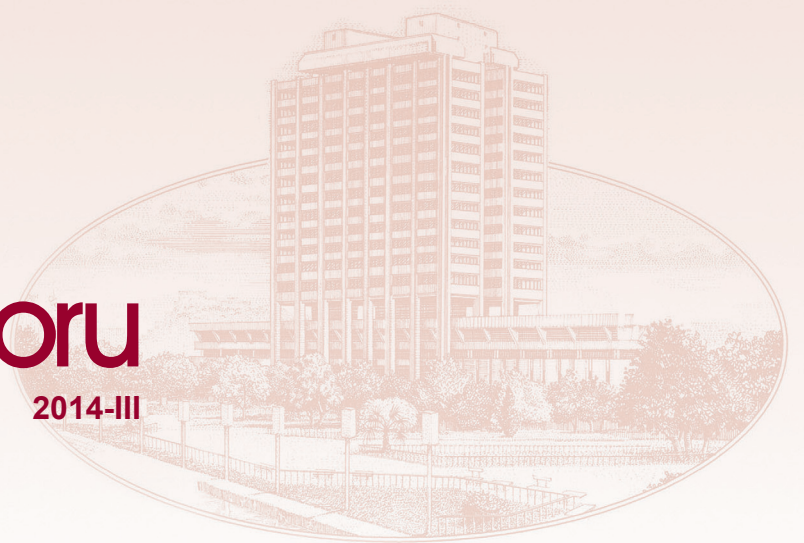


enflasyon raporu

2014-III



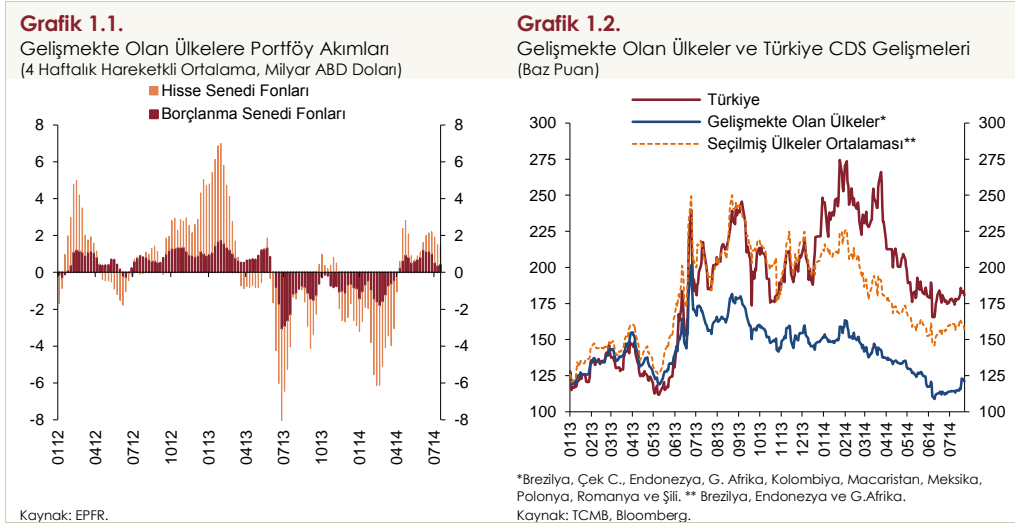
İçindekiler

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar	1
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	4
1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü	8
1.4. Riskler ve Para Politikası	9
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	11
2.1. Küresel Büyüme	11
2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon	13
2.3. Finansal Koşullar, Risk Göstergeleri ve Sermaye Akımları	15
2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	16
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	19
3.1. Temel Enflasyon Görünümü	20
3.2. Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları	23
3.3. Yurt İçi Üretici Fiyatları	26
3.4. Beklentiler	27
4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ	33
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	33
4.2. Dış Talep	36
4.3. Emek Piyasası	39
5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	49
5.1. Finansal Piyasalar	49
5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler	58
6. KAMU MALİYESİ	79
6.1. Bütçe Gelişmeleri	79
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	82
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	85
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	85
7.2. Orta Vadeli Görünüm	87
KUTULAR	
Kutu 3.1. Türkiye'de Enflasyonun İş Çevrimlerine Duyarlılığı	29
Kutu 4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Verilerini Mevsimsellikten Arındırma: Doğrudan ve Dolaylı Yaklaşım	42
Kutu 4.2. Türkiye Dış Ticaretinde Reel ve Cari Dengelenme	45
Kutu 5.1. Kredi Büyümesi ve Cari Denge	63
Kutu 5.2. Türkiye'de Tüketici ve Ticari Kredilerin Cari Açıkla İlişkisi	66
Kutu 5.3. Bankacılık Sistemi TL Fonlama İhtiyacı Alt Bileşenleri ve TL Kredi İlişkisi	70
Kutu 5.4. Türkiye'de Firmaların Krediyeye Erişimi: Anket Sonuçlarına Dayalı Bir İnceleme	74

1. Genel Değerlendirme

2014 yılının ikinci çeyreğinde, uzun süren küresel belirsizlikler sonrasında, finansal oynaklıklar azalmış ve likidite koşullarında iyileşmeler yaşanmıştır. Söz konusu dönemde risk iştahının olumlu seyrettiği ve gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarındaki zayıflama eğiliminin tersine döndüğü gözlenmiştir (Grafik 1.1). Yakın dönemde, Amerika Merkez Bankası (Fed)'nin destekleyici politikalarına uzun süre devam edeceğini açıklaması ve uzun vadeli faiz beklentilerini düşürmesi, ayrıca Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin politika faiz oranlarını indirmesi ve yeni bir nicel genişleme programını duyurması küresel likidite koşullarında iyileştirici yönde etki yapan önemli faktörler olmuştur. İlimli seyrete devam eden küresel büyüme görünümünün ve risk iştahındaki olumlu seyrin önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını desteklemeye devam edeceği değerlendirilmektedir.

Türkiye'ye yönelik bozulan risk algıları, Ocak ayındaki güçlü ve önden yüklemeli parasal sıkılaştırma sonrasında olumlu yönde gelişmeye başlamış, iç ve dış belirsizliklerdeki azalışlar sonucunda risk primi göstergelerinde ikinci çeyrekte kayda değer bir iyileşme yaşanmıştır (Grafik 1.2). Yılın ilk yarısında iktisadi faaliyet ılımlı büyüme eğilimini korurken, net ihracat artışı büyümeye olumlu katkı vermiştir. Bu çerçevede, cari işlemler açığında önemli bir iyileşme yaşanmıştır. Enflasyon üzerinde gözlenen kur etkisi ikinci çeyrekte azalmaya başlamış ve temel enflasyon eğilimlerinde iyileşmeler gözlenmiştir. Makroekonomik dengelerde gözlenen bu iyileşmelerin; para politikasındaki sıkı duruşun, makroihtiyati önlemlerin ve yurt dışı talepteki toparlanmanın katkıları ile yılın ikinci yarısında devam edeceği değerlendirilmektedir.



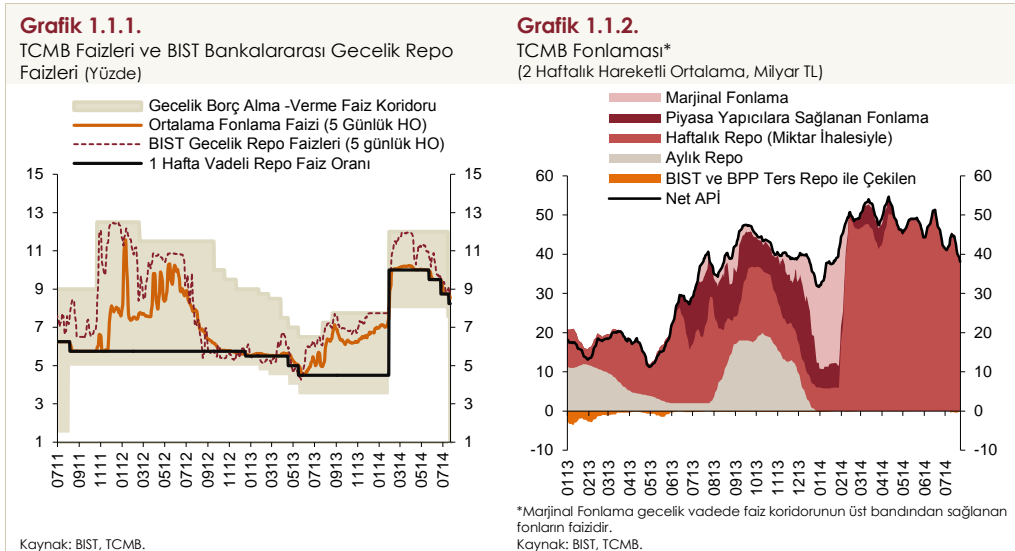
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar

2013 yılı sonu ve 2014 yılı başlarında iç ve dış piyasalardaki belirsizliklerin önemli ölçüde artmasıyla Türkiye'nin risk primi göstergelerinde artışlar gözlenmiştir. Bu süreçte Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla daha fazla değer kaybederek bir miktar aşmıştır (Grafik 1.2 ve Grafik 1.1.5). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (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 Para Politikası Kurulu (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 ihalesi ile sağlanmaya başlamıştır (Grafik 1.1.2).

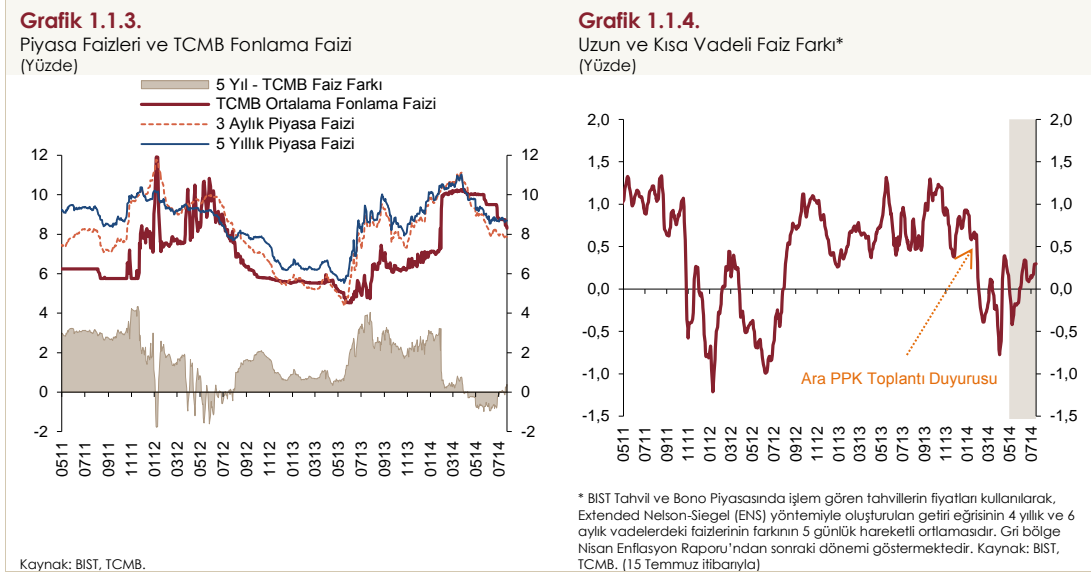
Nisan Enflasyon Raporu'ndan bu döneme kadarki zaman diliminde 28 Ocak tarihinde yapılan güçlü ve önden yüklemeli parasal sıkılaştırmaya sebep olan şartlar önemli miktarda iyileşmiştir. Bu iyileşmede azalan iç ve dış belirsizliklerin yanında yakın zamanda Fed'in ve ECB'nin aldığı kararlar önemli olmuştur. Fed Haziran ayı açıklamasında düşük faiz politikasının orta vadede sürdürüleceğini belirtmiştir. Buna ek olarak Fed kurul üyeleri uzun vadeli faiz beklentilerini yüzde 4'ten yüzde 3,75'e düşürmüştür. Aynı dönemde, ECB borçlanma faiz oranını negatif seviyeye indirmiş ve Eylül ayından itibaren başlayacağı yeni bir nicel genişleme programını duyurmuştur. Bu gelişmeler küresel likidite koşullarında iyileşmeye yol açmış ve gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları bir miktar toparlanma göstermiştir. Öte yandan, finansal göstergelerdeki gelişmelere ek olarak enflasyon eğiliminde ilk çeyrekte yaşanan bozulma durmuş ve gıda hariç enflasyon eğiliminde son aylarda önemli bir iyileşme gözlenmiştir.

28 Ocak'ta yapılan sıkılaştırmanın güçlü ve önden yüklemeli olması, sıkılaştırma sonrasında geçen süreçte risk primlerinin düşmesi, küresel likidite koşullarının iyileşmesi, enflasyon eğiliminin düzelmesi ve döviz kurunun enflasyon üzerindeki birikimli etkilerinin azalmaya başlamasına bağlı olarak TCMB son dönemde ölçülü oranlarda faiz indirimlerine gitmiştir. İlk olarak Nisan ayında, geç likidite penceresi borç verme faiz oranı yüzde 15'ten yüzde 13,5'e indirilmiştir. Sonrasında, Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı sırasıyla 50, 75 ve 50'şer baz puan düşürülmüştür. (Grafik 1.1.1).

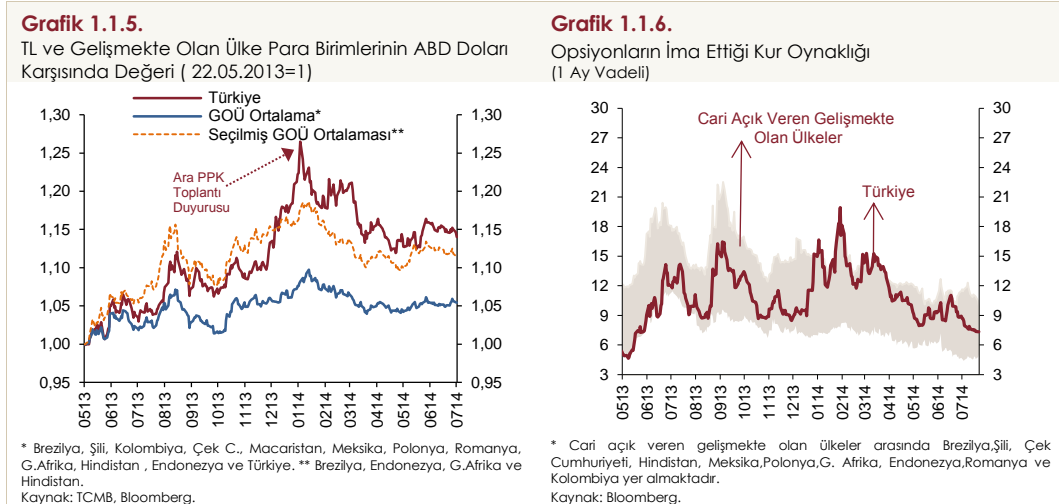


Yapılan faiz indirimlerine karşın para politikası sıkı duruşunu sürdürmektedir. Son dönemde gerek risk göstergelerinin iyileşmesi gerekse küresel likiditenin artmasına bağlı olarak uzun vadeli faizlerde düşüşler gözlenmiştir. Uzun vadeli faizler ile TCMB fonlama faizi arasındaki fark ise sifıra yakın seyretmeye devam etmektedir (Grafik 1.1.3). Benzer bir şekilde uzun ve kısa vadeli piyasa faizleri arasındaki fark

geçmiş yıllar ortalamasının oldukça altında seyretmektedir (Grafik 1.1.4). Mevcut durumdaki bu göstergelerin para politikasındaki sıkı duruşu ifade ettiği değerlendirilmektedir.

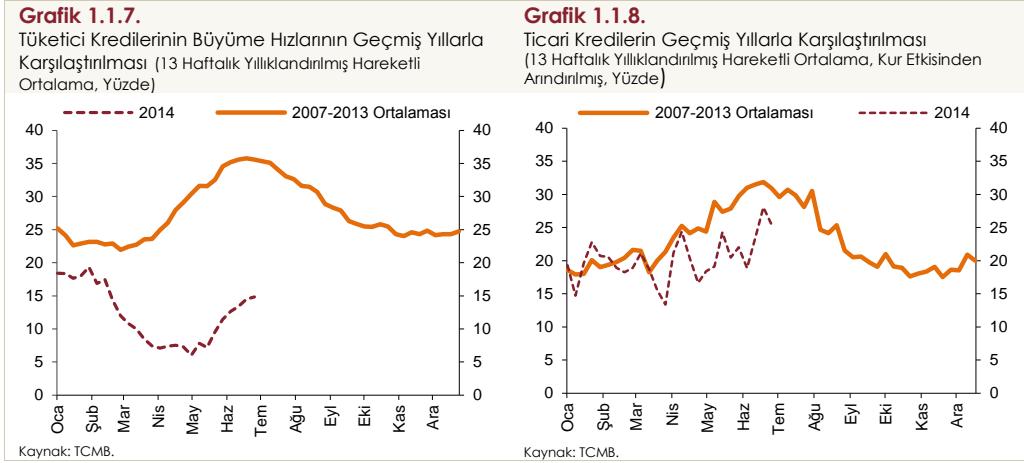


Küresel finansal belirsizliklerin arttığı 2013 Mayıs'tan 2014 yılı başına kadar geçen dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere birlikte Türk lirasında değer kayıpları ve ima edilen kur oynaklıklarında artışlar yaşanmıştır. 2014 Ocak ayı sonundaki güçlü para politikası sıkılaşması sonrasında risk algısında iyileşme gerçekleşmiş, Türk lirasındaki değer kaybının bir kısmı geri alınmış ve ima edilen oynaklıkta düşüş gözlenmiştir. Yakın dönemde ise iç ve dış belirsizliklerin azalması, gelişmiş ülke merkez bankalarının destekleyici para politikalarının devamına dair açıklamaları ve para politikasındaki sıkı duruş ile Türk lirasındaki oynaklığın benzer ülkelere kıyasla daha çok azaldığı gözlenmektedir (Grafik 1.1.5 ve Grafik 1.1.6).

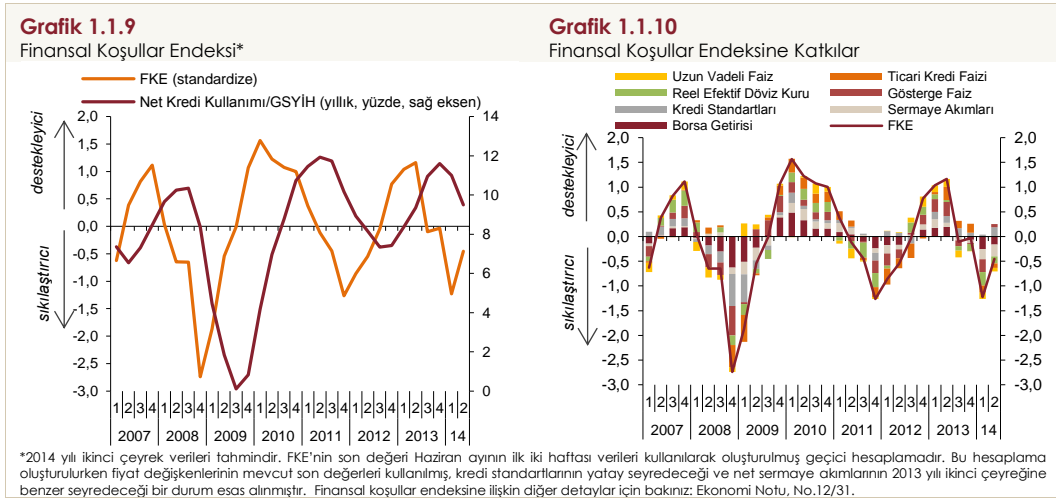


Son dönemdeki piyasa koşullarındaki iyileşme sonucunda bankacılık sektörünün fonlama maliyetleri azalmış, bu azalış hem tüketici hem de ticari kredi faizi oranlarına yansımıştır. Öte yandan, kredi faizlerindeki azalışa karşın Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nın aldığı makro ihtiyati kararların da etkisi ile tüketici kredilerinin ve kredi kartı borçlanmalarının büyüme hızları geçmiş

yılların ortalamasının oldukça altında seyretmeye devam etmiştir (Grafik 1.1.7). Ticari kredilerin büyüme hızında geçmiş yıllara kıyasla bir miktar düşüş gözlemlense de tüketici kredilerindeki düşüşe göre oldukça sınırlıdır (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.



Bu gelişmeler çerçevesinde, TCMB tarafından hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi (FKE) 2014 yılının ikinci çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu'nda verilen tahmin doğrultusunda gerçekleşmiş ve finansal koşullardaki sıkılaşıma hafiflemiştir (Grafik 1.1.9). Özellikle, sermaye akımlarında ve hisse senedi piyasasındaki toparlanma finansal koşullara pozitif yönde etki etmektedir (Grafik 1.1.10).

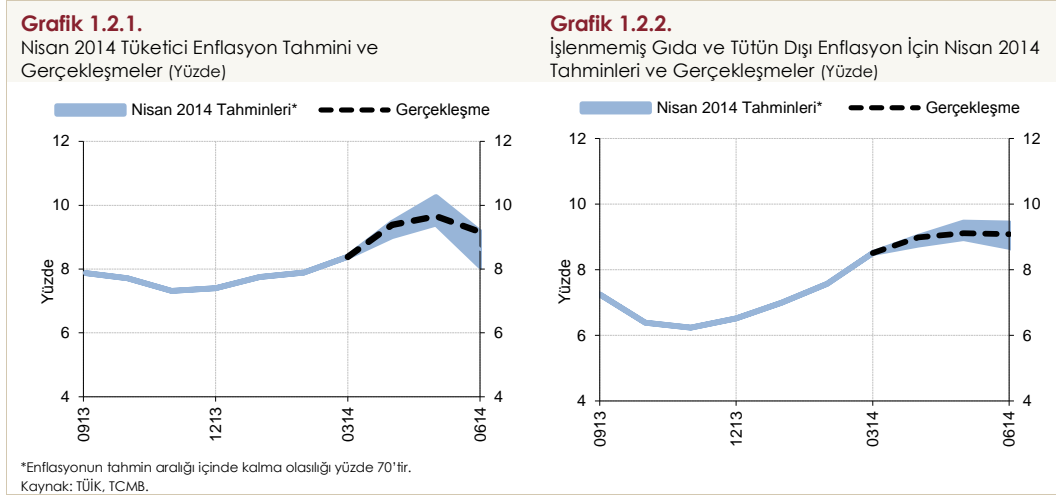


1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

2014 yılının ikinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 0,8 puan artarak yüzde 9,16 oranına yükselirken işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon yüzde 9,09 ile Nisan Enflasyon Raporu ile uyumlu gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1 ve 1.2.2). Yılın ikinci çeyreğinde enflasyonda kaydedilen yükselişin temel belirleyicileri gıda ve temel mal fiyatları olmuştur. Gıda fiyatlarında özellikle arz şokları sonucunda endeks tarihinin en olumsuz ikinci çeyreği yaşanmıştır. Temel mallar grubunda bu çeyrekte

dayanıklı tüketim malları fiyatları gerilerken döviz kuru geçişkenliğinin daha gecikmeli gözlemlendiği alt kalemlerde yükseliş eğilimi sürmüştür. Hizmet grubunda ise ana eğilim görece yüksek seviyesini korumuştur. 2013 yılının ikinci yarısından itibaren Türk lirasında kaydedilen değer kaybının yıllık enflasyon üzerindeki etkisi bu çeyrekle birlikte en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Böylece çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonundaki yükselişi sona ermiştir.



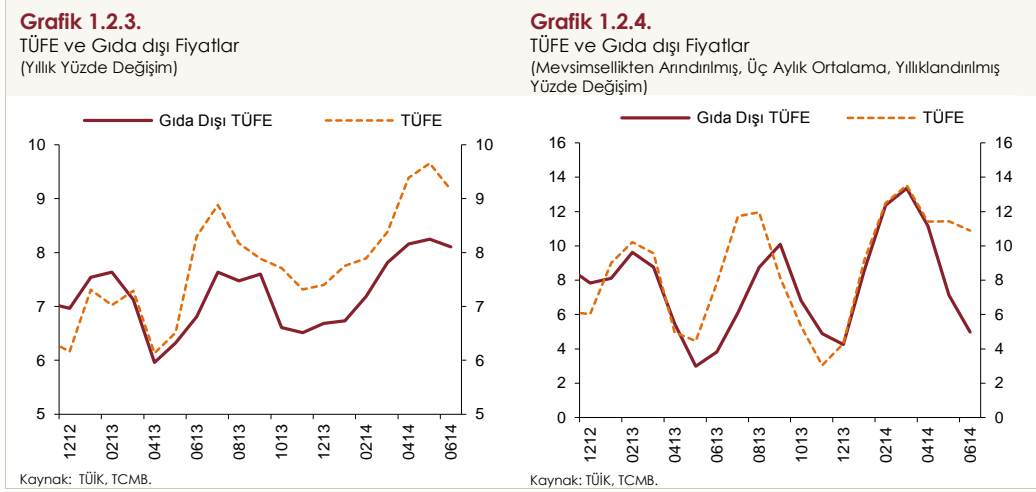
Yılın ikinci çeyreğinde çekirdek enflasyon göstergelerindeki artış eğilimi yavaşlamış ve yayılım endekslerinde düşüş gözlemlenmiştir. Bu dönemde ABD doları cinsinden ithalat fiyatları yatay seyrederken, Türk lirasındaki güçlenmenin de etkisiyle, gıda ürünleri dışında kalan maliyet unsurları ılımlı bir seyir izlemiştir. Dolayısıyla hem enflasyonun ana eğilimine hem de fiyatlama davranışlarına ilişkin göstergelerde ilk çeyreğe kıyasla bir iyileşme kaydedilmiştir.

Enflasyon görünümü, iktisadi faaliyet, döviz kurları ve gıda fiyatlarının seyrine göre şekillenecektir. Önümüzdeki dönemde tüketici enflasyonunun aşağı yönlü bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir. Gerek fiyatlama davranışlarındaki kısmi iyileşmenin gerekse özel kesim nihai yurt içi talebinde öngörülen ılımlı seyrin tüketici enflasyonundaki düşüşü destekleyeceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, sıkı para politikası duruşuna bağlı olarak enflasyon beklentilerinin de kontrol altında tutulacağı öngörülmektedir.

Son dönemde enflasyonun düşüş hızını sınırlayan temel faktör gıda fiyatlarındaki yüksek seyir olmuştur. Gıda fiyatlarında hem olumsuz arz şokları hem de döviz kurunun yansımalarıyla belirgin bir artış eğilimi gözlemlenmiştir. Bu bağlamda 2013 yılının ikinci yarısından itibaren TÜFE ile gıda dışı TÜFE'nin yıllık enflasyonlarında kayda değer bir farklılaşma olmuştur (Grafik 1.2.3). Son aylarda arz yönlü faktörler nedeniyle, mevsimsellikten arındırılmış artış eğilimleri dikkate alındığında, bu farklılaşma daha belirgin hale gelmektedir. (Grafik 1.2.4). Dolayısıyla, büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışında olan gıda fiyatlarındaki seyir önümüzdeki dönemde enflasyon görünümü üzerinde belirleyici unsur olacaktır.

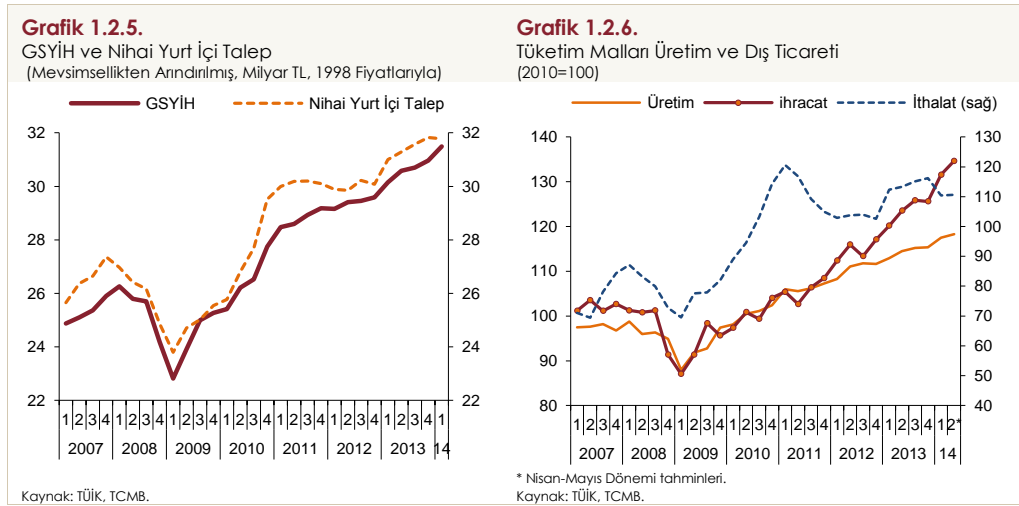
Yurt içi gıda fiyatlarındaki yakın dönem gerçekleştirmeler, uluslararası gıda fiyatlarından önemli derece ayrılmaktadır. Yılın ilk çeyreğinde arz yönlü olumsuz gelişmeler nedeni ile artış gösteren yurt dışı gıda fiyatları, bu olumsuz gelişmelerin azalması ile ikinci çeyrekte tüm yükselişini geri almış ve son bir buçuk yıldaki en düşük seviyesine gerilemiştir. Yurt içi fiyatlar ise ilk çeyrekte yurt dışı fiyatlar ile beraber yükselirken, yurt dışı fiyatlardaki önemli düşüşlerin aksine, ikinci çeyrekte de artmaya devam etmiştir.

(Grafik 3.2.5 ve 3.2.6). Yurt içi fiyat artışı sergileyen bir çok üründe yüksek miktarda dış ticaret vergileri bulunmaktadır. Bu çerçevede, belirli tarım ürünlerinde uygulanacak aktif bir dış ticaret politikasının gıda fiyatlarındaki yukarı yönlü riskleri sınırlamakta etkili olabileceği değerlendirilmektedir.



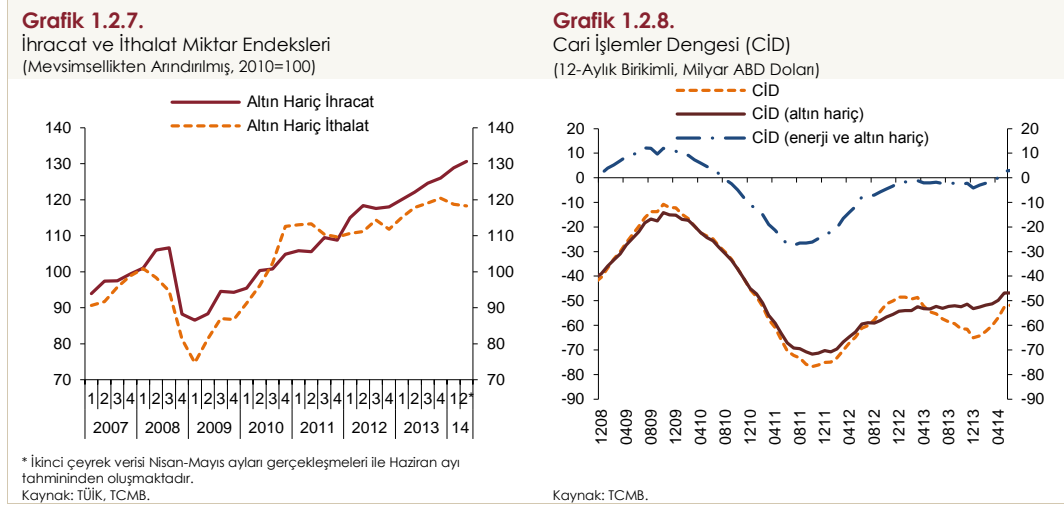
Arz ve Talep

2014 yılı ilk çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerine göre talep gelişmeleri Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Kur ve finansman koşulları ile beklentilere göre daha duyarlı olan dayanıklı tüketim malları harcamaları ve özel sektör makine-teçhizat yatırımları çeyreklik bazda gerilerken, dayanıklı dışı tüketim malları harcamaları ile özel sektör inşaat yatırımları bir önceki çeyreğe göre artış kaydetmiştir. Bu dönemde, kamu harcamaları artış eğilimini korumuş ve net ihracat büyümeye önemli katkıda bulunmuştur. Böylece, GSYİH artarken nihai yurt içi talep yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.5).



2014 yılının ikinci çeyreğine dair harcama tarafına ilişkin veriler özel tüketim ve özel inşaat yatırımları ile kamu harcamalarında ılımlı artışa, özel sektör makine teçhizat yatırımlarında ise zayıf seyir sürdüğüne işaret etmektedir. Tüketim malları değerlendirildiğinde, üretimdeki ılımlı artışın ihracattaki yüksek artış eğiliminin katkısıyla devam ettiği fakat ithalatın daha yatay bir seyir izlediği görülmektedir

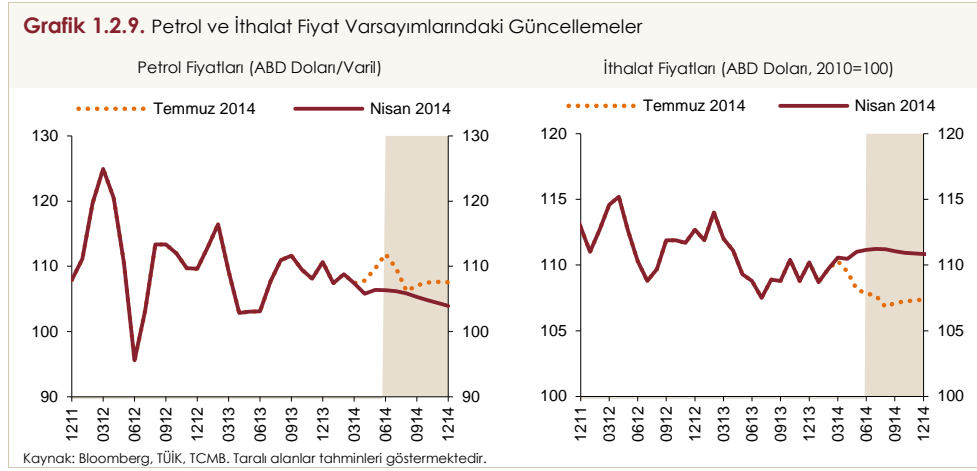
(Grafik 1.2.6). İhracat kaynaklı üretim artışı ekonominin genelinde gözlenmektedir. Nitekim, dış ticarete bakıldığında altın hariç ihracat artmaya devam ederken, altın hariç ithalat üst üste iki çeyrektir gerilemektedir (Grafik 1.2.7). Böylece, dış ticaret gelişmeleri büyümeyi desteklemeye devam etmekte ve cari işlemler dengesinde yıl başından itibaren önemli bir iyileşme gözlenmektedir (Grafik 1.2.8). Bu çerçevede, ikinci çeyrekte cari işlemler açığındaki daralmanın belirginleşerek devam etmesi, iktisadi faaliyetin ise ılımlı şekilde artması beklenmektedir.



