCMB rezervlerini azaltıcı, ihracat reeskont kredileri ise TCMB rezervlerini artırıcı yönde etkileyecektir. Ayrıca, son dönemde Türk lirası maliyetlerde yaşanan düşüşlerin ROM kullanım oranını düşürücü yönde etkilemesi beklenmekte, bu durumun TCMB rezervlerini aşağı yönlü etkileyebileceği değerlendirilmektedir.

Döviz kurunda son dönemde yaşanan dalgalanma ve aşırı değer kaybı, net döviz pozisyon açığı olan reel sektör şirketlerini olumsuz etkileme potansiyeline sahiptir. Ancak, reel sektör firmalarının çoğunun YP borcunun olmaması bu riskleri sınırlamaktadır (Grafik 5.1.17). Ayrıca, YP borç/ihracat oranının büyük ölçekli firmalarda daha fazla olduğu da dikkat çekmektedir (Kutu 5.2).

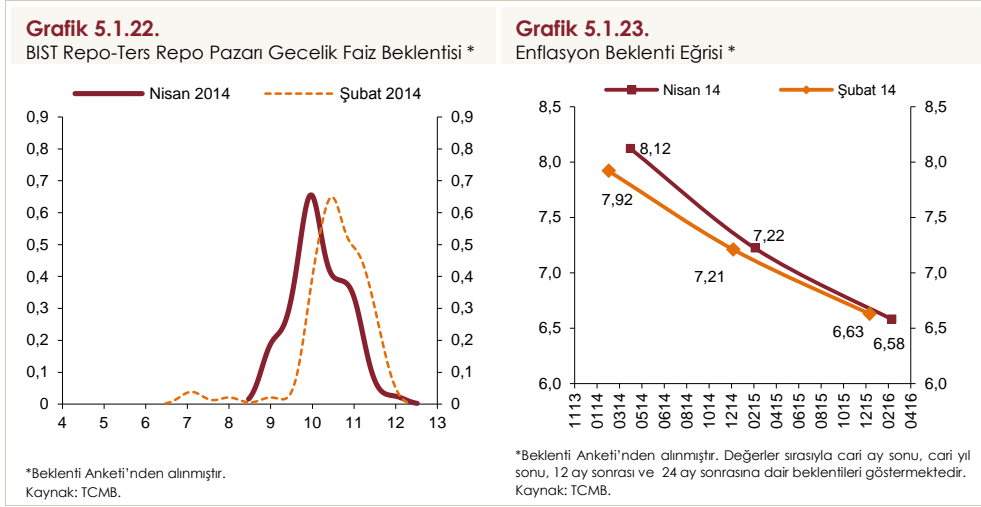


Piyasa Faizleri

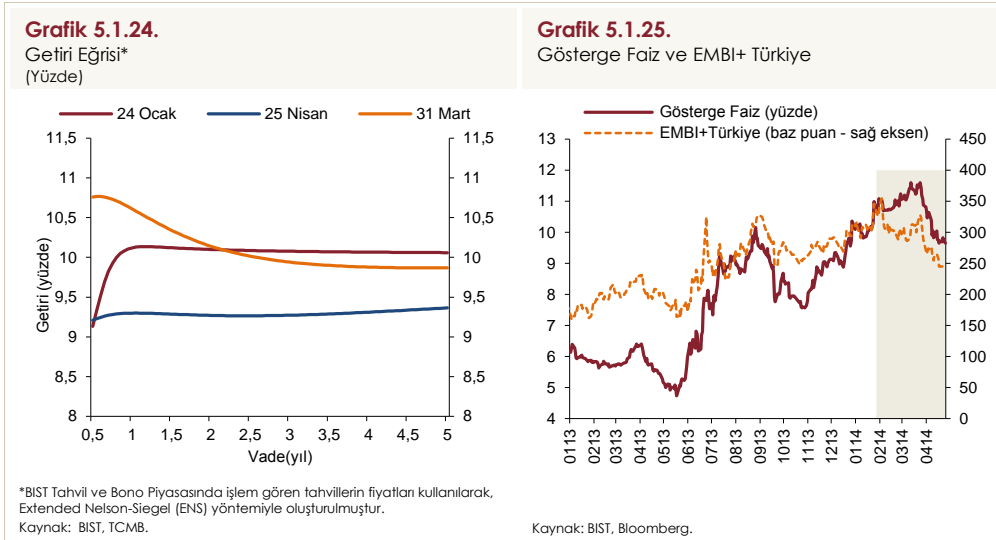
2014 yılı ilk çeyreğinde Fed'in nicel genişleme politikasından çıkış stratejisinin belirginleşmesinin etkisiyle gelişmekte olan ülkelerin piyasa faizleri sınırlı oranda düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.18 ve Grafik 5.1.19). Bu dönemde Türkiye'nin piyasa faizleri, temkinli para politikası ve Türkiye'ye özgü risklerin belirginleşmesiyle artmış olmakla beraber, Nisan ayından itibaren söz konusu risklerin azalmasına bağlı olarak düşüş göstermiştir. Ülke bazında bakıldığında ise, bir önceki Enflasyon Rapor dönemine göre, Türkiye'nin beş yıl ve altı ay vadeli piyasa faizlerinin diğer gelişmekte olan ülke piyasa faizlerinden daha fazla düştüğü gözlenmektedir (Grafik 5.1.20 ve Grafik 5.1.21).



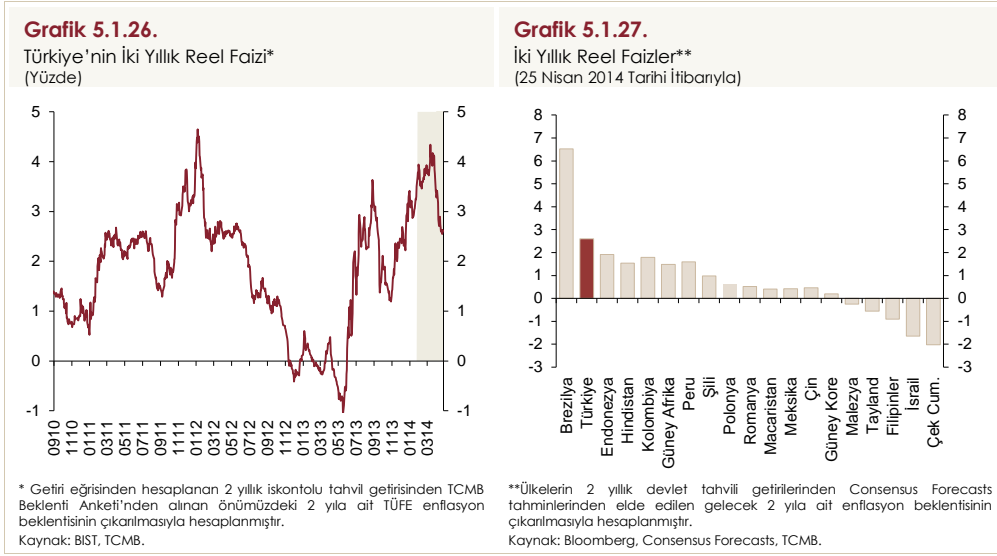
28 Ocak PPK ara toplantısında alınan faiz artırım kararları ile BIST gecelik repo faizi beklentileri Mart ayında Şubat ayına göre bir miktar sağa kaymıştı. Ancak, Nisan ayında faiz beklentilerinin ortalamasının Şubat ayı ortalamasından daha düşük seviyelere geldiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.22). Piyasa faizleri üzerinde etkili olabilecek bir diğer unsur olan enflasyon beklentilerinde ise Şubat ayına kıyasla önemli bir değişim gözlenmemiştir (Grafik 5.1.23).



24 Ocak 2014'ten Mart ayının sonuna kadar faizler kısa vadelerde belirgin bir şekilde olmak üzere tüm vadelerde artış göstermiş ve getiri eğrisinin eğimi negatife dönmüştür. Nisan ayından itibaren ise tüm vadelerde faizler düşmüş ve getiri eğrisi yataylaşmıştır. (Grafik 5.1.24). Çeyreğin ilk döneminde kısa vadeli faizlerin daha fazla artış göstermesinde para politikasındaki temkinli duruş, güçlü faiz artırımını ve Mart ayının sonlarına kadar iç belirsizliklerin kısa vadede yoğunlaşmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Gösterge faizin Türkiye'nin risk priminin hareketinden farklı bir şekilde çeyreğin başında yükseldiği, sonrasında ise tekrar risk primine paralel bir hareket gösterdiği dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.25).

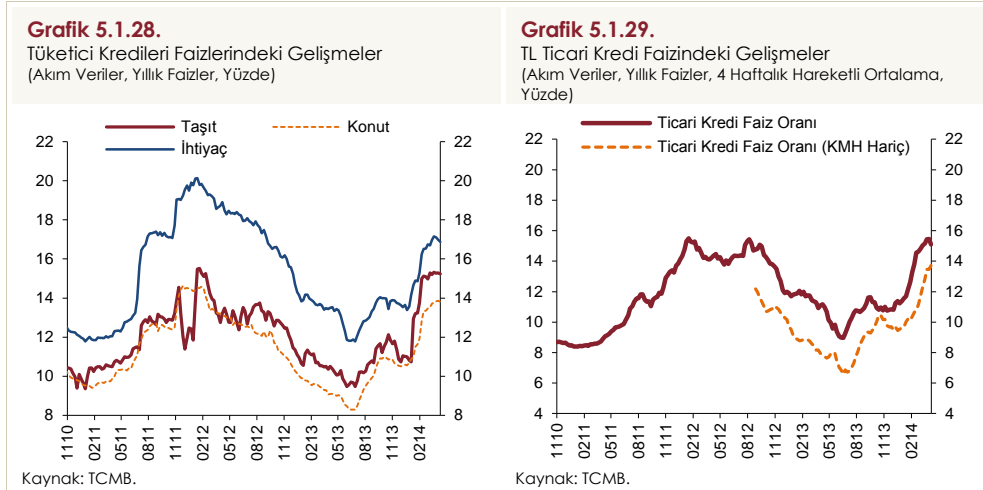


Yılın ilk çeyreğinde, iki yıl vadeli enflasyon beklentilerindeki yükselişe rağmen nominal faizlerdeki artışın daha fazla olması sebebiyle iki yıl vadeli reel faizler önce artış göstermiş, Nisan ayından itibaren nominal faizlerdeki düşüşle birlikte reel faizler de bir önceki dönem seviyelerine geri çekilmiştir (Grafik 5.1.26). Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler arasında üst seviyelerde yer almaya devam etmiştir (Grafik 5.1.27).



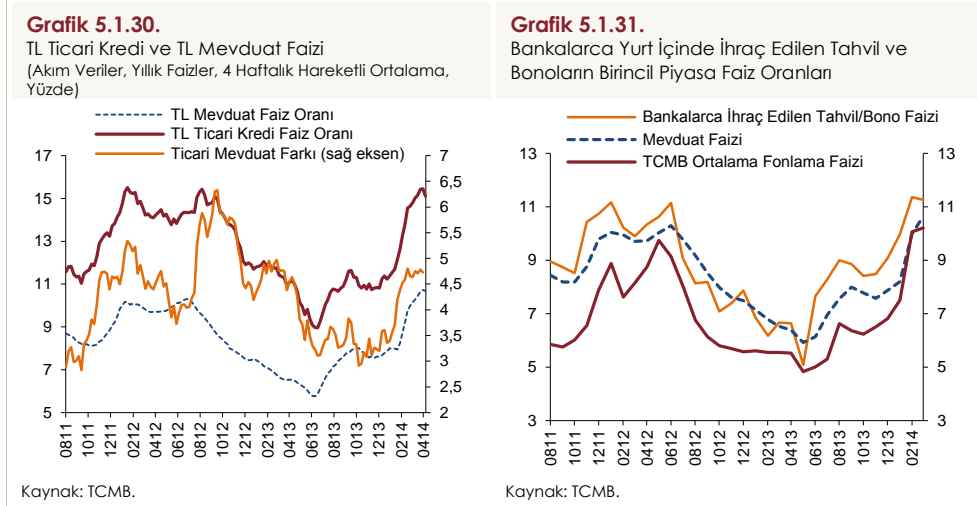
Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

2013 yılı ortalarında son 3 yılın en düşük seviyelerine ulaşan tüketici kredisi faiz oranları bu dönemden 2014 başına kadar yukarı yönlü hareket ederken son aylarda yatay bir seyir izlemiştir. Daha çok uzun dönemli faizlerden etkilenen konut kredi faiz oranlarındaki artış göreceli olarak daha düşük seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.28). Önemli ölçüde kısa vadeli olarak kullanılan ticari kredi faiz oranlarındaki yükseliş daha belirgin olmuştur (Grafik 5.1.29).



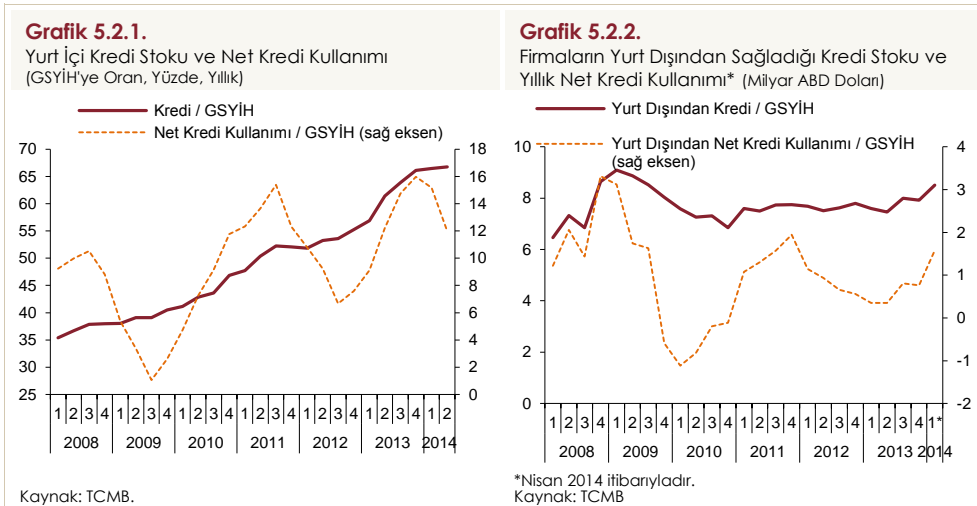
2014 yılının ilk çeyreğinde, bir önceki döneme göre yaklaşık 300 baz puan artan mevduat faizleri TCMB'nin fonlama maliyetindeki gelişmeleri yansıtmaktadır. Ancak aynı dönemde ticari kredi faizlerinin daha fazla artması bu iki faiz oranı arasındaki farkın yükselmesine neden olmuştur (Grafik 5.1.30). Kredi Eğilim Anketi'nde ticari bankaların işletme kredileri için standartlarda belirgin sıkılaşma olmadığını belirtmelerine rağmen artan kâr marjına ilave olarak faiz dışı masrafların yükseltilmesinin ve teminat koşullarının sıkılaştırıldığının ifade edilmesi, firmaların kredi maliyetlerinin önemli ölçüde arttığını ima etmektedir. Bu durumda bankaların genel ekonomik faaliyete ilişkin beklentilerinin rol oynadığı değerlendirilmektedir. Ancak bankaların önümüzdeki çeyrek için gerek yurt

içi gerekse yurt dışı fonlama maliyetlerinde sınırlı bir azalma bekleme nedeniyle firmaların kredi maliyet koşullarının sınırlı da olsa gevşeyeceği düşünülmektedir. Bankalarca ihraç edilen tahvil ve bono faizleri de mevduat ve TCMB ortalama faizine paralel bir seyir izleyerek bu dönemde artış göstermiştir (Grafik 5.1.31).