İç ve dış belirsizliklerdeki azalış, tüketici güveninde ilk çeyreğe göre gözlenen iyileşme ve küresel ekonomideki toparlanma eğilimi ile birlikte yılın ikinci yarısında iktisadi faaliyetin toparlanmaya devam edeceği öngörülmektedir. Para politikasındaki sıkı duruş ve makro-ihiyati tedbirlerin etkisiyle toparlanmanın kademeli ve ılımlı olacağı tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, yurt içi talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde destek vermesi ve cari açıkta gözlenen iyileşmenin devam etmesi beklenmektedir. Yakın dönemde yaşanan jeopolitik gelişmeler ise, gerek doğrudan ticaret kanalıyla gerekse petrol fiyatları kanalıyla büyüme ve dengelenme süreci açısından aşağı yönlü riskler oluşturabilecektir.

Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yılın ikinci çeyreğinde petrol fiyatları Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülenin bir miktar üstünde gerçekleşirken, ithalat fiyatları ise öngörülenin bir miktar altında gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.9). Böylece, 2014 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı yukarı, ithalat fiyatları varsayımı ise aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Mevcut görünüm altında petrol fiyatları ve ithalat fiyatlarındaki gelişmelerin enflasyon açısından birbirini dengelediği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede yıl sonu enflasyon tahminleri üzerinde yurt dışı fiyatlar kaynaklı herhangi bir güncelleme yapılmamıştır. Gıda fiyatlarındaki yıl sonu enflasyon varsayımı Nisan Enflasyon Raporu'nda olduğu gibi yüzde 9 seviyesinde tutulmuştur (Tablo 7.1.1). Fakat ikinci çeyrek sonu itibariyle gıda enflasyonu bu varsayımına göre çok yüksek bir seviyede bulunmaktadır. Yurt içi fiyatları yurt dışı fiyatlara göre yüksek oranda artan tarım ürünlerinde aktif bir dış ticaret politikası ile gıda fiyatlarındaki yukarı yönlü risklerin sınırlandırılabilmesi değerlendirilmektedir.

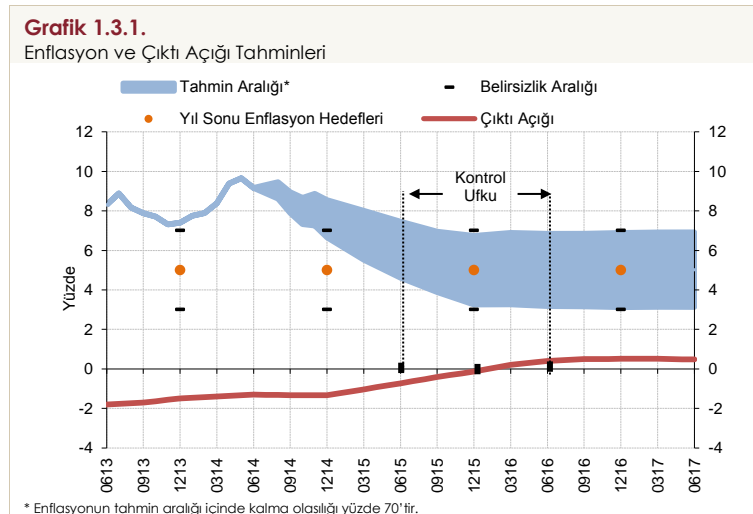


Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. Dolayısıyla, yıl sonu 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 getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve küresel likidite koşullarında yaşanan iyileşmenin korunacağı varsayılmıştır. Ayrıca, alınan makroihtiyati tedbirlerin de katkısı ile yıllık kredi büyüme oranının 2014 yılının sonuna doğru yüzde 15 düzeyinde istikrar kazanacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2014 yılı sonunda yüzde 6,7 ile yüzde 8,5 aralığında (orta noktası yüzde 7,6), 2015 yılı sonunda ise yüzde 3,3 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 5,0) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Yıllık enflasyonun döviz kurundan kaynaklanan maliyet baskılarının gecikmeli etkileri ve gıda fiyatlarındaki olumsuz seyir nedeniyle yıl sonunda yüzde 5 hedefinin belirgin bir şekilde üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. İthalat fiyatlarındaki ılımlı seyir, döviz kurunun birikimli etkilerinin kademeli olarak ortadan kalkması ve özel kesim nihai yurt içi talep koşullarındaki ılımlı seyrin etkisiyle enflasyonun düşmeye başlayacağı ve yıl sonunda yüzde 7,6 düzeyine ineceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

Açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikası görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar, 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 makul düzeylerde seyretmektedir. Yılın ilk yarısında tüketici kredileri yakın yıllar ortalamasının oldukça altında büyürken, ticari krediler geçmiş yıllara kıyasla benzer büyüme sergilemiştir. Kredilerdeki bu olumlu büyüme kompozisyonunun özel kesim nihai talebini kontrol altında tutarak hem enflasyonu düşürücü etki yaptığı hem de dengelenmeyi desteklediği değerlendirilmektedir.

Bu gelişmelerle uyumlu olarak yurt içi özel kesim nihai talebi ılımlı bir eğilim sergilemektedir. İhracat ise dış talepteki toparlanmanın da etkisiyle büyümeye olumlu katkı yapmaktadır. Talep bileşenlerinin mevcut görünümü altında 2014 yılında toplam talep koşullarının enflasyon baskılarını sınırlayacağı ve cari işlemler açığında belirgin bir iyileşme gözleneceği tahmin edilmektedir. Yakın dönemde yaşanan jeopolitik gelişmeler ise, gerek doğrudan ticaret kanalıyla gerekse petrol fiyatları kanalıyla büyüme ve dengelenme süreci açısından aşağı yönlü riskler oluşturabilecektir. Petrol fiyatlarındaki olası yükselişin ayrıca enflasyon üzerinde olumsuz etkileri olabilecektir.

Geçtiğimiz yılın ortalarından itibaren gerçekleşen birikimli döviz kuru gelişmelerinin yıllık enflasyon üzerindeki olumsuz yansımaları kademeli olarak azalmaktadır. Nitekim, temel enflasyon göstergelerinin ana eğilimi, başta dayanıklı mallarda olmak üzere döviz kuru kaynaklı enflasyon baskılarının hafiflemesiyle birlikte yakın dönemde düşüş sergilemiştir. Öte yandan, son dönemde gıda fiyatlarında gözlenen arz yönlü artışlar enflasyonun düşüş hızını sınırlamıştır. Gıda fiyatlarındaki olumsuz seyrin sürmesi ve yıl sonu gıda enflasyonunun varsayılan seviyenin üzerinde olması durumunda tüketici fiyatları enflasyonu Rapor'da verilen tahminin üzerinde gerçekleşecektir. Yılın ikinci çeyreğinde yurt dışı tarım ürünlerinde yaşanan fiyat düşüşleri dikkate alındığında, bu ürünlere yönelik aktif bir dış ticaret politikasının gıda fiyatlarındaki yukarı yönlü riskleri sınırlayabileceği değerlendirilmektedir.

Enflasyonun yakın dönemde enflasyon hedefinin üzerinde seyredecek olması fiyatlama davranışları üzerindeki olumsuz etkilerinin yakından izlenmesini gerekli kılmaktadır. TCMB, bu çerçevede, enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurları yakından izleyecek ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruşu sürdürecektir.

Son dönemde, Fed'in destekleyici politikalarını uzun süre devam ettireceğini açıklaması ve uzun vadeli faiz beklentilerini düşürmesi finansal piyasalara olumlu yansımıştır. Ayrıca ECB'nin politika faiz oranlarını düşürmesi ve yeni bir nicel genişleme programını duyurması küresel risk iştahını artırıcı yönde

etki yapmıştır. Bu gelişmeler küresel likidite koşullarını genişletici bir etki yapmış ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında artış yaşanmıştır. İlimli seyretmeye devam eden küresel büyüme görünümünün ve risk iştahındaki olumlu seyrin önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını desteklemeye devam edeceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, sermaye girişlerinin güçlenmesi durumunda TCMB döviz rezervlerini güçlendirici yönde adımlar atabilecektir.

TCMB, maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeleri enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip etmektedir. Para politikası duruşu oluşturulurken, önümüzdeki dönemde mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülmeven 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

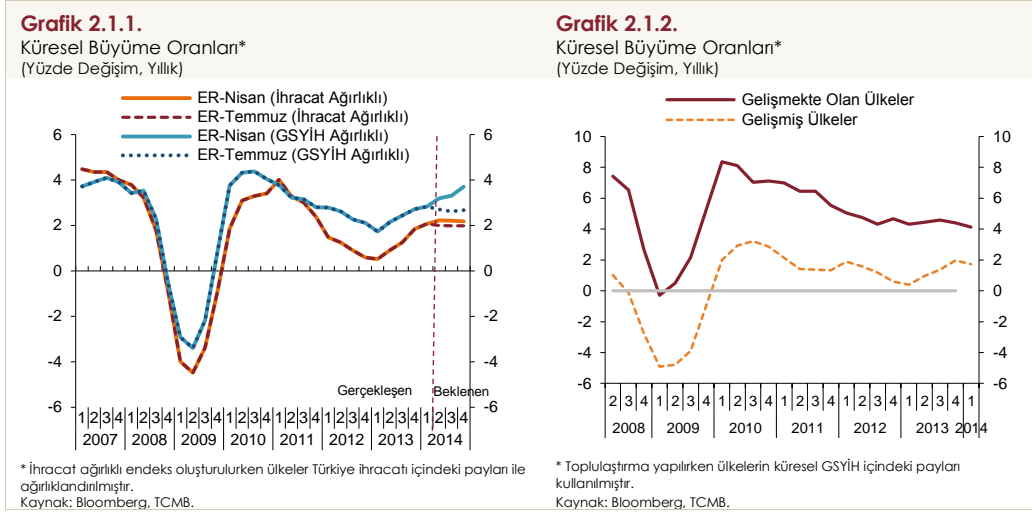
2014 yılının ilk çeyreği küresel iktisadi faaliyetin ılımlı seyretmeye devam ettiği bir dönem olmuş ancak büyüme hızı bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlamıştır. Söz konusu yavaşlamada temel olarak ABD ekonomisinin olumsuz hava koşullarının etkisiyle yüksek oranda daralması ve gelişmekte olan ülkelerde de büyüme hızının bir önceki çeyreğe göre gerilemesi belirleyici olmuştur. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin veriler gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamanın devam edeceğine işaret etmesine karşın, küresel iktisadi faaliyetin çoğunlukla gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak artmaya devam edeceği öngörülmektedir. Nitekim, küresel iktisadi faaliyetin seyrinin temel belirleyicilerinden olan ABD ekonomisine ilişkin öncü göstergeler yılın ilk çeyreğinde gözlenen güçlü daralmanın ardından ikinci çeyrekte büyümeye işaret etmektedir.

Küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmanın emtia fiyatları üzerindeki etkileri, sınırlı da olsa yılın ikinci çeyreği itibarıyla görülmeye başlanmıştır. Anılan dönemde endüstriyel metal fiyatlarında meydana gelen yüksek oranlı artışta Çin ekonomisindeki toparlanma etkili olurken, önümüzdeki dönem emtia fiyatlarının olası seyrinde, küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yanı sıra, petrol fiyatları üzerinde jeopolitik risklere bağlı olarak oluşan yukarı yönlü baskının da belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Emtia fiyatlarındaki artışa bağlı olarak gerek gelişmiş ve gerekse gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranlarında, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, sınırlı bir miktar artış gözlenmiştir. Ne var ki, enflasyon oranlarının çoğunlukla hedeflerin altında seyrediyor olmasına ve iktisadi faaliyetteki toparlanmanın halen istenilen düzeyde olmamasına bağlı olarak, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde para politikası yılın ikinci çeyreğinde gevşek seyretmiştir.

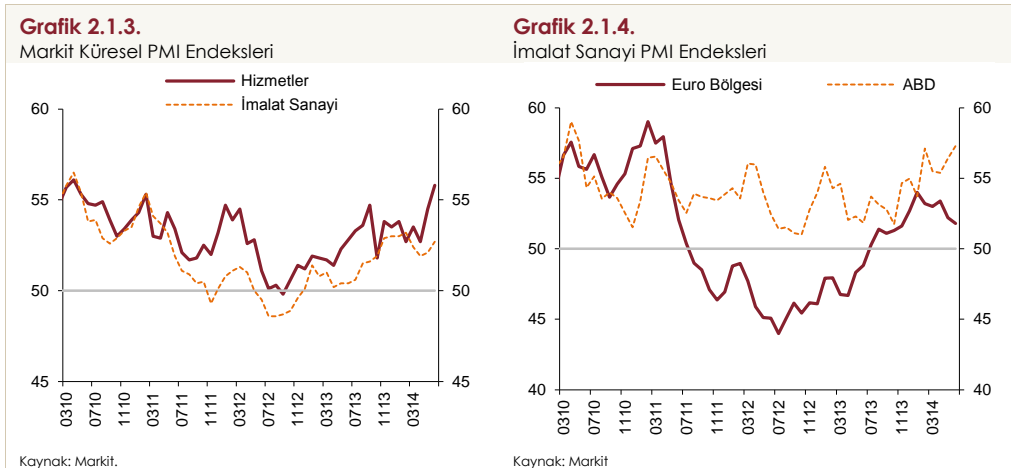
Küresel iktisadi faaliyette belirgin bir iyileşme gözlenmemiş olmasına karşın, yılın ikinci çeyreğinde küresel finansal piyasalara genel olarak oldukça iyimser bir havanın hakim olması dikkat çekicidir. Söz konusu dönemde risk iştahının olumlu seyrettiği ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında gözlenen düşüş eğiliminin tersine döndüğü gözlenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki sınırlı toparlanmaya karşın küresel büyüme görünümü üzerindeki aşağı yönlü risklerin azalmış olması ve olumlu seyreden risk iştahına bağlı olarak önümüzdeki dönemde de söz konusu ülke grubuna portföy girişinin devam edeceği değerlendirilmektedir. Amerikan Merkez Bankası (Fed)'nin beklenenden daha erken sıkılaşmaya gitme olasılığının bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre azalmış olması da önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını destekler niteliktedir. Tüm bu gelişmeler birlikte değerlendirildiğinde, yılın ikinci çeyreğinde öngörülerin aksine gevşek seyretmiş olan küresel para politikasının, 2015 yılında daha belirgin olmak üzere, bu yılın geri kalanında bir miktar sıkılaşması beklenmektedir.

2.1. Küresel Büyüme

Küresel ekonomideki toparlanma eğilimi yılın ilk çeyreğinde de devam etmiş, ancak, büyüme hızı geçtiğimiz yılın son çeyreğine göre yavaşlamıştır (Grafik 2.1.1). Yılın ilk çeyreğinde küresel büyümenin hız kesmesinde, büyük oranda olumsuz hava koşullarına bağlı olarak ABD ekonomisinde meydana gelen daralma etkili olmuştur. Öte yandan, önemli ihracat ortaklarımızdan Euro Bölgesi'ndeki olumlu büyüme görünümü yılın ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızı ise, yılın ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yavaşlamıştır (Grafik 2.1.2).



Yılın ikinci çeyreğine ilişkin küresel PMI verileri, ilk çeyreğe göre imalat sanayi için daha olumsuz, hizmetler sektörü için ise daha olumlu bir büyüme performansına işaret etmektedir (Grafik 2.1.3). Bu dönemde, özellikle gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunda, imalat sanayi PMI endekslerinin gerilediği gözlenmektedir. Benzer şekilde Euro Bölgesi'ne ait imalat sanayi PMI verileri de, ikinci çeyrekte ilk çeyrek verilerine kıyasla gerilemiştir. Buna karşın, söz konusu dönemde ABD'ye ilişkin imalat sanayi PMI verileri daha olumlu bir seyir izlemiştir. Söz konusu veriler işgücü piyasası verileriyle birlikte değerlendirildiğinde, ABD ekonomisinin yılın ikinci çeyreğinde büyüyeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.4). Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızındaki yavaşlamanın yılın ikinci çeyreğinde de devam edeceği, Euro Bölgesi'ndeki toparlanmanın ise bir miktar güç kaybedebileceği değerlendirilmektedir. Buna karşın, küresel iktisadi faaliyetin, başta ABD olmak üzere, büyük oranda gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak yılın ikinci çeyreğinde de artmaya devam etmesi beklenmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin Mayıs ve Haziran aylarında artış eğilimine girmiş olması önümüzdeki dönemde söz konusu ülke grubu ekonomilerini ve dolayısıyla küresel iktisadi faaliyeti olumlu yönde etkileyebilecek bir faktör olarak değerlendirilmektedir.



Temmuz ayı Consensus Forecasts bültenlerine göre 2014 yılına ilişkin büyüme tahminleri, bir önceki Enflasyon Raporu dönemiyle kıyaslandığında, ABD ve Euro Bölgesi için aşağı yönlü; Japonya ve İngiltere için ise yukarı yönlü güncellenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme tahminlerinin ise, Çin ve

Hindistan hariç, genel olarak aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksleri, küresel ekonominin yılın geri kalanında da büyümeye devam edeceğine, ancak büyüme hızının Nisan ayı Enflasyon Raporu dönemi öngörülerinin bir miktar altında kalacağına işaret etmektedir (Grafik 2.1.1).

Tablo 2.1.1.

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

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

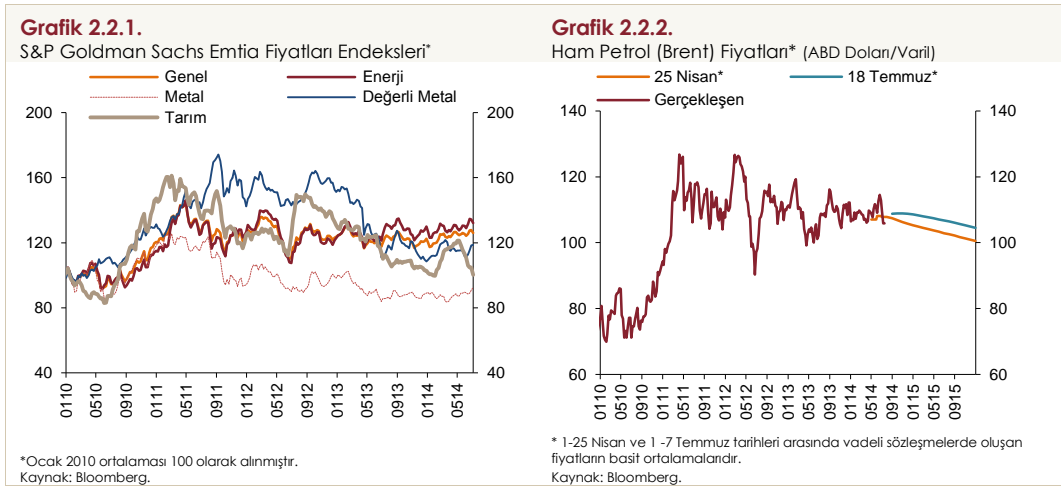
* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.

** Haziran ayı tahminlerini göstermektedir.

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon

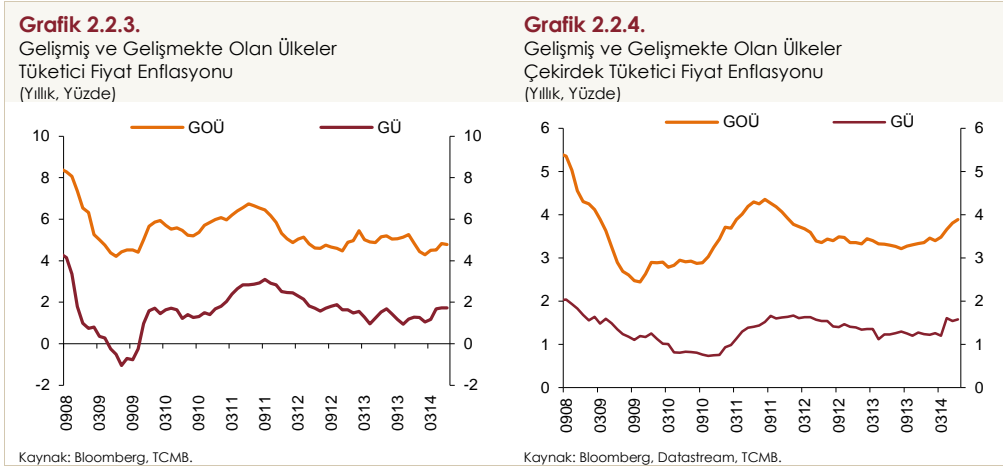
2014 yılının ikinci çeyreğinde emtia genel endeksi bir önceki çeyrek sonuna göre yüzde 1,5 oranında artış göstermiştir. Söz konusu dönemde enerji, endüstriyel metal ve değerli metal fiyatları sırasıyla yüzde 3,5, 7,5 ve 3,4 oranlarında artarken; tarım fiyatları yüzde 14,5 oranında azalış kaydetmiştir (Grafik 2.2.1).



Küresel büyümedeki toparlanmanın emtia fiyatları üzerinde, sınırlı da olsa, etkili olmaya başladığı görülmektedir. Buna ilaveten, jeopolitik risklerin de etkisiyle, petrol arzına ilişkin kaygılar petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaya devam etmektedir. İkinci çeyreğin sonu itibarıyla 113 ABD doları

seviyesinde bulunan Brent tipi ham petrol fiyatlarının önümüzdeki döneme ilişkin beklentilerinin de bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre artmış olduğu görülmektedir (Grafik 2.2.2). Yılın ikinci çeyreğinde endüstriyel metal fiyatlarında meydana gelen artışta Çin ekonomisindeki olumlu büyüme görünümünün etkili olduğu değerlendirilmektedir. Öte yandan, yılın ilk çeyreğinde yükselen tarım fiyatları, ikinci çeyrekte olumlu seyreden üretime bağlı olarak önemli oranda düşüş kaydetmiştir.

Geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemine göre, gelişmiş ülkeler genel ve çekirdek tüketici fiyat enflasyonu, ABD ve Japonya kaynaklı olarak artmıştır. Gelişmekte olan ülkeler genel ve çekirdek enflasyonunda da benzer bir artış gözlenirken, çekirdek enflasyon oranlarındaki artışın ivme kazanmış olduğu görülmektedir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).



Önümüzdeki döneme ilişkin enflasyon tahminlerine bakıldığında, 2014 ve 2015 yıl sonlarına ilişkin tahminlerin Euro Bölgesi, İngiltere ve Çin için aşağı yönlü; ABD, Japonya, Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkeleri için ise yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.2.1). Tarım ve petrol fiyatlarındaki yukarı yönlü riskler ve gelişmiş ülkeler parasal genişleme politikalarının seyri, önümüzdeki dönemde küresel enflasyona ilişkin temel risk unsurları olmaya devam etmektedir.

Tablo 2.2.1.
2014 ve 2015 Yıl Sonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)

	Nisan		Temmuz	
	2014	2015	2014	2015
Dünya	3,0	3,1	3,2	3,1
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	1,7	1,9	2,0	2,1
Euro Bölgesi	0,9	1,3	0,7	1,2
Almanya	1,4	1,8	1,1	1,8
Fransa	1,0	1,3	0,7	1,1
İtalya	0,8	1,1	0,5	0,9
İspanya	0,3	1,0	0,2	0,8
Yunanistan	-0,9	-0,1	-0,9	-0,1
İngiltere	1,9	2,1	1,7	2,0
Japonya	2,6	1,7	2,7	1,8
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik*	3,4	3,6	3,3	3,5
Çin	2,6	3	2,4	2,9
Hindistan	7,7	7,1	8,0	6,9
Latin Amerika	10,8	9,4	11,3	10,0
Brezilya**	6,3	5,8	6,4***	6,0***
Doğu Avrupa	5,2	4,9	5,4	5,0

* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.

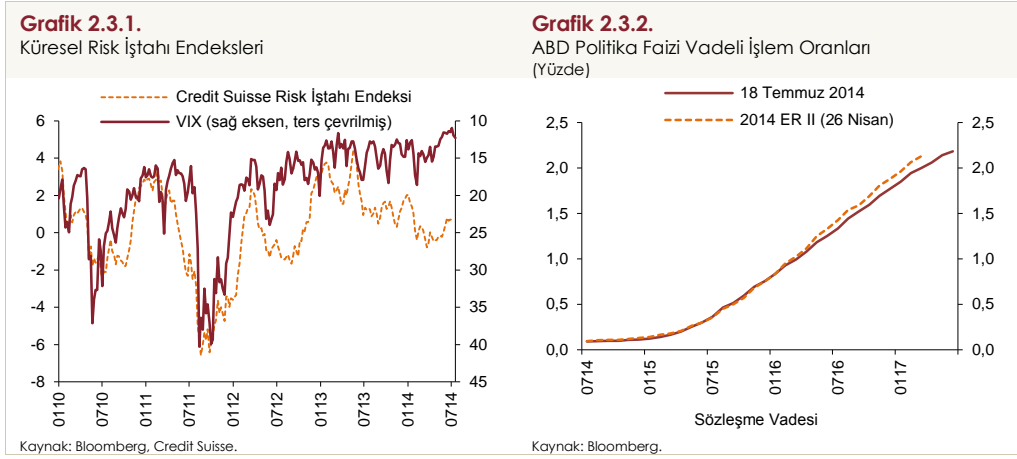
** Aralık/Aralık enflasyonu.

*** Haziran ayı tahminlerini göstermektedir.

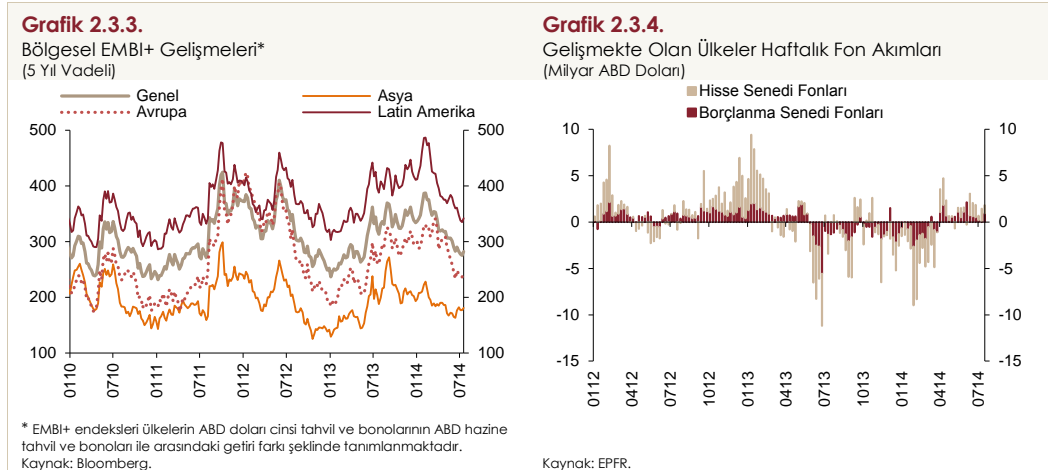
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.3. Finansal Koşullar, Risk Göstergeleri ve Sermaye Akımları

Yılın ikinci çeyreğinde, küresel büyümeye ilişkin kaygıların devam ediyor olmasına karşın, Fed'in yakın zamanda faiz artırımını yapacağına dair sinyal vermemesi, uzun vadeli faiz tahminini aşağı yönlü güncellemesi ve ECB'nin para politikasını gevşetici bir dizi önlem almasının etkisiyle küresel risk iştahı toparlanma eğilimi sergilemiştir (Grafik 2.3.1). ABD politika faizine ilişkin vadeli işlem sözleşmelerine bakıldığında, ABD'de politika faizinin artmaya başlayacağı tarihe ilişkin beklentilerin değişmediği ancak beklenen artış miktarının sınırlı oranda gerilediği görülmektedir (Grafik 2.3.2). Bu gelişmede, Fed'in para politikasına ilişkin söylemlerinde belirgin bir değişikliğe gitmemiş olmasına karşın, uzun vadede politika faiz beklentisini 25 baz puan düşürmüş olması belirleyici olmuştur. Ayrıca, politika faizi beklentilerindeki söz konusu gerileme ABD hazine bonusu getirilerinin de orta ve uzun vadelerde sınırlı oranda düşmesine neden olmuştur.



Küresel büyüme görünümünde belirgin bir iyileşme gözlenmemesine karşın yılın ikinci çeyreğinde finansal piyasalarda iyimser bir havanın hakim olduğu gözlenmiştir. Bu bağlamda, gelişmiş ülke merkez bankalarının destekleyici para politikalarının da etkisiyle gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarında değerlenme eğilimi yılın ikinci çeyreğinde de devam etmiştir. Buna ilaveten, gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamalarının gerilemesi ve küresel sermayenin yeniden söz konusu ülke grubuna yönelmesinin de etkisiyle, gelişmekte olan ülke borçlanma senedi getirilerinde gerileme gözlenmiştir (Grafik 2.3.3).

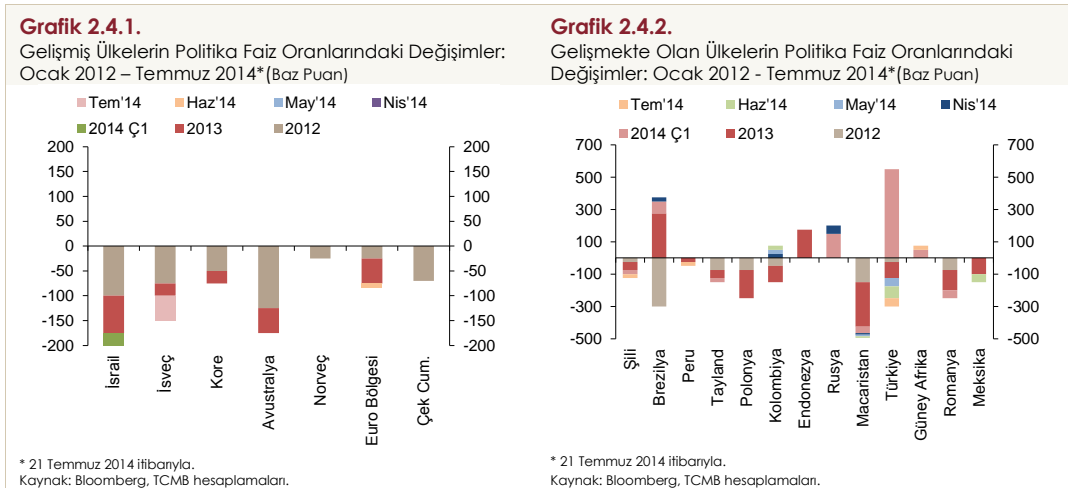


Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında süregelen düşüş eğilimi yılın ikinci çeyreğinde tersine dönmüştür. Fed'in genişletici para politikası uygulamalarından çıkacağına dair sinyal verdiği geçen yılın Mayıs ayından bu yana portföy çıkışlarının yaşandığı gelişmekte olan ülkelerde, 2014 yılı Nisan ayı ile birlikte belirgin girişler gözlenmeye başlanmıştır (Grafik 2.3.4). Bu harekette, küresel ekonomik faaliyetin ılımlı seyri ve risk iştahındaki olumlu seyir etkili olmuştur. Portföy dağılımı bazında, gerek hisse senedi gerekse borçlanma senedi piyasalarına benzer miktarlarda girişler olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerde iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya rağmen, ılımlı seyretmeye devam eden küresel büyüme görünümünün ve risk iştahındaki olumlu seyrin önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere portföy akımlarını desteklemeye devam edeceği değerlendirilmektedir. Fed'in genişletici para politikasından çıkış stratejisi çerçevesinde beklenenden daha erken sıkılaşmaya gitmesi durumunda ise sermaye akımları üzerinde aşağı yönlü risk oluşabileceği tahmin edilmektedir. Öte yandan, ECB'nin aldığı son kararların sermaye akımlarını gelişmekte olan ülkeler lehine etkileyecek yansımaları olabileceği düşünülmektedir.

2.4. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

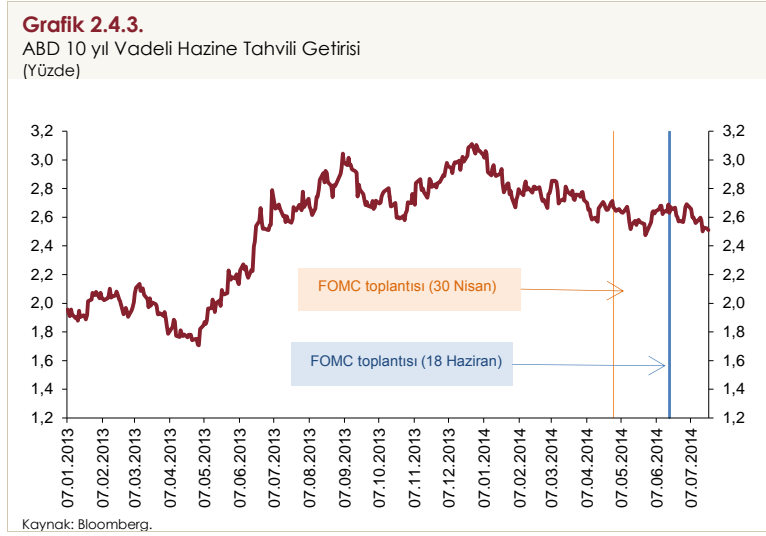
Küresel ekonomik aktivitedeki toparlanmanın beklenenden daha yavaş gerçekleşiyor olması yılın ikinci çeyreğinde para politikasındaki beklenen normalleşme sürecinin de ötelenmesine ve politika faizlerinin gelişmiş ülkelerde, tarihsel ortalamalarına dönmesinin daha uzun süreceği algısının oluşmasına neden olmuştur. Bu gelişmede şüphesiz en önemli gösterge ECB'nin Haziran ayında politika faizini 10 baz puan düşürmesi olmuştur. Ayrıca, gelişmiş ülkelere de Temmuz ayında politika faizini 50 baz puan aşağı çekmiştir (Grafik 2.4.1). Gelişmekte olan ülkelere ise, geçtiğimiz rapor döneminde, özellikle sermaye hareketleri ve kurlardaki dalgalanmalara karşı gözlemlenen sıkılaşma eğiliminin, yerini daha durağan ve hatta gevşeme yönünde bir eğilime terk ettiği dikkat çekmektedir (Grafik 2.4.2).



Fed, yılın ikinci çeyreğinde gerçekleşen iki toplantısında da varlık alımlarını 10 milyar dolar azaltmaya devam etmiştir. 18 Haziran tarihli toplantı ardından yapılan açıklamada, bir kez daha, para politikasındaki gevşek duruşun önemli bir süre daha devam edeceği vurgusu yapılmıştır. Bu gelişmeler sonrası Fed'in faiz artırımına gideceği ilk tarih ile ilgili beklentiler geçtiğimiz rapor dönemine göre değişiklik göstermezken, politika faizinin artış hızına ilişkin beklentilerin, sınırlı da olsa, gerilediği dikkat çekmiştir. Uzun dönem faizler açısından gösterge niteliği taşıyan 10 yıllık tahvil getirisinin de özellikle

Irak'taki politik gelişmeler nedeniyle bir miktar dalgalandıktan sonra Temmuz ayı sonu itibarıyla yüzde 2,5 civarında seyrettiği görülmektedir (Grafik 2.4.3).