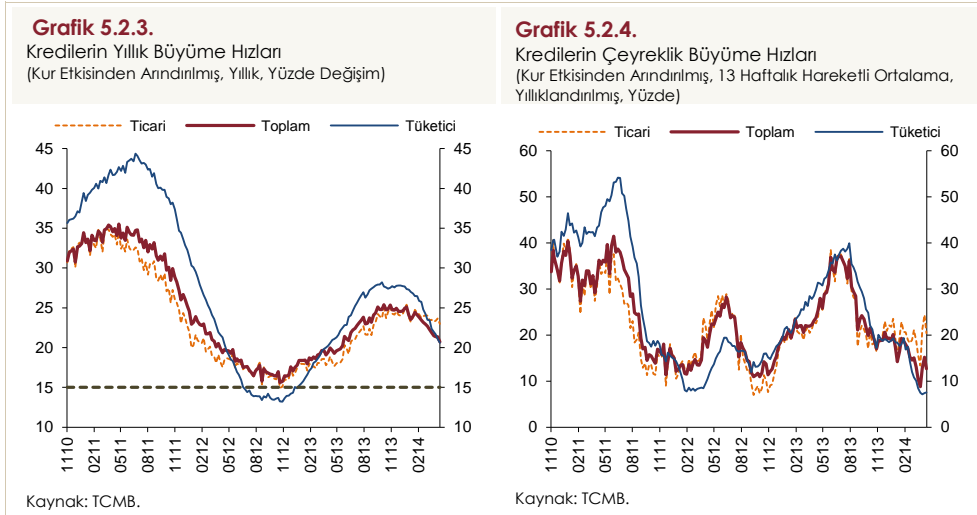


5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

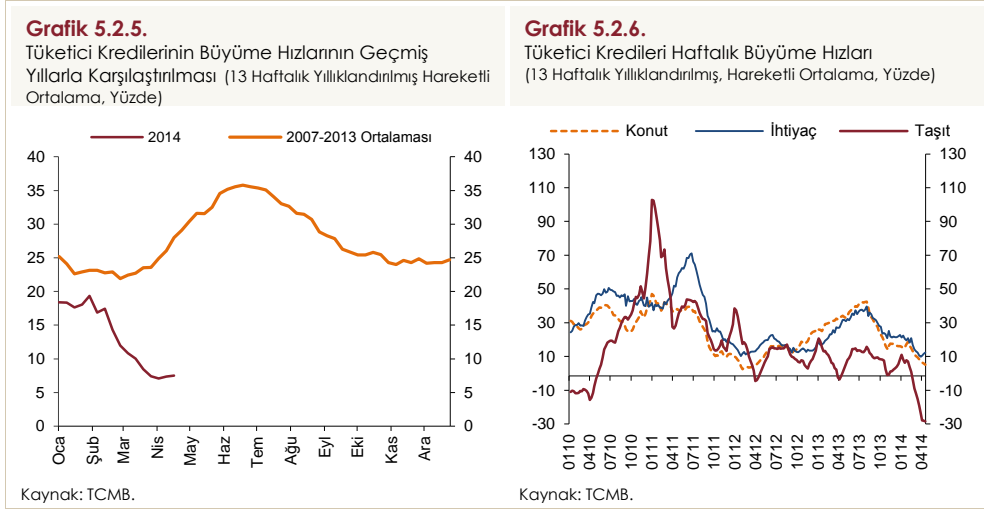
Finansal istikrar açısından önem arz eden ve TCMB tarafından yakından takip edilen net kredinin GSYİH'ye oranının 6 çeyrek boyunca süren yükselişi 2014 yılının ilk çeyreğinde sona ermiştir (Grafik 5.2.1). Bu durumda BDDK'nın aldığı önlemlerin ve finansal koşullardaki sıkılaştırmanın etkili olduğu değerlendirilmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde yıllık net kredi kullanımındaki aşağı yönlü hareketin devam etmesi beklenmektedir. Firmaların yurt dışından sağladığı net kredi kullanımının ise bu dönemde artması firmaların yurt dışı borçlanmasında zorluk yaşamadığını göstermektedir (Grafik 5.2.2).



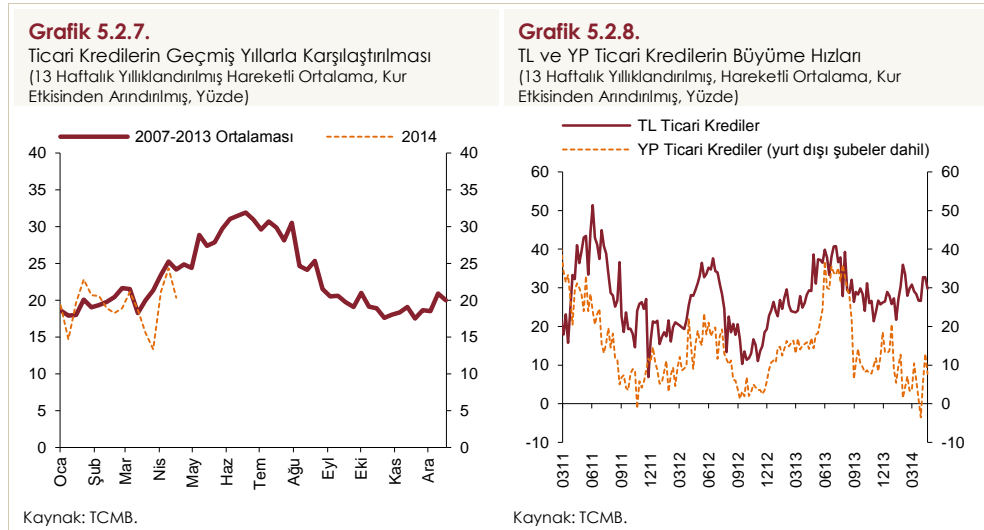
2012 yılının Eylül ayından itibaren yükselen finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin büyüme hızları, 2014 yılıyla beraber belirgin olarak düşüş eğilimine girmiştir. Gözlenen bu düşüş BDDK'nın sene başında yürürlüğe koyduğu uygulamaların kapsamı nedeniyle tüketici kredilerinde daha güçlü olarak görülmektedir. Toplam kredilerin gelişmeleri kredi arzı ve talebi açısından değerlendirildiğinde, hem arz hem de talep tarafında azalış olduğu ancak talepte gözlenen azalışın görece olarak daha büyük olduğu değerlendirilmektedir. Bu durumda BDDK kararları ile birlikte genel ekonomik görünümüne dair algının da etkili olduğu düşünülmektedir. Bu gelişmeler ışığında, finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2014 yılı birinci çeyreği sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 21,5 (Grafik 5.2.3), ilk çeyrek ortalaması itibarıyla yıllıklandırılmış bazda yüzde 10,4 oranında bir büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.4). Bu yavaşlamada mevsimsel unsurların etkisi olsa da iki büyüme oranındaki farkın önemli ölçüde fazla olması, toplam kredilerin hızındaki yavaşlamanın boyutu hakkında ileriye yönelik bir öngörü sunmaktadır. Kredi Eğilim Anketi'ne göre mevcut durumda, gerek bankaların gerekse hane halklarının genel iktisadi faaliyete dair beklentileri kuvvetli bir etkiye sahiptir.



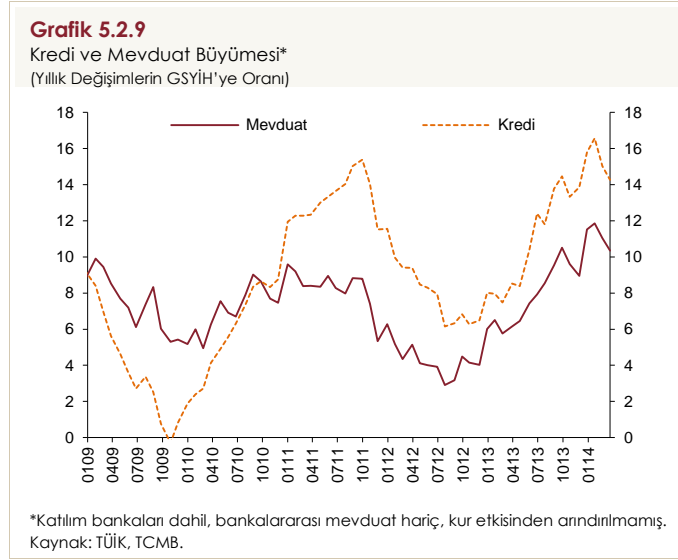
BDDK'nın tüketici kredilerine yönelik Şubat ayında yürürlüğe koymuş olduğu önlemler ile tüketici güveninin düşmesi, tüketici kredilerinin büyüme hızını önemli miktarda yavaşlatmıştır. Geçmiş yıllar ortalaması ile karşılaştırıldığında bahsedilen gelişmelerin etkisi belirgin şekilde görülmektedir (Grafik 5.2.5). Bu dönemde tüketici kredisi faiz oranlarının da yukarı yönlü hareket etmesi, düşüş sürecini desteklemiştir. Alt kalemlere bakıldığında bahsedilen aşağı yönlü hareketin en fazla taşıt kredilerinde olmak üzere tüm kalemlerde olduğu görülmektedir (Grafik 5.2.6). Kredi Eğilim Anketi'nde bankalar konut kredisi standartlarını değiştirmediklerini belirtirken, taşıt ve ihtiyaç kredilerinde sıkılaşma gerçekleştirdiklerini belirtmişlerdir. Ancak tüketici talebi tarafında taşıt, konut ve ihtiyaç kredi taleplerinin azalan tüketici güveni nedeniyle büyük oranda düştüğü görülmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde gerek finansal koşullardaki sıkılığın azalması gerekse mevsimsel unsurlar nedeniyle tüketici kredilerinde sınırlı bir toparlanma olması beklenmektedir.



Toplam kredilerin yüzde 65'ini oluşturan ticari krediler 2014 yılı boyunca geçmiş yıllar ortalamasına yakın bir seyir izlemiştir (Grafik 5.2.7). Faiz oranlarına duyarlılığı düşük olan TL ticari kredilerin büyüme hızı yatay seyrederken, yabancı para cinsinden kullanılan ticari kredilerin büyüme hızı büyük bir düşüş kaydetmiştir (Grafik 5.2.8). Kredi Eğilim Anketi'ne göre bankalar, hem KOBİ hem de büyük işletmelere kullandırdıkları krediler için standartlarında önemli bir değişim gerçekleştirmemiştir. Ancak vade bazında bakıldığında uzun vadeli kredi standartlarında sınırlı bir sıkılaştırma görülmektedir. Hem yurt içi hem de yurt dışı finansman koşullarının sıkılaştırılması, TL cinsi ticari kredi standartlarına yansıtılmamışken YP cinsi ticari kredi standartlarında belirgin bir sıkılaştırma gerçekleştirilmiştir. TL cinsi ticari kredi standartlarında değişikliğe gidilmemesinde BDDK'nın Şubat ayında aldığı önlemlerin TL cinsinden kullanılan tüketici kredilerine yönelik olmasının etkili olduğu değerlendirilmektedir. Talep tarafına bakıldığında, borcun yeniden yapılandırılması nedeniyle KOBİ'lerin kredi talebinde artış görülmektedir. Yatırım talebinde ise düşüş gerçekleşmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde bankalar, KOBİ kredileri nedeniyle işletmelerin kredi talebinde bir artış olacağını beklemektedir. Ayrıca, yurt dışı finansman koşullarında daha fazla olmak üzere, finansman koşullarında bir miktar sıkılaştırma olacağı bankalar tarafından öngörülmektedir..



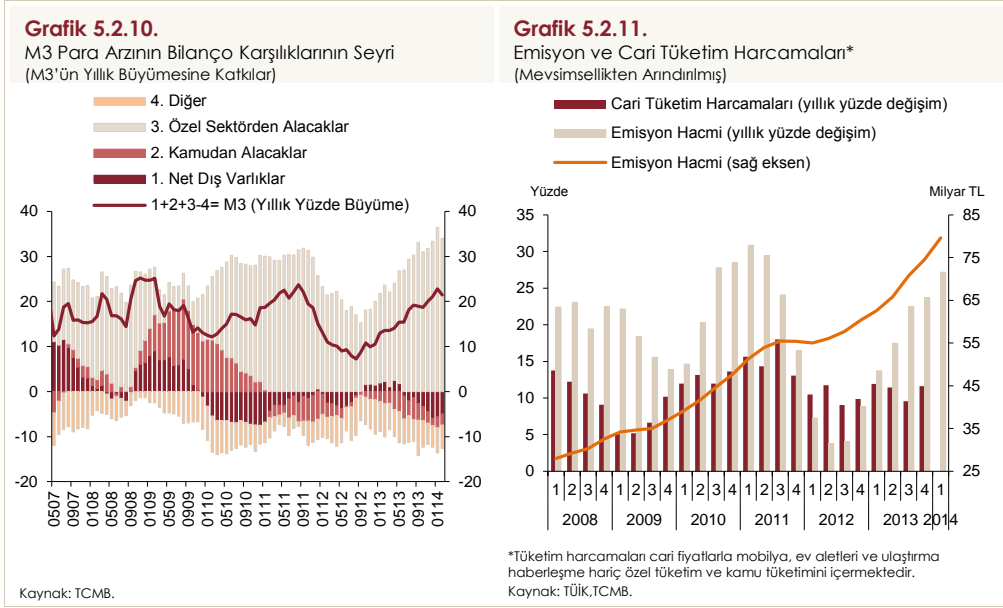
Genel olarak kredi büyümesinde gözlenen yavaşlamanın ve özellikle tüketici kredilerinde bu yavaşlamanın daha güçlü olmasının ekonomideki dengelenme sürecini desteklemesi beklenmektedir. Bu kredi büyümesi kompozisyonu, ekonomik faaliyete iç talebin katkısının daha sınırlı olacağı ve net ihracatın katkısının ise artacağı bir görünüm ile uyumludur. Ayrıca, sıkı para politikası duruşu, alınan makroihtiyati önlemler ve zayıf seyreden sermaye akımları nedeniyle yavaşlayan kredi büyümesinin kademeli olarak mevduat büyüme hızına yaklaşacağı değerlendirilmektedir (Grafik 5.2.9). Kredi ve mevduat büyümeleri farkındaki azalmanın aynı zamanda bankacılık sektörünün dış finansman ihtiyacını da azaltarak önümüzdeki dönemde olası finansal dalgalanmalara karşı sektörün dayanıklılığını artıracak bir faktör olabileceği değerlendirilmektedir.



Parasal Göstergeler

M3 tanımlı geniş para arzının yıllık büyümesinde özel sektöre açılan kredilerdeki artış seyrinin belirleyici olma özelliği 2014 yılının ilk çeyreğinde de devam etmektedir. Özel sektöre açılan kredilerin yıllık artış hızında Ocak ayında önemli oranda artışa karşılık, Şubat ayında yaşanan gerileme yıl sonuna göre artışın sınırlı oranda kalmasına neden olmuştur. Diğer taraftan, Ocak ayında M3 büyümesine negatif yönde katkı veren karşılık kalemlerin mutlak değerlerindeki artış Şubat ayında tekrar azalarak Şubat ayında M3 yaşanan gerilemenin sınırlı kalmasına katkıda bulunmuştur. (Grafik 5.2.10).

2013 yılı sonuna göre Kamudan Alacaklar kalemi M3 büyümesi kompozisyonundaki negatif katkısı yılın ilk çeyreğinde artarken, net dış varlıklar kaleminin negatif katkısı zayıflamıştır. 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 2014 yılının ilk çeyreğinde de artmaya devam etmiştir. (Grafik 5.2.11). Buna karşılık sıkı para politikası duruşuyla birlikte, alınan makroihtiyati önlemlerin ve zayıf seyreden sermaye akımlarının etkisiyle tüketici kredileri büyüme hızlarının yavaşlayacak olmasına ve özel kesim yurt içi talebin bir miktar ivme kaybedeceğine işaret etmektedir. Bu durum ise önümüzdeki dönemde emisyon hacminde görülen artış eğiliminin geçici olacağına yönelik beklenti oluşturmaktadır.

Giriş

Döviz kurlarının gelecekteki seyrinin tahmin edilmesi gerek iktisadi karar alıcılar açısından gerekse de finansal piyasaların işleyişi açısından önemli bir konudur. İktisat yazınında döviz kuru tahmini üzerine çeşitli teoriler ve yöntemler temel alınarak pek çok çalışma yapılmıştır. Bunlar arasında zaman serisi yöntemleri ve iktisat teorisine dayalı tahmin yöntemleri en yaygın yöntemler olarak öne çıkmaktadır. Zaman serisi yöntemleri ARIMA ve VAR modelleri gibi tahmin modellerinin kullanılmasına dayanırken, iktisat teorisine dayalı yöntemler ise satın alma gücü paritesi ve kapsanmamış faiz paritesi gibi uluslararası parite koşullarından hareket etmektedir. Ayrıca pratikte bu yöntemlerin yanında yargısal tahmin yöntemleri de oldukça sıkça kullanılmaktadır. Yargısal tahminler ödemeler dengesi, enflasyon, büyüme görünümü ve dış piyasalardaki gelişmelerin bir arada değerlendirilmesi ile yapılmaktadır.

Bu kutuda, Chen ve Tsang (2013) tarafından gelişmiş ülkelere yönelik yapılan çalışmada kullanılan yöntem esas alınarak USD/TL ve EUR/TL döviz kurlarının 1 aydan 1 yıla çeşitli tahmin ufuklarında hareketlerinin öngörülmesi amaçlanmıştır. Söz konusu yöntem Kapsanmamış Faiz Paritesi (KFP) koşuluna ve faiz oranlarının vade yapısını açıklayan likidite primi teorisine dayanmaktadır. Bilindiği gibi KFP koşuluna göre bir yatırımcı için benzer risklilikte ve vadede yerli para ve yabancı para cinsi iki tahvilden birine yatırım yapmanın beklenen getirisinin diğer tahvile yatırım yapmanın beklenen getirisinden farklı olmaması gerekir. Aksi halde, yatırımlar beklenen getirisi yüksek olan tahvile kayacak ve söz konusu tahvilin getirisi düşerken diğer tahvilin getirisi artacaktır. KFP koşulu yaklaşık olarak aşağıdaki şekilde ifade edilebilir.

$$i_{m,t} = i_{m,t}^f + \Delta s_{m,t}^e$$

Burada i_m "m" yıl vadeli yerli para cinsi tahvilin getirisi, i_m^f aynı vadeye sahip yabancı para cinsi tahvilin getirisi ve $\Delta s_{m,t}^e$ döviz kurunda "m" yılda beklenen değişim oranını ifade etmektedir. Pratikte iki tahvil arasındaki risklilik farklılıkları ve döviz kuruna ilişkin belirsizlikler bu ilişkiyi bozmaktadır. Araştırmacılar uygulamalı çalışmalarda bu gibi sorunları kısmen gidermek üzere söz konusu koşulu risklilik farklılıklarını da dikkate alacak şekilde aşağıdaki gibi düzeltmektedir.

$$i_{m,t} = i_{m,t}^f + \Delta s_{m,t}^e + \theta_{m,t}$$

Burada θ iki tahvil arası risklilik farkını ve döviz kuruna ilişkin belirsizlik primini temsil etmektedir. Söz konusu primi iki ülkeye ilişkin risklilik farkları ve yapısal farklılıklar belirlemektedir. Chen ve Tsang (2013) bu noktadan hareketle döviz kuru değişim oranını iki ülke hazine bonusu getirileri arasındaki fark ile ülke ekonomileri arasındaki yapısal farklılıklar kullanarak tahmin etmeyi amaçlamışlardır. Ancak yaygın uygulamanın aksine, çalışmalarında tek bir vadedeki faizler ile diğer faktörleri kullanmak yerine tüm getiri eğrisinden yararlanmışlardır. Bilindiği gibi, likidite primi teorisine göre herhangi bir vadedeki faiz oranı, söz konusu vadeye kadar gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranlarının ortalaması ile söz konusu vadeye ilişkin bir likidite priminin toplamından meydana gelmektedir.

$$i_{m,t} = (i_{1,t} + i_{1,t+1}^e + i_{1,t+2}^e + \dots + i_{1,t+m-1}^e) / m + \lambda_{m,t}$$

Burada i_m "m" dönem vadeli faizi, i_1 1 dönem vadeli faizi, "e" üst indisi beklentiye ve λ_m "m" dönem vadeye ilişkin likidite primini temsil etmektedir. Öte yandan, kısa vadeli faizlerin gelecekteki seyrinin para politikası, enflasyon ve iktisadi faaliyet başta olmak üzere pek çok makroekonomik değişkenin beklentileriyle ilişkili olması nedeniyle getiri eğrisi ülke ekonomisine ve geleceğe ilişkin beklentilere dair önemli bilgiler içermektedir.

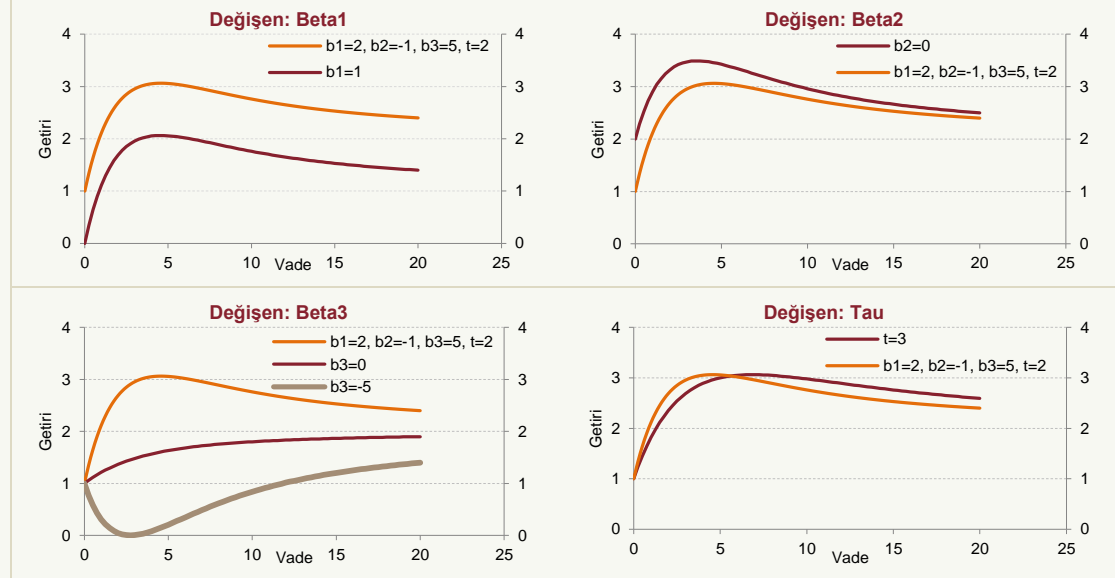
Veri, Yöntem ve Bulgular

Döviz kuru tahmininde kullanılmak üzere tek bir faiz oranı yerine tüm getiri eğrisinin kullanılabilmesi için getiri eğrilerinin konumunu, eğimini ve şeklini özetlemek gerekmektedir. Aksi takdirde tüm vadelerdeki getirilerin ayrı ayrı açıklayıcı olarak kullanılması gerekecektir. Bu da pratikte imkansız ve ekonometrik açıdan da sorunludur.¹ Nelson ve Siegel (1987) tarafından önerilen getiri eğrisi modellemesi bu açıdan oldukça kullanışlıdır. Söz konusu modele göre herhangi bir vadedeki getiri aşağıdaki gibi bir fonksiyon ile modellenmektedir:

$$i_t(m) = \beta_{1,t} + \beta_{2,t} \left(1 - e^{-\tau m} / \tau m\right) + \beta_{3,t} \left(1 - e^{-\tau m} / \tau m - e^{-\tau m}\right) + \varepsilon_t$$

Burada i getiri, β_1 , β_2 , β_3 ve τ parametreler ve m vadeyi temsil etmektedir. Bu fonksiyonel form, getiri eğrisinin $\beta_1 + \beta_2$ noktasından başlayıp vade τ yıla ulaştığında "u" ya da "n" şeklinde bir kavis yapıp, vade sonsuza giderken β_1 'e asimptotik olarak yaklaşmasını sağlamaktadır. Bu şekilde parametrelendirilmiş bir getiri eğrisinde β_1 eğrinin konumunu, β_2 eğrinin eğimini (ters işaretli olarak) ve β_3 eğrinin şeklini (eğriselliğini) belirlemiş olmaktadır. Bu durum aşağıdaki Grafik 1'de temsili bir getiri eğrisi üzerinde çeşitli parametrelerin etkisi gösterilerek özetlenmiştir.

Grafik 1. Çeşitli Nelson-Siegel Parametrelerinin Getiri Eğrisine Etkileri



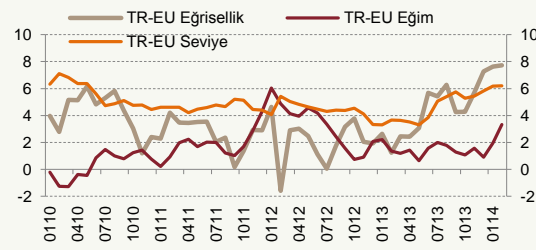
Grafik 1'de tüm panellerde 1 düzeyinden başlayan, vade 2 yıl iken bükülen ve vade büyüdükçe 2 düzeyine yakınsayan turuncu eğri $\beta_1=2$, $\beta_2=-1$, $\beta_3=5$ ve $\tau=2$ parametreleriyle oluşturulmuştur. İlk panelde konum parametresi olan β_1 'in 1'e gerilemesi getiri eğrisini olduğu gibi 1 puan aşağı indirmiştir ve uzun vadede yakınsanan getiri 2'den 1'e gerilemiştir. İkinci panelde eğim parametresi β_2 'nin -1'den 0'a yükselmesi getiri eğrisinin başlangıç noktasını 1 puan yükseltmiştir, böylece eğim de 1 puan düşmüştür. Üçüncü panelde eğrisellik parametresi β_3 'ün 5'ten 0'a düşmesi "n" şeklini tamamen ortadan kaldırmış, söz konusu parametrenin daha sonra -5'e düşmesi ise eğriselliğin yönünü terse çevirmiştir. Ancak her üç eğri de aynı noktadan başlayıp aynı noktaya yakınsamaktadır. Son panelde, eğriselliğin konumunu belirleyen τ 'nin 2'den 3'e çıkması bükümün 1 yıl ileride ortaya çıkmasına yol açmıştır.

¹ Çok sayıda açıklayıcı değişken olması hem serbestlik derecesini düşürecek hem de açıklayıcı değişkenler arasında çoklu doğrusallık (multi collinearity) sorununun ortaya çıkmasına neden olacaktır.

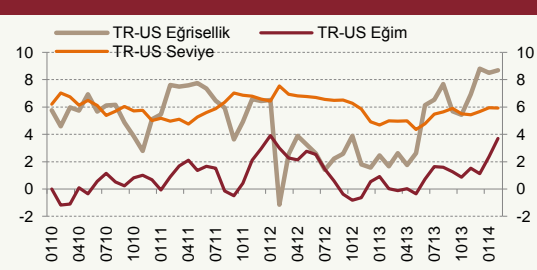
Chen ve Tsang (2013) Nelson-Siegel (NS) fonksiyonunun bu yapısından yararlanarak çeşitli gelişmiş ülke paralarının ABD doları kurlarını, ilgili ülkelerin getiri eğrileri ve ABD getiri eğrisinin konum, eğim ve eğrimsellik farkları ile tahmin etmiştir. Yazarlar, örneğin, CAD/USD kurlarının tahmini için öncelikle Kanada getiri eğrisi ile ABD getiri eğrisini kullanarak çeşitli vadelerdeki getirileri hesaplamış ve daha sonra Kanada'daki getirilerden ABD getirilerini çıkararak "görelî getiri"leri elde etmiştir. Sonraki adımda, yazarlar, bu görelî getirileri kullanarak NS yöntemiyle görelî getiri eğrisi hesaplamış ve bu eğrinin β_1 , β_2 ve β_3 değerlerini sırasıyla seviye (level, L), eğim (slope, S) ve eğrimsellik (curvature, C) olarak kullanarak 1, 3, 6, 12, 18 ve 24 ay vadeli kur değişimlerini açıklayan birer regresyon tahmin etmiştir. Söz konusu 3 parametre hem faiz farklarına hem de ekonomiler arası risklilik ve yapı farklılıklarına ilişkin bilgileri yansıtmaktadır.

Bu kutuda, USD/TL ve EUR/TL kurlarının getiri eğrileri kullanılarak tahmin edilebilirliğinin araştırılması için Fed tarafından yayımlanan çeşitli vadelerdeki sabit vadeli hazine getirileri ile ECB tarafından yayımlanan Euro Bölgesi getiri eğrisi parametreleri kullanılarak ABD ve Euro Bölgesi getiri eğrileri oluşturulmuştur. Bu getiriler TCMB bünyesinde tahmin edilen getiri eğrisinden hesaplanan Türk hazine bonusu getirilerinden çıkarılarak çeşitli vadelerde Euro Bölgesi için ve ABD için ayrı ayrı "görelî getiri" serileri elde edilmiştir. Bir sonraki aşamada, örnekleme yer alan her gün için TR-EU ve TR-US görelî getiri eğrisi parametreleri NS yöntemiyle tahmin edilmiştir. Getiri verilerinin yanında, TCMB internet sayfasından ABD doları ve euro alış kurları alınmış ve bu kurların 30, 61, 91, 182 ve 365 gün sonraki değerleri kullanarak farklı vadelerde kur değişim oranları hesaplanmıştır. Getiri değerleri sürekli bileşkelendirilmiş olduğundan döviz kuru değişim oranları da logaritmik fark şeklinde hesaplanmıştır. Böylece verilerin birbirine uyumu sağlanmıştır. Tahminlerde 2008 yılında başlayan ve uzun bir süre devam eden Küresel Finans Krizi'nin etkilerinin yer almaması ve son döneme odaklanabilmek için örneklem Ocak 2010 – Şubat 2014 dönemini kapsamaktadır. Söz konusu döneme ilişkin görelî getiri eğrisi parametreleri Grafik 2 ve Grafik 3'te yer almaktadır.