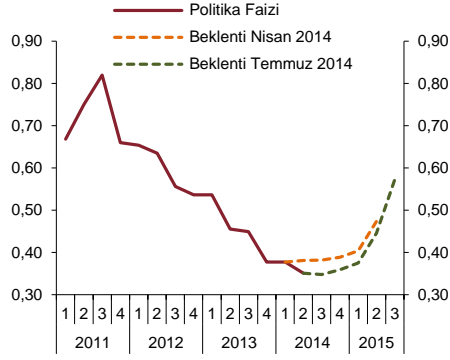
ECB tarafından gerçekleştirilen faiz indirimi, temel olarak, enflasyon oranının hedefin oldukça altında seyrediyor olmasına bağlanmıştır. Yapılan açıklamada ECB, enflasyonu düşük, ancak yüzde 2 seviyesine yakın bir noktada, tutmak doğrultusundaki hedefine vurgu yapmış, Mayıs ayı itibarıyla yüzde 0,5 olan yıllık enflasyonun hedefin oldukça altında kaldığını belirtmiştir. Faiz indiriminin yanı sıra, ECB tarafından, kredi kanalının daha etkin çalışmasına yönelik bir dizi önlem de uygulamaya konulmuştur. Söz konusu önlemler içerisinde en dikkat çekicisi, kredi finansmanına ilişkin olarak, bankalara, özel sektöre verdikleri kredilerin belli bir oranında borç kullanma olanağı tanınacak olmasıdır.



Gelişmekte olan ülkelerde ise para politikası stratejisinin 2013 yılından itibaren daha heterojen bir yapı sergilediği gözlenmiştir. Brezilya ve Endonezya merkez bankaları 2013 yılı başından itibaren para politikasında önemli oranda sıkılaşmaya gitmiş, bu durumu yüksek cari açığın oluşturduğu risklere ve enflasyonun hedef ile tutarlı hale getirilmesi amacıyla bağlamışlardır. Doğu Avrupa ülkeleri başta olmak üzere diğer ülkeler ise, özellikle enflasyon eğiliminin genel itibarıyla hedefin altında olmasını değerlendirerek bu dönemde para politikalarını gevşetmeye devam etmişlerdir. 2014 yılı ilk çeyreği, küresel belirsizliğin artması ile yaşanan kur atışları ve sermaye çıkışları sonucu, cari açık sorunu yaşayan Güney Afrika, Türkiye, Hindistan gibi ülkelerin politika faizlerini artırmalarıyla sonuçlanmıştır. Ancak, söz konusu belirsizliklerin azalması ve gelişmiş ülkelerde para politikasının daha uzun süre gevşek kalacağı beklentisinin oluşmasına bağlı olarak bu sıkılaşma eğiliminin devam etmediği gözlenmiş, yalnızca Güney Afrika Temmuz ayında 25 baz puanlık bir artış daha gerçekleştirmiştir.

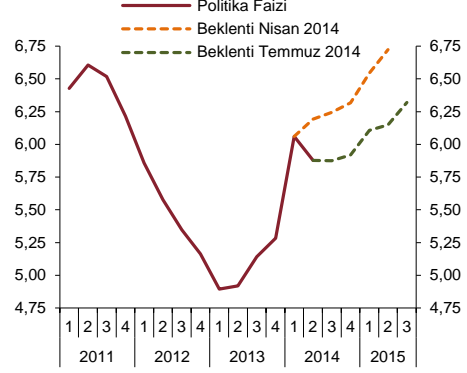
Sonuç olarak, yılın ikinci çeyreğinde öngörülerin aksine gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke para politikasında gevşeme gözlenmiştir. Buna karşın, Temmuz ayı itibarıyla önümüzdeki döneme ilişkin beklentilere bakıldığında, ikinci çeyrekteki gevşemeye rağmen, her iki ülke grubu için de para politikasında sıkılaşma beklendiği görülmektedir (Grafik 2.4.4 ve Grafik 2.4.5).

Grafik 2.4.4.
Gelişmiş Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

Grafik 2.4.5.
Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti

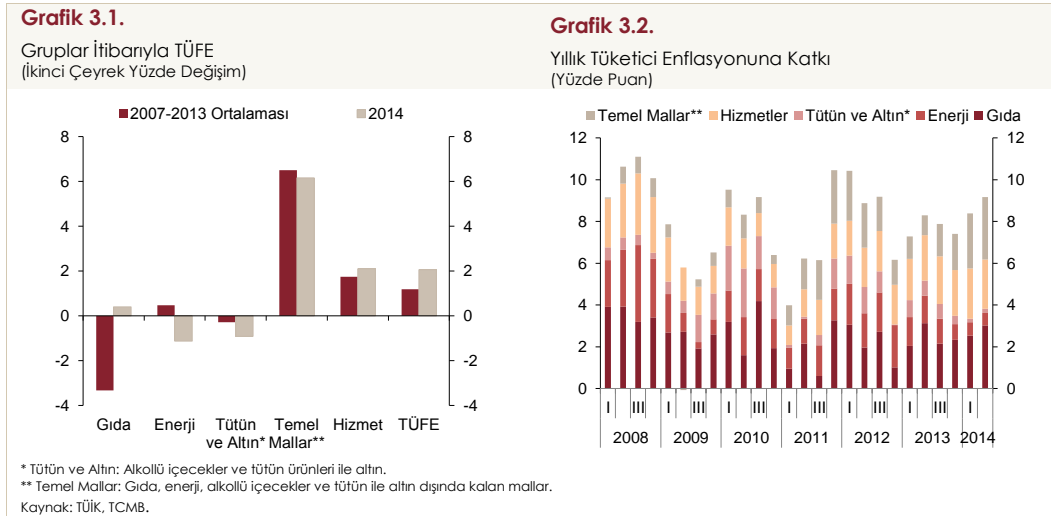


Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

3. Enflasyon Gelişmeleri

2014 yılının ikinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 0,8 puan artarak yüzde 9,16 oranına yükselmiştir. Enflasyondaki bu artışın belirleyicileri gıda ve temel mal fiyatları olmuştur. Gıda grubunda hem kuraklık etkisi hem de döviz kurunun yansımaları ile endeks tarihinin en olumsuz ikinci çeyreği yaşanmıştır. Yıllık enflasyon temel mallar grubunun alt kalemlerinden dayanıklı mallarda yavaşlarken döviz kuru geçişkenlik etkisinin daha gecikmeli gözlemlendiği diğer temel mallarda artış eğilimini korumuştur. Hizmet grubunda ise ana eğilim olumsuz bir görünüm sergilerken yıllık enflasyon büyük ölçüde baz etkisiyle sınırlı bir oranda gerilemiştir. Bu çerçevede çekirdek enflasyon göstergelerinde yıllık enflasyondaki yükseliş ikinci çeyrekle birlikte sona ermiştir. Öte yandan, yılın ikinci çeyreğinde, hem fiyatlama davranışı hem de enflasyon beklentileri açısından ilk çeyrekteki bozulmaya kıyasla kısmi bir iyileşme gözlemlenmiştir. Ayrıca, Türk lirasındaki güçlenme ve ithalat fiyatlarındaki ılımlı seyirle birlikte, yurt içi imalat sanayi fiyatları uzun bir aradan sonra bu çeyrekte yatay seyretmiştir. Dolayısıyla, gıda fiyatlarında süregelen arz yönlü kısıtlar dışında enflasyon üzerindeki maliyet yönlü baskılar ikinci çeyrekte görece hafiflemiştir.

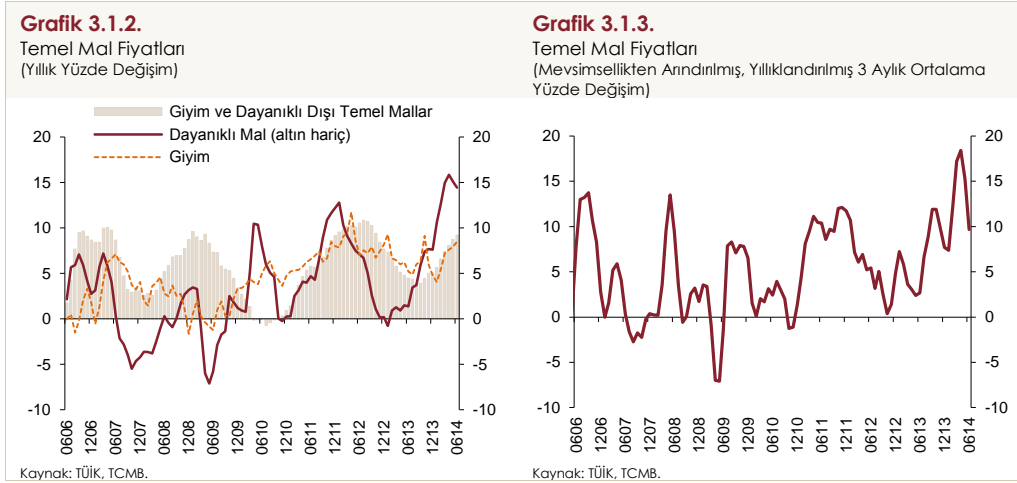
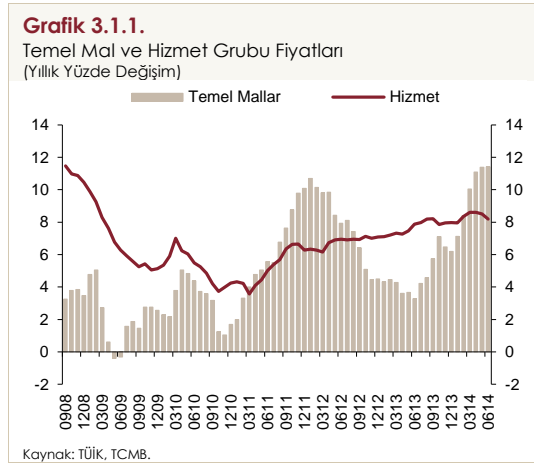
Alt gruplar detayında incelendiğinde, yılın ikinci üç aylık döneminde gıda grubu fiyat değişim oranının geçmiş yıllar ortalamasının oldukça üzerinde gerçekleştiği görülmüştür. Hizmet grubunda da bu dönemde ortalamaların üzerinde bir artış gözlenirken enerji grubunda ise geçmiş dönemlerin aksine fiyat düşüşü kaydedilmiştir (Grafik 3.1).



Özetle, yılın ikinci çeyreğinde, gıda fiyatlarında gözlenen olumsuz seyir ile döviz kuru gelişmelerinin başta temel mal fiyatlarında olmak üzere gecikmeli etkileri tüketici enflasyonu üzerinde etkili olmuştur. Bu dönemde gıda grubunun yıllık enflasyona yaptığı katkı 0,50 puan, temel mal grubunun katkısı ise 0,34 puan yükselmiştir (Grafik 3.2). Önümüzdeki dönemde tüketici enflasyonun aşağı yönlü bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir. Özellikle gıda fiyatlarına ilişkin görünüm enflasyonun düşüş hızını belirleyen ana unsur olacaktır. Öte yandan, gerek döviz kurunun birikimli etkilerinin kademeli olarak ortadan kalkması gerekse özel kesim nihai yurt içi talebinde öngörülen ılımlı seyir tüketici enflasyonundaki düşüş eğilimini destekleyebilecektir.

3.1. Temel Enflasyon Görünümü

Temel mal grubu yıllık enflasyonu yılın ikinci çeyreğinde 1,37 puan yükselerek yüzde 11,41 olmuştur (Tablo 3.1.1, Grafik 3.1.1). Yıllık enflasyondaki artış döviz kuru etkilerinin görece daha gecikmeli bir şekilde izlendiği dayanıklı tüketim dışındaki temel mallardan kaynaklanmıştır. Buna karşılık, döviz kuru geçişkenliğinin hızlı olduğu dayanıklı tüketim mallarında Türk lirasındaki değerlenme eğilimine paralel olarak yıllık enflasyondaki artış eğilimi tersine dönmüştür (Grafik 3.1.2). Böylelikle yılın ikinci çeyreği, döviz kuru kaynaklı enflasyon baskılarının hafiflediği bir dönem olmuş ve Haziran ayı itibarıyla temel mal grubu yıllık enflasyonundaki artış eğilimi durmuştur (Grafik 3.1.1). Bu dönemde grup fiyatlarının ana eğiliminde belirgin bir iyileşme gözlenmiştir (Grafik 3.1.3).



Türk lirasının Nisan-Mayıs dönemindeki değerlenme eğilimine paralel olarak dayanıklı tüketim malları fiyatları iki ay üst üste düşüş kaydetmiştir. Yılın ilk çeyreği ile kıyaslandığında döviz kurlarının son dönemde görece istikrarlı bir seyir izlemesi, gerek döviz kuru gerekse beklentiler kanalıyla temel mal grubu enflasyonu üzerindeki baskıları hafifletmektedir. Bu doğrultuda grup yıllık enflasyonundaki düşüş eğiliminin yılın kalan döneminde sürmesi beklenmektedir.

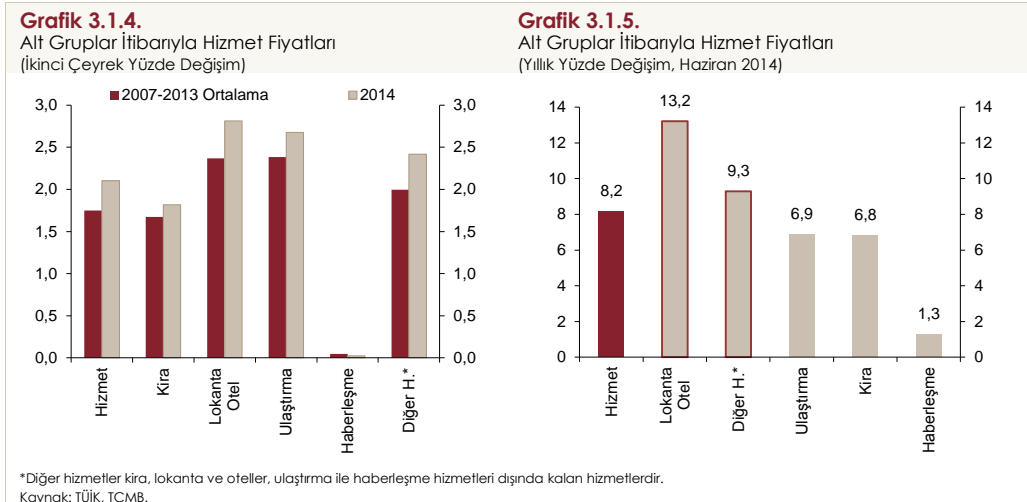
Tablo 3.1.1.Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2013				2014	
	II	III	IV	Yıllık	I	II
TÜFE	1,33	0,97	2,28	7,40	3,57	2,06
1. Mallar	0,90	0,46	2,72	7,18	4,08	2,05
Enerji	-0,92	2,95	2,20	5,15	0,21	-1,12
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	-1,69	0,19	4,01	9,67	7,50	0,41
İşlenmemiş Gıda	-4,70	-2,29	6,46	12,88	10,79	-2,16
İşlenmiş Gıda	0,99	2,27	2,04	7,11	4,57	2,82
Temel Mallar	4,86	-0,62	3,48	6,20	2,05	6,16
Giyim ve Ayakkabı	20,95	-10,43	10,38	4,82	-10,32	22,36
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	0,05	3,75	1,12	7,62	9,54	-0,39
Mobilya	0,65	1,59	2,89	9,50	3,14	4,00
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	-2,66	0,12	0,91	-1,48	3,86	-2,51
Otomobil	0,72	5,55	0,67	10,27	16,65	-1,24
Diğer Dayanıklı Mallar	1,53	1,80	2,69	7,25	2,78	2,75
Giyim ve Dayanıklı Dışı Temel Mallar	1,15	0,75	2,13	5,05	3,21	2,85
Alkollü İçecekler Tütün Ürünleri ve Altın	-1,35	0,68	-4,39	6,74	8,24	-0,92
2. Hizmetler	2,50	2,32	1,16	7,98	2,37	2,10
Kira	1,59	1,70	1,81	6,50	1,30	1,82
Lokanta ve Oteller	2,18	2,85	2,42	9,86	4,54	2,81
Ulaştırma	2,34	2,63	0,18	7,20	1,24	2,68
Haberleşme	1,28	1,30	0,09	3,09	-0,14	0,02
Diğer Hizmetler*	4,02	2,65	0,82	10,43	3,10	2,42

* Kira, lokanta ve oteller, ulaştırma ile haberleşme hizmetleri dışında kalan hizmetler.

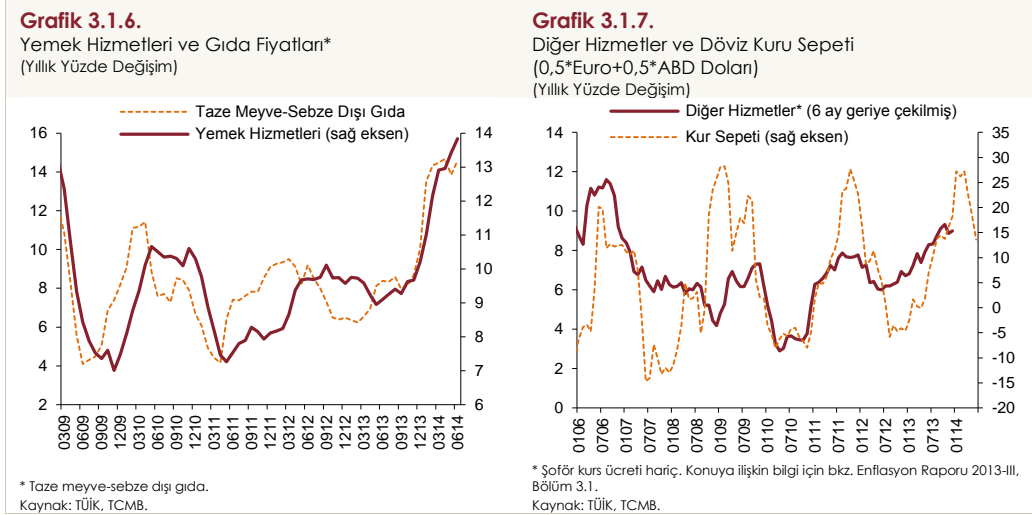
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hizmet fiyatları ikinci çeyrekte tarihsel ortalamalarına kıyasla daha yüksek bir oranda artmıştır (Grafik 3.1.4). Ancak büyük ölçüde baz etkileriyle yıllık enflasyon bir önceki çeyrek sonuna kıyasla yaklaşık 0,4 puan azalarak yüzde 8,2 seviyesine gerilemiştir. Hizmet enflasyonunun mevcut durumdaki görece yüksek seyirinde "lokanta-oteller" ile "diğer hizmetler" gruplarındaki gelişmeler belirleyici olmaktadır (Grafik 3.1.5). Yıllık enflasyon bu iki grup dışında kalan hizmetlerden ulaştırma ve kira kalemlerinde yüzde 7 seviyesinin sınırlı oranda altında seyrederken haberleşme hizmetlerinde oldukça ılımlı bir görünüm sergilemektedir.

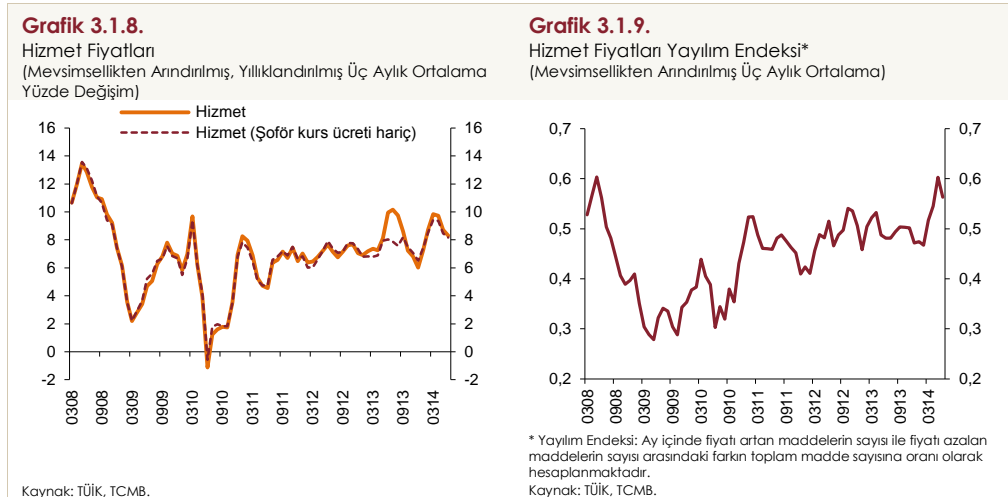


Son dönemde hizmet fiyatlarında kaydedilen yukarı yönlü eğilimde maliyet yönlü unsurların etkisi öne çıkmaktadır. Gıda fiyat artışları tüketici enflasyonunu, hane halkının tükettiği gıda kalemleri ile doğrudan, gıdanın girdi teşkil ettiği hizmet kalemleri aracılığıyla ise dolaylı olarak olumsuz yönde etkilemektedir. Nitelikli lokanta ve otel grubunun yüzde 90'ını oluşturan yemek hizmetlerinde enflasyon, sektörün temel girdisi olan gıda fiyatlarındaki yükselişe paralel olarak son üç çeyrekte yaklaşık 4,5 puan

artmıştır (Grafik 3.1.6). Diğer hizmetler grubu fiyatları ise hizmet sunumunda yabancı para cinsinden fiyatlama (paket turlar vb.) ve ithal girdi kullanımı (bakım-onarım hizmetleri) gibi kanallarla Türk lirasındaki değer kaybından belli bir gecikme ile olumsuz yönde etkilenmektedir (Grafik 3.1.7). Ayrıca, hizmet fiyatlarındaki görünümde söz konusu maliyet unsurlarındaki artışların yanı sıra, enflasyon beklentilerinde kaydedilen yükselişin de etkisi izlenmektedir. Orta vadede hizmet enflasyonunun, gıda fiyatlarının normalleşmesi, döviz kuru kaynaklı etkilerin ortadan kalkması ile başta "lokanta-oteller" ve "diğer hizmetler" kaynaklı olmak üzere yavaşlaması beklenmektedir.

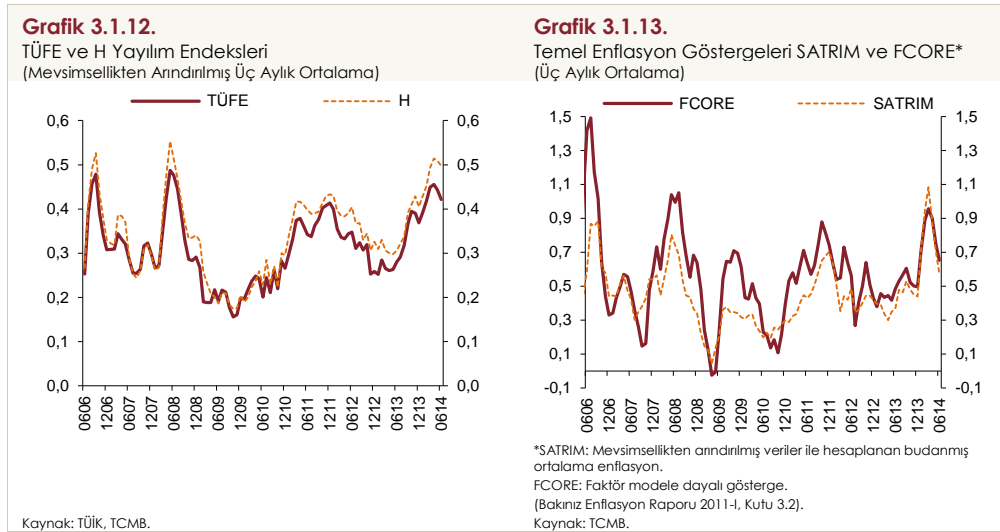
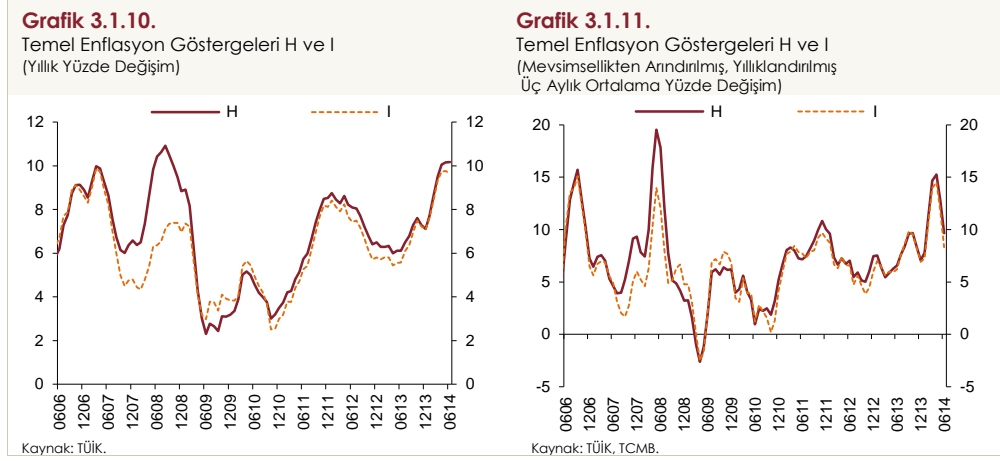


Hizmet sektöründe ana eğilim ve fiyatlama davranışına ilişkin göstergelerde yılın ikinci üç aylık döneminde kısmi bir düzelmeye gözlenmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış veriler hizmet grubu enflasyonu ana eğiliminin yavaşlamakla birlikte görece yüksek seviyesini koruduğuna işaret etmiştir (Grafik 3.1.8). Hizmet fiyatları yayılım endeksi ise ulaştığı yüksek seviyelerden bir miktar aşağıya gelmiştir (Grafik 3.1.9).



Temel mal ve hizmet gruplarındaki görünüm paralelinde, temel enflasyon göstergelerinden H ve I'nın yıllık enflasyonu yılın ikinci çeyreğinde sınırlı bir oranda yükselmiştir (Grafik 3.1.10). Ancak, Türk lirasındaki değer kaybının enflasyon üzerindeki etkisinin en yüksek değerine ulaşmasının ardından temel enflasyon

göstergelerindeki yükseliş de bu çeyrekle birlikte sona ermiştir. H ve I'nın mevsimsellikten arındırılmış ana eğilimi, TCMB bünyesinde takip edilen alternatif çekirdek enflasyon göstergeleri ve yayılım endeksleri birlikte incelendiğinde, yılın ikinci çeyreğinde enflasyonun ana eğiliminin önceki çeyreğe kıyasla gerilediği değerlendirilmektedir (Grafik 3.1.11-13). Her ne kadar söz konusu göstergelerin mevcut seviyeleri halen yüksek olsa da, ikinci çeyrekteki seyirleri yılın ilk çeyreğinde fiyatlama davranışında gözlenen bozulmada kısmi bir iyileşme olduğuna işaret etmektedir.

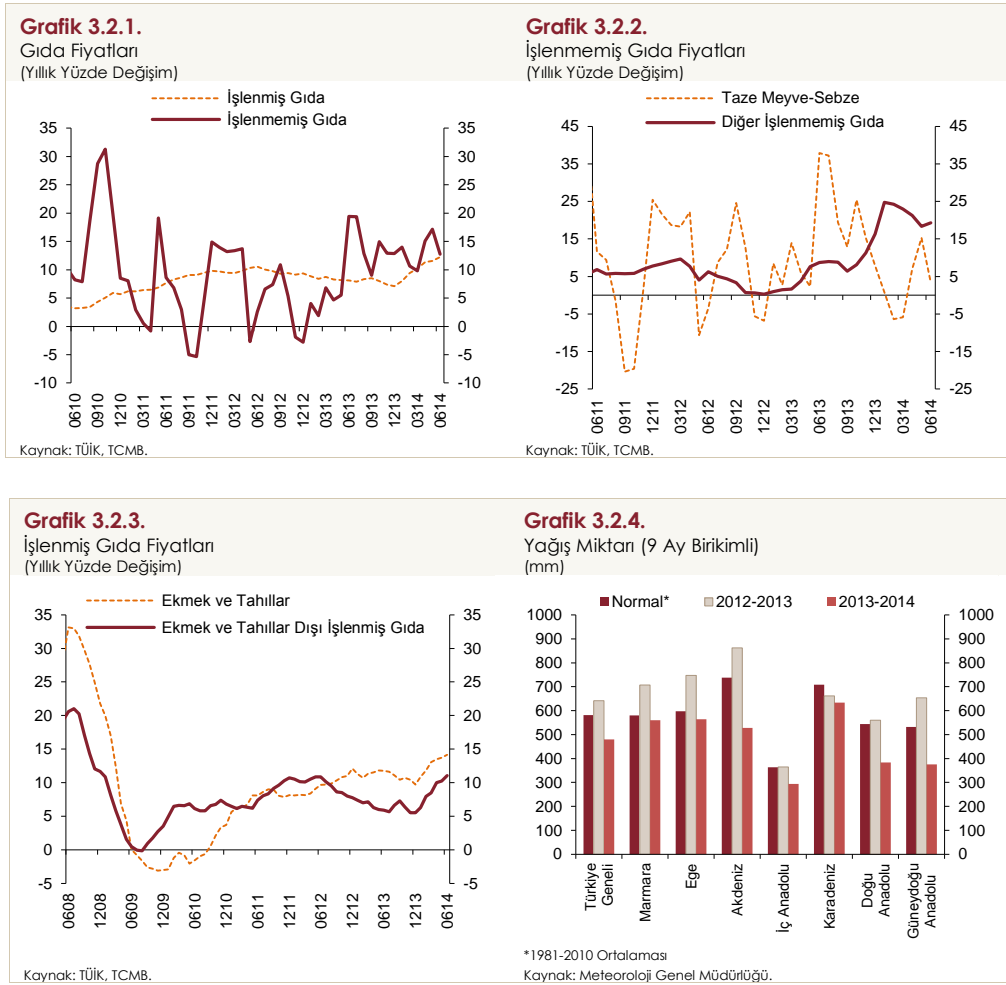


3.2. Gıda, Enerji ve Alkol-Tütün Fiyatları

Gıda grubu yıllık enflasyonu ikinci çeyrekte yüzde 12,47'ye yükselerek Nisan Enflasyon Raporu'nda varsayılan değerlerin üzerinde gerçekleşmiştir. Taze meyve-sebze ve işlenmiş gıda fiyatlarından kaynaklanan bu yükselişte mevsim normallerinin altında seyreden yağış ve don olaylarına bağlı arz yönlü kısıtlar ve Türk lirasındaki değer kaybının gecikmeli etkileri belirleyici olmuştur. Bu çerçevede, endeks tarihinin en yüksek ikinci çeyrek fiyat değişimi kaydedilmiştir.

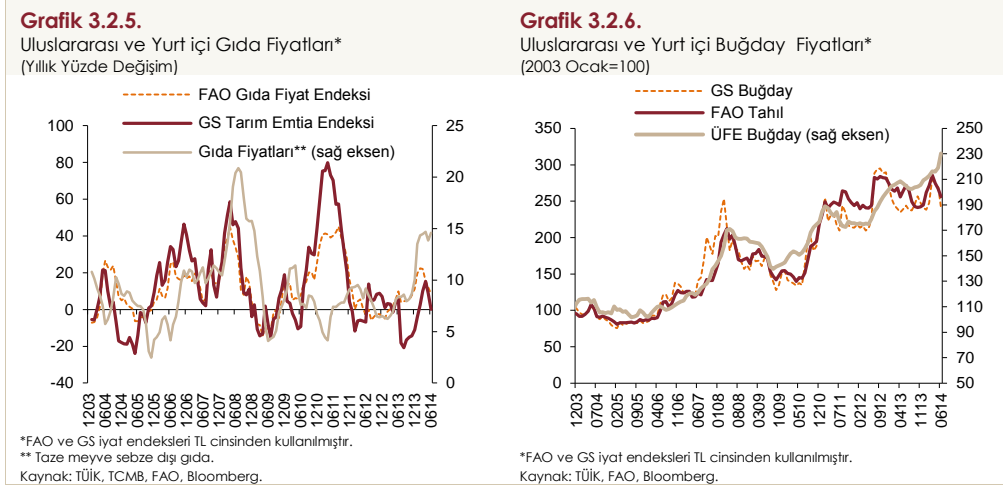
İşlenmemiş gıda yıllık enflasyonu, son yılların en sınırlı çeyreklik düşüşünü sergileyen taze meyve-sebze fiyatlarına bağlı olarak yılın ilk çeyreğine kıyasla 2,93 puan yükselerek yüzde 12,75 olmuştur

(Grafik 3.2.1). Özellikle Mart ayı sonunda yaşanan dolu ve don hadisesine bağlı olarak meyve fiyatları bu dönemde tarihsel ortalamasına kıyasla yüksek bir oranda artmıştır. Öte yandan, diğer işlenmemiş gıda fiyatları ilk çeyrekteki olumsuz görünümün ardından bu çeyrekte ılımlı bir seyir izlenmiştir (Grafik 3.2.2). İşlenmiş gıda fiyatları ise yılın ikinci çeyreğinde yüzde 2,82 ile yüksek bir oranda artmış, grup yıllık enflasyonu yüzde 12,21'e yükselmiştir (Tablo 3.1.1 ve Grafik 3.2.1). Bu gelişmede, grup geneline yayılan fiyat artışları etkili olmuştur (Grafik 3.2.3). Mevsim normallerinin altında seyreden yağışlara bağlı olarak belirginleşen kuraklık kaynaklı etkiler, Mayıs ve Haziran aylarında mevsim normallerinin üzerinde kaydedilen yağışlarla bir miktar hafiflemiş olmakla birlikte birikimli etkilerle işlenmiş gıda fiyatlarındaki artış eğilimi devam etmektedir (Grafik 3.2.4).



Gıda fiyatları genel olarak uluslararası fiyatlara paralel bir görünüm sergilemektedir. 2010-2011 dönemi dışında döviz kuru ile düzeltilmiş uluslararası gıda fiyatlarının yıllık artış oranı ile yurt içi gıda enflasyonu benzer bir seyir izlemektedir (Grafik 3.2.5). Ancak, 2014 yılında yurt içi gıda fiyatlarının uluslararası fiyatlara kıyasla daha hızlı arttığı gözlenmektedir. Özellikle ikinci çeyrekte uluslararası gıda enflasyonunda bir azalış kaydedilirken yurt içinde benzer bir hareket gözlenmemiştir. Bu ayrışma büyük ölçüde yurt içi üretimdeki olumsuz arz şoklarının etkisini yansıtmaktadır. Özellikle yurt içi buğday fiyatları son bir yılda uluslararası piyasaların aksine yukarı yönlü bir seyir izlemiştir (Grafik 3.2.6). Yılın ilk çeyreğinde artan uluslararası buğday fiyatları ikinci çeyrekte benzer oranda gerilerken yurt içi buğday fiyatlarındaki

artış eğilimi ikinci çeyrekte de devam etmiştir. Buğdaya ek olarak son bir yıllık dönemde bilhassa pirinç, bakliyat, kuruyemiş, işlenmiş et ürünleri, peynir ve süt ürünleri fiyatları da belirgin oranlarda artmıştır. Bu noktada yurt içi buğday başta olmak üzere pirinç, mısır, mercimek gibi temel gıda ürünlerinde yurt içi arzı artıracak ve fiyatları dengeleyecek dış ticaret önlemlerinin alınması gıda enflasyonun seyrinde önemi rol oynayacaktır. Nitekim mevcut durumda temel ürünlerde yurt içi fiyatlar uluslararası fiyatlardan yüksek seyretmektedir (Tablo 3.2.1).¹

**Tablo 3.2.1.**Yurt İçi ve Uluslararası Gıda Fiyatları
(ABD Doları/Ton)

	Yurt İçi Piyasa Fiyatı (ABD Doları)	Uluslararası İhracat Fiyatları (ABD Doları)			Gümrük Vergisi (Yüzde)	
		Anadolu Kırmızı Sert 400	ABD HRW (ABD Körfezi) 291	ABD SRW (Fob Körfez) 232		ABD DNS (Fob PNW %14) 316
Buğday					130	
Arpa	327	AB (Fransa) 225	Ukrayna (yemlik) 219	Fransız (maltlık) 269	130	
Mısır	368	ABD 3YC (ABD Körfezi) 190	Arjantin (Up River) 188	Ukrayna 194	130	
Pirinç	Osmançık / Baldo 1360 / 1844	ABD Uzun Tane 569	Tayland 428	ABD Kal. Orta Tane 1050	Vietnam 415	34
Kırmızı Mercimek	Mersin (iç) 1123	Kanada 749	ABD 595			19,3

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı, Toprak Mahsulleri Ofisi Genel Müdürlüğü, Günlük Piyasa ve Borsa Fiyatları Bülteni, 15 Temmuz 2014.
http://www.tmo.gov.tr/Upload/Document/piyasabulteni/piyasabulteni_tr.pdf

Enerji fiyatları yılın ikinci çeyreğinde yüzde 1,12 oranında gerileyerek tüketici enflasyonunu olumlu yönde etkilemiştir (Tablo 3.1.1, Grafik 3.1). Bu dönemde Türk lirası ilk çeyrekteki yüksek değer kaybının ardından değerlenme eğilimi gösterirken ortalama petrol fiyatı artan jeopolitik belirsizliklere bağlı olarak bir önceki çeyreğe kıyasla yaklaşık 4,5 ABD doları yükseliş göstermiştir. Türk lirasındaki değerlenme ve EPDK tavan fiyat uygulamasının etkisiyle akaryakıt fiyatları bu dönemde yüzde 3,32 oranında azalırken konut grubuna yönelik enerji kalemlerinin fiyatı yatay seyretmiştir. Sonuç olarak grup yıllık enflasyonu yılın ikinci üç aylık döneminde 0,21 puanlık azalışla yüzde 4,25 oranına gerilemiş ve diğer alt gruplara kıyasla ılımlı seyretmiştir. Gerek Türk lirasındaki geçmiş değer kaybının birikimli etkileri gerekse kuraklık kaynaklı

¹ Yakın dönemde belirli ürünlerde geçici bir süre ve miktar için TMO'ya gümrüksüz ürün ithalatı için yetki verilmiştir. Bknz. <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/04/20140419-7-1.pdf>.

etkiler önümüzdeki dönemde elektrik ve doğalgaz gibi konut grubuna dair yönetilen enerji kalemleri üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır.

Alkollü içecek ve tütün ürünleri fiyatları ilk çeyrekteki ÖTV artışına bağlı belirgin yükselişin ardından bu çeyrekte kayda değer bir değişim göstermemiştir.

3.3. Yurt İçi Üretici Fiyatları

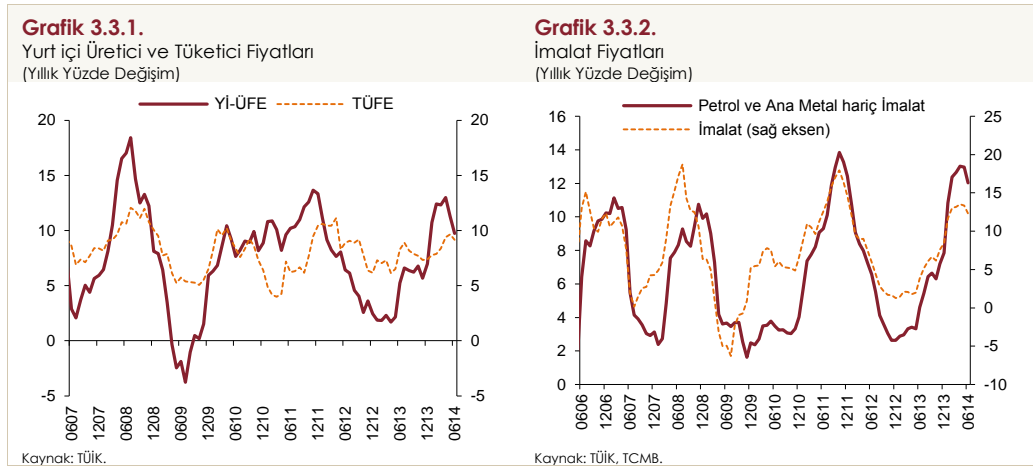
Yurt içi üretici fiyatları (Yi-ÜFE) yılın ikinci çeyreğinde imalat fiyatlarındaki ılımlı seyrin etkisiyle yüzde 0,38 oranında azalmıştır (Tablo 3.3.1). Böylelikle, yıllık Yi-ÜFE enflasyonu yılın ilk çeyreğine kıyasla 2,57 puan azalarak yüzde 9,75'e gerilemiştir (Grafik 3.3.1).

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

	2013				2014	
	II	III	IV	Yıllık	I	II
Yi-ÜFE	1,95	1,93	2,43	6,97	5,52	-0,38
Madencilik	2,12	4,60	1,49	12,64	4,91	-1,77
İmalat	0,88	3,97	1,50	8,45	6,29	0,11
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	1,03	3,45	1,57	8,00	6,26	0,26
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	1,10	3,17	1,63	7,85	6,27	0,55
Elektrik, Gaz Üretimi ve Dağıtım	1,44	0,75	0,11	-11,16	-1,17	-4,85
Su Temini	1,50	1,29	2,28	10,77	3,66	2,29
Ana Sanayi Gruplarına Göre Yi-ÜFE						
Ara Mali	1,12	4,21	1,65	8,88	5,99	-0,57
Sermaye Mali	2,02	4,66	1,09	11,42	6,78	-1,04
Dayanıklı Tüketim Malları	-1,54	3,22	-0,15	0,51	8,47	-1,18
Dayanısız Tüketim Malları	1,42	2,39	2,23	8,24	5,79	2,18

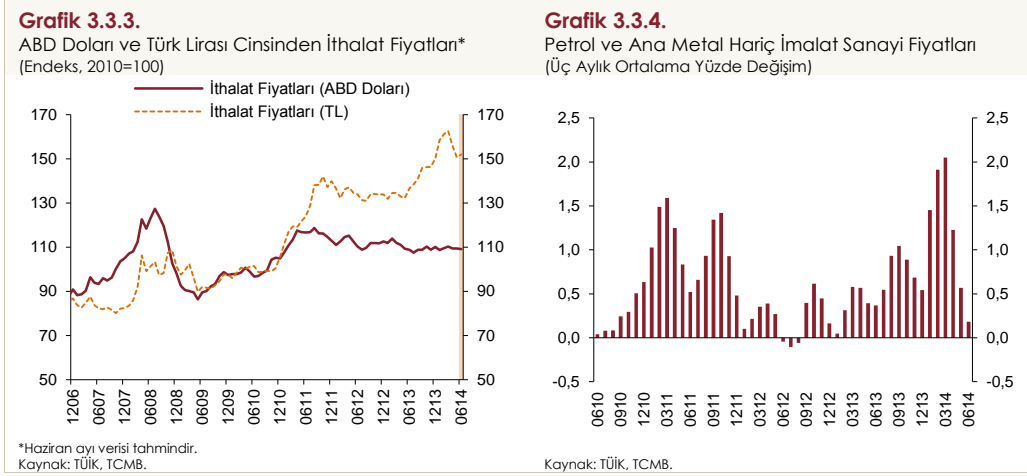
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Yılın ikinci çeyreğinde Türk lirasındaki değer kazancıyla birlikte imalat sanayi fiyatları yatay seyretmiştir (Tablo 3.3.1, Grafik 3.3.2). Alt gruplar detayında incelendiğinde, gıda, mobilya, ağaç ürünleri imalat fiyatlarında artış; ana metal, giyim eşyası, makine ve kimyasal ürünler imalatı fiyatlarında ise düşüş gözlenmiştir. Bu dönemde ABD doları cinsinden ithalat fiyatları ılımlı seyrederken Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları gerileme göstermiştir (Grafik 3.3.3).



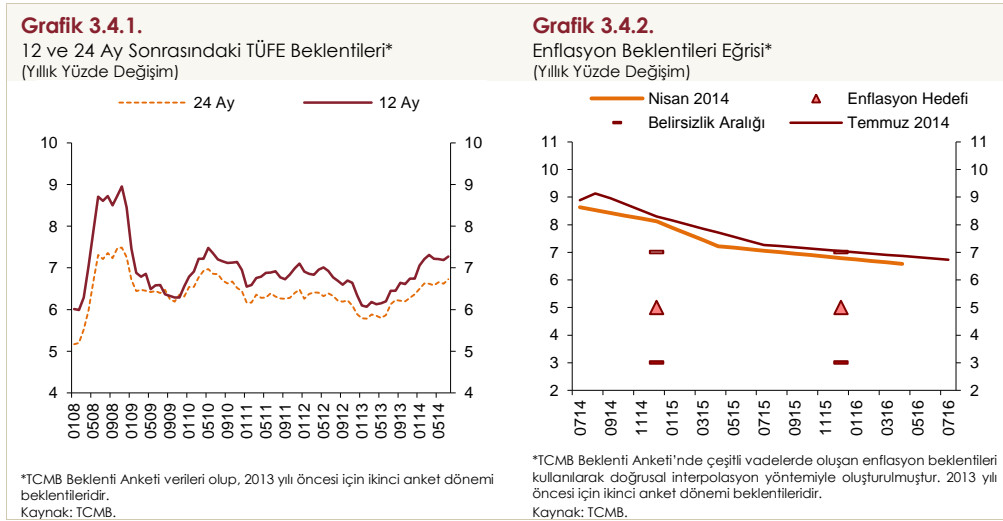
Üretici fiyatlarının ana eğilimi hakkında bilgi içeren petrol ve ana metal hariç imalat sanayi fiyatlarındaki artış eğilimi bu çeyrekte sona ermiştir (Grafik 3.3.4). Yılın ikinci çeyreğinde ara mali,

sermaye malı ve dayanıklı tüketim imalat sanayi fiyatları düşüş kaydederken alt gruplar arasında artış gösteren tek grup dayanıksız tüketim malları (yüzde 2,18) olmuştur (Tablo 3.3.1). Bu artışta tüketici fiyatlarına da yansıyan gıda imalatı fiyatları etkili olmuştur. Öte yandan, imalat fiyatlarındaki ılımlı seyrin önümüzdeki dönemde özellikle temel mallar kanalıyla tüketici fiyatlarını olumlu etkileyeceği değerlendirilmektedir. Sonuç olarak, üretici fiyatlarındaki ikinci çeyrek görünümü tüketici fiyatları üzerinde maliyet yönlü baskıların gıda dışındaki sektörlerde hafiflediğine işaret etmiştir.

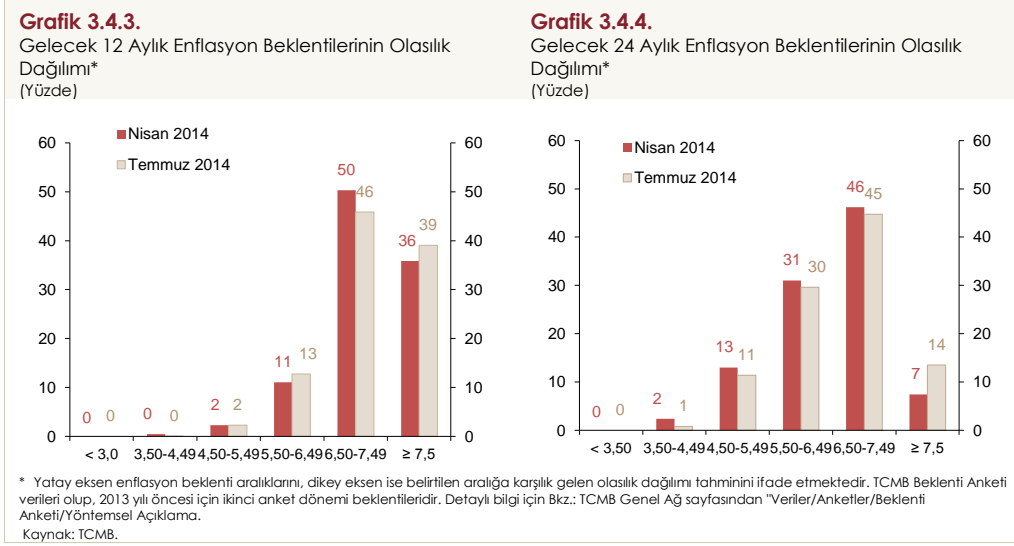


3.4. Beklentiler

2014 yılının ilk çeyreğinde gıda fiyatlarında görülen olumsuz seyir ve döviz kurunun gecikmeli etkileriyle artış gösteren enflasyon beklentileri yılın ikinci çeyreğinde önemli bir değişiklik göstermemiştir (Grafik 3.4.1). Temmuz ayı itibarıyla gelecek 12 ve 24 aya ilişkin enflasyon beklentileri seviye olarak sırasıyla yüzde 7,3 ve 6,7 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon beklentileri vadeler bazında incelendiğinde, beklentilerin uzun vadelerde artış daha sınırlı olmakla birlikte Nisan Enflasyon Raporu'na kıyasla yukarı doğru güncellendiği gözlenmiştir (Grafik 3.4.2). Mevcut durumda, enflasyon beklentileri 2014 ve 2015 yıl sonları için yüzde 5 olarak belirlenen hedefin üzerinde seyretmektedir.



Orta vadeli enflasyon beklentilerinin olasılık dağılımları incelendiğinde, Temmuz ayı itibarıyla enflasyon beklentilerinde bir önceki çeyreğe kıyasla bir miktar bozulma görülmektedir (Grafik 3.4.3 ve Grafik 3.4.4). 24 ay sonrası için enflasyonu yüzde 7,5 ve üzerinde bekleyenlerin oranı Nisan ayında yüzde 7 iken bu oran Temmuz ayında yüzde 14 olmuştur.



Kutu
3.1

Türkiye’de Enflasyonun İş Çevrimlerine Duyarlılığı

İş çevrimleri ile enflasyon arasındaki ilişki, para politikası uygulamasında cevap aranan önemli sorulardan bir tanesidir. İktisadi faaliyetin enflasyonu etkileme gücü, para politikası tepkisinin miktarını belirleyen önemli bir parametredir. Son yıllarda, gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere tüm dünyada enflasyonun iş çevrimlerine olan duyarlılığında bir zayıflama, diğer bir deyişle “Phillips eğrisinde yataylaşma” olduğu tespiti akademik tartışmalarda sıklıkla dile getirilmektedir. Bu gözlemi açıklamada küreselleşmenin artması, Çin başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelerde birim iş gücü maliyetlerinin azalması ve enflasyon hedeflemesine geçişle birlikte merkez bankalarının güçlü bir güvenilirliğe (kredibiliteye) ulaşması başlıca etkenler olarak değerlendirilmektedir.

Büyüme-enflasyon ilişkisi küresel konjonktürdeki değişikliklere bağlı olarak dönemler itibarıyla farklılaşabilmekle birlikte, heterojen bir kompozisyona sahip fiyat endekslerinin (tüketici fiyat endeksi, vb.) alt grupları itibarıyla da farklılıklar arz edebilmektedir. Bu çerçevede Froehling ve Loomatzsch (2011), Euro Bölgesi ülkeleri için alt fiyat endeksleri ile çıktı açığı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Fiyat alt grupları için tahmin edilen Phillips eğrisi denklemleri ışığında çıktı açığına duyarlı olan gruplar tespit edilerek yeni bir endeks oluşturulmuştur. Yazarlar, bu endeksin iş çevrimlerine duyarlılığının geleneksel çekirdek enflasyon göstergelerine kıyasla daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bu kutuda, “Türkiye’de geleneksel talep kanalıyla tüketici enflasyonunun ne kadarı kontrol edilebilir” sorusuna cevap verebilmek için benzer bir yaklaşımı temel alan güncel bir çalışmanın sonuçları özetlenmektedir.² Çalışmada, 2004-2014 dönemi için COICOP 5-basamaklı TÜFE verileri kullanılarak 152 alt grup için alternatif Phillips eğrileri tahmin edilmiştir:

$$\pi_t = c + \alpha\pi_{t-1} + \beta\text{gap}_{t-1} + \gamma_k \sum_{k=0}^K \text{kontrol}_{1,t-k} + \delta_j \sum_{j=0}^J \text{kontrol}_{2,t-j} + \varepsilon_t$$

Denklemden π enflasyon oranını, gap çıktı açığını, kontrol_1 ve kontrol_2 değişkenleri TL cinsinden ithalat fiyatları ve ücretler gibi dışsal olarak eklenen kontrol unsurlarını; ε ise hata terimini göstermektedir. Bu denklemlerde çıktı açığı katsayısının istatistiksel olarak anlamlı ve iktisadi açıdan makul (sıfırdan büyük) bulunduğu ürün grupları tespit edilmiştir. Bu yolla tüketici enflasyonu, çıktı açığına duyarlı olan ve olmayan şeklinde iki alt endekse ayrılmıştır.

Analizler, Türkiye için TÜFE’nin yaklaşık yüzde 30’unu oluşturan 35 adet mal ve hizmet alt endeksinin çıktı açığından etkilendiğini göstermiştir. İlgili grupların ağırlıklı olarak hizmet sektörü alt kalemlerinden oluştuğu, işlenmiş gıda ve enerji grubuna dâhil olan bazı kalemlerin de iş çevrimlerine duyarlı olduğu görülmüştür (Tablo 1).

² Atuk, O., Aysoy, C., Özmen, U. ve Sarıkaya, Ç. (2014).

Tablo 1. Çıktı Açığına Duyarlı Mal ve Hizmet Alt Fiyat Endeksleri

Temel Mal

1. Çamaşır makinesi, kurutucu, bulaşık makinesi
2. Televizyon ve video kaydedici
3. Klima, ısıtıcı ve hava nemlendiriciler
4. Elektrikli küçük ev aletleri
5. El aletleri, bahçe aletleri ve diğer çeşitli aksesuarlar
6. Kişisel ulaştırma araçlarının yedek parça ve aksesuarları
7. Kadın ayakkabısı
8. Konutun bakım ve onarımı için malzemeler
9. Ev ile ilgili temizlik malzemeleri

Hizmet

10. Otobüs ile şehir içi yolcu taşımacılığı
11. Taksi ile şehir içi yolcu taşımacılığı
12. Karayolu ile şehirlerarası yolcu taşımacılığı
13. Deniz ve yurtiçi su yolu ile yolcu taşımacılığı
14. Diğer satın alınan ulaştırma hizmetleri
15. Yiyecek hizmetleri
16. İçecek hizmetleri
17. Oteller, pansiyonlar ve diğerleri
18. Diğer konaklama hizmetleri

Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

19. Bayanlar için kuaför ve benzeri hizmetler
20. Sosyal hizmetler
21. Konut sigortası
22. Kuru temizleme, giysi onarımı, dikişi ve kiralınması
23. Ayakkabı onarımı ve kiralınması
24. Apartmanda yaşayan kiracı tarafından ödenen gerçek kira
25. Ev aletlerinin onarımı
26. Ev içi hizmetler
27. Ev eşyalarının yıkanması ve kuru temizlenmesi hizmetleri

Gıda

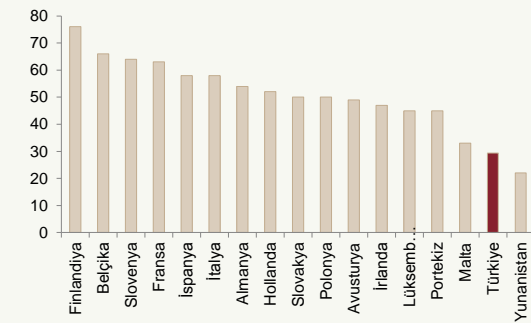
28. Un ve Diğer Tahıllar
29. Ekmek
30. Makarna çeşitleri
31. Margarin
32. Diğer katı ve sıvı yağlar
33. Reçel, marmelat ve bal
34. Su ve maden suyu

Enerji

35. Katı yakıtlar

Uluslararası bir karşılaştırma yapmak gerekirse, AB ülkelerinin büyük bir bölümünde genel fiyat endeksinin yarısından fazlasının çıktı açığından etkilendiği söylenebilir. Froehling ve Lommatzsch (2011) 16 Euro Bölgesi ülkesi için fiyat endeksinin ortalama yüzde 56'lık bir kısmının, Halka ve Kotlowski (2013) ise Polonya için yüzde 50'lik bir kısmının çıktı açığından etkilendiğini göstermektedir. Dolayısıyla bulgular, Türkiye'de talep yönetimini esas alan politikaların enflasyon üzerindeki etkinliğinin AB ülkelerine kıyasla daha düşük olduğu yönündedir (Grafik 1).

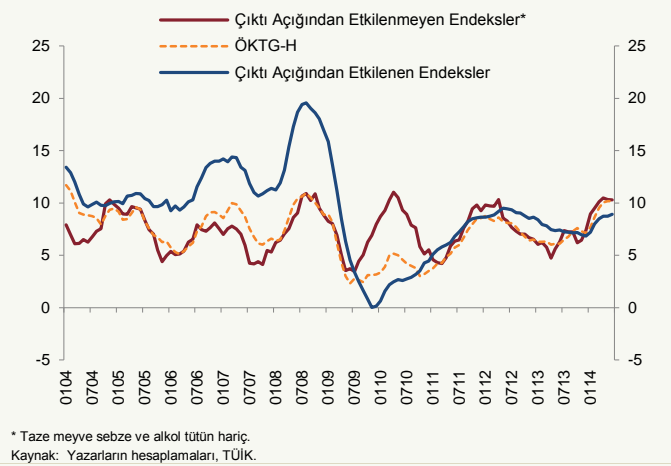
Türkiye için yapılan analizde çıktı açığına duyarlı serilerin TÜFE içindeki ağırlıkları kullanılarak yeni bir endeks oluşturulmuştur. Kalan ürünlerden para politikasının kontrolü dışında kalan taze meyve sebze ve alkol-tütün kalemleri dışlanarak çıktı açığına duyarlı olmayan fiyat endeksi türetilmiştir. Tüketici enflasyonunun, çıktı açığından etkilenen ve etkilenmeyen gruplar itibarıyla oldukça farklılaştığı ve son yıllara kadar iki grup enflasyonu arasında belirgin bir seviye farkı olduğu görülmektedir. İncelenen dönemde enflasyon, iş çevrimlerine duyarlı grupta daha geniş bir aralıkta (en yüksek: yüzde 20, en düşük: yüzde 0) gerçekleşirken diğer grupta yüzde 4-11 bandında hareket etmiştir (Grafik 2).³

Grafik 1. Çıktı Açığına Duyarlı Fiyat Endekslerinin TÜFE İçindeki Payı: Uluslararası Bir Karşılaştırma⁽¹⁾ (Yüzde)

(1) Tüketici sepetinin ülkeler itibarıyla farklılaşabilecek olması bu karşılaştırmanın sonuçlarını değiştirebilecektir. Örneğin, gelişmekte olan bir ülkede gıda ürünlerinin payının nispeten yüksek, teknolojik ürünler ve hizmet grubunun payının ise nispeten düşük olması, genel fiyat endeksinin çıktı açığına duyarlılığını görece zayıflatan unsurlardan biri olabilir. Kaynak: Türkiye için veriler yazarların hesaplamalarıdır. Polonya verisi Halka ve Kotlowski (2013) çalışmasından, diğer ülkeler için veriler ise Froehling ve Lommatzsch (2011), Tablo 4.1'den alınmıştır.

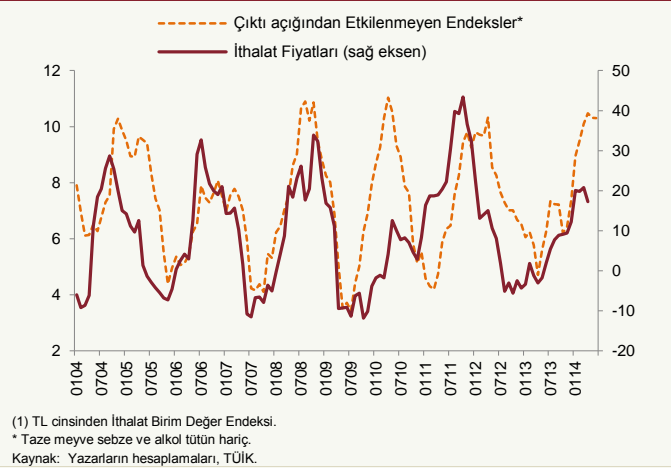
³ Çıktı açığına duyarlı olan grupta enflasyonun tek belirleyicisi iş çevrimleri olmadığından, yurt içi faaliyetin ima ettiği durumun ötesinde hareketler de izlenebilmektedir. Örneğin, küresel krizin hemen öncesinde iktisadi faaliyetteki güçlü seyrin yanı sıra bazı ürünlerin (örneğin gıda grubu) uluslararası fiyatlarında gözlenen sıra dışı artışlar grup enflasyonunun yüzde 20 gibi yüksek düzeylere ulaşmasına neden olmuştur.

Grafik 2. Çıktı Açığına Duyarlı Olan ve Olmayan Fiyat Endeksleri ile ÖKTG-H (Yıllık Yüzde Değişim)



Çevrime duyarlı olmayan ve TÜFE'nin yaklaşık yüzde 60'lık bölümünü oluşturan grupta ithal maliyetlerin oldukça belirleyici olduğu, dolayısıyla enflasyon dinamiklerinde ithalat fiyatları ve döviz kuru kanalının daha baskın bir rol üstlendiği görülmektedir (Grafik 3). Bu çerçevede TCMB, döviz kuru gelişmelerini yakından takip etmekte ve döviz kuru istikrarını sağlayacak çevrimsel ve yapısal politikaların önemine vurgu yapmaktadır.

Grafik 3. Çıktı Açığına Duyarlı Olmayan Fiyat Endeksi ve İthal Maliyetler⁽¹⁾ (Yıllık Yüzde Değişim)



Enflasyonun seyrini farklı dinamiklere sahip bu iki endeks vasıtasıyla takip etmek, politika değişkenleri (faiz oranı, döviz kuru, vb.) ile hedef değişken arasındaki nedensellik ilişkisini anlamada, dolayısıyla enflasyonu kontrol edebilmek için hangi para politikası araçlarına ne ölçüde ihtiyaç duyulacağı sorusuna cevap vermekte yardımcı olacaktır. Ayrıca, çevrime duyarlı olan grupta, para politikasının yanında maliye politikası uygulamalarının (kamu harcamaları, gelirler politikası, vb.) etkileri de izlenebilecek ve ölçülebilecektir. Dolayısıyla bu endekslerin geleneksel dışlama yöntemi ile oluşturulan çekirdek enflasyon göstergelerinden farklı bir bilgi içeriğine sahip olduğu söylenebilir.

Örneğin, ÖKGT-H endeksinin çıktı açığından etkilenmeyen ve büyük ölçüde ithal maliyetlerin etkisini yansıtan endeks ile oldukça yakın bir ilişki sergilediği görülmektedir. Ancak bu ilişki, küresel krizin yurt içi faaliyet üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle 2009-2010 yıllarında belirgin biçimde zayıflamıştır (Grafik 2). Bu seyir, çıktı açığından etkilenen ve etkilenmeyen gruplar ayırımında kolaylıkla açıklanabilmektedir. Dolayısıyla, burada yapılan ayrıştırma, enflasyonun ana eğilimindeki değişikliklerin kaynağını anlamakta yardımcı olmaktadır.

Özetle, ampirik bulgular Türkiye'de enflasyon sepetinin yaklaşık yüzde 30'luk bir kısmının iş çevrimlerinden etkilendiğini göstermektedir. Bu durum, çevrim karşıtı (counter-cyclical) politikaların fiyat istikrarının sağlanması için tek başına yeterli olmayabileceğine işaret etmektedir. Bu noktada finansal istikrarın korunması ve üretimde ithal girdi bağımlılığının azaltılması döviz kuru geçişkenliğini azaltacak unsurlar olarak öne çıkarken, ücret katılıklarının giderilmesi ve verimliliğin artırılmasına yönelik mal ve işgücü piyasası reformları enflasyondaki katılıkların zayıflatacak politika öncelikleri olarak önem arz etmektedir.

Kaynakça

- Atuk, O., Aysoy, C., Özmen, U. ve Sankaya, Ç. (2014), "Türkiye'de Enflasyonun İş Çevrimlerine Duyarlılığı", TCMB Çalışma Tebliği, yayım sürecinde.
- Froehling, A. ve Lommatzsch, K. (2011). "Output Sensitivity of Inflation in the Euro Area: Indirect Evidence from Disaggregated Consumer Prices", Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Economic Studies No 25/2011.
- Halka, A. ve Kotłowski, J. (2013). "Does Domestic Output Gap Matter for Inflation in a Small Open Economy", National Bank of Poland, Working Paper No:152.

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

2014 yılı ilk çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerine göre iktisadi faaliyet Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu gerçekleşmiş ve yıllık bazda yüzde 4,3 oranında artış kaydetmiştir. 2014 yılı ilk çeyreğinde, özel kesim talebindeki zayıf seyrin, kamu talebi ile telafi edilmesi neticesinde nihai yurt içi talep yatay bir seyir izlemiştir. Altın ihracatının da etkisiyle mal ve hizmet ihracatı güçlü bir artış kaydederken, mal ve hizmet ithalatı dönemlik bazda gerilemiştir. Böylelikle, talep bileşenlerinde dengelenme süreci devam etmiştir.

2014 yılının ikinci çeyreğine ilişkin veriler iktisadi faaliyette bir ivmelenmeye işaret etmemektedir. Üretim tarafından değerlendirildiğinde, sanayi üretim endeksi Nisan-Mayıs döneminde bir önceki çeyrek ortalamasına yakın bir görünüm çizmektedir. Harcama tarafına ilişkin veriler, finansal koşullardaki ve güven endekslerindeki toparlanmayla birlikte özel kesim talebindeki gerilemenin özellikle tüketim tarafı olarak durduğuna işaret etmektedir. Böylelikle, yılın ilk yarısında yurt içi talep zayıf bir seyir izlemiş olacaktır.

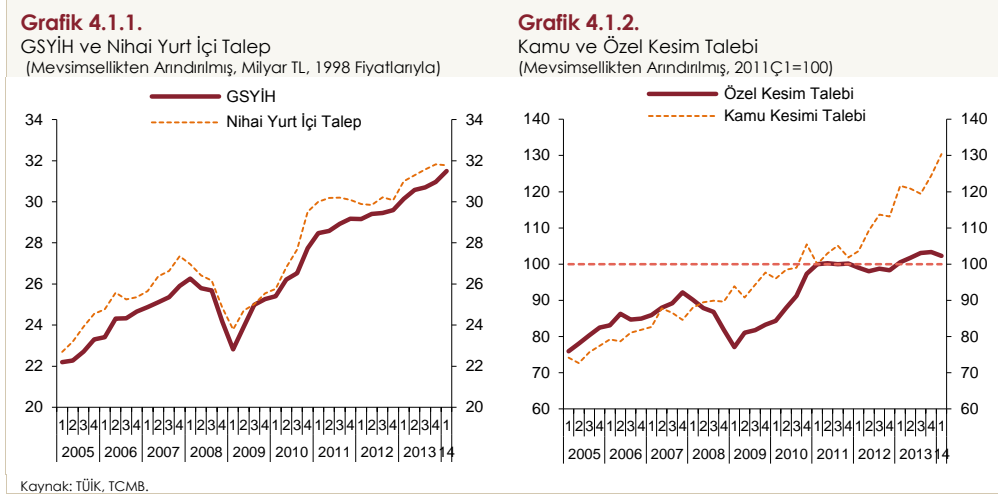
Dış talebe ilişkin göstergeler, ihracatta yukarı yönlü ana eğilimin yılın ikinci çeyreğinde de devam ettiğine ve büyümeyi desteklediğine işaret etmektedir. İthalat talebinde ilk çeyrekte gözlenen düşüşün yurt içi talepteki düşüşün duraklamasıyla birlikte ikinci çeyrekte yavaşladığı gözlenmektedir. Bu çerçevede, talep bileşenleri arasında görülen dengelenmenin ikinci çeyrekte de devam ettiği ve cari işlemler açığının dönemlik bazda bir miktar daha kapanacağı öngörülmektedir. Bununla birlikte, Irak'taki jeopolitik gelişmeler ihracatın büyümeye ve cari açığı kapatmaya dönük katkısı açısından aşağı yönlü bir risk unsuru oluşturmaktadır.

Özetle, yılın ilk yarısında yurt içi belirsizlikler ve finansal koşullardaki sıkılaştırmalar nedeniyle zayıf seyreden yurt içi talebin, yılın ikinci yarısında finansal koşulların daha az sıkı konuma gelmesinin etkisiyle kademeli ve ılımlı bir toparlanma eğilimine girmesi beklenmektedir. Diğer taraftan, reel kurdaki değer kaybının gecikmeli etkilerinin görülmesi ve anket göstergelerinin işaret ettiği küresel ekonomideki toparlanma ile birlikte ihracatın önümüzdeki dönemde de büyümeye katkı vermeye devam etmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, küresel ekonomideki toparlanmanın gücü, küresel para politikaları ve jeopolitik gelişmelere ilişkin devam eden belirsizlikler büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

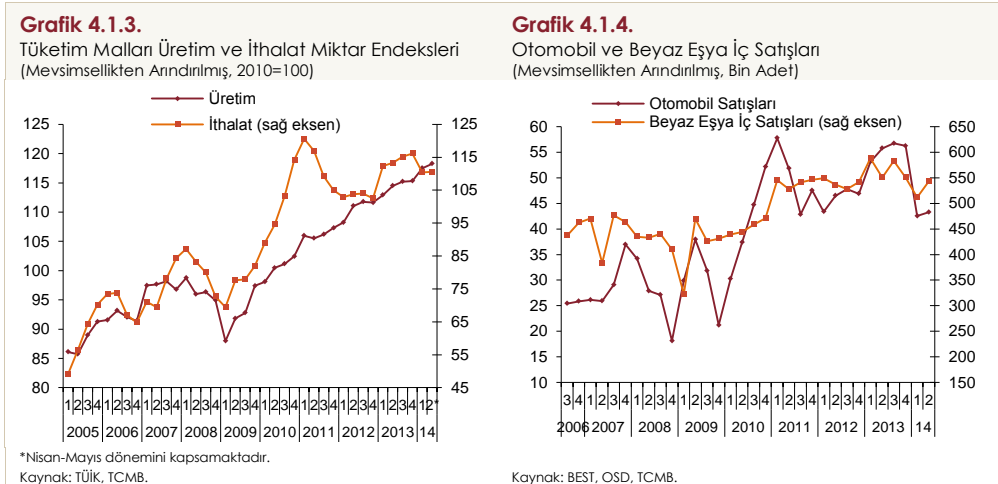
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

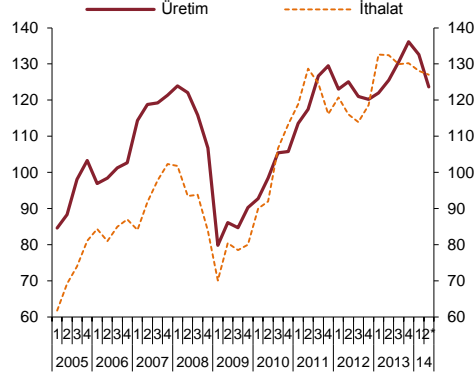
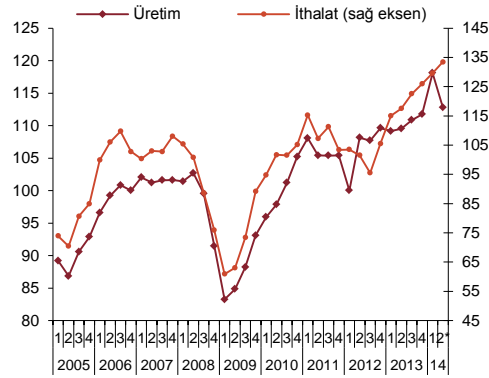
TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre, GSYİH 2014 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,3 oranında artış kaydetmiştir. TÜİK 2014 yılı birinci çeyreği itibarıyla mevsimsellikten arındırma yönteminde değişikliğe gitmiştir. Daha önce doğrudan arındırma yöntemi kullanılarak oluşturulan mevsimsellikten arındırılmış GSYİH, 2014 yılından itibaren dolaylı arındırma yöntemiyle hesaplanacaktır (Kutu 4.1). Bu çerçevede, dolaylı yöntem kullanılarak mevsimsellikten arındırılmış verilerle GSYİH'nin bir önceki çeyreğe kıyasla artış oranı yüzde 1,7 olmuştur (Grafik 4.1.1). Öte yandan, bu dönemde nihai yurt içi talep, kamu talebindeki yüksek oranlı artışa karşın özel kesim talebindeki azalmaya bağlı olarak yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 4.1.2). Özel kesim talebinin alt kalemleri incelendiğinde, Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörüldüğü gibi, 2014 yılı ilk çeyreğinde dayanıksız tüketim malları talebi ve inşaat yatırımları çeyreklik bazda artarken, kur ve finansman koşulları

ile beklentilere daha duyarlı olan dayanıklı tüketim malları talebi ve özel makine-teçhizat yatırımları gerilemiştir.