Grafik 2. Türkiye-Euro Bölgesi Görelî Getiri Eğrisi Parametreleri



Grafik 3. Türkiye-ABD Görelî Getiri Eğrisi Parametreleri



Söz konusu veriler kullanılarak aşağıdaki gibi birer regresyon modeli kurulmuştur:

$$\Delta s_{m,t} = \lambda_0 + \lambda_1 L_t + \lambda_2 S_t + \lambda_3 C_t + \lambda_4 \theta_t + u_t$$

Burada Δs_m döviz kurunda gelecek "m" yılda gerçekleşen değişim oranını, L, S, C görelî getiri eğrisinden elde edilen parametreleri, θ küresel risk iştahını temsil etmektedir. Tablo 1'de yer alan tahmin sonuçlarına göre görelî getiri eğrisi parametreleri euro kuru tahmininde ABD doları kuru tahminine kıyasla genellikle istatistiksel olarak daha anlamlı sonuçlar vermektedir. İstatistiksel olarak anlamlı olan katsayıların işaretlerine göre konum parametresi olan L arttıkça TL değer kazanmaktayken², görelî getiri eğrisinin eğimi arttıkça TL

² Örneğin, Tablo 1'de L parametresi için 6 aylık euro tahmin modellerinden elde edilen -4,677 değerine göre Türkiye'nin hazine getirileri Euro Bölgesi getirilerine kıyasla tüm vadelerde 1 puan artarsa euro kurlarının 6 ay içinde ortalama olarak $2 \times 4,677 = \%9,35$ gerilemesi beklenmektedir.

değer kaybetmektedir.³ Eğrisellik parametresi C ise 12 aylık ABD doları kuru tahmini haricinde anlamlı bir katkı sağlamamaktadır. Elde edilen katsayı tahminleri Chen ve Tsang (2013) tarafından CAD/USD, JPY/USD ve GBP/USD kurları için tahmin edilen katsayılarla işaret olarak tutarlıdır. İktisadi olarak da Türkiye'nin hazine getirilerinin tüm vadelerde artmasının sonucunda TL'nin değerlenmesi ve getiri eğrisinin dikleşmesiyle kısa vadeli faizlerin düşük kalması sonucunda TL'nin değer kaybetmesi oldukça makul görünmektedir.

Tablo 1. Görelî Getiri Eğrisi Parametreleri ile Döviz Kuru Tahminleri

Bağımlı: Kur Değişimi	EURTRY 1 ay	EURTRY 3 ay	EURTRY 6 ay	EURTRY 1 yıl	USDTRY 1 ay	USDTRY 3 ay	USDTRY 6 ay	USDTRY 1 yıl
Sabit	6.088** [2.577]	19.728*** [6.895]	35.784*** [7.563]	50.565*** [9.822]	2.884 [2.423]	12.135*** [4.483]	36.191*** [3.634]	69.724*** [9.950]
Seviye	-0.485 [0.550]	-2.312 [1.435]	-4.677*** [1.659]	-5.413*** [1.855]	-0.25 [0.478]	-0.988 [0.955]	-5.042*** [0.697]	-8.511*** [1.445]
Eğim	-0.375 [0.259]	-0.832 [0.568]	-1.696* [0.848]	-3.198*** [0.612]	-0.185 [0.287]	-0.173 [0.561]	0.925 [0.576]	-1.291*** [0.365]
Eğrisellik	-0.011 [0.224]	0.298 [0.412]	1.029 [0.695]	0.985 [1.386]	0.115 [0.178]	0.185 [0.401]	0.41 [0.444]	-1.116** [0.535]
VIX	-0.119** [0.052]	-0.302** [0.124]	-0.461** [0.194]	-0.609 [0.389]	-0.050 [0.077]	-0.238 [0.194]	-0.237 [0.143]	-0.155 [0.117]
Gözlem sayısı	49	47	44	38	49	47	44	38
R-kare	0.161	0.348	0.527	0.409	0.044	0.173	0.647	0.74
F istatistiği	2.115*	5.594***	10.845***	5.703***	0.501	2.198*	17.856***	23.487***

Tüm tahminlerde otokorelasyon ve değişen varyansı dikkate alan Newey-West standart hataları kullanılmıştır.

Tablolarda *,**,*** sırasıyla yüzde10,yüzde 5 ve yüzde düzeyinde anlamlılığı temsil etmektedir. Standart hatalar parantez içinde verilmiştir.

Tüm tahmin sonuçlarında göze çarpan bir diğer husus da NS parametrelerinin kur değişimini açıklama oranlarının kısa vadelerde düşüken uzun vadelerde belirgin biçimde yükselmesidir. Bu da döviz kurlarının kısa vadede iktisadi temeller dışındaki faktörlerden (finansal piyasalarda "gürültü" olarak tabir edilen olgular) oldukça etkilendiği, ancak vade uzadıkça iktisadi temellerin kurlar üzerindeki belirleyiciliğinin öne çıktığını göstermektedir.

Sonuç

Bu kutuda yapılan basit ekonometrik analizler, Türkiye ekonomisi açısından en önemli finansal fiyatlar arasında yer alan USD/TL ve EUR/TL kurlarının tahmininde görelî getiri eğrilerinin önemli katkı verebileceğine ilişkin çeşitli ipuçları elde edilmesini sağlamıştır. Özellikle tahmin ufku arttığında finansal gürültü düzeyinin azalmasıyla görelî getiri eğrileri döviz kuru hareketlerini büyük oranda öngörebilmektedir. Elde edilen bulgulara göre Türkiye'de getiriler görelî olarak arttığında TL değerlenmektedir, getiri eğrisi görelî olarak dikleştiğinde ise TL değer kaybetmektedir. Bu bağlamda TCMB'nin esnek faiz koridoru dahilinde getiri eğrisini gerektiğinde hızlı bir şekilde etkileyebilmesi, küresel sermaye akımlarındaki oynaklıkların yurt içi piyasa üzerindeki etkilerini sınırlama potansiyeli taşımaktadır. Ayrıca, tahmin edilen katsayıların işaretlerinin ve büyüklüklerinin Chen ve Tsang (2013) tarafından gelişmiş ülkeler için hesaplanan değerlerle benzer olması dikkat çekmektedir. Ancak daha belirgin sonuçlara ulaşmak ve daha isabetli yargılara varabilmek için birtakım ek analiz ve sınamaların yapılması gerekmektedir.

Kaynakça

Nelson, C. R. & Siegel, A. F. (1987), "Parsimonious Modeling of Yield Curves", Journal of Business 60, sayfa 473-489.

Chen, Y. & Tsang, K. P. (2013), "What Does the Yield Curve Tell Us about Exchange Rate Predictability?", The Review of Economics and Statistics 95(1), sayfa 185-205.

³ Örneğin, Tablo 1'de S parametresi için 1 yıllık USD tahmin modelinden elde edilen -1,291 değerine göre Türkiye'nin getiri eğrisinin eğimi ABD getiri eğrisine kıyasla dikleşerek 1 puan artarsa (yani eğimin ters işaretlisi olan S parametresi 1 puan gerilirse) ABD doları kurunun 1 yıl içinde ortalama olarak yüzde1,29 yükselmesi beklenmektedir.

Kutu
5.2

Türkiye’de Şirketlerin Yabancı Para Borçluluğu ve Kur Riski

Reel sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kaynak yaratmaları (kârlılığı) ve söz konusu kaynakları yatırımlara yönlendirmeleri şirketlerin büyümesi açısından önem taşımaktadır. Türkiye’de ortalama şirket kârlılığı (iç kaynak yaratma potansiyeli) benzer ülkelere oranla daha düşüktür.⁴ Bu durum, şirketlerin iç kaynaklarını kullanmak suretiyle yatırım yapmalarını sınırlandırmakta, dolayısıyla büyümek için borçlanma (dış kaynak) gereksinimini gündeme getirmektedir. Türkiye’de yurt içindeki finansal sistemin yerli para cinsinden sunduğu kaynakların sınırlı ve “dış kaynak priminin” yüksek seyretmesi şirketleri yabancı para (YP) cinsinden borçlanmaya yöneltmektedir. Borç dolarizasyonu (YP cinsi borçların toplam borçlara oranı) olarak adlandırılan bu durum, Türkiye’de özellikle büyük ve ihracatçı şirketler arasında oldukça yaygın hale gelmiş, benzer ülke şirketlerine oranla Türkiye’deki şirketlerin daha yüksek borç dolarizasyon oranlarına sahip oldukları gözlenmiştir.⁵

Türkiye’de finansal olmayan şirketlerin YP cinsi yükümlülükleri (borçları), YP cinsi varlıklarından daha yüksektir. Söz konusu şirketlerin makro düzeyde hesaplanan YP net pozisyon açığı (makro pozisyon) Ocak 2014 itibarıyla 173 milyar ABD doları düzeyine ulaşmıştır. Yüksek net YP cinsi yükümlülük, şirketlerin bilançolarını dış sermaye girişlerinde oluşabilecek ani duruş veya sermaye çıkışları karşısında kırılgan hale getirebilmektedir. Böylece, sermaye girişlerinde ortaya çıkabilecek bir aksaklık, döviz kurunda oynaklığı artırmak suretiyle şirketlerin kârlılığında düşüşe ve yatırım istihlanlarında bozulmaya neden olabilmektedir.

Bu kutuda, TCMB Sektörel Bilançoları ve TBB Risk Merkezi verileri çerçevesinde 9 binden fazla şirketin bilanço, gelir tablosu ve borç bilgileri kullanılmıştır. Böylece, döviz kurundaki hareketlere duyarlı YP cinsi borçlardan kaynaklı kırılganlıklar mikro düzeyde incelenmiştir. Söz konusu şirketler, toplam ekonomide satışların yüzde 58,2’sini, ihracatın yüzde 72,5’ini ve YP cinsi borçların yüzde 40,1’ini gerçekleştirmekte olup toplam ekonomik faaliyet açısından oldukça önemli bir paya sahiptirler.

Şirketlerin YP cinsinden gelirlerinin olması (ihracat), YP cinsinden borçlarının kur riskini sınırlandırabilmektedir (natural hedge). Bu nedenle, YP cinsi borcun ihracata oranı, bu kutuda kur riski göstergesi olarak ele alınmış ve şirketler bu göstergeye göre üç grupta (risk grupları) sınıflandırılmıştır. Birinci grupta ihracatı olmayıp YP borcu brüt satışlarının yüzde 5’inden fazla olan şirketler ‘yüksek riskli’, ikinci grupta ihracat gelirleri olup da YP borçları ihracatlarının üç katından yüksek olanlar ‘orta riskli’ ve üçüncü grupta YP borçları ihracatlarının üç katından az olanlar ‘düşük riskli’ olarak adlandırılmıştır.⁶ Aşağıda sunulan analizlerde ağırlıklı olarak 2013 yılı sonu verileri kullanılmıştır.⁷

⁴ Özmen, Şahinöz ve Yalçın (2012).

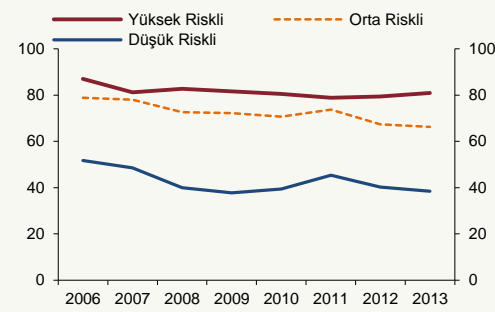
⁵ Alp (2013).

⁶ Orta riskli kriteri, firmaların YP borçlarının ortalama vadesinin üç yıl olduğu, böylece firmaların üç yıllık ihracatlarının YP borçlarına denk geldiği ve söz konusu oranın üçten büyük olmasının firmaların daha fazla risk taşıdığı varsayımları çerçevesinde oluşturulmuştur.

⁷ Borç verileri 2013, bilanço ve gelir tablosu verileri 2012 yıl sonu değerleridir. Zaman boyutunu da içeren ayrıntılı analizler Hülagü ve Yalçın (2014)’da verilmektedir.

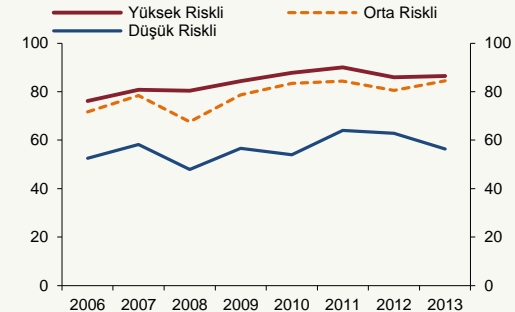
Yukarıda da vurgulandığı üzere, Türkiye'de şirketler kesiminin borç dolarizasyon oranı yüksek olmakla birlikte düşüş eğilimini sürdürmektedir. 2006-2013 döneminde satış ağırlıklı borç dolarizasyon oranı yüzde 55,1'den yüzde 44,3'e gerilemiştir. Öte yandan, aynı dönemde uzun vadeli (orijinal vadesi bir yıldan uzun) YP cinsi borcun toplam YP borç içindeki payında da artış gözlenmiştir. Söz konusu oranlar risk gruplarına göre incelendiğinde, yüksek riskli firmaların borç dolarizasyon oranlarının yüksek olduğu ve zaman içinde önemli değişim göstermediği görülmektedir (Grafik 1). Buna karşın, bu firmaların YP borçlarının ağırlıklı olarak uzun vadeli olduğu ve uzun vadeli borç payının 2006 yılında yüzde 76,1'den 2013 yılında yüzde 86,4'e çıktığı hesaplanmıştır (Grafik 2). Bu bulgular, döviz kurunda kısa vadede oluşabilecek dalgalanmalara karşı firmaların korunaklı olabildiklerini, dolayısıyla YP borç servisi üzerindeki olumsuz etkilerin önemli ölçüde sınırlanabildiğini ima etmektedir.