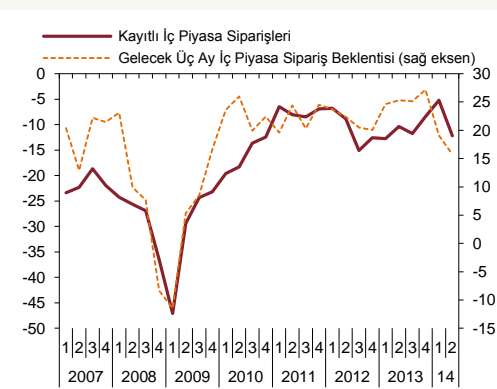
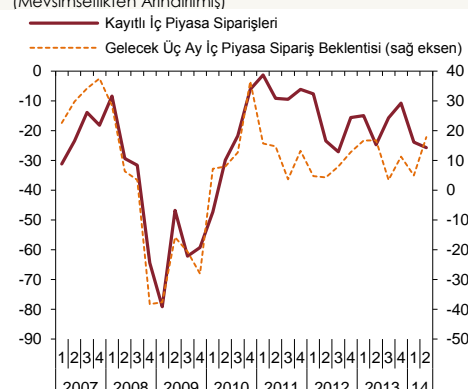


2014 yılının ikinci çeyreğine ilişkin veriler yurt içi özel kesim nihai talebinin ikinci çeyrekte ılımlı bir eğilim sergilediğine işaret etmektedir. Nisan-Mayıs döneminde tüketim malları üretimi artış eğilimini korumuştur. Tüketim malları ithalatı ise ilk çeyrekteki belirgin gerilemenin ardından görece yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 4.1.3). Tüketim malları üretimi alt kalemler bazında incelendiğinde, hem dayanıklı hem de dayanıksız tüketim malları üretiminin arttığı gözlenmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde Türk lirasındaki değer kazancının, finansal koşullardaki iyileşmenin ve tüketici güvenindeki artışın etkisi dayanıklı tüketim malları talebinde hissedilmektedir. Nitekim, dayanıklı tüketim malları talebine ilişkin göstergelerden, dayanıklı mal ithalatı ile otomobil ve beyaz eşya iç piyasa satışlarında artış gözlenmektedir (Grafik 4.1.4). Makine-teçhizat yatırımlarına ilişkin göstergelerden taşımacılık hariç yatırım mallarının üretimi ve ithalatı azalış göstermektedir (Grafik 4.1.5). İnşaat yatırımlarına ilişkin göstergelerden mineral maddeler üretimi gerilerken ithalatındaki artış eğilimi devam etmektedir (Grafik 4.1.6). Özetle, ikinci çeyreğe ilişkin veriler yurt içi özel kesim nihai talebinin özellikle tüketim talebi kaynaklı olarak çeyreklik bazda ılımlı bir büyüme sergilediğine işaret etmektedir.

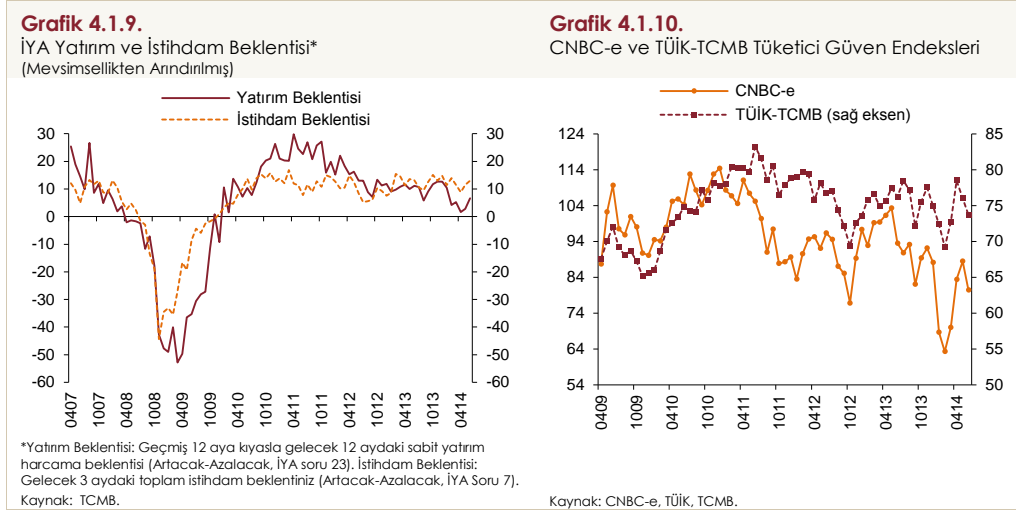


Grafik 4.1.5.Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri
(Taşımacılık Araçları Hariç, Mevsimsellikten Arındırılmış,
2010=100)*Nisan-Mayıs döneminini kapsamaktadır.
Kaynak: TÜİK, TCMB**Grafik 4.1.6.**Metallik Olmayan Mineral Maddeler Üretim ve İthalatı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010=100)*Nisan-Mayıs döneminini kapsamaktadır.
Kaynak: TÜİK, TCMB

İYA göstergeleri 2014 yılı üçüncü çeyreğinde iç talepte bir ivmelenmeye işaret etmemektedir. Nitekim, tüketim malları üreten sektörler için kayıtlı iç piyasa siparişleri ve gelecek üç aya ilişkin sipariş beklentileri gerilemiştir (Grafik 4.1.7). Benzer şekilde, yatırım malları üreten sektörlerin kayıtlı iç piyasa siparişleri de düşüş kaydetmiştir. Öte yandan, yatırım malları üreten sektörlerin sipariş beklentileri belirgin oranda artmıştır (Grafik 4.1.8). Firmaların görece uzun vadeli kararlarına ilişkin yatırım ve istihdam beklentileri ise ikinci çeyrek içinde bir miktar toparlanmakla beraber zayıf seyrini sürdürmüştür (Grafik 4.1.9). Diğer yandan, tüketici güveni yılın ikinci çeyreğinde çeyreklik bazda artış kaydetmiştir (Grafik 4.1.10).

Grafik 4.1.7.Tüketim Malları Üreten Sektörlerde Kayıtlı İç Piyasa
Siparişleri ve Gelecek Üç Ay İç Piyasa Sipariş Beklentileri*
(Mevsimsellikten Arındırılmış)*Kayıtlı İç Piyasa Siparişlerinin Normale Göre Durumu (Normal Üstü-Normal Altı
(İYA Soru 19)), Gelecek Üç Ay Sipariş Beklentileri (Artacak-Azalacak (Soru 21)).
Kaynak: TCMB.**Grafik 4.1.8.**Yatırım Malları Üreten Sektörlerde Kayıtlı İç Piyasa
Siparişleri ve Gelecek Üç Ay İç Piyasa Sipariş
Beklentileri*
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

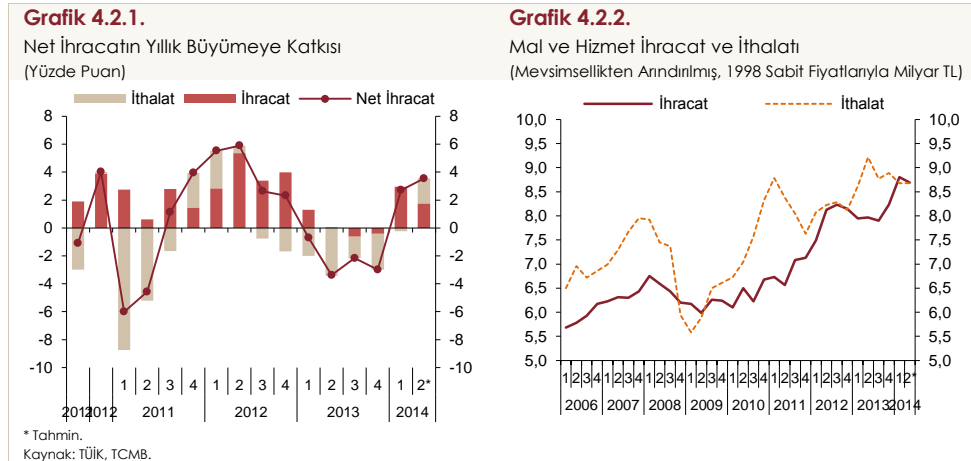
Kaynak: TCMB.



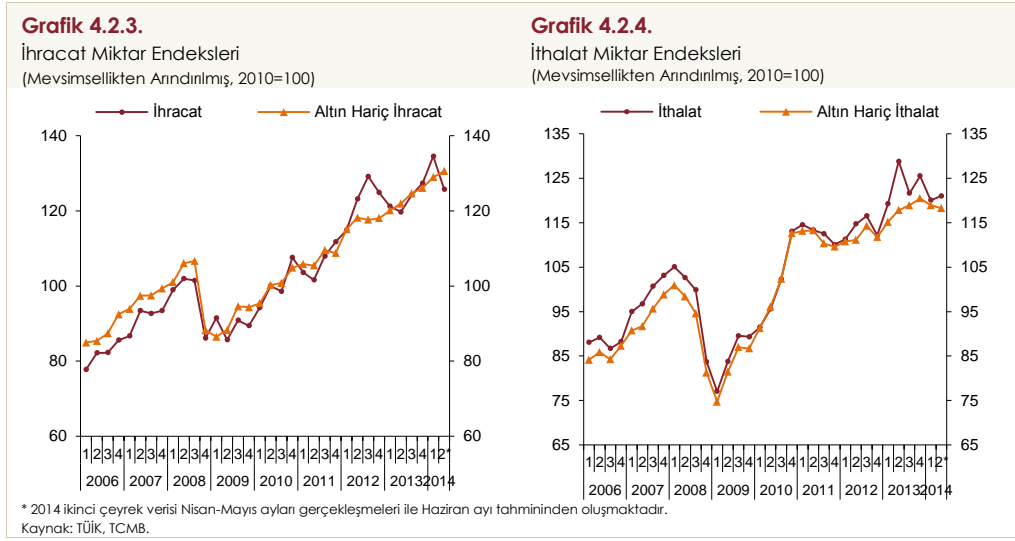
Sonuç olarak, 2014 yılı ilk çeyreğinde nihai yurt içi talep kamu talebindeki yüksek oranlı artışa karşın özel kesim talebindeki azalmaya bağlı olarak yatay bir seyir izlemiştir. İkinci çeyreğe ilişkin veriler, yurt içi özel kesim nihai talebinin özellikle tüketim talebi kaynaklı olarak çeyreklik bazda ılımlı bir büyüme sergilediğine işaret etmektedir. Anket göstergelerine ilişkin veriler, Türk lirasındaki değer kazancı ve azalan oynaklık, finansal koşullardaki iyileşme, tüketici güvenindeki artış ve iktisadi faaliyette küresel ölçekte gözlenen olumlu eğilim ile beraber değerlendirildiğinde yılın ikinci yarısında nihai yurt içi talepteki artışın kademeli ve ılımlı olacağı öngörülmektedir. Öte yandan, Irak'taki jeopolitik gelişmelerin özellikle güven kaynaklı olarak yurt içi talep üzerinde aşağı yönlü risk oluşturduğu not edilmelidir. Bu görünüm altında, yurt içi talep gelişmelerinin enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmaması ve cari açık ile dengelenme sürecine olumlu katkı yapmaya devam etmesi beklenmektedir.

4.2. Dış Talep

2014 yılı ilk çeyreğine ilişkin GSYİH verilerine göre mal ve hizmet ihracatı yıllık bazda yüzde 11,4; mal ve hizmet ithalatı yüzde 0,8 artış kaydetmiştir. Böylece, Nisan Enflasyon Raporu öngörülerıyla uyumlu olarak net ihracat yıllık büyümeye 2,7 puan katkıda bulunmuş ve dış talep bileşenleri arasındaki dengelenme bu dönemde de devam etmiştir (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle bakıldığında ise yılın ilk çeyreğinde ihracatın artarken ithalatın gerilediği gözlenmektedir (Grafik 4.2.2).

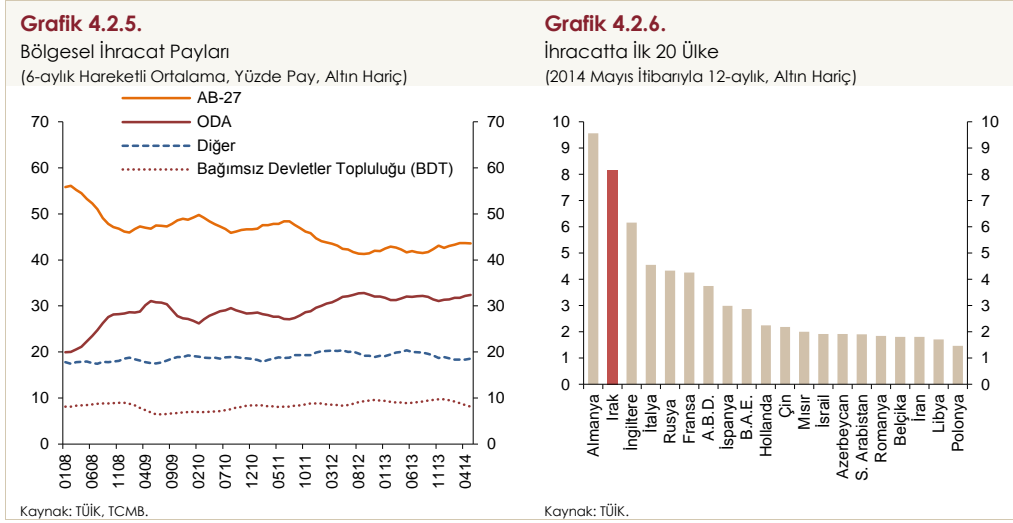


2014 yılı ikinci çeyreğine ilişkin veriler incelendiğinde, ihracat miktar endeksinin Nisan-Mayıs döneminde azalma eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu dönemde altın ihracatı dışlanarak oluşturulan çekirdek endeks ise istikrarlı seyirini sürdürmüştür ve bir önceki çeyreğe göre artış kaydetmiştir (Grafik 4.2.3). Son dönemde PMI göstergeleri küresel ölçekteki ılımlı toparlanma eğiliminin devam ettiğine işaret etmektedir. Bununla beraber, orta vadeli göstergelerden ihracat ağırlıklı küresel büyümenin olumlu görünüm izlediği gözlenmektedir (Grafik 2.1.1). Dolayısıyla, ikinci çeyrekte de altın hariç ihracatın artış eğilimini ve büyümeye olumlu katkısını sürdürdüğü düşünülmektedir (Grafik 4.2.1).

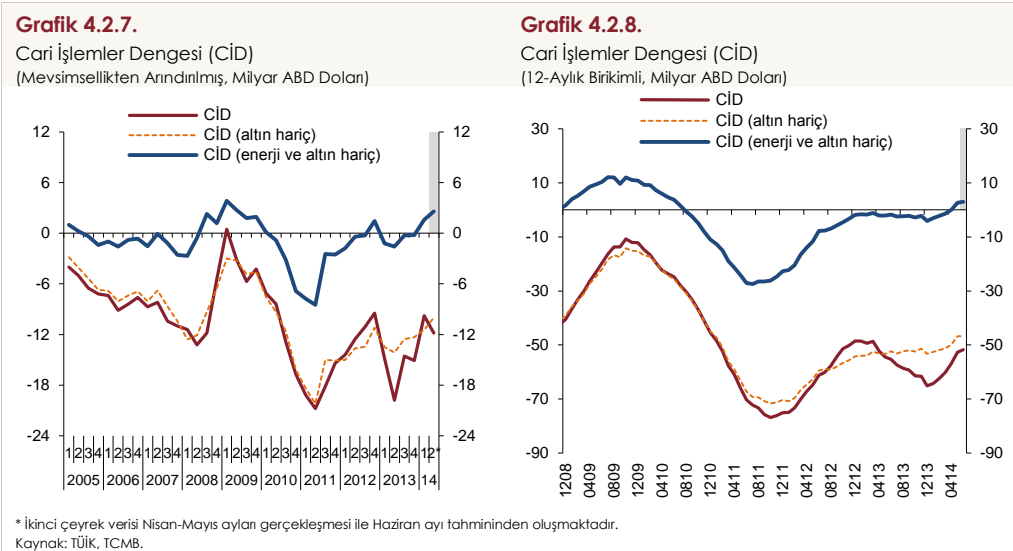


İthalat miktar endeksi ilk çeyrekteki yüksek oranlı gerilemesinin ardından, ikinci çeyrekte artış kaydetmiştir. Altın hariç ithalat miktar endeksi ise daha zayıf bir seyir izleyerek sınırlı bir artış gerçekleştirmiştir. Son dönemde iç talep göstergeleri tüketim talebinin yılın ikinci çeyreğinde ılımlı bir eğilim sergilediğine işaret etmektedir. Dayanıklı tüketim malı üretimi ve ithalatı Nisan-Mayıs döneminde önceki çeyrek ortalamasının üzerinde seyretmektedir. Bunun yanı sıra otomobil iç satışları ve beyaz eşya satışlarında ilk çeyreğe kıyasla kademeli bir toparlanma gözlenmektedir. Bu gelişmeler çeyreklik bazda değerlendirildiğinde, yurt içi talepteki toparlanma ile birlikte altın hariç ithalatın yataya yakın bir seyir göstermesi beklenmektedir (Grafik 4.2.4). Böylelikle, bu dönemde mal ve hizmet ithalatının da bir önceki çeyrek seviyesine yakın gerçekleşeceği düşünülmektedir (Grafik 4.2.2).

Son dönemde, Irak'taki jeopolitik gelişmeler ihracatın büyümeye katkısı açısından aşağı yönlü bir risk unsuru oluşturabilecektir. Ortadoğu ve Afrika Bölgesi (ODA) son yıllarda önemli bir ihracat pazarı olmuş ve Irak Türkiye ihracatında ikinci sıraya yükselmiştir (Grafik 4.2.5 ve 4.2.6). Bu çerçevede, Irak'taki belirsizliklerin kalıcı olması durumunda gerek doğrudan Irak'a gerekse diğer bölge ülkelerine yapılan ihracat ile petrol fiyatları kanalıyla dış dengedeki iyileşmenin yavaşlayabileceği düşünülmektedir. Mevcut göstergeler etkilerin daha çok doğrudan ihracat kanalıyla olabileceğine işaret etmektedir. Nitekim, Haziran ayında Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) verilerine göre Irak'a yapılan ihracat yüzde 21,3 gerilerken, Irak hariç Yakın ve Ortadoğu ülkelerine yapılan ihracat artmaya devam etmiştir.



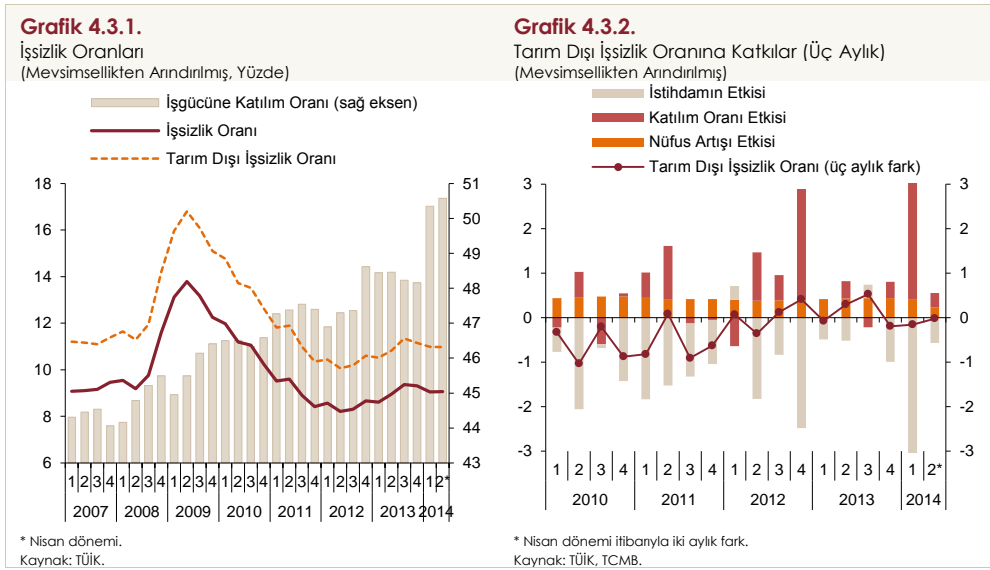
2014 yılı ikinci çeyreğinde nihai yurt içi talebin ılımlı bir eğilim sergilediği, ihracatın ise istikrarlı artışını sürdürerek büyümeye olumlu katkı sağladığı tahmin edilmektedir. Bu dönemde, dengelenme sürecinin ve net ihracatın büyümeye pozitif katkısının devam ettiği düşünülmektedir (Grafik 4.2.1). Bu gelişmelere bağlı olarak, gerek mevsimsellikten arındırılmış gerekse 12 aylık birikimli cari işlemler dengesindeki iyileşmenin yılın ikinci çeyreğinde belirginleşmesi beklenmektedir. Enerji ve altın hariç cari işlemler dengesinin ise bu dönemde fazla verdiği değerlendirilmektedir (Grafik 4.2.7 ve 4.2.8). Söz konusu iyileşmenin yılın geri kalanında da devam etmesi beklenmektedir. Ancak son dönemde yaşanan jeopolitik gelişmeler, yılın ikinci yarısında cari dengesindeki iyileşmenin ve net dış talebin katkısı üzerinde aşağı yönlü bir risk unsuru oluşturmaktadır.



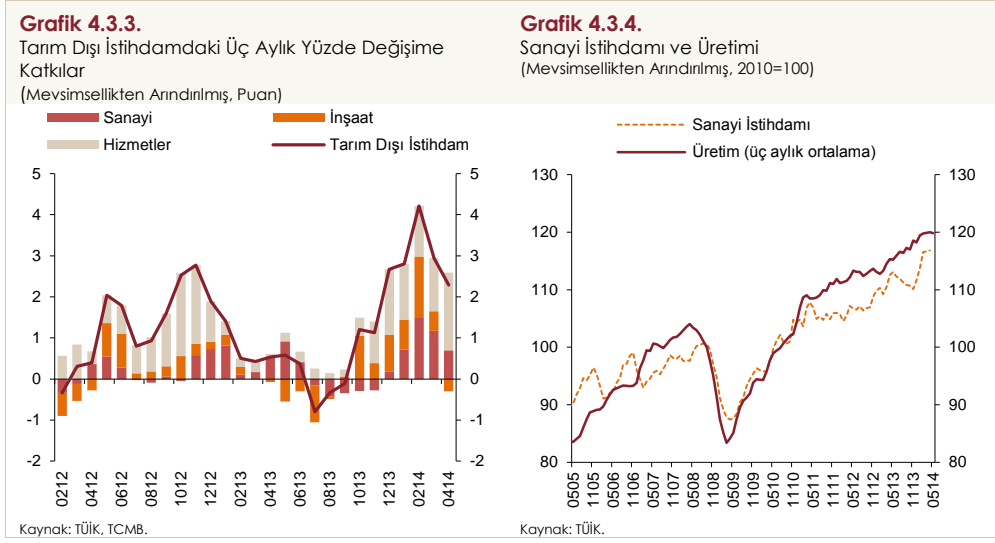
4.3. Emek Piyasası

2014 yılı Şubat döneminde Hanehalkı İşgücü Anketi'nin yapısı AB istatistikleri ile uyum sağlanması çerçevesinde önemli ölçüde değişikliğe uğramıştır. Anket uygulama sıklığı artırılmış, örneklem tasarımı değişmiş, işsiz kriterinde değişikliğe gidilmiş ve anket sonuçlarının örneklemden genele taşınmasında kullanılan nüfus projeksiyonları değiştirilmiştir. "İşsiz" sınıflaması için kullanılan iş arama süresi AB ile uyum çerçevesinde son üç aylık dönemden son dört haftalık döneme indirilmiştir. Bu uygulamalar neticesinde işgücü piyasasını takip etmekte kullanılan istatistiklerin hem seviyesi hem de mevsimselliğinde değişiklikler olmuştur. Eski ankete dair sadece genel görünümü yansıtan seçilmiş bazı seriler TÜİK tarafından bir model çerçevesinde Ocak 2005'e kadar geri götürülmüştür. Ancak, alt gruplara ait seriler anket yapısındaki değişiklik nedeniyle geriye götürülememektedir. Bu kısımdaki değerlendirmeler, TÜİK'in geriye dönük yayımladığı işgücü piyasası genel görünümünü yansıtan seriler üzerinden yapılmaktadır.

Tarım dışı istihdamdaki toparlanmanın etkisiyle işsizlik oranı 2013 yılı son çeyreğinden itibaren sınırlı bir oranda gerileme kaydetmiştir (Grafik 4.3.1). Söz konusu dönemlerde istihdamla eş zamanlı olarak işgücüne katılımın da artması işsizlikteki gerilemeyi sınırlandırmıştır (Grafik 4.3.2). Türkiye'de istihdam ve işgücü değişimleri arasında pozitif yönde güçlü bir bağıntı söz konusudur. İstihdamdaki artış geçici işlerde olduğu ölçüde de bu bağıntının derecesi artmakta, istihdam artışının işsizlik üzerine etkisi zayıf olmaktadır. Bu olgu, 2013 yılı son çeyreği ve 2014 yılı ilk aylarında da geçerli olmuştur. Mart-Nisan döneminde ise istihdam artışı hız kesmiş ve işsizlik oranı değişmemiştir (Grafik 4.3.1 ve Grafik 4.3.2).

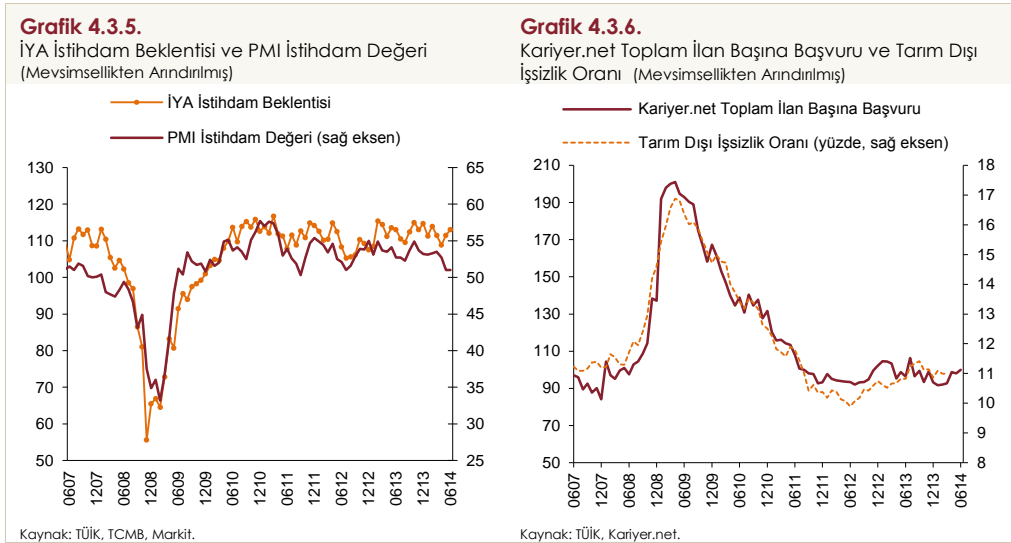


Tarım dışı istihdam 2013 yılı genelinde zayıf seyretmiş, istihdamdaki toparlanma 2013 yılı son çeyreğinde inşaat ve hizmet sektörlerinin katkısıyla başlamıştır. 2014 yılı ilk çeyreğinde bu sektörlerin yanı sıra sanayi istihdamı da artış göstermiştir (Grafik 4.3.3). Yılın ilk çeyreğindeki güçlü istihdam artışı sonrasında Mart-Nisan döneminde inşaat istihdamı gerilerken, sanayi istihdamı yatay seyretmiştir (Grafik 4.3.3 ve Grafik 4.3.4). Faaliyete ilişkin göstergeler ikinci çeyrekte durağan bir görünüme işaret etmektedir. İnşaat faaliyetine ilişkin bilgi içeren mineral üretimi yılın ikinci çeyreğinde ilk çeyreğe kıyasla gerilemiştir (Grafik 4.1.6). Benzer şekilde sanayi üretim artışı da ikinci çeyrekte duraklamıştır (Grafik 4.3.4).



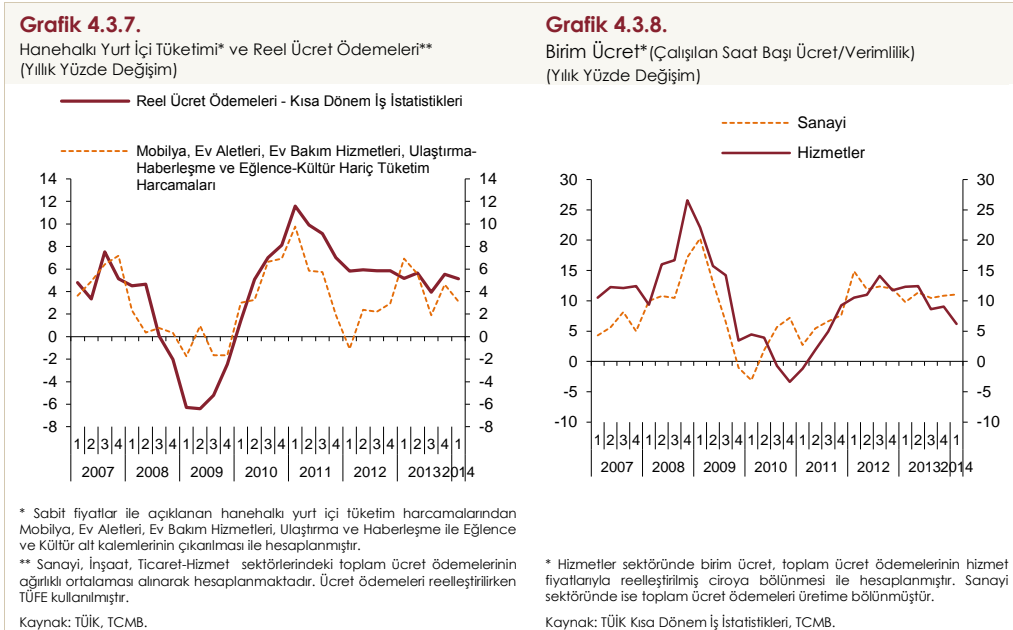
İktisadi faaliyete dayalı göstergelere benzer şekilde, doğrudan imalat sanayi istihdamı ile ilgili anket sonuçları da yılın ikinci çeyreğinde istihdam görünümünde ilk çeyreğe kıyasla bir miktar bozulmaya işaret etmektedir. İkinci çeyrekte, İktisadi Yönelim Anketi göstergeleri arasında yer alan istihdam beklentisindeki azalma sınırlı bir oranda kalmış, diğer taraftan PMI istihdam değeri kayda değer bir oranda gerilemiştir. Her iki endeks de nötr seviyelerinin üzerinde kalarak hala istihdam artışı yönünde sinyal verseler de, PMI istihdam göstergesi ikinci çeyrekte sanayi istihdamı için aşağı yönlü risklerin varlığına işaret etmektedir (Grafik 4.3.5).

İnsan kaynakları alanında faaliyet gösteren Kariyer.net firması tarafından sağlanan verilere göre yılın ikinci çeyreğinde ilan başına başvuru sayısı artış göstermiştir. Toplam iş başvurularını firmaların ilan ettikleri açık iş sayısına bölmek suretiyle hesaplanan ve tarım dışı işsizlikle yakın bir ilişki bulunan bu seri yılın ikinci çeyreğinde işsizlik oranına dair iyileşme yönünde bir sinyal vermemektedir (Grafik 4.3.6).



2014 yılı ilk çeyreği itibarıyla istihdam ve ücret gelişmelerinin iç talebi destekler yönünde olduğu gözlenmektedir. Söz konusu dönemde toplam ücret ödemeleri yıllık bazda reel olarak artmaya devam etmiştir (Grafik 4.3.7). Bununla birlikte, tüketici fiyatları enflasyonunun yılın başında yapılan tahminlere kıyasla daha yüksek bir oranda gerçekleşmesi 2014 yılı kalan döneminde ücretlerdeki reel artışı sınırladığı bir etki yapabilecektir.

Maliyet boyutuyla ele alındığında ücret artışlarının fiyat üzerindeki etkisinin bu dönemde artmış olabileceği düşünülmektedir. 2014 yılı ilk çeyreği itibarıyla saatlik ücretlerdeki ortalama artış 2014 yılı için belirlenen asgari ücret artışının üzerinde gerçekleşmiştir. Saatlik ücretlerdeki bu artışın etkisiyle birim ücretler 2014 yılı ilk çeyreği itibarıyla yıllık bazda, enflasyona yakın bir oranda yaklaşık yüzde 8 artmıştır (Grafik 4.3.8).



Özetle, 2013 yılı son çeyreğinden itibaren gözlenen tarım dışı istihdam artışı Mart-Nisan döneminde hız kesmiştir. Özellikle yılın ilk çeyreğinde güçlü bir oranda artan inşaat istihdamı Mart-Nisan döneminde gerilemiştir. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin öncü göstergeler istihdam artışının yavaşlayacağı ve işsizlik oranının sınırlı bir oranda artacağı yönünde sinyal vermektedir. İlimli büyüme öngörüsü altında 2014 yılında işsizlik oranının 2013 yılına göre sınırlı bir miktar yukarıda gerçekleşebileceği değerlendirilmektedir.

Kutu
4.1

Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Verilerini Mevsimsellikten Arındırma: Doğrudan ve Dolaylı Yaklaşım

Mevsim ve takvim etkileri gibi geçici ancak tekrarlayan nitelikteki etkiler serilerdeki eğilimin anlaşılmasını zorlaştırmaktadır. Bu etkilerden arındırılmış veriler ise "olağan" etkileri içermeyip, seride "yeni" olan bilgiyi sunarak, mevcut durum tespitine olanak sağlamakta ve öngörülere yön vermektedir. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) serisi hem mevsim hem de takvim etkileri içermektedir. Dolayısıyla, iktisadi faaliyetin çeyreklik bazdaki değişimi incelenirken mevsimsellikten arındırılmış verilerin kullanılması gerekmektedir. GSYİH gibi alt kalemlerin toplulaştırılmasıyla elde edilen serilerin mevsimsellikten arındırılmasında doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki temel yaklaşım bulunmaktadır. Doğrudan yaklaşımda, toplulaştırılmış seri alt kalemlerinden ayrı olarak mevsimsellikten arındırılmaktadır. Dolaylı yaklaşımda ise mevsimsellikten arındırılmış toplulaştırılmış seri, mevsimsellikten arındırılmış alt kalemlerin ağırlıklı toplamıyla elde edilmektedir. TÜİK, 2014 yılı ilk çeyreği itibarıyla mevsimsellikten arındırılmış GSYİH verilerini doğrudan yerine dolaylı yöntem kullanarak üretmeye başlamıştır.¹ Bu kutunun amacı, Türkiye için doğrudan ve dolaylı yöntemle mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH verilerini karşılaştırmak ve her iki yöntemin iktisadi faaliyete dair sundukları görünümü tartışmaktır.

Literatürde doğrudan (dolaylı) yaklaşımın her zaman dolaylı (doğrudan) yaklaşımdan daha üstün olduğunu gösteren teorik veya ampirik bir kanıt bulunmamaktadır.² Genellikle, mevsimsellikten arındırmada alt kalemler benzer mevsimsel yapı gösteriyorsa, diğer bir ifadeyle seriler tepe ve dip noktalarına hemen hemen aynı zamanda ulaşıyorsa, doğrudan yaklaşım önerilmektedir. Öte yandan, alt kalemler farklı mevsimsel karakterlere sahipse ve/veya alt kalemlerin toplulaştırılmış seri içindeki ağırlıkları dönemden döneme belirgin değişimler gösteriyorsa dolaylı yaklaşım tavsiye edilmektedir.³ Bir serinin doğrudan ve dolaylı yaklaşımla arındırılma sonuçları çoğunlukla aynı değildir. Dolayısıyla, bu yaklaşımların ima ettiği çeyreklik değişimlerin büyüklüğü ve yönü değişebilmektedir.⁴ Böyle bir durumda, hangi yaklaşımın kullanılması gerektiğine arındırılmış verilerin kalitesine bakılarak karar verilmektedir. Temel olarak, mevsimsellikten arındırılmış bir seride ve artık terimlerinde mevsimsellik kalmamalı ve yeni eklenen veriyle geçmiş mevsimsellikten arındırılmış verilerde oluşabilecek revizyon küçük olmalıdır. Bunlara ek olarak, pürüzsüzlük de iki farklı yöntemle arındırılmış verilerin karşılaştırılmasında kullanılabilir.

Grafik 1, doğrudan ve dolaylı yöntemlerle mevsimsellikten arındırılmış 1998 bazlı GSYİH serisini sunmaktadır. Buna göre, iki seri endeks seviyesinde benzer bir hareket sergilemektedir. Ancak, serilerin çeyreklik değişimleri iki yöntem arasında dönem dönem 0,9 puana varabilen farklar oluştuğunu göstermektedir (Grafik 2 ve Tablo 1).⁵ Diğer taraftan, 1998Ç1-2014Ç1 döneminde söz konusu farklar ortalamada sifıra oldukça yakın ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmaktadır. Bununla birlikte, her iki yöntemle hesaplanan çeyreklik değişimler incelenen dönemin yüzde 95'inde aynı yönlüdür.⁶ Gözlem sayısının yüzde 56'sında dolaylı yöntem doğrudan yöntemle kıyasla daha yüksek çeyreklik değişimler vermekte ve bu gözlemlerde iki yöntem arasında oluşan

¹ Detaylı bilgi için bkz: www.tuik.gov.tr/HbGetir.do?id=16192&tb_id=17.

² Avrupa İstatistik Ofisi (2009).

³ Ladiray ve Mazzi (2002).

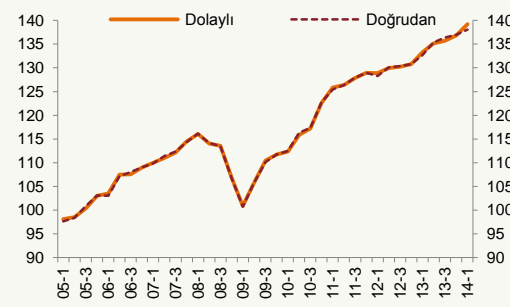
⁴ Örneğin, Koçak, Mazzi ve Moaura (2010) ve Avrupa Merkez Bankası (2012) söz konusu farklılaşmayı Euro bölgesi sanayi üretimi için göstermiştir.

⁵ Örneğin, 2014Ç1 için doğrudan yöntemle göre iktisadi faaliyetteki büyüme 0,3 puan artarak yüzde 0,8, dolaylı yöntemle göre ise 0,8 puan artarak yüzde 1,7 olmuştur. Bu çerçevede, doğrudan yöntemle dolaylı yöntemle kıyasla yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyetteki artışın daha ilimli olduğu işaret etmektedir.

⁶ Bir diğer ifadeyle, söz konusu çeyreklik değişimler 64 gözlemin 3'ünde (1998Ç3, 1999Ç2 ve 2006Ç1) ters yönlüdür.

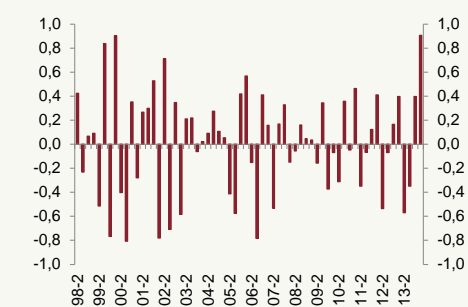
fark ortalama 0,32 puan olarak ölçülmektedir. Doğrudan yöntemle elde edilen çeyreklik değişimlerin daha büyük olduğu durumlarda ise aradaki fark ortalama 0,38 puan olmaktadır. Son olarak, dolaylı yöntemle elde edilen çeyreklik değişimlerin varyansının doğrudan yöntemle elde edilen çeyreklik değişimlerin varyansından bir miktar düşük olduğu gözlenmektedir. Ancak, söz konusu varyansların birbirinden farklı olduğu geleneksel anlamlılık düzeylerinde reddedilmektedir. Özetle, 1998Ç1-2014Ç1 döneminde doğrudan ve dolaylı mevsimsellikten arındırma yöntemleriyle hesaplanan çeyreklik GSYİH değişimlerinin ortalaması ve oynaklığı birbirinden önemli ölçüde farklılaşmamaktadır.

Grafik 1. GSYİH
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100, Milyar TL)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 2. Doğrudan ve Dolaylı Yöntemle Arındırılmış GSYİH Verilerinin Çeyreklik Değişimleri Arasındaki Fark (Dolaylı-Doğrudan, Yüzde Puan)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Tablo 1. Doğrudan ve Dolaylı Yöntemle Arındırılmış GSYİH Verilerinin Çeyreklik Yüzde Değişimlerine İlişkin İstatistikî Bilgiler (1998Ç1-2014Ç1)

Ortalama fark	0,02
Minimum fark	-0,81
Maksimum fark	0,90
Yön uyumu (%)	95,31
Dolaylı>Doğrudan (%)	56,25
Ortalama fark (Dolaylı>Doğrudan)	0,32
Ortalama fark (Dolaylı<Doğrudan)	-0,38
Varyans Oranı (Dolaylı/Doğrudan)	0,95

Not:fark=çeyreklik yüzde değişim (dolaylı)-çeyreklik yüzde değişim (doğrudan) olarak tanımlanmıştır.

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Belirli bir GSYİH serisi doğrudan yöntemle mevsim ve takvim etkilerinden arındırıldığında, GSYİH'nin kompozisyonundan bağımsız olarak tek bir çeyreklik değişime işaret etmektedir. Ancak, aynı seri dolaylı yöntemle arındırıldığında kendisini oluşturan alt kalemlerin dağılımına göre farklı iktisadi faaliyet görünüşleri ima edebilmektedir. Örneğin, Tablo 2'de Üretim tarafından 2014Ç1 gerçekleştirmeleri ile aynı dönem için oluşturulan iki farklı büyüme kompozisyonu senaryosu sunulmaktadır. Buna göre GSYİH, tüm büyüme kompozisyonlarında yılın ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 4,3 oranında artış göstermektedir. Doğrudan arındırma yöntemiyle üç durumda da yüzde 0,8'lik çeyreklik büyüme elde edilmekte, dolayısıyla iktisadi faaliyete dair tek bir çıkarım yapılmaktadır. Ancak, dolaylı yöntemle göre farklı büyüme kompozisyonları altında -gerçekleşme ve senaryo 1'de olduğu gibi- aynı veya -gerçekleşme ve senaryo 2'de olduğu gibi- farklı çeyreklik büyüme elde edilebilmektedir. Bu sebeple, yeni yöntemle iktisadi faaliyetteki çeyreklik görünüm yorumlanırken GSYİH'ye ek olarak, GSYİH'yi oluşturan bileşenlerin nasıl hareket ettiklerini değerlendirmek ve bu bileşenlerin büyümeye katkılarını incelemek daha doğru bir yaklaşım olacaktır.

Tablo 2. Dolaylı Yöntemle Mevsimsellikten Arındırılmış GSYİH (2014Ç1, Yüzde Değişim)

		Tarım	Sanayi	İnşaat	Hizmetler	GSYİH
Gerçekleşme	Yıllık	3,9	5,0	5,2	3,9	4,3
	Çeyreklik	5,0	1,7	1,0	1,3	1,7
Senaryo 1	Yıllık	2,8	2,4	3,5	5,3	4,3
	Çeyreklik Büyüme	3,8	-0,7	-0,5	2,8	1,7
Senaryo 2	Yıllık	-10,0	2,5	4,0	6,3	4,3
	Çeyreklik Büyüme	-9,1	-0,6	-0,1	3,7	1,0

Kaynak: TÜİK, TCMB hesaplamaları.

Kaynakça

Avrupa İstatistik Ofisi, 2009. ESS Guidelines on Seasonal Adjustment.

Avrupa Merkez Bankası, 2012. The New Approach to Seasonal Adjustment of European Aggregates in Short-Term Statistics. Kutu 5, Nisan 2012 Aylık Bülteni.

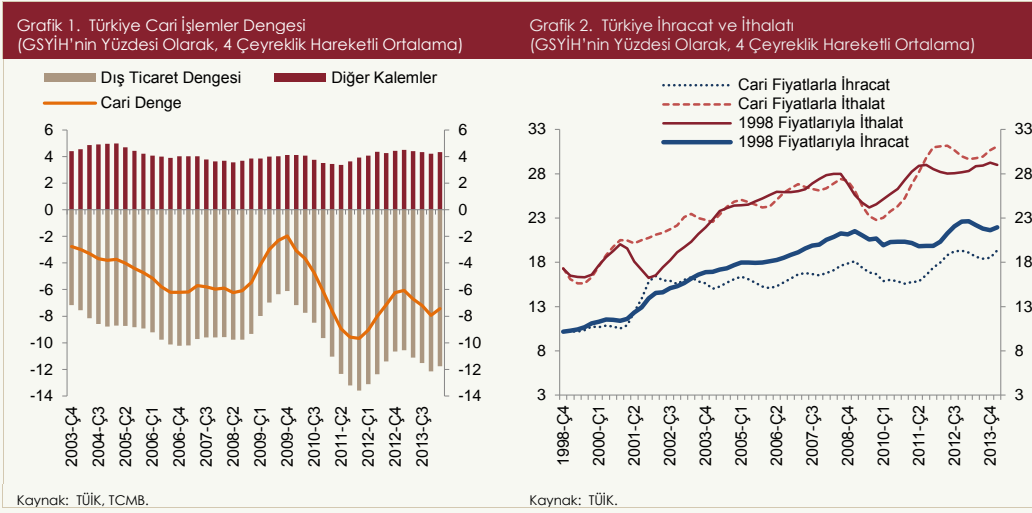
Koçak, A., Mazzi, G., Moura, F., 2010. How Seasonal Adjustment can Affect the Message Delivered to Policy Makers: a Simulation Approach Based on the Euro Area Industrial Production. 6. Avrupa İstatistik Ofisi İş Çevrimi Analizi Toplantısı'nda sunulan çalışma.

Ladiray, D., Mazzi, G. L., 2002. Seasonal Adjustment of European Aggregates: Direct versus Indirect Approach. Avrupa Merkez Bankası Mevsimsellikten Arındırma Semineri'nde sunulan çalışma.

Kutu
4.2

Türkiye Dış Ticaretinde Reel ve Cari Dengelenme

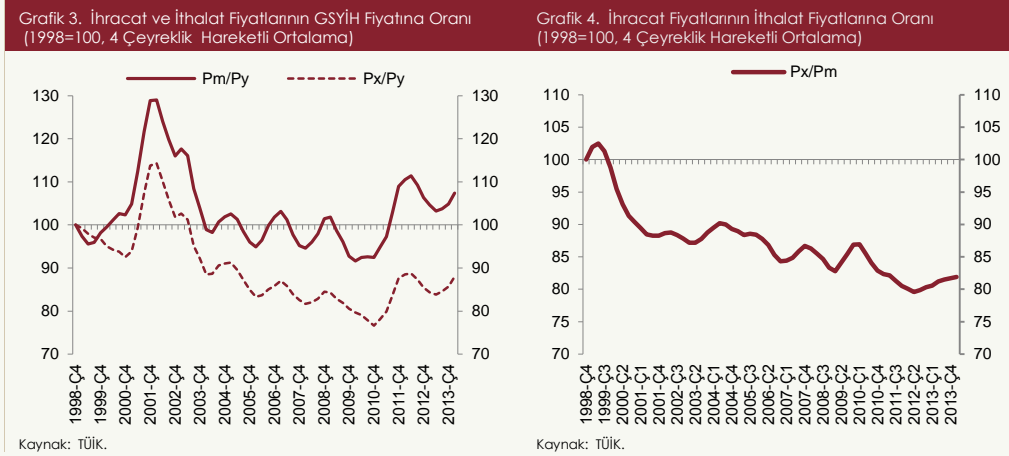
2009 yılında yaşanan küresel kriz sonrası dönemde cari işlemler dengesinde hızlı ve yüksek miktarlı bir bozulma yaşanmıştır. Grafik 1'de görüldüğü gibi cari dengedeki bozulmanın temel nedeni dış ticaret açığındaki artış olmuştur. Bu gelişme finansal istikrar açısından, finansman kalitesindeki kötüleşmeler ve ani duruş ihtimalinin yükselmesi gibi sebepler ile ülke riskini artırabilmektedir. Bu dönemde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, finansal istikrarı içeren yeni bir politika çerçevesi uygulamaya koymuş ve diğer düzenleyici kurumların aldığı önlemlerin de katkısı ile dış açıktaki bir dengelenme yaşanmıştır. Bu dengelenmenin reel ve cari olarak incelenmesi, analizlerde dış ticaret hadlerini kontrol etmek ve alınan tedbirlerinin etkilerini değerlendirmek açısından önem taşımaktadır.



Türkiye'nin dış ticaret hacmi 1998Ç1-2014Ç1 döneminde hızlı bir artış eğilimi sergilemiştir (Grafik 2). Dış ticaret haddi gelişmelerinin etkilerini ayırtmak amacıyla gerek ihracat gerekse de ithalat GSYİH'nin yüzdesi olarak 1998 yılı ortalama fiyatları kullanılarak da hesaplanmıştır. Buna göre, 2002 yılından sonraki dönemde reel ihracata ilişkin seri cari ihracat serisinden yukarı yönlü ayrılmış ve aradaki fark zaman içerisinde genel olarak artmıştır. Adı geçen dönemde, iki seri arasındaki fark ortalama 2,9 puan olarak gerçekleşmiştir. Bu durum GSYİH fiyat endeksinin (P_y) ihracat fiyat endeksinde (P_x) kıyasla ilgili dönemde daha hızlı arttığına işaret etmektedir. Grafik 3'te görüleceği üzere, P_x/P_y oranı genel olarak başlangıç değerinin altında seyretmiş ve dönem sonu itibarıyla yaklaşık yüzde 12'lik bir azalış kaydetmiştir. Diğer taraftan, cari ve sabit fiyatlarla oluşturulan ithalat serileri özellikle 2004Ç1-2010Ç4 döneminde olmak üzere genel olarak birbirine yakın ve benzer hareket etmişlerdir. Fakat 2010Ç4'ten sonraki dönemlerde cari ithalat dikkat çeken artışlar kaydetmiş ve ithalat fiyatları (P_m) GSYİH fiyat endeksinde (P_y) göre daha hızlı artmıştır. Son çeyrekte, P_m/P_y oranı 1998 yılı ortalama değerinin yüzde 11 üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3).

Görelî ihracat fiyatının (P_x/P_y) genel olarak aşağı yönlü hareket etmesi, görelî ithalat fiyatının ise (P_m/P_y) 2010 sonrası dönemde artış göstermesi sonucunda dış ticaret haddi (P_x/P_m) iki kademe halinde 2000'li

yılların başında ve 2010'lu yıllarda olmak üzere önemli düşüşler sergilemiştir (Grafik 4). 2014 ilk çeyreği itibarıyla dış ticaret haddi 1998 yılına göre toplam yüzde 18 oranında değer kaybetmiştir.



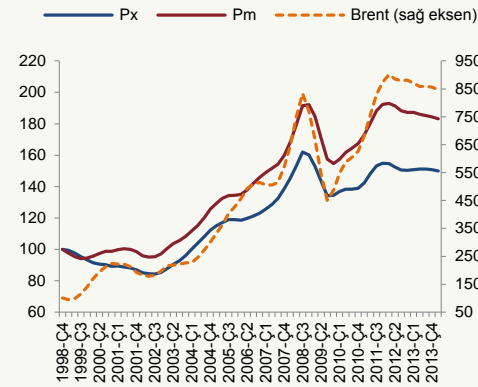
Dış ticaret hadlerinde yaşanan bu bozulmanın olası kaynakları değerlendirildiğinde enerji fiyatlarındaki gelişmeler önemli bir değişken olarak ortaya çıkmaktadır. Grafik 5'de ihracat ve ithalat fiyatları ham petrol fiyatları ile beraber çizdirilmiştir. Bu dönemde petrol fiyatı yaklaşık 8 kat artarken Px yüzde 50 ve Pm ise yüzde 80 yükselmiştir. İthalat fiyatlarının bu kadar yüksek artmasında petrol ve türevlerinin Türkiye ithalatında yüksek paya sahip olması etkili olmaktadır. İhracatta ise enerji kalemlerinin ağırlığı çok daha sınırlıdır⁷.

Dış ticaret hadlerinde 1998 sonrası dönemde yukarıda bahsedildiği gibi iki kademe halinde kalıcı bozulmalar olduğu gözlenmektedir. Dış ticaret hadleri bu açıdan bakıldığında olumsuz bir fiyat şoku olarak değerlendirilebilecektir. Her fiyat şokunda olduğu gibi bu durumda da hem ikame etkisinin hem de gelir etkisinin olması beklenebilecektir. İkame etkisi, dış fiyatların aleyhimize bozulması sebebi ile fiyatı görece olarak artan malların daha az tüketilebileceğini ifade etmektedir. Gelir etkisi ise, fiyatı artan malların ve diğer malların beraber tüketilen mallar olmaları durumunda, olumsuz fiyat şoku sonucunda reel gelirin düşmesi ile tüketilen tüm ürünlerde bir azalış olacağını ifade etmektedir.

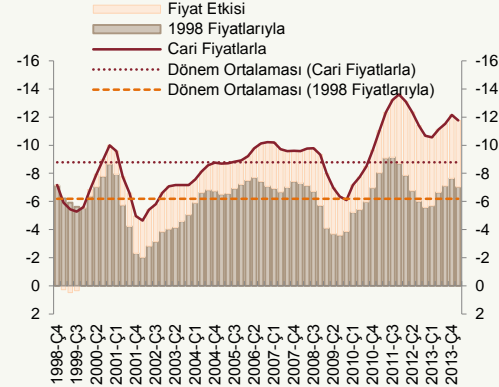
İki etki kaynaklı azalış miktarında ise tüketilen malların kısa ve uzun dönemli talep esneklikleri önem taşıyacaktır. Türkiye durumunda olduğu gibi ithalat fiyatı artışlarında enerji kalemlerinin baskın olması ve bu ürünlerin kısa dönemli talep esnekliğinin düşük olması sebepleri ile ikame etkisi sınırlı kalabilmektedir. İkame etkisinin sınırlı kalması cari fiyatlarla ölçülen dış ticaret dengesinde hızlı bozulmalara yol açabilmekte ve bu bozulmanın çok uzun süre devam etmemesi için uzun vadede ekonominin fiyat şoklarına uyumunu artıracak politikaların önemi ortaya çıkmaktadır.

Son dönemde dış dengede yaşanan bozulmaya karşı alınan önlemlerin etkinliğini analiz etmek için de dış ticaret hadlerindeki gelişmelerin dış denge üzerindeki etkilerinin kontrol edilmesi önem taşımaktadır. Bu amaçla Grafik 6 sabit ve cari fiyatlarla dış dengeyi göstermektedir. Grafiklerde cari ve sabit fiyatlarla dış denge arasındaki fark ise dış ticaret hadlerinin etkisini yansıttığı değerlendirilerek fiyat etkisi olarak adlandırılmıştır.

⁷ Analiz döneminde, petrol ve türevlerinin Türkiye ihracatındaki payı ortalama yüzde 3 ithalattaki payı ise ortalama yüzde 19 civarında gerçekleşmiştir.

Grafik 5. İhracat, İthalat ve Brent Petrol Fiyatları
(1998=100, 4 Çeyreklik Hareketli Ortalama)

Kaynak: TÜİK, Bloomberg.

Grafik 6. Dış Ticaret Dengesi ve Fiyat Etkisi
(GSYİH'nin Yüzdesi Olarak, 4 Çeyreklik Hareketli Ortalama, Ters Eksen)

Kaynak: TÜİK.

2010 yılı sonundan itibaren alınan tedbirlerin dış denge üzerindeki etkileri incelendiğinde dış ticaret hadleri değişimlerine bağlı olarak reel ve cari gelişmelerde farklılıklar olduğu gözlenmektedir. Alınan önlemler sayesinde reel dış açık 2012 yılı içinde küresel finans krizi sonrasındaki en düşük değerine gerilemiştir. 2012 yılında reel dış açığın geldiği seviyenin dönem ortalamasının olması, fakat bu iyileşmenin küresel kriz döneminin aksine milli gelirden herhangi bir azalma olmadan gerçekleşmesi uygulanan politikaların ekonomide önemli bir dengelenmeyi başarıyla sağladığını göstermektedir.

2014 birinci çeyreği itibarıyla reel dış açık yüzde 7 olarak gerçekleşmiş ve 1998 sonrası dönem ortalaması olan yüzde 6,2 oranına yaklaşmıştır. Cari fiyatlarla bakıldığında ise dış açıktaki bir iyileşme görülmesine rağmen yüksek seviyelerin halen devam ettiği gözlenmektedir. 2014 birinci çeyreği itibarıyla yüzde 11,8 seviyesine gerileyen cari dış açık 1998 sonrası dönem ortalaması olan yüzde 8,8 oranının oldukça üzerinde bulunmaktadır. Cari ve reel fiyatlarla gözlenen dış açıktaki bu ayrışma, iş çevrimlerine yönelik önlemlerin dış açığı kontrol altına almada ciddi sonuçlar aldığını, fakat kalıcı dış ticaret haddi bozulmalarına karşı dış açığın makul seviyelere getirilmesi için orta ve uzun vadeli politika önlemlerinin çok önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

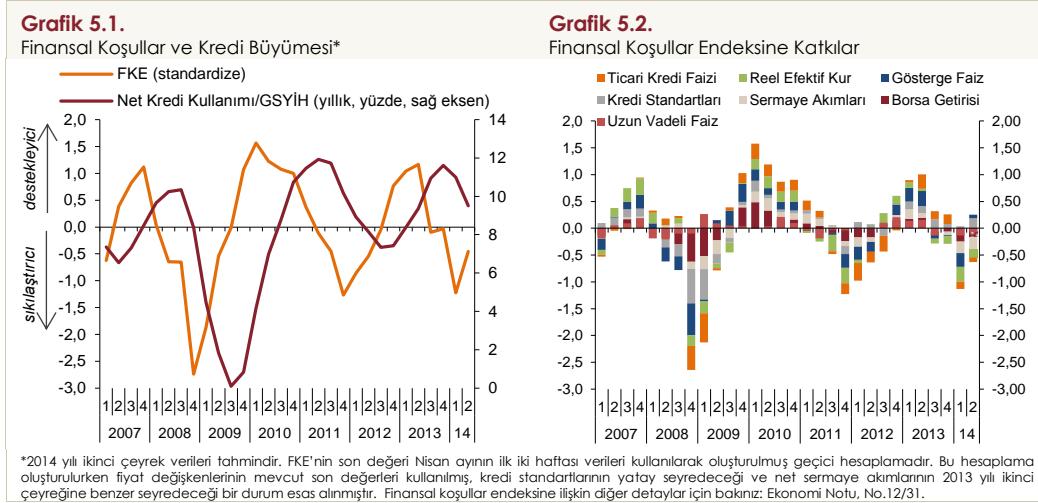
Dış açığı azaltmak amacıyla yönelik politikaların dış ticaret haddindeki gelişmeleri dikkate alınması verimli ve etkili önlemler alınmasına yardımcı olabilecektir. Dış ticaret hadlerinde temelde 2000'li ve 2010'lu yılların başında gözlenen iki kademeli bozulmanın kaynakları incelendiğinde hem ihracat fiyatı hem de ithalat fiyatı kaynaklı faktörler olduğu gözlenmektedir. Bu dönemde ihracat fiyatları genel olarak milli gelir ve ithalat fiyatlarına göre düşüş sergilemiştir (Grafik 3 ve 4). Bir başka deyişle ekonomide üretilen veya ithal edilen ürünler sepetine nazaran fiyatları görece olarak azalan bir ürünler sepetini Türkiye ihraç etmektedir. Bu çerçevede ihraç edilen ürünlerin fiyatlama gücünü artıracak, ürün sepetini daha yüksek fiyatlı ürünleri kapsayacak şekilde genişletecek ve ihracatta daha yüksek katma değerli ürünlere geçişi destekleyecek politikalar önem taşımaktadır.

Aynı dönemde enerji fiyatlarındaki artış ithalat fiyatlarının yükselmesine neden olan önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Enerji ürünleri talebinin genellikle kısa vadede fiyat esnekliklerinin düşük olması , enerji fiyatlarındaki değişimlerin hızlı bir şekilde cari dış açığa yansımına neden olmaktadır. Bu çerçevede oluşturulacak enerji politikaları ile enerji kullanım verimliliğinin artırılması ve dış açığa neden olmayacak şekilde yurt içi kaynaklı enerji üretiminin artırılması önem taşımaktadır.

5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

Yılın ikinci çeyreğinde gelişmiş ülkeler merkez bankalarının küresel likiditeyi destekleyici kararları ve nicel genişlemenin bir süre daha devam edeceği beklentisi küresel belirsizliklerin azalmasına yol açmış ve risk primi, tahvil-bono, hisse senedi ve döviz piyasalarında oynaklık belirgin olarak düşüş göstermiştir. Küresel finansal piyasalardaki söz konusu gelişmeler gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamalarını da olumlu etkilemiş ve yılın ikinci çeyreğinde sermaye akımlarının güçlenmesine neden olmuştur. Bu dönemde Türkiye'nin finansal göstergeleri diğer gelişmekte olan ülkelere paralel bir seyir izlemiştir. Küresel faktörlere ek olarak, TCMB'nin sıkı para politikası duruşu, cari açığa belirgin bir iyileşmeye işaret eden makro veriler ve makro-ihiyati önlemlerin dengelenme sürecine olumlu katkısı da Türkiye'nin finansal göstergelerini olumlu yönde etkilemiştir. Sermaye akımları dalgalı bir eğilim gösterse de bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir iyileşme sergilemiş ve ikinci çeyrek genelinde net giriş gerçekleşmiştir. Olumlu seyreden risk primi ve sıkı para politikası duruşu bu dönemde gerçekleşen jeopolitik risklerin Türk lirası üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamıştır. Piyasa faizleri tüm vadelerde düşüş göstermiştir.

Çeşitli finansal göstergelerin ağırlıklı ortalaması alınarak Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi yılın ikinci çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu'nda verilen tahmin doğrultusunda gerçekleşmiştir. Böylelikle, 2014 yılının ilk çeyreğindeki ciddi sıkışmanın ardından son dönemde finansal koşullardaki sıkışma hafiflemiştir (Grafik 5.1). Sermaye akımlarında ve hisse senedi piyasasındaki toparlanma, kredi standartlarının normalleşmesi ve faizlerdeki düşüş finansal koşullara pozitif yönde etki etmektedir.



5.1. Finansal Piyasalar

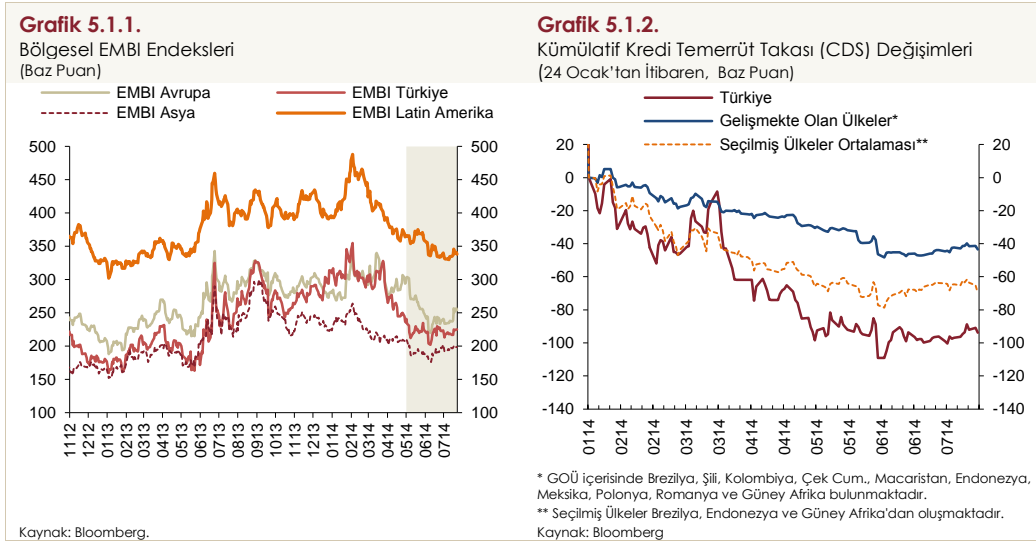
Küresel Risk Algılamaları

2014 yılı ikinci çeyreğinde küresel para politikalarında normalleşme devam etmiş, Fed varlık alım miktarındaki azaltmayı sürdürmüştür. Bu dönemde küresel iktisadi faaliyet gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak toparlanmayı sürdürürken, gelişmekte olan ülkelerde nispeten zayıf seyrini sürdürmektedir. Gelişmiş ülkelerde görülen toparlanmanın, gelişmekte olan ülkeleri ihracat kanalıyla olumlu etkilemesi

beklenirken, küresel para politikalarında gözlenebilecek beklenenden hızlı normalleşme küresel finansal koşulların sıkılaştırılmasına sebep olma potansiyeline sahiptir.

Son dönemde ABD ekonomisinde ilk çeyrek büyüme rakamının beklenenden düşük gelmesi ve sonrasında yapılan yüksek oranlı revizyon para politikası faizindeki artırımın bir miktar daha ertelenebileceği ve küresel piyasalarda kriz sonrası yaşanan finansal genişlemenin bir süre daha devam edeceğine dair bir algı oluşturmuştur. Bu dönemde bir diğer önemli gelişme de, Euro Bölgesi'nde iktisadi faaliyetlerdeki tedrici toparlanmaya rağmen, deflasyonist riskler sebebiyle Haziran ayı itibarıyla ECB'nin bankaların kendisinde tuttıkları mevduata negatif faiz uygulamaya başlaması olmuştur. Ayrıca ECB politika faizinde 10 baz puanlık indirim gitmiş ve reel sektörü destekleyici yeni bir ref finansman paketini hayata geçirmiştir.

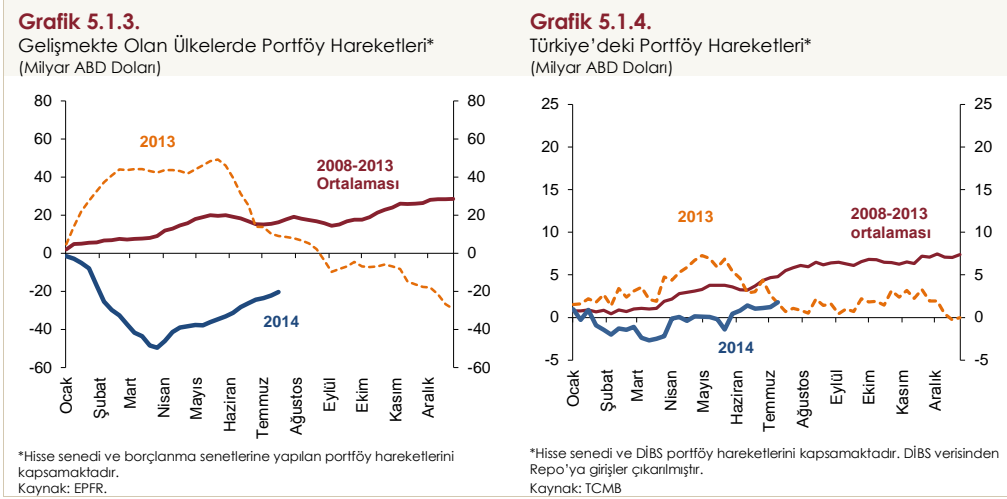
Yılın ikinci çeyreğinde, Fed ve ECB'den gelen sinyaller gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılarını olumlu yönde etkilemiş, böylece gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde düşüşler gözlenmiştir (Grafik 5.1.1). Küresel belirsizliklerinin azalmaya başladığı Ocak ayından bu yana gelişmekte olan ülkelerin Kredi Temerrüt Takası (CDS) primlerinde gerçekleşen düşüşler, bu çeyreğin başında da devam etmiştir. Ancak son dönemde Irak'ta yaşanan gelişmelerle birlikte petrol arzına ilişkin oluşan endişeler gelişmekte olan ülkelere dair risk algılarının bir miktar bozulmasına sebep olmuştur. Dikkat çeken bir gelişme olarak Türkiye'nin ülke risk primi, bu süreçte yaşanan jeopolitik gelişmeler sebebiyle bir miktar bozulma göstermişse de diğer ülkelere kıyasla daha olumlu seyretmiştir (Grafik 5.1.2). Bu durumda ikinci çeyrekte açıklanan olumlu büyüme ve cari açık rakamlarının yanında, TCMB'nin sıkı para politikası durumu ve Türkiye'ye özgü belirsizliklerdeki azalmanın etkili olduğu düşünülmektedir.