Grafik 1. Risk Gruplarına Göre Borç Dolarizasyon Oranı (Yüzde)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

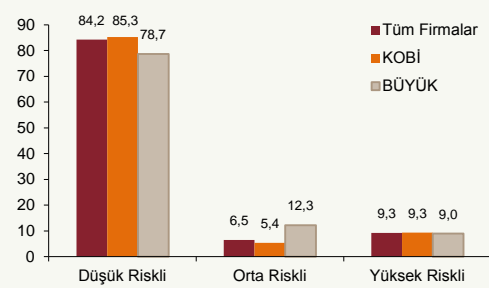
Grafik 2. Risk Gruplarına Göre YP Cinsi Borcun Uzun Vade Oranı (Yüzde)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

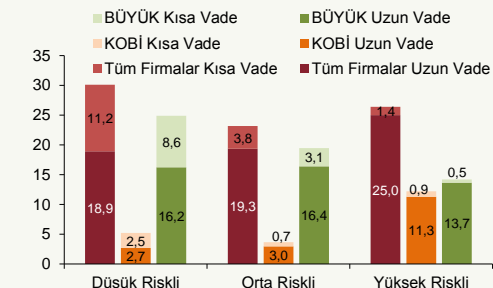
Veri setinde yer alan ve yüksek riskli olarak adlandırılan şirketler, sayı olarak toplam içinde sınırlı paya sahip olup, bu şirketlerin toplam YP cinsi borcunun yaklaşık üçte birine sahip oldukları hesaplanmıştır. Ayrıca, yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin YP cinsi borçlarının yaklaşık yarısı KOBİ'lere ait olup hemen hemen tamamı uzun vadeli (Grafik 3 ve 4).^{8,9}

Grafik 3. Risk Gruplarına ve Büyüklüklerine Göre Şirketlerin Adet Dağılımı (Yüzde, Aralık 2013)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

Grafik 4. Risk Gruplarına, Büyüklüklerine ve Vadelerine Göre Şirketlerin YP Borç Dağılımı (Milyar ABD Doları, Aralık 2013)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

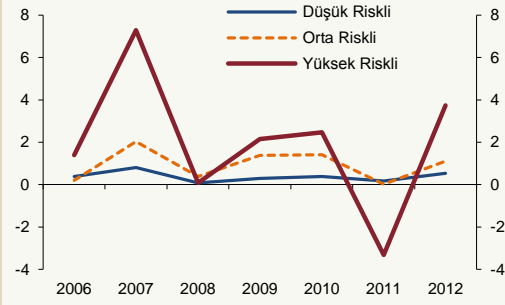
⁸ Net satışlar yıllar itibarıyla büyük farklılıklar gösteren inşaat sektörü ile holding şirketlerinin faaliyetleri sektörlerinde "aktif büyüklük" kriteri, diğer sektörlerde ise "net satış" kriteri kullanılmıştır. Net satış kriterinde; 2012 yılında net satışları 10 milyon Euro'nun altında olan firmalar küçük ölçekte, 10 milyon Euro ile 50 milyon Euro arasında olanlar orta ölçekte, 50 milyon Euro'nun üzerinde olanlar ise büyük ölçekte yer almaktadır. Aktif büyüklük kriterine göre incelenen sektörlerde ise; 2012 yılı aktif toplamı 10 milyon Euro'dan az olan firmalar küçük ölçekte, 10 milyon Euro ile 43 milyon Euro arasında olan firmalar orta ölçekte, 43 milyon Euro'dan büyük olan firmalar ise büyük ölçekte grubunda sınıflandırılmıştır.

⁹ Özmen ve Yalçın (2007) çalışması 2001 krizinden sonra uygulamaya konan esnek döviz kuru rejiminin de etkisiyle özellikle KOBİ gibi kur riskine maruz şirketlerin dolarizasyon oranlarında belirgin düşüşler olduğunu ortaya koymuştur.

Şirketleri risk gruplarına ayırmanın yanı sıra net kambiyo kârı (kambiyo kârı ile kambiyo zararı toplamı) ve tahmini YP cinsi finansal giderler kullanılarak analiz zenginleştirilmiştir.¹⁰ Böylece, mal ve hizmet hareketlerinden kaynaklanan YP cinsinden faaliyetler (net kambiyo kârı) ile YP cinsi borçtan kaynaklanan YP cinsi finansal giderler risk grupları ve sektörler bazında değerlendirilmiştir.

Risk gruplarının satış ağırlıklı ortalama kambiyo marjlarının (net kambiyo kârı/brüt satışlar) zaman içindeki seyri Grafik 5'te verilmiştir. Buna göre, 2006-2012 döneminde şirketler ortalama olarak net kambiyo kârı elde etmişlerdir. 2008 ve 2011 yıllarında yaşanan döviz kuru şoku nedeniyle firmaların net kambiyo karlarında düşüşler olmuştur. Yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin 2011 yılında net kambiyo zararı vermelerine karşın, diğer yıllarda elde edilen net kambiyo kârı bu zararları fazlasıyla karşılamıştır. Nitekim, 2006-2012 döneminde ortalama olarak, kambiyo marjları yüksek riskli şirketlerde yüzde 1,82, orta risklilerde yüzde 0,97 ve düşük riskli firmalarda yüzde 0,39 olarak hesaplanmaktadır. Buna göre, yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin ortalama kambiyo marjlarının kur oynaklığına rağmen diğer risk gruplarına oranla daha yüksek olduğu görülmektedir.

Grafik 5. Risk Gruplarına Göre Kambiyo Marjları
(Net Kambiyo Kârı / Brüt Satışlar)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

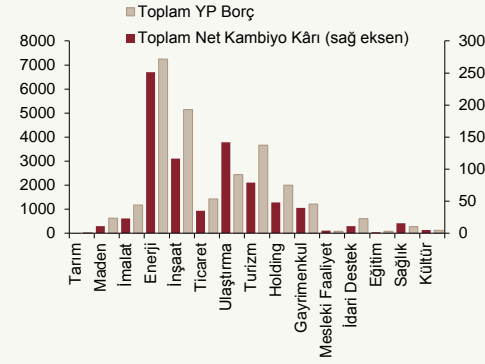
Yapılan hesaplamalarda, yüksek YP cinsi borcu ve dolayısıyla YP cinsi finansal giderleri olan firmaların daha fazla net kambiyo kârına sahip oldukları tespit edilmiştir. Nitekim, yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin net kambiyo kârı ile borç dolarizasyon oranı ağırlıklı finansal giderleri arasında yüksek korelasyon (0,89) hesaplanmıştır. Benzer şekilde, YP cinsi borç ile net kambiyo kârı arasında da yüksek pozitif korelasyon tespit edilmiştir. Bu bulgular, yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin YP cinsi varlıklara sahip olmaları ve mal-hizmet alışverişlerinden doğan kur kaynaklı net kambiyo kârı elde etmeleri suretiyle YP cinsi borçlarına ilişkin kur risklerini dengelemeye yöneldiklerini ima etmektedir. Bu görüş, 2013 yılında yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin yüzde 54'ünde net kambiyo kârlarının finansal giderlerinin yarısından fazla olduğu bilgisiyle desteklenmektedir.

Sektörel düzeyde bakıldığında, YP cinsi borcu yüksek olan sektörlerin net kambiyo kârının da yüksek olduğu tespit edilmiştir (Grafik 6). Yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin sayısı ise Grafik 7'de yer almaktadır. Holding şirketleri ile enerji, inşaat, turizm sektörlerinin her birinde YP cinsi borcun 2 milyar ABD dolarından fazla olduğu görülmektedir. Enerji sektöründe fiyatlar, uluslararası fiyat hareketleriyle uyumlu olarak belirlenmekte olup kur riski sektördeki fiyat ayarlamalarıyla doğrudan ilintilidir. Örneğin, doğalgaz dağıtımını yapan şirketlerde fiyatlama büyük oranda döviz kuru gelişmeleriyle birlikte belirlenmekte ve dolayısıyla kur riski önemli oranda kontrol edilmektedir. Diğer yandan, fiyatlaması kamu tarafından yönlendirilen ve bu nedenle döviz kuru hareketlerinin otomatik olarak yansıtılmadığı ürün ve hizmetler de mevcuttur. İnşaat sektöründe ise hammadde fiyatlarının önemli oranda YP cinsinden belirlenmesi, nihai fiyatlamasının belirli oranlarda YP cinsinden yapılmasına neden olduğu bilinmektedir. Ayrıca, büyük inşaat şirketlerinin yurt dışında yaygın iştirak ve ortaklıklarının olması, ve bunların finansmanının ağırlıklı olarak şirket merkezinden yapılması, ancak yurt dışında elde ettikleri gelirlerini yurt içinde düzenlenen bilançolarına aynı tüzel kişilik olmaları nedeniyle

¹⁰ YP cinsi borca ait finansman gideri tahmini, toplam finansman giderinin borç dolarizasyon oranı ile çarpılmasıyla elde edilmiştir.

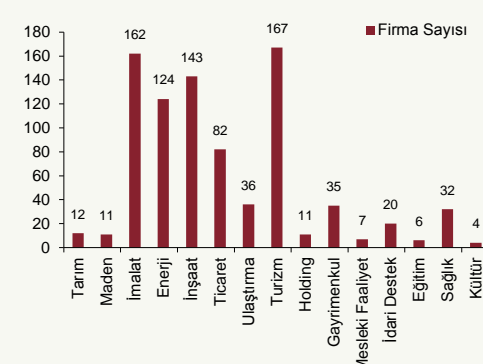
yansıtılmaları söz konusu şirketlerin kur risklerinin düşünülenden daha düşük olabileceğine işaret etmektedir. Benzer şekilde, turizm gelirlerinin giderek artmasının ve özellikle otellerde fiyatlamanın yaygın olarak YP cinsinden yapılmasının turizm sektörünün yüklenmiş olduğu kur riskini sınırlandırdığı düşünülmektedir.

Grafik 6. Yüksek Riskli Firmalarda Sektörel YP Cinsi Borç ve Net Kambiyo Kârı (Milyon ABD Doları, Aralık 2013)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

Grafik 7. Yüksek Riskli Grupta Firma Sayılarının Sektörel Dağılımı



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

Öte yandan, firmaların olası kur riskini daha ayrıntılı ele almak üzere, yukarıda belirtilen risk gruplarına ek olarak, net kambiyo kârının YP cinsi borç ağırlıklı finansal giderlere oranı (karşılama oranı) hesaplanmıştır. Bu oranın düşük olması şirketlerde YP cinsi borç kaynaklı bir kırılganlığın olabileceğini göstermektedir. Bu doğrultuda, yüksek riskli grupta yer alan ve söz konusu oranı yüzde 50'nin altında olan firmalara daha yakından bakılmıştır. 2012 yılı bilançolarından elde edilen bilgiye göre, bu tanıma uyan ve "en riskli grup" olarak tanımlayabileceğimiz toplam 396 adet firma bulunmaktadır olup bu firmaların büyük çoğunluğu imalat (80), turizm (74), inşaat (68), ticaret (49) ve enerji (40) alanlarında faaliyet göstermektedir. Bu firmaların toplam aktif ağırlıklı ortalama cari, nakit ve kârlılık oranları ile firma başına YP borç miktarı Tablo 1'de verilmiştir. Buna göre, en riskli gruptaki firmaların likidite oranlarının düşük riskli firmalardan yakın olduğu görülmektedir. Buna karşın, söz konusu grubun kârlılık oranı diğer firmalara kıyasla daha düşüktür. Ayrıca, en riskli firmalarda ortalama YP borç miktarı 31,9 milyon ABD doları olup tamamına yakını uzun vadeli.

Tablo 1. Risk Gruplarına Göre Likidite Göstergeleri ve Kârlılık

Risk Grubu	Cari Oran (2012)	Nakit Oranı (2012)	Varlık Kârlılığı (Yüzde, 2012)	YP Borç Miktarı (Basit Ortalama, Aralık 2013, Milyon ABD Doları)
En Riskli	3,33	1,24	2,04	31,9
Yüksek Riskli	2,68	0,89	3,30	30,7
Orta Riskli	1,92	0,54	3,79	38,5
Düşük Riskli	3,62	1,48	4,27	6,5

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

Sonuç olarak, incelenen veri seti baz alındığında, ihracat geliri olmayan veya sınırlı olan firmaların önemli oranda YP cinsinden borçlandıkları ve ilk bakışta kur riski taşıdıkları algısı oluşmaktadır. Öte yandan, verilere daha yakından bakıldığında, yüksek riskli grupta yer alan ve YP cinsi borcu yüksek olan firmaların ortalama net kambiyo kâr marjlarının diğer firmalara kıyasla yüksek olduğu görülmektedir. Net kambiyo kârının YP

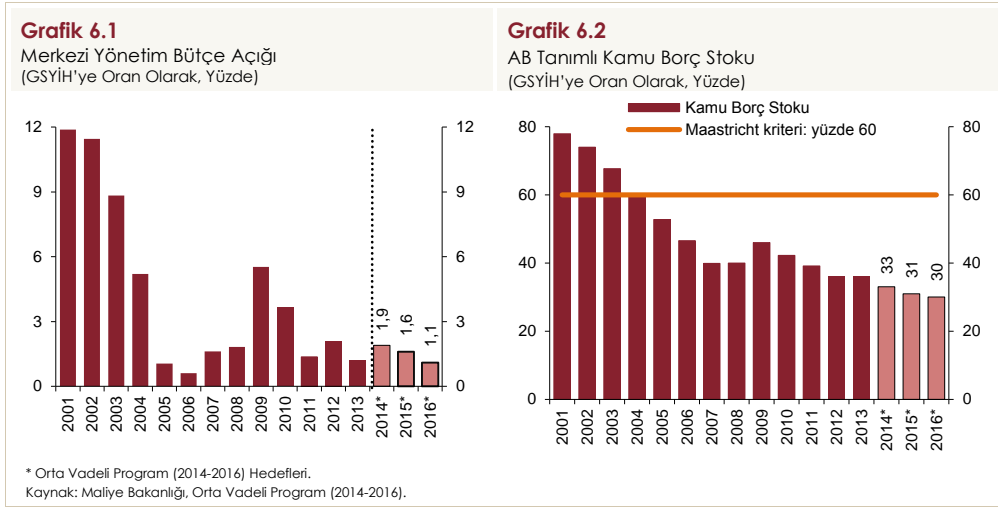
finansal giderlerini karşılama oranı düşük olan en riskli gruptaki firmaların nakit tutma eğilimlerinin oldukça güçlü olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, sektörler düzeyinde bakıldığında, borç dolarizasyonu görece yüksek olan sektörlerin önemli bir kısmında YP cinsi gelir olarak sınıflanmayan ancak YP cinsinden fiyatlanan ve gelir elde edilen faaliyetlerin bulunduğu görülmektedir. Mevcut veri seti çerçevesinde elde edilen bulgular, Türkiye’de reel sektörde faaliyet gösteren firmaların sahip olduğu kur riskinin makro verilerin (makro pozisyon) ima ettiğinden daha sınırlı olabileceğine işaret etmektedir.

Kaynakça

- Özmen, E., ve C. Yalçın, 2007, “Küresel Finansal Riskler Karşısında Türkiye’de Reel Sektörün Finansal Yapısı ve Borç Dolarizasyonu,” İktisat İşletme ve Finans, 22 (258), 5-39.
- Özmen, E., S. Şahinöz ve C. Yalçın, 2012, “Profitability, Saving and Investment of Non-Financial Firms in Turkey,” TCMB Çalışma Tebliği No. 12/14.
- Alp, B., 2013, “Türkiye’deki Reel Sektör Firmalarında Borç Dolarizasyonu ve Reel Kur Değişimlerinin Bilanço Etkisi,” TCMB Uzmanlık Tezi.
- Hülagü, T. ve C. Yalçın (2014), “Türkiye’de Yabancı Para Borcu ve Kur Riskinin Mikro Analizi,” Yayımlanmamış Not.

6. Kamu Maliyesi

2013 yılında bütçe performansında bir önceki yıla göre önemli bir iyileşme olduğu gözlenmektedir (Grafik 6.1). Bütçe performansında gözlenen iyileşmede bütçe gelirlerindeki artış önemli bir rol oynamış ve bu gelişmede de, iç talebin büyümeye olan katkısındaki artış, süreklilik arz etmeyen bir defaya mahsus gelirler ve bazı vergi ayarlamaları etkili olmuştur. AB tanımlı nominal borç stokunun GSYİH'ye oranında 2010 yılında başlayan azalma eğiliminin 2012 yılına kadar devam ettiği, bu oranın 2013 yılında ise 2012 yılı ile yaklaşık olarak aynı seviyelerde kaldığı gözlenmektedir (Grafik 6.2).



2014 yılının ilk çeyreğinde bütçe performansı olumlu bir görünüm arz etmiştir. Yılın ilk çeyreğinde, faiz dışı harcamalarda gözlenen artışa paralel olarak vergi gelirlerinin de yükseldiği gözlenmektedir. Bu dönemde, vergi gelirlerinin performansında gözlenen olumlu gidişatın, 2014 yılı başında uygulamaya konulan vergi artışlarına, kur ve fiyat hareketlerine ve iç talebi kısmaya yönelik alınan makro ihtiyati önlemlerin uygulamaya girmesi öncesinde tüketimin öne alınmasına bağlı olduğu düşünülmektedir.

2014 yılının ilk çeyreğinde ortaya çıkan bütçe performansı olumlu olmakla birlikte, yılın geriye kalan bölümünde de maliye politikası uygulamalarının OVP'de belirlenen çerçeve içinde yürütülmesi ve faiz dışı harcamaların kontrol altında tutulması önem arz etmektedir.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

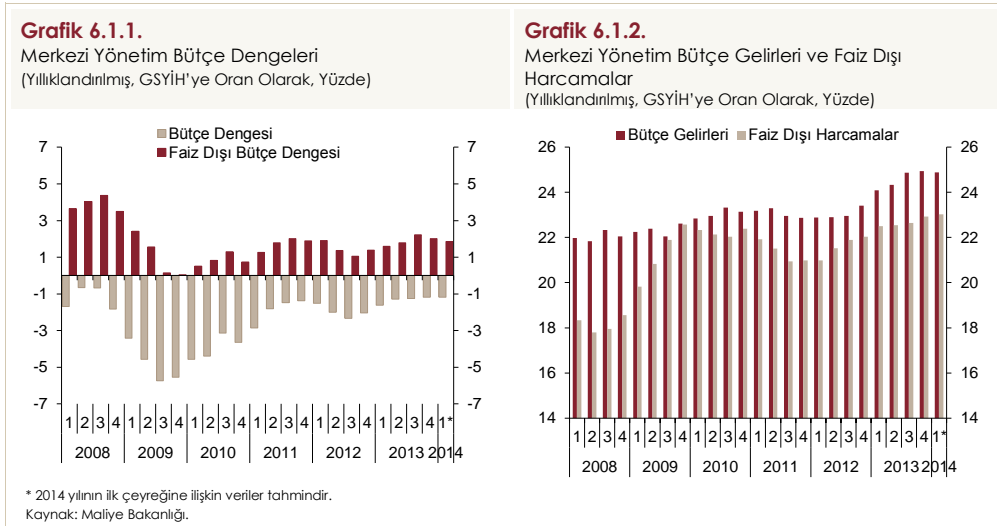
Merkezi yönetim bütçesi 2014 yılının ilk çeyreğinde 1,5 milyar Türk lirası açık verirken, faiz dışı bütçe dengesi 12,5 milyar Türk lirası fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). Faiz giderlerindeki dönemsel düşüğe karşın, vergi gelirlerindeki artış oranının faiz hariç bütçe giderlerindeki artış hızının gerisinde kalması bütçe açığının 2013 yılının ilk çeyreğine göre bir miktar artmasına yol açmıştır. 2014 yılının ilk çeyreği itibarıyla, vergi gelirleri yılsonu hedefiyle uyumlu bir patikada yol alırken, faiz hariç bütçe giderlerindeki artış hızının hedeflenen yıllık artış oranının üzerinde olduğu dikkati çekmektedir.

Tablo 6.1.1.Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri
(Milyar TL)

	Ocak-Mart 2013	Ocak-Mart 2014	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)	Hedeflenen Yıllık Değişim Oranı (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	95,0	105,8	11,3	24,2	7,0
Faiz Giderleri	15,1	14,0	-7,8	26,9	4,0
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	79,9	91,8	15,0	23,9	7,4
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	94,1	104,3	10,8	25,9	3,5
I. Vergi Gelirleri	77,4	85,1	10,0	24,4	6,8
II. Vergi Dışı Gelirler	13,4	15,2	12,9	34,0	-10,8
Bütçe Dengesi	-0,9	-1,5	69,1	4,6	-
Faiz Dışı Denge	14,3	12,5	-12,6	66,5	-

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2013 yılındaki yüksek bütçe performansının etkisiyle yüzde 1,2'ye düşen merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranının, 2014 yılının ilk çeyreğinde de aynı seviyede gerçekleşeceği 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 başlamış ve 2013 yılını yüzde 2 seviyesinde kapatmıştır. Söz konusu oranın 2014 yılı ilk çeyreğinde bir miktar düşerek yüzde 1,9 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.



2012 yılından itibaren belirgin bir artış eğilimine giren ve 2013 yılı sonunda yüzde 22,9 olarak gerçekleşen merkezi yönetim faiz dışı harcamalarının GSYİH'ye oranının 2014 yılı ilk çeyreği itibarıyla yüzde 23 oranına yükselmesi beklenmektedir (Grafik 6.1.2). Diğer yandan, merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranı, 2012 yılı Eylül ayında ve 2013 yılı Ocak ayında gerçekleştirilen vergi düzenlemelerinin ve iktisadi faaliyetlerdeki görece hızlanmanın etkisiyle, 2013 yılsonu itibarıyla yüzde 24,9 oranına çıkmıştır. Söz konusu oranın 2014 yılı ilk çeyreği itibarıyla yüzde 24,9 oranında kalacağı tahmin edilmektedir.

Merkezi yönetim faiz hariç bütçe giderlerinde 2012 yılının ikinci yarısından itibaren görülmeye başlanan yüksek artış eğiliminin 2014 yılı ilk çeyreğinde de sürdüğü görülmektedir. Bu çerçevede, merkezi yönetim faiz hariç bütçe giderleri 2014 yılı ilk çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 15 oranında artmıştır (Tablo 6.1.2).

2014 yılı Ocak-Mart döneminde, faiz hariç bütçe giderleri içindeki ana kalemlerden cari transferler, personel giderleri ve mal ve hizmet alım giderleri sırasıyla yüzde 9,8, yüzde 17,1 ve yüzde 17,8

oranında artmıştır. Cari transferler içinde sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderlerinin artış oranı genel artış oranının altında kalmış, tarımsal destekleme ödemeleri ve görev zararlarındaki yüksek oranlı artışlar ise cari transferlerdeki genel artış oranını yukarı taşımıştır. Personel giderlerindeki artışın ayrıntılarına bakıldığında, memurlar için yapılan personel giderlerinde yüzde 18,7 oranında, işçiler için yapılan personel giderlerinde ise yüzde 17,9 oranında artış kaydedildiği göze çarpmaktadır. Diğer harcama kalemleri incelendiğinde, 2014 yılının ilk çeyreğinde sermaye giderlerindeki yüksek oranlı artış dikkati çekmektedir. Söz konusu yüksek artışta yol yapım giderlerindeki yükseliş etkili olmuştur.

Tablo 6.1.2.

Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları (Milyar TL)

	Ocak-Mart 2013	Ocak-Mart 2014	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	79,9	91,8	15,0	23,9
1. Personel Giderleri	25,1	29,4	17,1	26,7
2. SGK Devlet Primi Giderleri	4,2	5,0	18,9	26,7
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	5,4	6,4	17,8	16,9
4. Cari Transferler	37,9	41,6	9,8	25,5
a) Görev Zararları	0,5	0,8	62,5	18,5
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	19,1	20,2	5,4	26,2
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	2,8	3,6	30,3	37,2
d) Gelirden Ayrılan Paylar	10,2	11,3	10,6	23,9
5. Sermaye Giderleri	4,1	5,7	37,8	15,4
6. Sermaye Transferleri	0,4	1,0	159,9	15,4
7. Borç Verme	2,7	2,8	1,0	36,0

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2014 yılı Ocak-Mart döneminde merkezi yönetim genel bütçe gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 10,4 oranında yükselmiştir (Tablo 6.1.3). Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüzde 10 oranında, vergi dışı gelirler ise yüzde 12,9 oranında yükselmiştir.

Tablo 6.1.3.

Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri (Milyar TL)

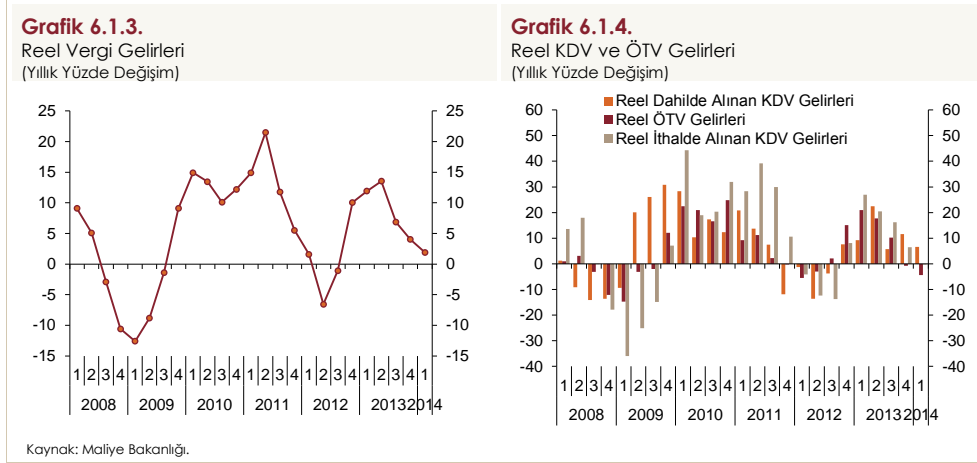
	Ocak-Mart 2013	Ocak-Mart 2014	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Genel Bütçe Gelirleri	90,8	100,3	10,4	25,5
I-Vergi Gelirleri	77,4	85,1	10,0	24,4
Gelir Vergisi	14,2	17,7	25,0	25,0
Kurumlar Vergisi	7,8	7,2	-7,6	23,1
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	9,4	10,8	15,0	27,3
Özel Tüketim Vergisi	18,0	18,6	3,3	20,8
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	14,8	15,9	7,7	24,6
II-Vergi Dışı Gelirler	13,4	15,2	12,9	34,0
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	1,6	2,4	52,7	29,3
Faizler, Paylar ve Cezalar	6,4	8,5	32,6	32,5
Sermaye Gelirleri	5,0	3,0	-40,5	34,0

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Vergi gelirleri mercek altına tutulduğunda, 2014 yılı ilk çeyreği itibarıyla, gelir vergisinde yüksek oranlı artış olduğu, kurumlar vergisi tahsilatının ise düştüğü dikkati çekmektedir. Tüketime dayalı olan vergi türlerinden KDV iyi bir performans sergilerken, ÖTV tahsilatı ise sınırlı miktarda artmıştır. ÖTV tahsilatının ayrıntıları incelendiğinde, tütün mamulleri ve motorlu taşıtlar üzerinden yapılan tahsilatların sırasıyla yüzde 19,6 ve yüzde 7 oranında artmasına karşın, toplam ÖTV tahsilatı içinde yüksek paya sahip olan petrol ve doğalgaz ürünleri üzerinden yapılan tahsilatın yüzde 4,2 oranında düştüğü görülmektedir.

2012 yılının Eylül ayında bazı vergi oranlarında gerçekleştirilen artışlar ve baz etkisiyle birlikte pozitif değerler almaya başlayan reel vergi gelirlerindeki yıllık artış oranı 2013 yılının ikinci yarısında yavaşlamaya başlamış ve 2014 yılının ilk çeyreğinde yüzde 1,9 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.1.3). 2013

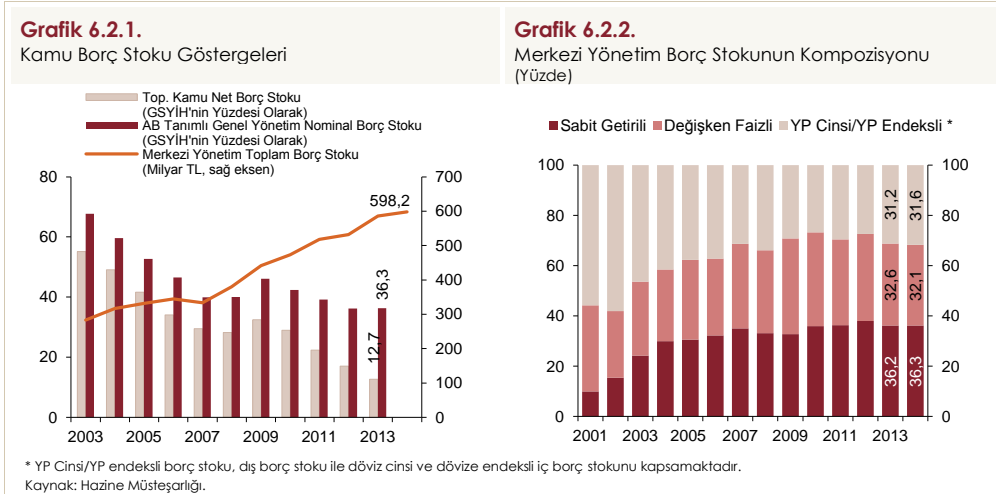
yılında hayata geçirilen vergi düzenlemeleri, iktisadi faaliyetteki görece canlanma ve BOTAŞ ödemelerinin de katkısıyla tüketime dayalı vergilerde belirgin bir hızlanma yaşanmıştır. 2014 yılının ilk çeyreğinde ise dahilde alınan KDV'deki reel artış eğilimi sürerken, ÖTV tahsilatı reel olarak gerilemiştir (Grafik 6.1.4).



6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

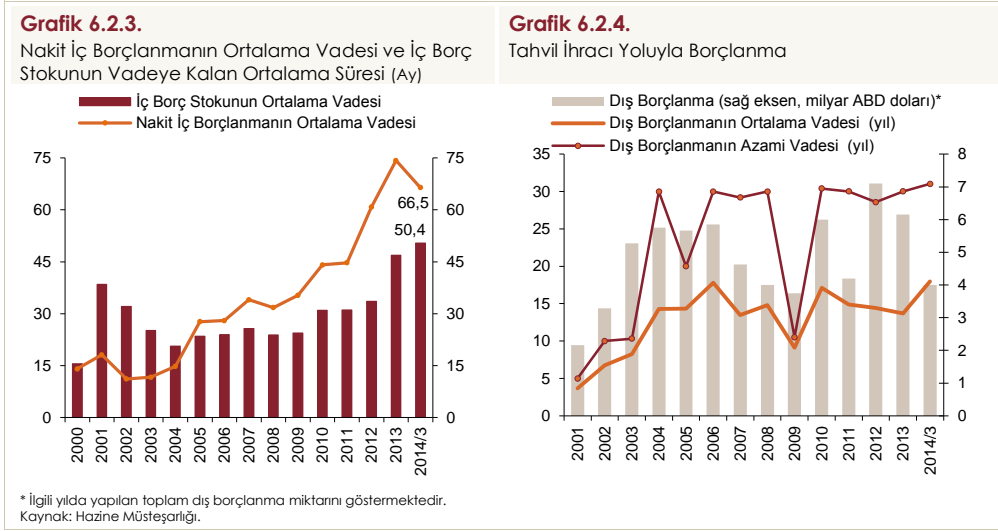
Kamu borç stoku göstergelerinin, 2014 yılının ilk çeyreği itibarıyla olumlu bir görünüm sergilediği görülmektedir. Toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı azalmaya devam etmiş ve borç stokunun ortalama vadesi uzamıştır.