Portföy Hareketleri

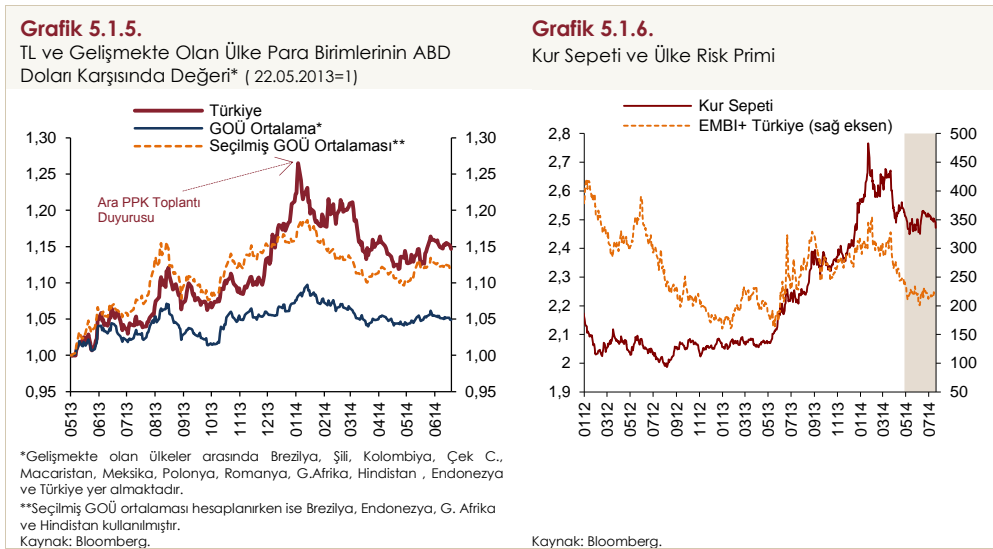
Gelişmiş ülke merkez bankalarından gelen küresel likiditeyi destekleyici kararlar ve gelişmiş ülke getirilerinin önümüzdeki dönemde de düşük düzeylerde seyretmeye devam edeceği beklentisi Nisan Enflasyon Raporu'ndan bu yana gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının olumlu seyretmesine sebep olmuştur. Ayrıca, 2014 yılı ikinci çeyreğinde düşüş gösteren gelişmekte olan ülkelerin risk primleri ve artan küresel risk iştahının etkisiyle gelişmekte olan ülke varlıklarına talep artmıştır. Dolayısıyla 2014 yılı ilk çeyreğinde gözlenen sermaye çıkışları, bu çeyrekte tersine dönmüştür. (Grafik 5.1.3). Bu dönemde

Türkiye'ye sermaye akımları dalgali bir seyir izlese de, çeyrek başından itibaren kümülatif olarak net portföy akımları pozitif olmuş ve birinci çeyrekteki çıkışı telafi etmiştir.(Grafik 5.1.4). Bu durumda Türkiye'nin azalan risk priminin yanı sıra olumlu gelen büyüme ve cari açık verilerinin etkili olduğu düşünülmektedir.

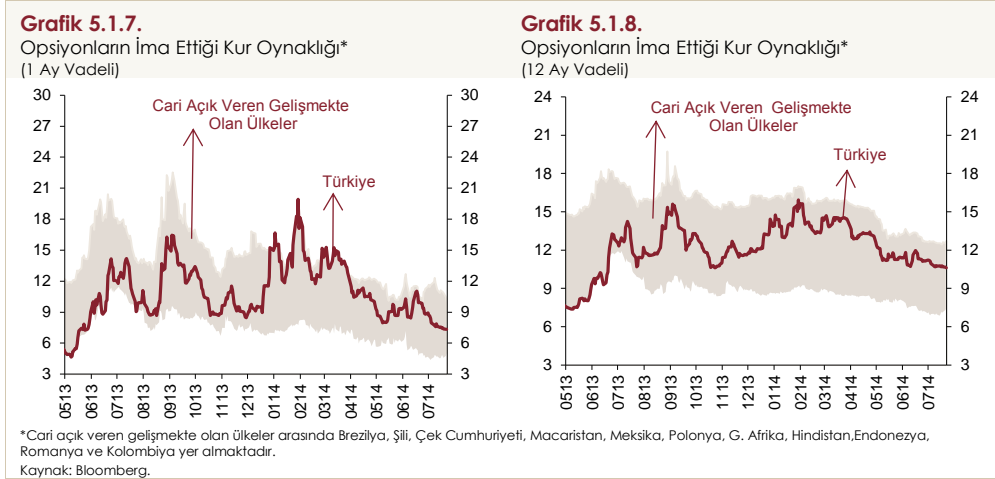


Döviz Kurları

2014 yılı Nisan Enflasyon Raporu döneminden bu yana yukarıda bahsedilen gelişmelerin etkisiyle gelişmekte olan ülke para birimleri ABD doları karşısında önce artan küresel risk iştahıyla beraber değer kazanmış, ancak Haziran ayının ikinci haftası itibarıyla artan jeopolitik riskler sebebiyle bir miktar değer kaybetmişlerdir(Grafik 5.1.5). Türk lirası bu dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere paralel bir hareket göstermekle beraber, jeopolitik risklerin yaşandığı bölgeye yakınlığı ve Irak'ın Türkiye'nin önemli ticaret ortaklarından biri olması sebebiyle bu gelişmelere daha fazla tepki vermiştir. Bu dönemde, kur sepeti ve risk primi arasındaki güçlü ilişki devam etmiştir. Irak'taki karışıklıkların tırmandığı tarih olan 10 Haziran 2014 öncesinde 2,45 seviyelerinde seyreden kur sepeti, 2,53 seviyesine kadar çıkmış ancak çeyreğin geri kalanında kayıplarının bir kısmını telafi ederek 22 Temmuz 2014 itibarıyla 2,47 seviyelerine geri dönmüştür (Grafik 5.1.6).



2014 yılı ikinci çeyrek 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 5.1.7- Grafik 5.1.8). Son dönemde, bir ay vadede ima edilen kur oynaklığının on iki aya göre daha fazla düşmesi dikkat çekmektedir. Bu durumda Türkiye'deki kısa dönemli belirsizliklerin azalmasının etkili olduğu düşünülmektedir.



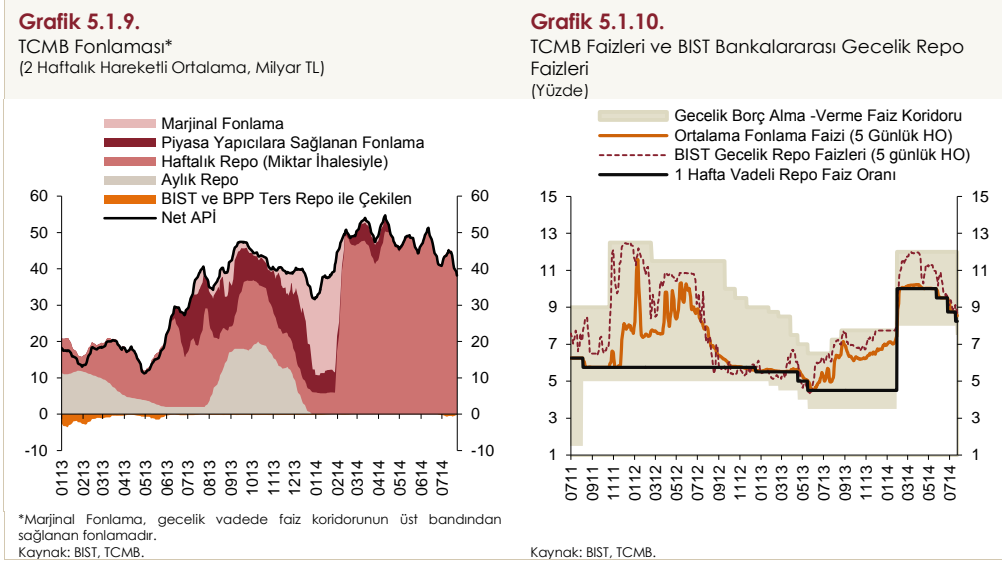
Para Politikası Uygulamaları

2014 yılının ikinci çeyreğinde 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. Ayrıca, Fed Haziran ayı açıklamasında düşük faiz politikasının orta vadede sürdürüleceğini belirtmiştir. Buna ek olarak Fed üyelerinin uzun vadeli faiz beklentileri yüzde 4'ten yüzde 3.75'e düşmüştür. Aynı dönemde, ECB borçlanma faiz oranını negatife düşürmüştü ve Eylül ayından itibaren başlayacağı yeni bir nicel genişleme programını duyurmuştur. Bu gelişmeler küresel likidite koşullarında genişlemeye yol açmış ve gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları bir miktar toparlanma göstermiştir. Azalan belirsizlikler ve risk primi göstergelerindeki iyileşme sonucunda tüm vadelerde piyasa faizlerinde düşüşler gözlenmiştir. Öte yandan sıkı para politikasının ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle kredi büyümesi hızları makul düzeylerde seyretmektedir. Bu gelişmelerle uyumlu olarak yurt içi özel kesim nihai talebi ılımlı bir eğilim sergilemektedir. Talep bileşenlerinin mevcut görünümü altında 2014 yılında toplam talep koşullarının enflasyon baskılarını sınırlayacağı öngörülmektedir. Ayrıca geçtiğimiz yılın ortalarından itibaren gerçekleşen birikimli döviz kuru gelişmelerinin yıllık enflasyon üzerindeki olumsuz yansımaları kademeli olarak azalacaktır. Döviz kurunun son aylarda istikrar kazanmasının enflasyon görünümünü olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir.

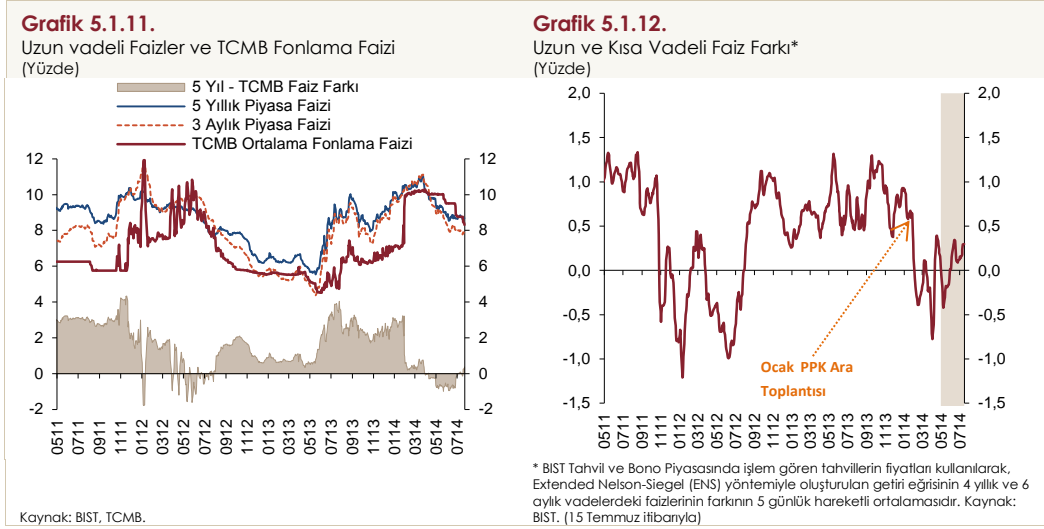
2014 yılının ilk çeyreğinde risk algılamalarını olumsuz etkileyen iç ve dış gelişmeler neticesinde Türk lirasında belirgin bir değer kaybı ve risk primlerinde kayda değer bir artış görülmüştü. TCMB, bu gelişmelerin enflasyon ve makroekonomik istikrar üzerindeki olumsuz yansımalarının sınırlanması için 28 Ocak tarihinde yapılan ara PPK toplantısında güçlü ve önden yüklemeli bir parasal sıkılaştırma yapmaya ve operasyonel çerçeveyi sadeleştirmeye karar vermişti. TCMB, Ocak ayındaki güçlü ve önden yüklemeli faiz artırımına gerekçe olan gelişmelerdeki iyileşmeleri göz önünde bulundurarak 2014 yılının ikinci çeyreğinde ölçülü faiz indirimleri yapmıştır. İlk olarak Nisan ayında, geç likidite penceresi

borç verme faiz oranını yüzde 15'ten yüzde 13,5'e indirilmiştir. Sonrasında, Mayıs ve Haziran aylarında küresel likidite koşullarındaki iyileşmeler, azalan belirsizlikler ve risk primi göstergelerindeki iyileşmeler nedeniyle bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını sırasıyla 50 ve 75'er baz puan düşürmüştür. Bu kararlar sonrasında miktar ihaleleriyle yapılan fonlamanın faizi yüzde 8,75'e düşmüştür. TCMB son olarak Temmuz ayında bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 8,25'e, gecelik borçlanma faizini ise yüzde 8'den yüzde 7,5'e indirmiştir.

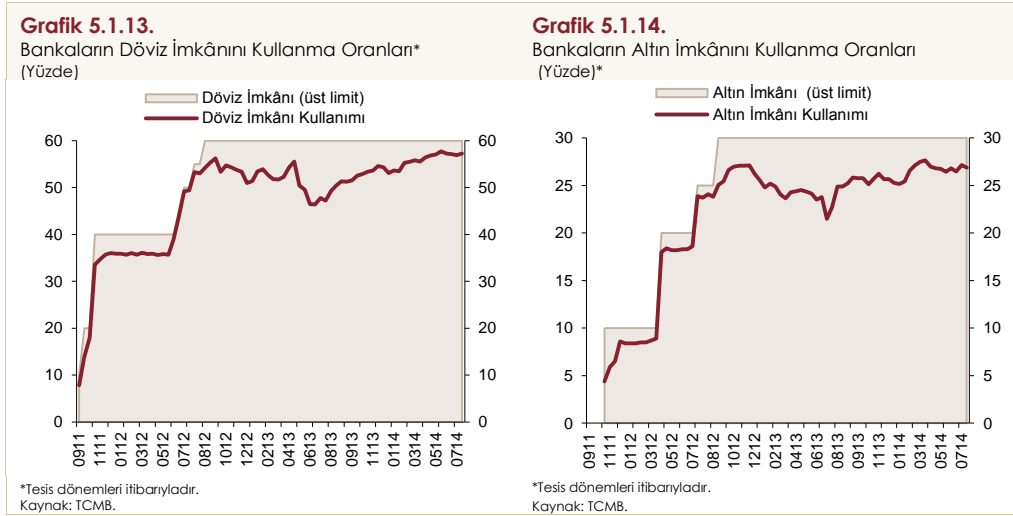
Nisan Enflasyon Raporu döneminden bu yana, Ocak ayındaki PPK ara toplantısında alınan para politikasının operasyonel çerçevesini sadeleştirme kararı kapsamında başlanan TCMB fonlamanın temelde bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılması uygulanmasına devam edilmiştir (Grafik 5.1.9). TCMB fonlamanın çoğunlukla bir hafta vadeli repo ihaleleriyle sağlanması, TCMB ortalama fonlama faizinin haftalık fonlama faizi seviyelerine yakın oluşmasına yol açmıştır. Bu sebeple, Nisan ayından itibaren iç ve dış belirsizliklerin azalmasına bağlı olarak yapılan ölçülü faiz indirimleri ortalama fonlama faizine de yansımıştır. Aynı çerçevede alınan likidite önlemleriyle BIST gecelik repo faizlerinin sınırlı miktarda düşmesi sağlanmıştır. Son dönem itibarıyla BIST gecelik repo faizleri de bir hafta vadeli repo ihale faizine yakın seviyelerde oluşmaktadır (Grafik 5.1.10).



TCMB, son dönemde ölçülü faiz indirimlerine gitmiş olmakla beraber getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürmüştür. 2014 yılının ikinci çeyreğinde uzun vadeli faizlerdeki hızlı düşüş sebebiyle 5 yıllık piyasa faizleriyle TCMB ortalama fonlama faizi arasındaki fark bu dönem boyunca sıfırın altında seyretmiştir (Grafik 5.1.11). Ayrıca getiri eğrisinden elde edilmiş 4 yıl vadeli piyasa faiziyle 6 aylık faiz arasındaki fark da sıfıra yakın seviyelerde oluşmuştur (Grafik 5.1.12). Bu göstergelerin pozitif olan tarihi ortalama değerlerine uzaklığı para politikasındaki sıkı duruşa işaret etmektedir. TCMB, önümüzdeki dönemde enflasyon beklentilerini, fiyatlama davranışlarını ve enflasyonu etkileyen diğer unsurları yakından izleyecek ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürecektir.

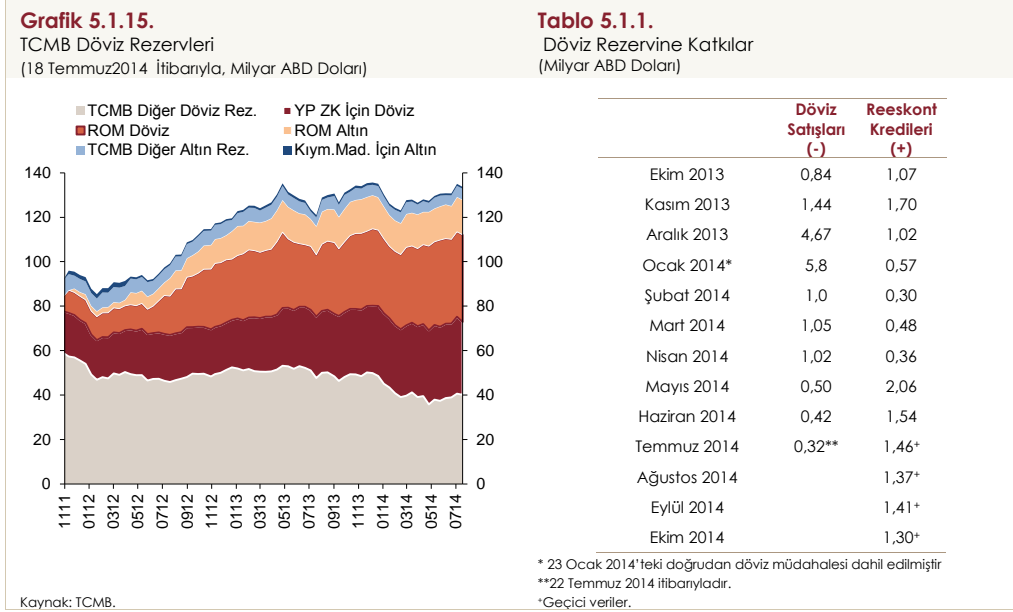


2014 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki çeyrekte olduğu gibi Türk lirası maliyetlerin yabancı para maliyetlere göre yüksek seyirini koruması sebebiyle Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)'ni kullanmanın avantajı devam etmiştir. Nitekim bankaların hem altın hem de döviz rezerv opsiyonu mekanizmasını yüksek oranda kullanmaya devam ettikleri dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.13 ve Grafik 5.1.14). Bankaların imkândan faydalanma oranı 18 Temmuz 2014 tesis dönemi itibarıyla döviz imkânı için yüzde 96 (57,3/60), altın imkânı içinse yüzde 90 (26,9/30) olarak gerçekleşmiştir.



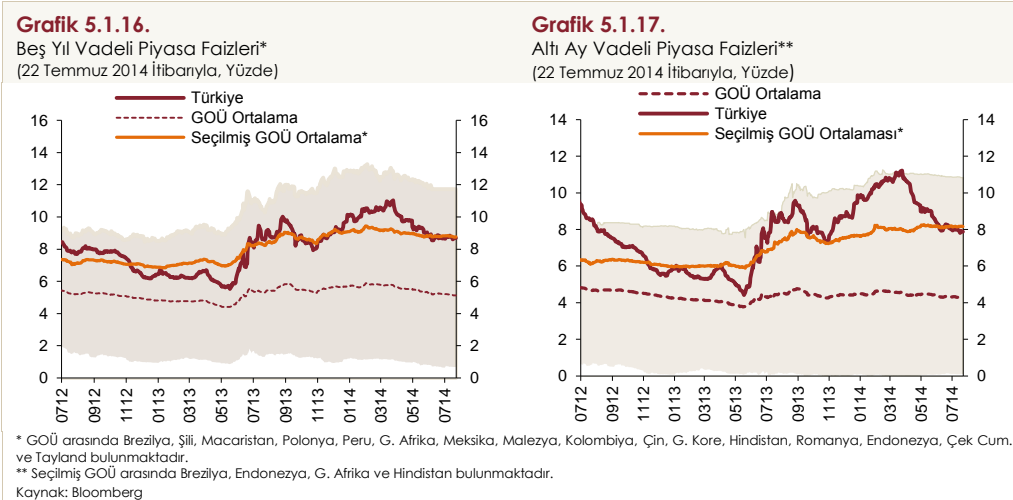
Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre, TCMB rezervlerinin kısmi bir artış gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.15). Bu dönemde, bankaların döviz ve altın rezerv opsiyonu kapsamında tesis ettikleri rezervler ile yabancı para zorunlu karşılık kapsamında tutulan rezervler kayda değer bir değişiklik göstermemiştir. TCMB, Mayıs ayından itibaren cari işlemler açığında görülen iyileşme eğilimi dikkate alarak günlük döviz satım ihale tutarında aşağı yönlü güncellemeler yapmıştır. 9 Mayıs 2014 tarihinden itibaren döviz satım ihale tutarı "en az 20 milyon ABD doları" olarak belirlenmiştir. Bu sebeple Mayıs ve Haziran aylarında döviz satım ihalelerinden kaynaklanan rezervlerdeki düşüş önemli ölçüde azalmıştır. Öte yandan, aynı dönemde ihracat reeskont kredileri geri ödemelerinde görülen artış da TCMB net

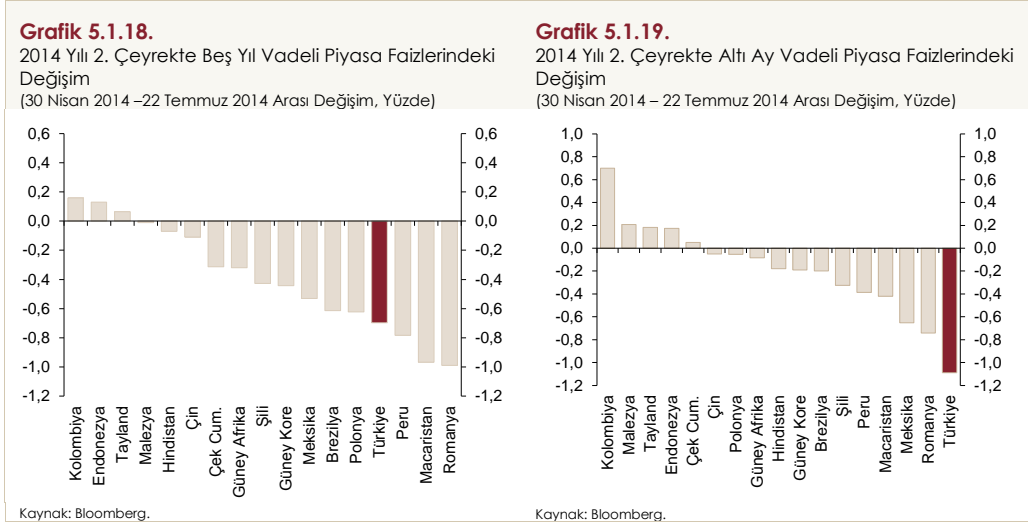
rezervlerindeki artışa katkı sağlamıştır (Tablo 5.1.1). Önümüzdeki dönemde de ihracat reeskont kredilerinin TCMB rezervlerini artırıcı yönde etkilemesi beklenmektedir.



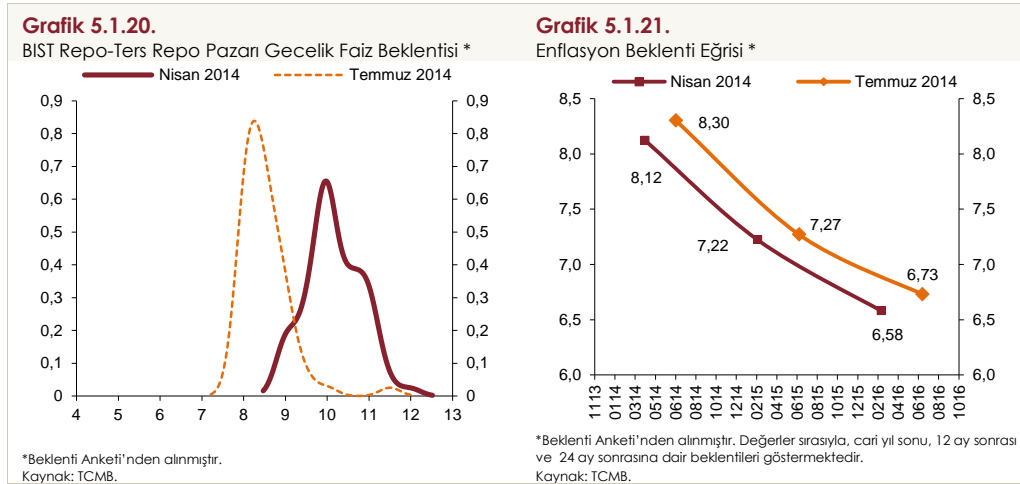
Piyasa Faizleri

2014 yılı ikinci çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarından gelen kararlar neticesinde, gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde gözlenen düşüşler ve sermaye akımlarında gözlenen toparlanmanın etkisiyle gelişmekte olan ülke piyasa faizleri ılımlı bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.16 ve Grafik 5.1.17). Bu dönemde Türkiye'nin piyasa faizleri, Türkiye'ye özgü risklerin azalması sonucunda tüm vadelerde düşüş göstermiştir. Ancak son dönemde Irak'ta yaşanan siyasi gelişmeler neticesinde artan risk primleriyle beraber, bu düşüşlerin bir kısmı geri alınmıştır. Ülke bazında bakıldığında ise Türkiye, beş yıl ve altı ay vadeli piyasa faizlerinde bir önceki Enflasyon Rapor dönemine göre en fazla düşüş gösteren ülkeler arasında yer almaktadır (Grafik 5.1.18 ve Grafik 5.1.19).

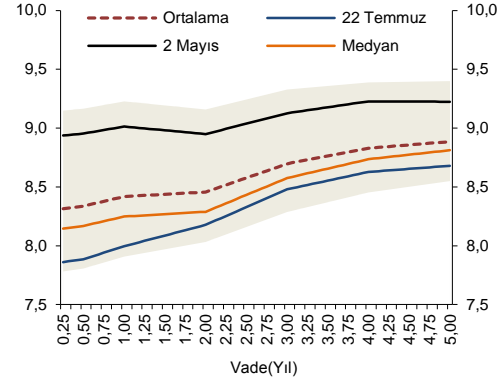




Bir önceki çeyrekte uygulanan sıkı para politikası ile oluşan yüksek BIST gecelik repo faizi beklentilerinde bu çeyrekte alınan ölçülü faiz indirim kararları doğrultusunda düşüşler gözlenmiştir. Buna bağlı olarak BIST Repo-Ters Repo pazarı gecelik faiz beklentisi dağılımı Nisan ayına göre sola kaymıştır. (Grafik 5.1.20). Piyasa faizleri üzerinde etkili olabilecek bir diğer unsur olan enflasyon beklentilerinde ise Nisan ayına kıyasla bir miktar artış gözlenmektedir (Grafik 5.1.21).



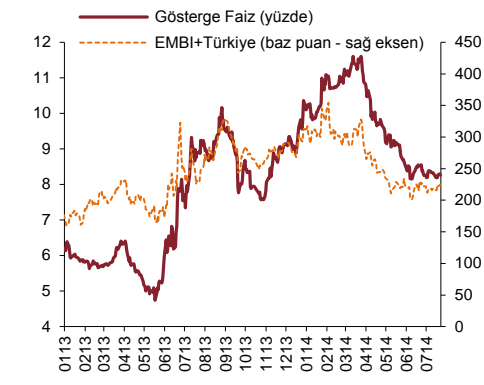
2014 yılı ikinci çeyreğinde yurt dışı piyasalardan gelen olumlu gelişmelerin etkisiyle bütün vadelerde piyasa faizleri bir önceki çeyreğe göre düşüş göstermiştir. Nisan sonu itibarıyla yatay bir hale gelmiş olan getirî eğrisi, son aylardaki faiz indirimlerinin ardından kısa vadede ilave bir düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.22). Gösterge faiz ise, ikinci çeyrek boyunca genel olarak Türkiye'nin risk primine paralel bir hareket göstermiştir. Ayrıca, bu çeyrekteki PPK toplantılarında bir hafta vadeli repo ihale faizinde indirmeye gidilmesinin de gösterge faizdeki düşüşte etkili olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.1.23).

Grafik 5.1.22.2 Mayıs – 22 Temmuz Arası Getiri Eğrisi*
(Yüzde)

* Taralı alan her vade için ilgili tarihlerde gerçekleşen en yüksek ve en düşük getiri değer aralığını göstermektedir.
Kaynak: BİST, TCMB.

Grafik 5.1.23.

Gösterge Faiz ve EMBI+ Türkiye

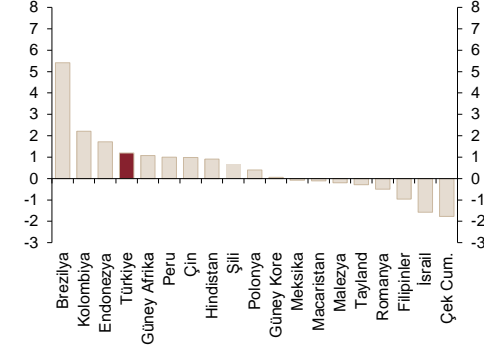


Kaynak: BİST, Bloomberg.

Bir önceki çeyreğin başında yükselen reel faizler, Mart ayının ortalarından itibaren azalmaya başlamış ve ikinci çeyrek boyunca da azalmaya devam etmiştir. İki yıl vadeli enflasyon beklentilerinde kayda değer bir değişim gözlenmemekle birlikte, nominal faiz oranlarında yaşanan önemli miktardaki düşüşler iki yıl vadeli reel faizlerin bu çeyrekteki hareketinde belirleyici olmuştur (Grafik 5.1.24). Diğer gelişmekte olan ülkeler ile karşılaştırıldığında da Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi son dönemdeki düşüşle birlikte ülke sıralamasında bir miktar gerilemiştir. (Grafik 5.1.25).

Grafik 5.1.24.Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi*
(Yüzde)

* Getiri eğrisinden hesaplanan 2 yıllık iskontolu tahvil getirilerinden TCMB Beklentisi Anketi'nden alınan önümüzdeki 2 yıla ait TÜFE enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.
Kaynak: BİST, TCMB. (15 Temmuz itibarıyla)

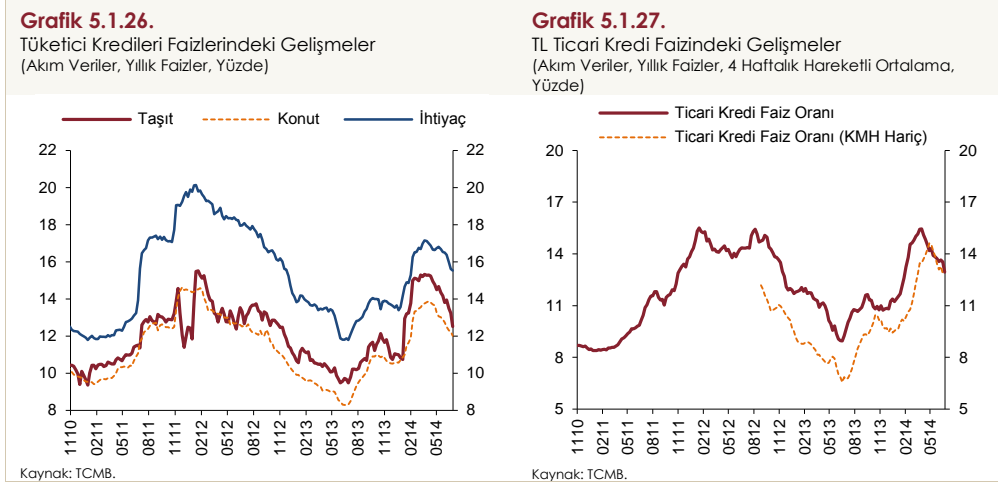
Grafik 5.1.25.İki Yıllık Reel Faizler**
(15 Temmuz 2014 Tarihi İtibarıyla)

**Ülkelerin 2 yıllık devlet tahvil getirilerinden Consensus Forecasts tahminlerinden elde edilen gelecek 2 yıla ait enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.
Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

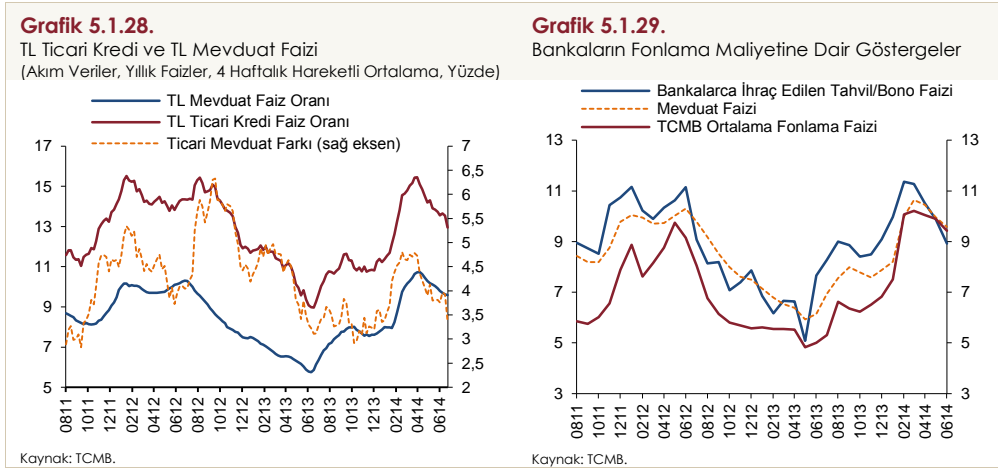
Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

2014 yılı başında önemli ölçüde artış gösteren finansal olmayan kesime açılan kredi faiz oranları yılın devam eden kısmında gerek yurt içi gerekse yurt dışı finansman koşullarının daha az sıkı hale gelmesi ile birlikte kademeli olarak azalış göstermiştir. Tüketici kredileri faiz oranlarında en fazla düşüş taşıt kredilerinde olurken konut kredileri faiz oranında bir önceki çeyreğe göre 150 baz puanlık bir düşüş gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.26). Önemli ölçüde kısa vadeli kullanılan ticari kredi faiz oranlarındaki düşüş tüketici kredileri faiz oranlarına göre daha belirgin şekilde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.27). Yılın ikinci çeyreğine yönelik Kredi Eğilim Anketi sonuçlarında faiz dışında alınan ücret ve komisyonlara ilişkin

koşulların sıkılaştırıldığı görülmüştür, ticari kredi faiz oranlarındaki düşüşün firmalara tam olarak yansımadağını ima etmektedir.