Merkezi yönetim borç stoku, 2014 yılı Mart ayı sonunda 598,2 milyar Türk lirası seviyesindedir (Grafik 6.2.1). Toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı 2013 yılı sonunda bir önceki yıl sonuna göre 4,3 puan azalırken, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı 0,1 puan artmıştır (Grafik 6.2.1).

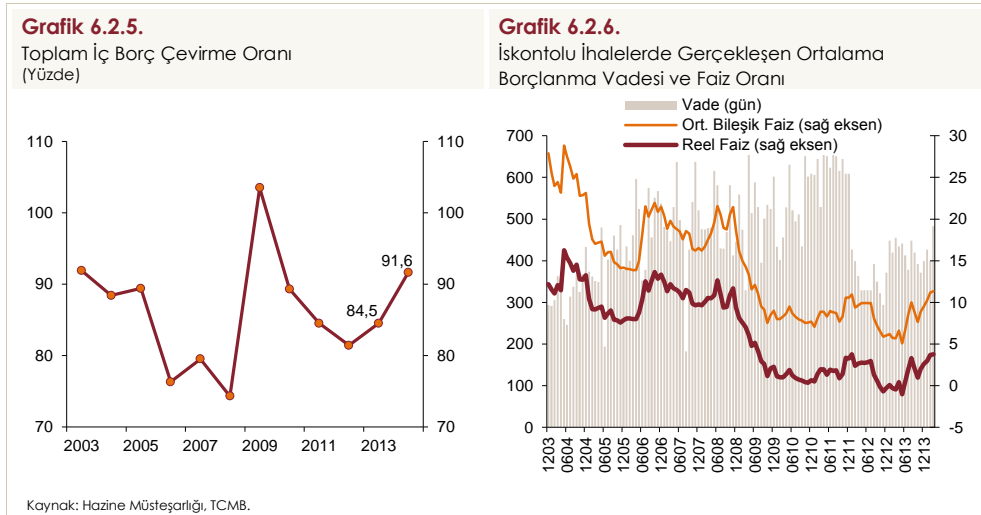


Sabit getirili borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payının, 2013 yılı sonu ile hemen hemen aynı düzede olduğu görülmektedir (Grafik 6.2.2). İç borçlanmanın döviz ve faiz yapısını incelediğimizde ise, 2014 yılının ilk iki ayında sabit faizli borçlanmanın payının bir önceki yılın aynı dönemine göre azaldığı, değişken faizli borçlanmanın payının ise bir miktar arttığı göze çarpmaktadır. Kamu

mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı yüzde 196,5 düzeyindedir. İç borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi bir miktar artarak 50,4 ay olmuştur (Grafik 6.2.3). İlk üç ayda tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı ise 4 milyar ABD doları olup, söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 18 yıl olmuştur (Grafik 6.2.4).



İç borç çevirme oranı, 2014 yılı Şubat ayı sonunda yüzde 91,6 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.5). 2009 yılının başından 2011 yılının başına kadar hızlı bir düşüş eğilimi gösteren iskontolu hazine bonusu ihalelerinde gerçekleşen ortalama reel faiz oranı¹ ise, son dönemdeki küresel finansal dalgalanmalar ve temkinli para politikası duruşu sonucu artmaya devam etmektedir. (Grafik 6.2.6).



¹ Reel faizler, nominal faiz oranlarının (Hazine'nin yaptığı TL cinsi kuponlu senet ihalesinde kabul edilen ortalama yıllık bileşik faiz oranı) gelecek on iki aylık TÜFE beklentisinden (TCMB Beklenti Anketi) arındırılması suretiyle hesaplanmıştır.

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

2014 yılının ilk çeyreğinde, ABD'de nicel genişleme politikalarından kademeli çıkış stratejisinin uygulamaya konması, büyüme performansları da görece zayıf seyreden gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarına yol açmıştır. Türkiye için hesaplanan finansal koşullar endeksi, yılın ilk çeyreğinde finansal koşullarda ciddi bir sıkılaşma olduğunu göstermektedir (Grafik 5.1). Bununla birlikte, Mart ayı sonunda küresel risk iştahının iyileşmesi, iç belirsizliklerin azalması ve Türk lirasındaki değer kaybının tersine dönmeye başlaması sonucu önümüzdeki dönemde finansal koşullardaki sıkılığın bir miktar azalması beklenmektedir.

Enflasyon

Yılın ilk çeyreğinde tüketici enflasyonu yüzde 8,4 oranında gerçekleşerek Ocak Enflasyon Raporu tahminlerinin bir miktar üzerinde kalmıştır. Bu gelişmede Türk lirasında gözlenen değer kaybı etkili olurken döviz kuru geçişkenliğinin görece yüksek olduğu temel mal fiyatları enflasyonundaki artış dikkat çekmektedir. Aynı zamanda hizmet fiyatlarının da yukarı yönlü bir seyir izlemesi sonucu çekirdek enflasyon göstergelerinde yüksek artışlar gözlenmiştir.

Yılın ilk çeyreğinde olumsuz hava koşullarına bağlı arz yönlü kısıtlar, bazı ürünlerin uluslararası fiyatlarındaki artışlar ve Türk lirasındaki değer kaybı nedeniyle gıda fiyatlarının olumsuz seyretilmesi de enflasyonda gözlenen yükselişte etkili olmuştur. Bu olumsuz seyrin taze meyve-sebze grubu dışında kalan tüm alt gruplar geneline yayıldığı gözlenmiştir. Bu gelişmeler dikkate alınarak Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 8 olan 2014 yıl sonu gıda fiyat artış oranı varsayımı bu rapor döneminde yüzde 9'a çıkarılmıştır. Tahmin ufkunun geri kalanında ise gıda fiyat artış oranının yüzde 8'e döneceği varsayılmıştır. Bu güncellenmenin 2014 yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde 0,3 puan yukarı yönlü etkisi olmuştur.

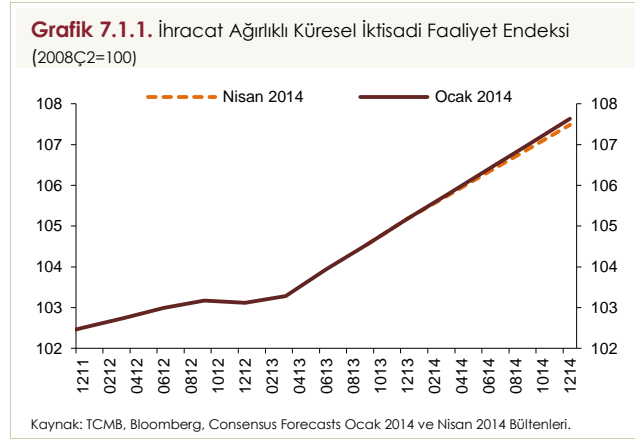
Tablo 7.1.1. Varsayımlardaki Güncellemeler

		Nisan 2014	Ocak 2014
Çıktı Açığı	2013 Ç4	-1,50	-1,50
	2014 Ç1	-1,40	-1,40
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yılsonu Yüzde Değişim)	2014	9,0	8,0
	2015-2016	8,0	8,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2014	0,5	0,0
	2015	0,1	-
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2014	106	105
	2015	102	-
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2014	2,3	2,4
	2015	2,6	-

Talep Koşulları

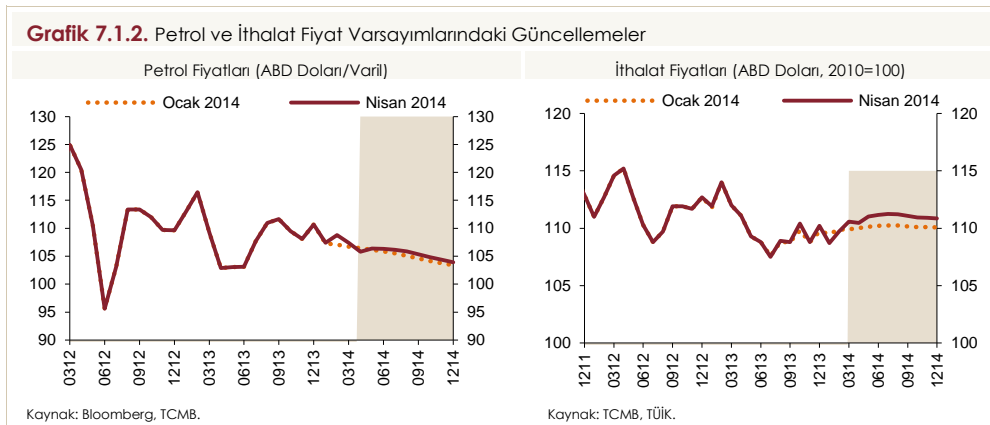
2013 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyet Ocak Enflasyon Raporu'nda belirtilen görünümle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Bu çerçevede 2013 yılı için çıktı açığında bir güncelleme yapılmamıştır (Tablo 7.1.1). Mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler, 2013 yılının ikinci yarısında iktisadi faaliyetin ılımlı bir seyir izlediğine işaret etmektedir. Son çeyrekte nihai yurt içi talepteki artış bir miktar hızlanmış, bu hızlanmada kamu talebindeki artış belirleyici olmuştur. Buna karşın, özel kesim talebi ılımlı seyrini korumuştur. Bu dönemde ihracatın ithalattan dönemlik olarak daha hızlı artması ise, talep bileşenlerindeki dengelenmeyi olumlu yönde etkilemiştir.

2014 yılı ilk çeyreğine ilişkin öncü göstergeler özel kesim talebinin zayıfladığına işaret etmektedir. Yılın ilk yarısında yurt içi belirsizlikler ve finansal koşullardaki sıkışma nedeniyle yurt içi talebin zayıf bir seyir izlemesi, diğer yandan net ihracat ve kamu kesimi talebinin yurt içi iktisadi faaliyeti desteklemesi beklenmektedir. Dış talebe ilişkin göstergeler incelendiğinde, ihracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksinde bir önceki Rapor dönemine kıyasla önemli bir değişiklik gözlenmediği ancak iyileşme beklentisinin sürdürüğü görülmektedir (Grafik 7.1.1).



İthalat Fiyatları

Yılın ilk çeyreğinde petrol ve ithalat fiyatları Ocak Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerle büyük oranda uyumlu gerçekleşmiştir (Grafik 7.1.2). Bununla beraber, 2014 yılı ortalama petrol fiyatı ve ithalat fiyat artışı varsayımı sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Bu güncellenmenin 2014 yılı sonu enflasyon tahminine etkisi yaklaşık 0,1 puan yukarı yönlü olmuştur.



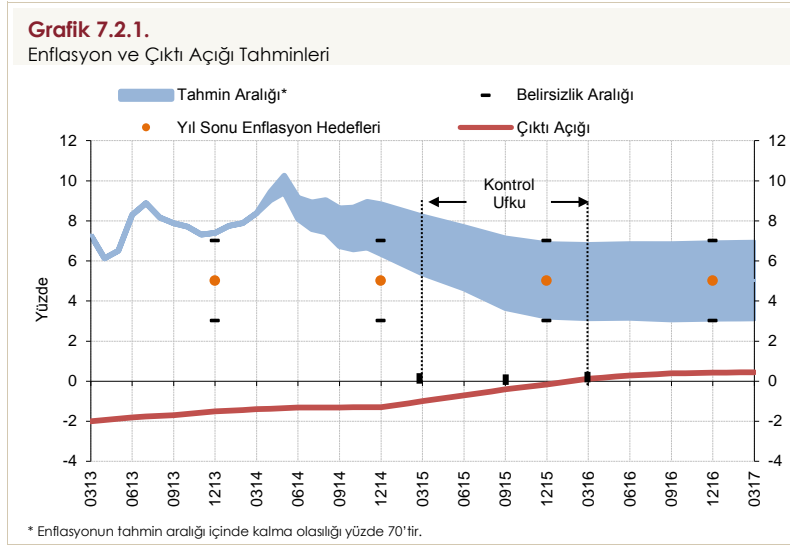
Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. Dolayısıyla, yılsonu enflasyon tahmininde maliye politikasından kaynaklanan bir güncelleme yapılmamıştır.

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 enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve risk primi göstergelerinde gözlenen iyileşmenin devam edeceği varsayılmıştır. Ayrıca, alınan makroihtiyati tedbirlerin de katkısı ile yıllık kredi büyüme oranının 2014 yılının sonuna doğru yüzde 15 düzeyine yakınsayacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2014 yılı sonunda yüzde 6,4 ile yüzde 8,8 aralığında (orta noktası yüzde 7,6), 2015 yılı sonunda ise yüzde 3,2 ile yüzde 6,8 aralığında (orta noktası yüzde 5,0) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

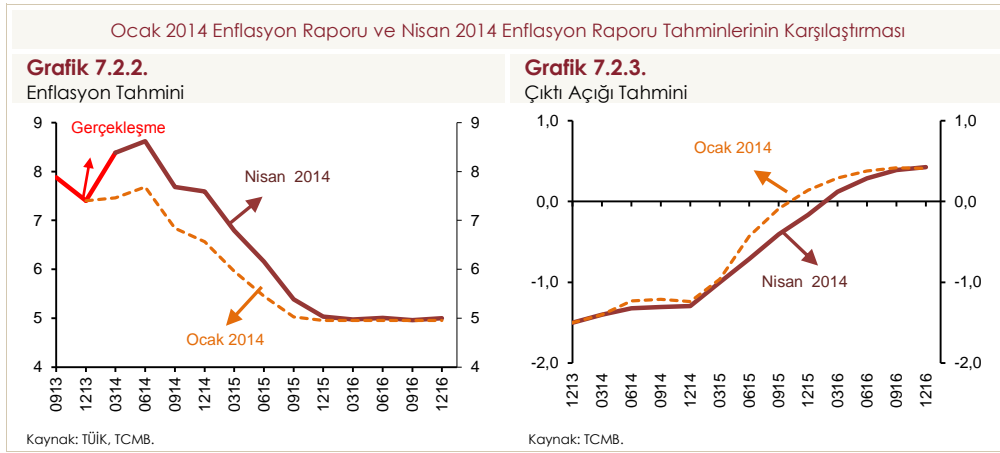


Yıllık enflasyonun gıda fiyatlarındaki artışlar ve Türk lirasında yaşanan değer kaybının gecikmeli etkilerine bağlı olarak bir süre daha yüksek seyredeceği ve yıl sonunda yüzde 5 hedefinin belirgin bir şekilde üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Döviz kurundan kaynaklanan maliyet baskılarının azalması, parasal sıkılaştırmanın enflasyon üzerindeki olumlu etkisinin belirli bir gecikme ile ortaya çıkması ve özel kesim talep koşullarındaki zayıflığın etkisiyle enflasyonun yılın ikinci yarısından itibaren düşmeye başlayacağı ve yıl sonunda yüzde 7,6 düzeyine ineceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1).

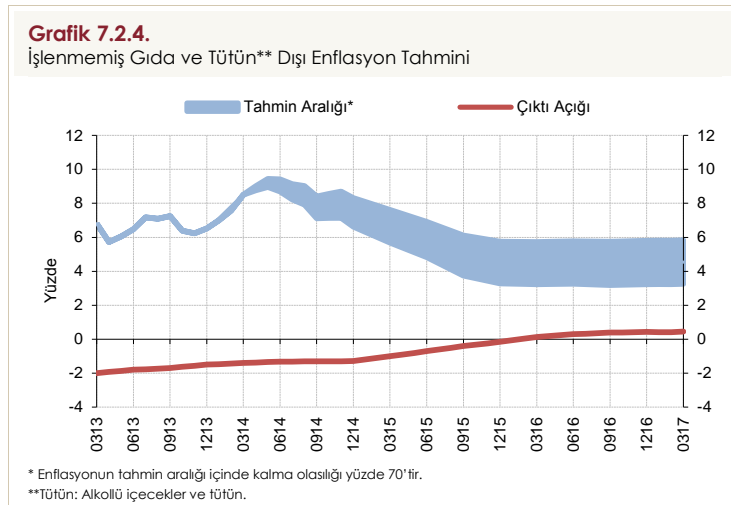
Ocak Enflasyon Raporu'na göre 2014 yıl sonu enflasyon tahmini 1 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu güncellenmenin 0,3 puanı Türk lirasının öngörülenden fazla değer kaybetmesinden, 0,1 puanı ise 2014 yılı ithalat ve petrol fiyatları varsayımındaki sınırlı yükselişten kaynaklanmıştır. Gıda fiyat

artışlarına dair varsayımın yukarı yönlü güncellenmesi de yıl sonu tahmininde 0,3 puanlık bir artışa neden olmuştur. Bir önceki Rapor dönemine göre fiyatlama davranışında gözlenen bozulmanın da enflasyonun ana eğilimini etkilemek suretiyle yıl sonu enflasyona yaklaşık 0,3 puan yükseltici yönde etki yapması beklenmektedir.

Grafik 7.2.3'de çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme sunulmaktadır. 2013 yılı ikinci yarısına ait çıktı açığı tahminlerinde bir değişiklik yapılmamıştır. Öncü göstergeler özel kesim nihai yurt içi talebinin zayıfladığına işaret etmektedir. Bunun yanı sıra, finansal koşulların da bir önceki Rapor dönemine göre belirgin ölçüde sıklaştığı görülmektedir. Bu doğrultuda, kısa vadede yurt içi talep koşullarının enflasyon üzerindeki sınırlayıcı etkisinin bir miktar artması beklenmektedir. Bu görünümle uyumlu olarak, 2014 yılı ikinci çeyreğinden itibaren çıktı açığı tahminleri sınırlı 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 tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2014 yılı ikinci yarısından 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 bir önceki Rapor dönemine göre yükselmiş olması beklentilerin ve fiyatlama davranışının yakından takip edilmesini gerekli kılmaktadır.

Tablo 7.2.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2014 Yıl Sonu	7,6	8,1	5,0
12 Ay Sonrası	6,6	7,2	5,0
24 Ay Sonrası	5,0	6,6	5,0

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

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.	Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Akımlar	1
Grafik 1.2.	Seçilmiş GOÜ ve Türkiye CDS Gelişmeleri	1
Grafik 1.1.1.	TCMB Faizleri ve BIST Bankalararası Gecelik Repo Faizleri (Yüzde)	2
Grafik 1.1.2.	TCMB Fonlaması	2
Grafik 1.1.3.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri	3
Grafik 1.1.4.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 ay vadeli)	3
Grafik 1.1.5.	Gefiri Eğrisi	4
Grafik 1.1.6.	Gösterge Faiz ve EMBI+ Türkiye	4
Grafik 1.1.7.	Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	4
Grafik 1.1.8.	Ticari Kredilerin Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	4
Grafik 1.1.9.	Finansal Koşullar Endeksi	5
Grafik 1.1.10.	Finansal Koşullar Endeksine Katkılar	5
Grafik 1.2.1.	Ocak 2014 Enflasyon Tahminleri ve Gerçekleşmeler	5
Grafik 1.2.2.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon İçin Ocak 2014 Tahminleri ve Gerçekleşmeler	5
Grafik 1.2.3.	TÜFE ve Temel Enflasyon Göstergeleri	6
Grafik 1.2.4.	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	6
Grafik 1.2.5.	GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep	7
Grafik 1.2.6.	İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri	7
Grafik 1.2.7.	Cari İşlemler Dengesi	7
Grafik 1.2.8.	Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi	7
Grafik 1.2.9.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	8
Grafik 1.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	9

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1.	Küresel Büyüme Oranları	14
Grafik 2.1.2.	Küresel Büyüme Oranları	14
Grafik 2.1.3.	Markit Küresel PMI Endeksleri	14
Grafik 2.1.4.	İmalat Sanayi PMI Endeksleri	14
Grafik 2.2.1.	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	15
Grafik 2.2.2.	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	15
Grafik 2.2.3.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	16
Grafik 2.2.4.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	16
Grafik 2.3.1.	Küresel Risk İştahı Endeksleri	17
Grafik 2.3.2.	ABD Politika Faizi Vadeli İşlem Oranları	17
Grafik 2.3.3.	Bölgesel EMBI+ Gelişmeleri	18
Grafik 2.3.4.	Gelişmekte Olan Ülkeler Haftalık Fon Akımları	18
Grafik 2.4.1.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2012 – Nisan 2014	19
Grafik 2.4.2.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2012 - Nisan 2014	19
Grafik 2.4.3.	ABD 10 yıl Vadeli Hazine Tahvil Getirisi	19
Grafik 2.4.4.	Gelişmiş Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti	20
Grafik 2.4.5.	Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti	20

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.	Gruplar İtibarıyla TÜFE	21
Grafik 3.2.	Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı	21
Grafik 3.1.1.	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	22
Grafik 3.1.2.	Temel Mal Fiyatları	22
Grafik 3.1.3.	Temel Mal Fiyatları	22
Grafik 3.1.4.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	23
Grafik 3.1.5.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	23
Grafik 3.1.6.	Yemek Hizmetleri ve Gıda Fiyatları	24
Grafik 3.1.7.	Diğer Hizmetler ve Döviz Kuru Sepeti	24
Grafik 3.1.8.	Hizmet Fiyatları	24
Grafik 3.1.9.	Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	24
Grafik 3.1.10.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	25
Grafik 3.1.11.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	25

Grafik 3.1.12.	TÜFE ve H Yayılım Endeksleri	25
Grafik 3.1.13.	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM ve FCORE	25
Grafik 3.2.1.	Gıda Fiyatları	26
Grafik 3.2.2.	İşlenmemiş Gıda Fiyatları	26
Grafik 3.2.3.	İşlenmiş Gıda Fiyatları	26
Grafik 3.2.4.	Yağış Miktarı	26
Grafik 3.3.1.	Yurt İçi Üretici ve Tüketici Fiyatları	27
Grafik 3.3.2.	İmalat Fiyatları	27
Grafik 3.3.3.	ABD Dolan ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	28
Grafik 3.3.4.	Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	28
Grafik 3.4.1.	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	28
Grafik 3.4.2.	Enflasyon Beklentileri Eğrisi	28
Grafik 3.4.3.	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	29
Grafik 3.4.4.	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	29
4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ		
Grafik 4.1.1.	GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep	32
Grafik 4.1.2.	Kamu ve Özel Kesim Talebi	32
Grafik 4.1.3.	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	32
Grafik 4.1.4.	Tüketim Malları İthalatı Miktar Endeksi Alt Kalemleri	32
Grafik 4.1.5.	Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	33
Grafik 4.1.6.	Metalik Olmayan Mineral Maddeler Üretim ve İthalatı	33
Grafik 4.1.7.	Tüketim Malları Üreten Sektörlerde Kayıtlı İç Piyasa Siparişleri ve Gelecek Üç Ay İç Piyasa Sipariş Beklentileri	33
Grafik 4.1.8.	Yatırım Malları Üreten Sektörlerde Kayıtlı İç Piyasa Siparişleri ve Gelecek Üç Ay İç Piyasa Sipariş Beklentileri	33
Grafik 4.1.9.	İYA Yatırım ve İstihdam Beklentisi	34
Grafik 4.1.10.	CNBC-e ve TÜİK-TCMB Tüketici Güven Endeksleri	34
Grafik 4.2.1.	Net İhracatın Yıllık Büyümeye Katkısı	34
Grafik 4.2.2.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	34
Grafik 4.2.3.	İhracat Miktar Endeksleri	35
Grafik 4.2.4.	İthalat Miktar Endeksleri	35
Grafik 4.2.5.	Cari İşlemler Dengesi	36
Grafik 4.2.6.	Cari İşlemler Dengesi	36
Grafik 4.3.1.	İşsizlik Oranları	36
Grafik 4.3.2.	Tarım Dışı İşsizlik Oranına Katkıları (Üç aylık)	36
Grafik 4.3.3.	Hizmet ve İnşaat Sektörleri İstihdamı	37
Grafik 4.3.4.	Tarım Dışı İstihdam	37
Grafik 4.3.5.	Sanayi İstihdamı ve Üretimi	37
Grafik 4.3.6.	Toplam İstihdam Beklentisi ve PMI İstihdam Endeksi	37
Grafik 4.3.7.	Hanehalkı Yurt İçi Tüketimi* ve Reel Ücret Ödemeleri	38
Grafik 4.3.8.	Reel Birim Ücret	38
5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK		
Grafik 5.1.	Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi	45
Grafik 5.2.	Finansal Koşullar Endeksine Katkıları	45
Grafik 5.1.1.	Bölgesel EMBI Endeksleri	46
Grafik 5.1.2.	EMBI Global Değişimleri	46
Grafik 5.1.3.	Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri	47
Grafik 5.1.4.	Türkiye'deki Portföy Hareketleri	47
Grafik 5.1.5.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Dolan Karşısında Değeri	47
Grafik 5.1.6.	Kur Sepeti ve Ülke Risk Primi	47
Grafik 5.1.7.	Gelişmekte olan Ülke Para Birimleri ABD Dolan Karşısında Yüzde Değişimleri	48
Grafik 5.1.8.	Gelişmekte olan Ülke Para Birimleri ABD Dolan Karşısında Yüzde Değişimleri	48
Grafik 5.1.9.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli)	48
Grafik 5.1.10.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (12 Ay Vadeli)	48
Grafik 5.1.11.	Döviz Satışı ve Doğrudan Döviz Müdahaleleri	49
Grafik 5.1.12.	TCMB Fonlaması	50
Grafik 5.1.13.	TCMB Faizleri ve BIST Bankalararası Gecelik Repo Faizleri	50
Grafik 5.1.14.	Bankaların Döviz İmkânını Kullanma Oranları (Yüzde)	51

Grafik 5.1.15.	Bankaların Altın İmkânını Kullanma Oranları (Yüzde)	51
Grafik 5.1.16.	TCMB Döviz Rezervleri	51
Grafik 5.1.17.	Finansal Olmayan Şirketlerin YP Kredi/ İhracat Oranına göre Dağılımı	51
Grafik 5.1.18.	Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri	52
Grafik 5.1.19.	Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri	52
Grafik 5.1.20.	2014 Yılı 1. Çeyrekte Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim	52
Grafik 5.1.21.	2014 Yılı 1. Çeyrekte Altı Ay Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim	52
Grafik 5.1.22.	BİST Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik Faiz Beklentisi	53
Grafik 5.1.23.	Enflasyon Beklenti Eğrisi	53
Grafik 5.1.24.	Getiri Eğrisi	53
Grafik 5.1.25.	Gösterge Faiz ve EMBI+ Türkiye	53
Grafik 5.1.26.	Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi	54
Grafik 5.1.27.	İki Yıllık Reel Faizler	54
Grafik 5.1.28.	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	54
Grafik 5.1.29.	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	54
Grafik 5.1.30.	TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi	55
Grafik 5.1.31.	Bankalarca Yurt İçinde İhraç Edilen Tahvil ve Bonoların Birincil Piyasa Faiz Oranları	55
Grafik 5.2.1.	Yurt İçi Kredi Stoku ve Net Kredi Kullanımı	55
Grafik 5.2.2.	Firmaların Yurt Dışından Sağladığı Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı	55
Grafik 5.2.3.	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	56
Grafik 5.2.4.	Kredilerin Çeyreklik Büyüme Hızları	56
Grafik 5.2.5.	Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	57
Grafik 5.2.6.	Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları	57
Grafik 5.2.7.	Ticari Kredilerin Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	57
Grafik 5.2.8.	TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları	57
Grafik 5.2.9.	Kredi ve Mevduat Büyümesi	58
Grafik 5.2.10.	M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri	59
Grafik 5.2.11.	Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları	59
6. KAMU MALİYESİ		
Grafik 6.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Açığı	69
Grafik 6.2.	AB Tanımlı Kamu Borç Stoku	69
Grafik 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri	70
Grafik 6.1.2.	Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar	70
Grafik 6.1.3.	Reel Vergi Gelirleri	72
Grafik 6.1.4.	Reel KDV ve ÖTV Gelirleri	72
Grafik 6.2.1.	Kamu Borç Stoku Göstergeleri	72
Grafik 6.2.2.	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu	72
Grafik 6.2.3.	Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi	73
Grafik 6.2.4.	Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma	73
Grafik 6.2.5.	Toplam İç Borç Çevirme Oranı	73
Grafik 6.2.6.	İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadesi ve Faiz Oranı	73
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER		
Grafik 7.1.1.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi (2008Ç2=100)	76
Grafik 7.1.2.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	76
Grafik 7.2.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	77
Grafik 7.2.2.	Enflasyon Tahmini	78
Grafik 7.2.3.	Çıktı Açığı Tahmini	78
Grafik 7.2.4.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün	78

Tablolar

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER		
Tablo 2.1.1.	2014 ve 2015 Yıl Sonuna İlişkin Büyüme Tahminleri	15
Tablo 2.2.1.	2014 ve 2015 Yıl Sonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri	17
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ		
Tablo 3.1.1.	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	23
Tablo 3.3.1.	Yİ-ÜFE ve Alt Kalemler	27
6. KAMU MALİYESİ		
Tablo 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	70
Tablo 6.1.2.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	71
Tablo 6.1.3.	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	71
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER		
Tablo 7.1.1.	Varsayımlardaki Güncellemeler	75
Tablo 7.2.1.	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	79

Son Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2014-I

- 3.1. Baz Etkilerinin 2014 Yılı Tüketici Enflasyonuna Yansımaları
- 4.1. Özel Sektör Makine-Teçhizat Yatırımlarının Belirleyicileri
- 4.2. Kurulan Şirket Sayıları ve İş Döngüleri
- 4.3. Karşılama Oranını Etkileyen Faktörler
- 4.4. Türkiye'de İhracatın Gelir ve Fiyat Esnekliklerine Bir Bakış: Bölgesel Farklılıkların Önemi
- 5.1. BDDK Tedbirleri
- 6.1. Yapısal Bütçe Dengesi ve Mali Duruş
- 7.1. 2013 Yılı Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları

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 İlimlaştırılmada Makro-İhtiyati 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 Arındırılmış Cari Açık
- 4.3. Tarım Dışı Sektörde Ortalama Çalışılan Saat
- 4.4. Türkiye'de Göreli 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 Eşiği
- 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

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
EPDK	Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research
Fed	Amerikan Merkez Bankası
FKE	Finansal Koşullar Endeksi
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
BIST	Borsa İstanbul
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KMH	Kredili Mevduat Hesabı
KOBİ	Küçük ve Orta Bütçeli İşletmeler
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
VIX	Oynaklık Endeksi
YP	Yabancı Para
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
KFP	Kapsanmamış Faiz Paritesi

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		