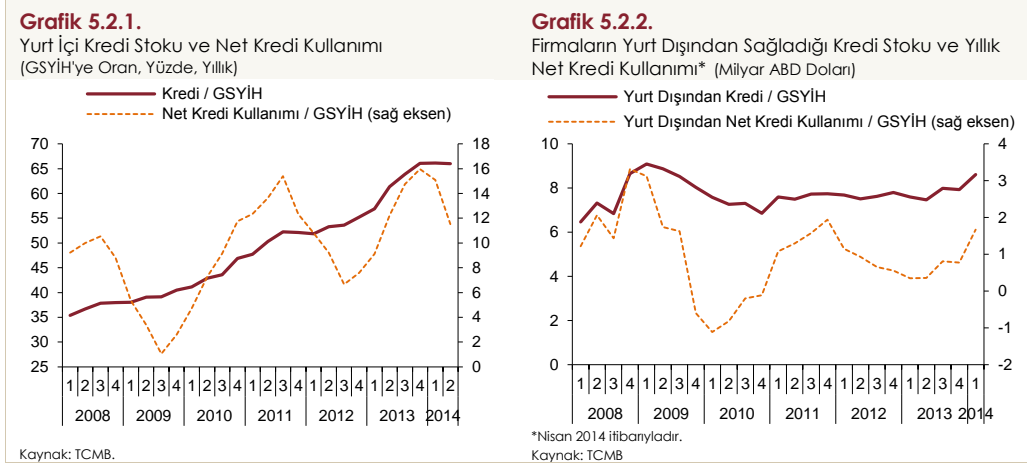
TCMB'nin bir hafta vadeli repo faiz oranını Mayıs ve Haziran aylarında toplam 125 baz puan indirmesiyle birlikte TL cinsi mevduat faiz oranı yılın ikinci yarısında düşmüştür. Aynı dönemde ticari kredi faiz oranlarının da azalması ile birlikte ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark düşüş göstererek uzun dönem ortalamasına yaklaşmıştır (Grafik 5.1.28). Yılın ikinci çeyreğinde Avrupa Merkez Bankası'nın negatif faiz uygulamaya başlaması ile Fed sıkılaştırma politikalarının, son gelen ABD verileriyle yumuşatılabileceği sinyali nedeniyle diğer GOÜ'lerle beraber Türkiye'ye gelen fon miktarında artış görülmüş ve bu durum bankalarca ihraç edilen tahvil ve bono faizlerine yansımıştır. Yılın ikinci çeyreğinde bankalarca ihraç edilen tahvil ve bono faizleri, mevduat faizlerinde görülen miktarın da üzerinde bir azalış gerçekleştirmiştir (Grafik 5.1.29).



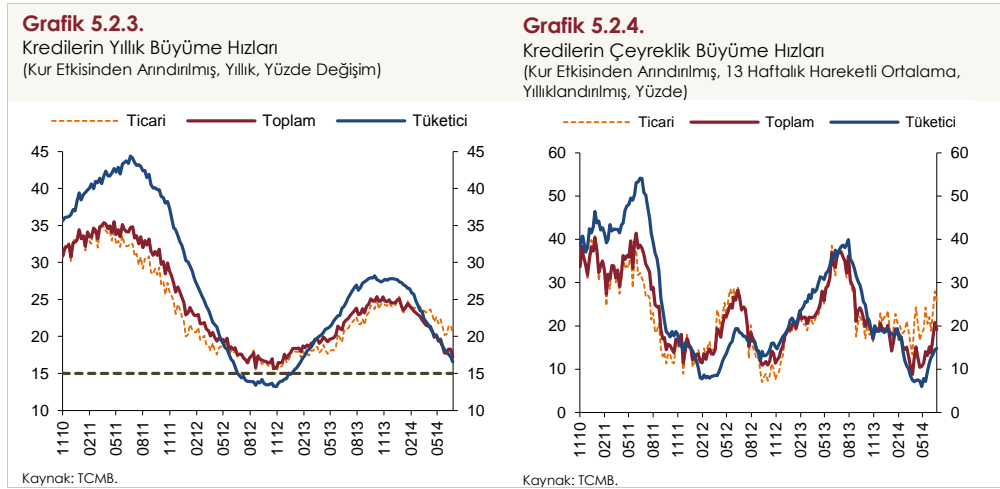
5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

Finansal istikrar açısından önem arz eden ve kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan net kredinin GSYİH'ye oranı, kredi büyüklüğünün artış hızındaki yavaşlamayı yansıtacak şekilde 2014 yılının ikinci çeyreğinde düşüş eğilimini sürdürmüş ve yüzde 12 seviyesinin altına inmiştir (Grafik 5.2.1). Önümüzdeki çeyrekte, düşen kredi faiz oranları ile beraber

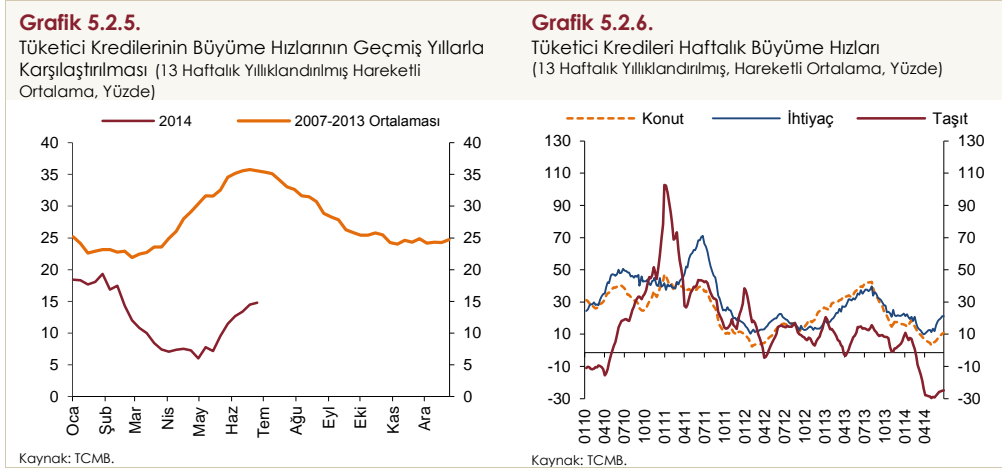
finansal koşulların daha destekleyici konuma gelmesiyle net kredinin GSYİH'ye oranındaki düşüş hızının yavaşlayacağı değerlendirilmektedir. Firmaların yurt dışından sağladığı net kredi kullanımının ise bu dönemde görece yatay seyretmesi firmaların yurt dışı borçlanmasında zorluk yaşamadığını göstermektedir (Grafik 5.2.2).



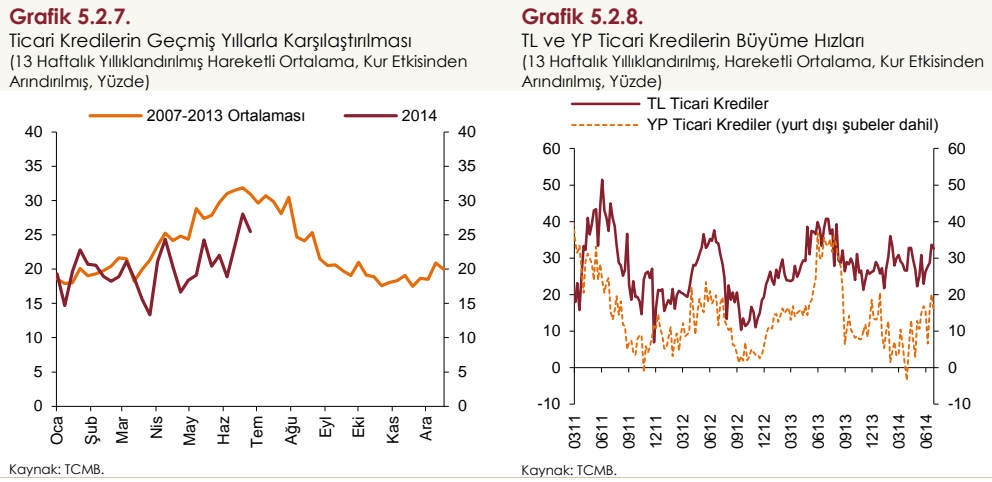
2014 yılı başında düşme eğilimi gösteren finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin yıllık büyüme hızları, yılın ikinci çeyreğinde bu hareketini devam ettirmiştir. Tüketici kredilerinde ticari kredilere göre daha kuvvetli görülen bu hareket TCMB'nin uyguladığı sıkı para politikası ve BDDK'nın sene başında yürürlüğe koyduğu uygulamaları yansıtmaktadır. Sene başında kredi talebi ve arzını olumsuz yönde etkileyen genel iktisadi görünüme dair algının iyileşmesi, tüketici güven endekslerinin bir önceki çeyreğe göre yükselmesi, kredi faiz oranlarının düşmesi ve mevsimsellik etkisiyle yıllıklandırılmış kredi büyüme oranları yükselmeye başlamıştır. Bu gelişmeler ışığında, finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2014 yılı ikinci çeyreği sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 17,3 (Grafik 5.2.3), ilk çeyrek ortalaması itibarıyla yıllıklandırılmış bazda yüzde 19,1 oranında bir büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.4). Kredi faiz oranlarında görülen azalış, bankaların yurt içi fonlama maliyetlerinde düşüş beklentisi ve yurt içi risklerin azalmasına bağlı olarak genel iktisadi görünüme dair algının düzelmesi kredi büyüme hızında görülen düşmenin önümüzdeki çeyrekte yavaşlayabileceğini ima etmektedir.



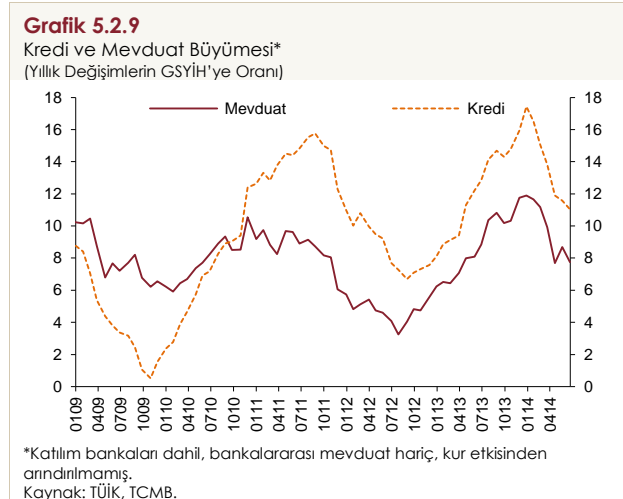
Yıl boyunca geçmiş yıllar ortalamasının altında seyreden tüketici kredileri büyüme hızı, Mayıs ayından başlayarak yükselmeye başlamıştır (Grafik 5.2.5). Tüketici kredi faizlerinin kademeli olarak düşmesinin ve mevsimselliğin bu durumda etkili olduğu değerlendirilmektedir. Alt kalemler bazında incelendiğinde, faiz duyarlılığı yüksek olan konut kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme hızının Mayıs ayından itibaren arttığı görülmektedir. Kredi Eğilim Anketi'nde bir önceki çeyreğe göre talep miktarında değişim görülmeyen konut kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme hızı çeyrek sonu itibariyle yüzde 10,8 oranında gerçekleşmiştir. İhtiyaç kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme hızı aynı dönem için yüzde 21,2 oranı ile geçmiş yılların ortalamasının altında kalmıştır (Grafik 5.2.6). Konut kredisi standartlarında bankalar bir önceki çeyreğe göre herhangi bir sıkılaşmaya gitmezken, ihtiyaç kredileri standartları sınırlı miktarda sıkılaştırılmıştır. Taşıtlar ise yıl boyunca sürdürdüğü küçülme eğilimini bu çeyrekte aynı oranda sürdürmüştür. BDDK tarafından yürürlüğe konan uygulamalar ve düşük seyreden dayanıklı tüketim malı satışı neticesinde, kredi kartı stok büyüklüğünde düşüş yaşanmaktadır.



Tüketici kredilerine göre daha kısa vadeli olan ticari kredilerin büyüme hızı, yılın ikinci çeyreğinde, sene başında yakın seyrettiği geçmiş yıllar büyüme ortalamasının bir miktar altına inmiştir (Grafik 5.2.7). Para cinsi ayrımına bakıldığında, faiz duyarlılığı düşük olan Türk parası cinsinden kullanılan ticari kredilerin yatay seyrettiği, yabancı para cinsinden kullanılan ticari kredilerin ise Mart ayından itibaren yukarı yönlü bir eğilim sergilediği görülmektedir (Grafik 5.2.8). Kredi Eğilim Anketi'ne göre, yılın ikinci çeyreğinde genel olarak ticari kredi talebinde kayda değer bir değişiklik görülmezken ölçek bazında KOBİ'lerin kredi talebinde artış gerçekleşmiştir. Bankaların ticari kredi standartlarında ise sınırlı bir gevşeme olmuştur. Ölçek bazında bakıldığında kredi standartlarında herhangi bir değişiklik görülmezken, yılın ikinci çeyreğinde bankalar yabancı para cinsinden kullanılan ticari kredilerin standartlarını sıkılaştırmış, Türk parası cinsinden kullanılan ticari kredilerin standartlarını gevşetmiştir. Bir önceki çeyreğin aksine genel iktisadi görünüme dair algı bu çeyrekte standartları gevşetici yönde katkıda bulunmuştur. Bankalar bu dönemde, ortalama krediler üzerindeki kar marjını bir miktar azaltırken faiz dışında alınan ücret ve komisyonları arttırmıştır. Yılın üçüncü döneminde ticari kredi standartlarında sınırlı bir gevşeme beklenirken, bu gevşemenin Türk parası cinsinden kullanılan kredilerde olması, bankaların yurt içi finansman koşullarının gevşeyeceği beklentisi ile uyumludur. Yine bu dönemde, başta Türk parası cinsi ticari krediler olmak üzere, tüm ticari kredi türlerinde talepte artış beklenmektedir.



2014 yılı ikinci çeyreğinde tüketici kredilerinde daha kuvvetli olmak üzere, toplam kredilerin yıllık büyüme oranındaki düşüş devam etmiştir. Alınan makro ihtiyati önlemlerle sağlanan ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha hızlı büyümesi ekonomideki dengelenme sürecini desteklerken, ekonomik faaliyete iç talebin katkısının daha sınırlı olacağı ve net ihracatın katkısının ise artacağı bir görünüm ile uyumludur. Kademeli olarak düşüş gösteren kredi faiz oranlarının, bankaların finansman koşullarının gevşemesine dair beklentilerinin ve artan tüketici güveninin, önümüzdeki çeyrekte, kredi büyüme hızında görülen düşüşü sınırlayabileceği ve kredi büyüme hızının makul büyüme oranlarına ılımlı olarak yaklaşmasını sağlayacağı değerlendirilmektedir. TCMB ve BDDK tarafından gerçekleştirilen politikalar neticesinde yavaşlayan kredi büyümesinin kademeli olarak mevduat büyüme hızına yaklaşacağı düşünülmektedir (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.

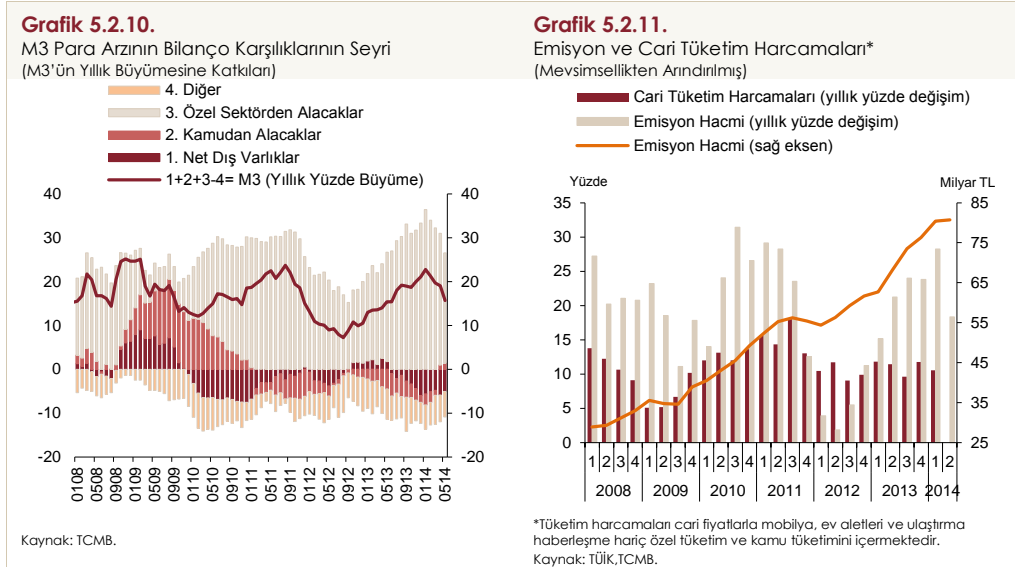


Parasal Göstergeler

M3 tanımlı geniş para arzının yıllık büyümesinde özel sektöre açılan kredilerdeki artış seyrinin belirleyici olma özelliği 2014 yılının ikinci çeyreğinde de devam etmektedir. Ağırlıklı olarak bankalar

tarafından finans dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki artış hızının gerilemesi 2014 yılının ikinci çeyreğinde devam etmiş ve M3 para arzının artış hızındaki gerilemenin temel unsuru olmuştur.

Diğer taraftan, M3 büyümesine 2011 yılı Şubat ayından itibaren negatif yönde katkı veren Kamudan Alacaklar kalemi 2014 yılı ikinci çeyreğinden itibaren pozitif katkı vermeye başlamıştır. 2014 yılı ilk çeyreğine göre net dış varlıklar kaleminin negatif katkısında zayıf bir artış gözlenmiştir. Buna karşılık banka kârlılıklarına paralel olarak görece olarak durağan bir seyir izleyen Diğer kaleminin negatif katkısı ise bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı olma özelliği korumakla birlikte yılın ilk çeyreği sonuna göre bir miktar azalmıştır (Grafik 5.2.10).



Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmi yıllık artış hızında 2014 yılının ikinci çeyreğinde önemli oranda gerileme yaşanmıştır (Grafik 5.2.11). Bir önceki enflasyon raporunda da belirtildiği gibi sıkı para politikası duruşunun, alınan makroihtiyatı önlemlerin ve zayıf seyreden sermaye akımlarının etkisiyle tüketici kredileri büyüme hızlarının yavaşlaması ve özel kesim yurt içi talebin ivme kaybetmesi emisyon hacmi yıllık artış hızında yaşanan bu gerilemenin temel nedenleri olmuştur.

Kutu
5.1

Kredi Büyümesi ve Cari Denge

Kriz öncesi sürekli artan ve kriz sonrası dönemde hızla daralan küresel dengesizlikler, cari dengenin belirleyicileri konusunda yapılan çalışmaların artmasına neden olmuştur. İktisat yazınında nüfus, mali denge, büyüme beklentileri, net dış varlıklar, petrol bağımlılığı gibi pek çok değişkenin cari denge üzerine etkisi kapsamlı bir şekilde incelenmiştir. Finansal değişkenlerin cari denge üzerindeki etkileri ile ilgili çalışmalar ise yakın dönemde yoğunlaşmıştır. Bu kutuda da bahsedilen yoğunlaşmaya paralel olarak kredi büyümesi ile cari denge arasındaki ilişki incelenmektedir.

Çalışmanın temelini oluşturan analizde 49 adet gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeden oluşan panel veri seti kullanılmıştır. Kullanılan veriler yıllık frekansta olup 1991-2011 yılları arasında kapsamaktadır. Finansal değişken göstergesi olarak da yıl içi net kredi kullanımının gayrisafi yurtiçi hasılaya (GSYH) oranı analize dahil edilmiştir. Bu değişken metin içinde kredi büyümesi olarak belirtilmiştir. Ayrıca iktisat yazınında cari dengenin temel belirleyicileri olarak ön plana çıkan faktörler de kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır.

Kredi büyümesinin cari denge üzerine etkisini test etmek için aşağıdaki denklem farklı spesifikasyonlar altında genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmiştir. Tahmin yapılırken cari dengenin güçlü bir otokorelasyona sahip olmasından dolayı panel çapında birinci derece otokorelasyon düzeltilmesi yapılmıştır.

$$(cd/gsyh)_{it} = \beta_0 + \beta_1(\Delta kredi/gsyh)_{it} + \beta_2 x_{it} + \varepsilon_{it}$$

Burada $(cd/gsyh)_{it}$, "i" ülkesinin "t" zamanındaki cari dengesinin GSYH'sine oranını, $(\Delta kredi/gsyh)_{it}$, kredi büyümesini, x_{it} , kontrol değişkenlerini ve ε_{it} ise hata terimini ifade etmektedir. Kontrol değişkenleri, bu değişkenlerin hangi kaynaktan alındıkları ve cari denge üzerindeki beklenen etkileri tablo 1'de gösterilmektedir.¹

Tablo 1. Veri Seti			
	Kaynak	Açıklama	Beklenen Etki
Cari Denge / GSYH	WEO		
Kredi Büyümesi	WDI	Yeni krediler/GSYH	-
Net Dış Varlıklar / GSYH (NDV/GSYH)	Lane ve Milesi-Ferretti (2007)	1 gecikmeli uzunluk	+
Yüksek Borçlanma Kukla Değişkeni		=1 eğer NDV / GSYH < -60%	-
Nispi Gelir	WEO	Ülke kişi başı GSYH/ABD kişi başı GSYH	+
Ortalama Büyüme Oranı	WDI	5 yıllık ortalama GSYH büyümesi	-
Petrol Ticaret Dengesi / GSYH	WEO		+
Mali Denge	Dünya Bankası Küresel Ekonomik Beklentiler veri seti		+
Finansal Merkez Kukla Değişkeni	Phillips ve diğerleri (2013)	=1 Hollanda, İsviçre ve Belçika için	+
Rezerv Para Ayrıcılığı	WEO	Ülke parasının dünya rezervlerindeki payı	-
Bağımlılık Oranı (Yaşlı Nüfus)	WDI	65 yaş üstü nüfus oranı	-
Bağımlılık Oranı (Genç Nüfus)	WDI	15 yaş altı nüfus oranı	-
Nüfus Büyümesi	WDI		-
Ticaret Hadleri	WDI		+

WEO: IMF tarafından yayımlanan "World Economic Outlook" raporunun veri tabanı

WDI: Dünya Bankası tarafından yayımlanan "World Development Indicators" veri tabanı

¹ Konu hakkında daha ayrıntılı bir tartışma için Phillips ve diğerleri (2013)'e başvurulabilir.

Yukarıdaki denklemin tahmin sonuçları tablo 2'de verilmektedir. Tablonun birinci ve ikinci sütunlarında verilen sonuçlar sırasıyla kontrol değişkenleri eklenmiş ve çıkarılmış modellerin tahmin sonuçlarıdır. Bu sonuçlara göre her iki durumda da kredi büyümesinin cari denge üzerinde hem iktisadi hem de istatistiki anlamda güçlü ve negatif bir etkisi olduğundan bahsetmek mümkündür. Örneğin kontrol değişkenlerinin eklenmediği durumda kredi büyümesindeki 10 yüzde puanlık bir artış, cari dengede 0,3 yüzde puanlık bir azalışa neden olmaktadır. Kontrol değişkenleri eklendiğinde ise bu etki aynı güçlülükle devam etmektedir.

İktisat yazınında cari dengenin açıklayıcılarının ülkelere özgü faktörlere göre değişiklik gösterebileceği konusu yoğun bir biçimde tartışılmıştır. En temel ayrım olarak ülkenin gelişmiş veya gelişmekte olan ülke olup olmamasına göre sonuçların değişebileceği tezi pek çok yazar tarafından dile getirilmiştir. Bu noktada yazın takip edilerek modele gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için oluşturulan kukla değişkenler eklenmiş ve tahminler tekrarlanmıştır. Sonuçlar, yine sırasıyla kontrol değişkenleri eklenmiş ve çıkarılmış bir biçimde, tablo 2'nin son iki sütununda verilmektedir. Buna göre her iki ülke grubunda da kredi büyümesinin cari denge üzerinde negatif etkisi olduğu görülmektedir. Ancak bu sonuçların gösterdiği en önemli bulgu, kredi büyümesinin cari denge üzerindeki etkisinin gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere oranla yaklaşık 5 kat daha fazla olmasıdır. Dolayısıyla sonuçlar, ülkeler arasında önemli farklılıklara işaret etmektedir.

Bu farklılaşmayı daha da gözle görülür hale getirebilmek için aşağıdaki denklem kullanılarak ülke-özel parametre tahminleri yapılmıştır.

$$(cd/gsyh)_{it} = \beta_0 + \beta_1(\Delta kred_i/gsyh)_{it} + \beta_2 x_{it} + \alpha_i(\Delta kred_i/gsyh)_{it} * D_i + \varepsilon_{it}$$

Burada D_i , "i" ülkesi için oluşturulmuş kukla değişkenini göstermektedir. Bu modelin tahmininden elde edilen parametrelerden α_i , ülkenin panel ortalamasından ne kadar saptığını göstermektedir. O ülkedeki kredi büyümesinin cari denge üzerindeki etkisini hesaplamak için β_1 ile α_i parametrelerinin toplanması yeterli olacaktır. Tablo 3'te

seçilmiş ülkeler için bu toplam etki hesaplanmıştır. Tablodan da görüldüğü üzere bazı gelişmekte olan ülkelerde kredi büyümesinin cari denge üzerindeki etkisi, panel ortalamasından oldukça fazla sapmaktadır. Karşılaştırma yapmak gerekirse kredi büyümesindeki 10 yüzde puanlık azalış, panel ortalamasına göre cari açıktaki 0,27 yüzde puanlık bir artışa yol açarken; aynı durum, Türkiye'nin cari dengesinde 2,6 yüzde puanlık bir bozulmaya yol açabilmektedir.²

Tablo 2. Panel Tahmin Sonuçları

	(1)	(2)	(3)	(4)
Kredi Büyümesi	-0,030*** (0,005)	-0,027*** (0,006)		
Kredi Büyümesi*GÜ			-0,012** (0,005)	-0,012** (0,006)
Kredi Büyümesi*GOÜ			-0,060*** (0,011)	-0,056*** (0,013)
Kontrol Değişkenleri	Yok	Var	Yok	Var
Gözlem Sayısı	1000	967	1000	967
Ülke Sayısı	49	49	49	49
Wald Test p-değerleri			(0,0001)	(0,0014)

Not: Standart hatalar parantez içinde verilmiştir. GÜ, gelişmiş ülkeler kukla değişkeni, GOÜ ise gelişmekte olan ülkeler kukla değişkenini göstermektedir.

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 3. Seçilmiş Ülkeler İçin Hesaplanan Toplam Etki ($\beta_1 + \alpha_i$)

Panel Ortalaması	-0,027	Polonya*	-0,07
Peru	-0,34	Meksika*	-0,07
Pakistan	-0,33	Güney Afrika*	-0,01
Türkiye	-0,26	Endonezya*	-0,01
Kolombiya	-0,23	Brezilya*	0,01
Filipinler	-0,17	Hindistan*	0,05
Macaristan*	-0,12	Çin	0,12

* α_i parametreleri istatistiki olarak anlamlı değildir.

² Parametre heterojenliğinin sebepleri hakkında bir tartışma ve finansal derinliğin olası etkileri için Ekinci ve diğerleri (2014)'e bakılabilir.

Sonuç olarak bu kutuda, iktisat yazınında görece daha az incelenmiş olan finansal değişkenlerin cari denge üzerine etkileri araştırılmıştır. 49 ülkeden oluşan bir panel veri seti kullanılarak kredi büyümesinin cari denge üzerinde hem iktisadi hem de istatistiki olarak anlamlı ve güçlü bir negatif etkisi olduğu bulunmuştur. Ayrıca, bu etkinin gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere nazaran çok daha kuvvetli olduğu; ülke-özel tahminler yapıldığında ise de, söz konusu etkinin Türkiye'de oldukça kuvvetli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kaynakça

- Ekinci, M. F., Erdem, F. P. & Kılınç, Z. (2014), "Credit Growth, Current Account and Financial Depth", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliğleri Serisi, No: 14/21.
- Lane, P. R. & Milesi-Ferretti, G. M. (2007), "External Adjustment and the Global Crisis", *Journal of International Economics*, 88(2), 252-265.
- Phillips, S., Catao, L., Ricci, L., Bems, R., Das, M., Di Giovanni, J., Unsal, D. F., Castillo, M., Lee, J., Rodríguez, J. & Vargas, M., (2013), "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", IMF Çalışma Tebliğleri Serisi, No: 13/272.

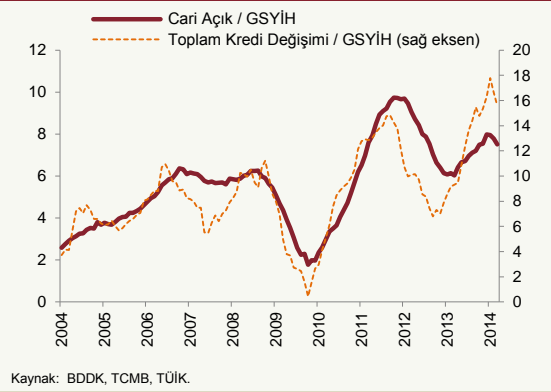
Kutu
5.2

Türkiye’de Tüketici ve Ticari Kredilerin Cari Açıkla İlişkisi

Türkiye’de son on yılda önemli bir finansal derinleşme yaşanmıştır. Finansal derinleşme ekonomik gelişme sürecinin bir parçası olmakla birlikte, bu süreçte kredi gelişmelerinin yakından takip edilmesi makroekonomik ve finansal istikrara yönelik politikaların geliştirilmesi için büyük önem arz etmektedir.

Küresel finansal kriz sonrasındaki yıllarda Türkiye çok hızlı ve güçlü bir ekonomik büyüme sergilemiştir. Bu dönemde yıllık toplam kredi büyüme oranları yüzde 40 seviyelerine yaklaşmış, net kredi kullanımı şeklinde tanımlanan kredi stokundaki yıllık değişimin cari milli gelire oranı 2011 ortasında yüzde 15 değerlerine ulaşmıştır (Grafik 1). Kredi talebinin kısa bir sürede hızlı bir şekilde arttığı dönemlerde, yurt içi finansman kaynaklarının bu artışı karşılamaya yeterli olmaması sonucunda da cari denge olumsuz etkilenebilir³. Grafik 1’de de görüldüğü üzere, 2010 ve 2011 yıllarında Türkiye’de hem yüksek kredi büyümesi hem de cari dengede önemli bir bozulma gözlenmiştir⁴. Bu duruma yerli parada aşırı bir değerlenme eğilimi de eşlik edebilmektedir.

Grafik 1. Cari Açık ve Toplam Kredi Değişimi/GSYİH (Yüzde)



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bu gelişmelerin oluşturduğu finansal riskleri kontrol altına almak amacıyla 2010 yılı sonunda yeni bir politika çerçevesi geliştirmiştir. Bu önlemler sonrasında, diğer düzenleyici kurumların aldığı önlemlerin de katkısı ile kredi büyüme oranları daha makul seviyelere gerilemiş, cari açığa bir dengelenme yaşanmış ve Türk lirasındaki aşırı değerlilik de son bulmuştur. Daha önce genelde kriz dönemlerinde gözlenen bu düzeltmelerin, söz konusu dönemde ekonomide bir daralma olmadan gerçekleşmesi uygulanan politika tedbirlerinin ekonomide önemli bir dengelenmeyi başarıyla sağladığını ortaya koymaktadır.

Grafik 2 ve 3’te net kredi kullanımı tüketici ve ticari krediler şeklinde cari açık ile beraber gösterilmektedir. Bu iki kalem açısından bakıldığında cari açık ile olan ilişkilerinin değişik nedenlerle farklılaşabileceği değerlendirilmektedir. Kredi ve cari açık arasındaki ilişkinin kredi altkalemleri itibarıyla farklılaşp farklılaşmadığının anlaşılması, cari dengenin iyileşmesine ve finansal istikrarın korunmasına yönelik politika tedbirlerinin tasarımı açısından da önem taşımaktadır.

³ Yurt içi kaynaklı yüksek kredi talebi artışı dış finansman ihtiyacı yoluyla cari açık artışına yol açabileceği gibi yurt dışı küresel likidite koşullarının uygun olması tarzında dışsal faktörlerin etkisi ile sermaye girişlerindeki bir artış da yurt içi kredi koşullarını gevşeterek yine yüksek kredi büyümesine yol açabilecektir. Her iki durumda da kredi talebini kontrol altında tutmaya ve kredi koşullarındaki gevşemeyi engellemeye yönelik tedbirler cari açığa bir iyileşme yaşanmasını sağlayabilecektir.

⁴ Son dönemde gerçekleştirilen çalışmalar da kredilerin cari açığın önemli bir belirleyicisi olduğunu ortaya koymaktadır. Örneğin, bakınız TCMB Enflasyon Raporu 2014-III Kutu 5.1. ve İkinci vd. (2014).



⁵ Bu kutuda kullanılan kredi verileri BDDK, diğer veriler ise TCMB kaynaklarından derlenen çeyreklik verilerdir. Bütün veriler için mevsimsellikten arındırma işlemi yapılmış olup, ilk ve son gözlem tarihi 2003 ve 2013 yıllarının son çeyrekleridir. Çeyreklik cari açık ve altın hariç cari açık oranı değişkenleri, bu verilerin çeyreklik GSYİH'ye bölünmesiyle; tüketici kredisi, ticari ve toplam kredi değişimleri ise sırasıyla bu kalemlerdeki çeyreklik kredi stok değişimlerinin çeyreklik GSYİH'ye bölünmesi ile elde edilmiştir. GSYİH büyümesi değişkeni ise GSYİH verisinin bir önceki çeyrek verisine göre yüzde büyüme oranı olarak hesaplanmıştır. Reel efektif döviz kuru değişkenindeki artış, Türk lirasının ABD doları karşısında değer kazanmasını ifade etmektedir ve kur verisi hariç kullanılan bütün değişkenler yüzde cinsinden hesaplanmıştır.

⁶ Cari açık denklemi içindeki değişkenlerin hiçbirinde durağan-dışılık problemi gözlenmemektedir. Ancak, sağlamlık analizi için kullanılan altın hariç cari açık verisinde durağan-dışılık problemi ortaya çıkmaktadır. Altın hariç cari açık değişkeninin birinci farkı alındığında ise serinin durağanlaştığı görülmektedir.

$$CA_t = \alpha + \beta_1 CA_{t-1} + \beta_2 GSYİH_t + \beta_3 REDK_{t-2} + \beta_4 TUKETİCİ_{t-1} + \beta_5 TİCARİ_{t-1} + e_t$$

Tablo 1. Kredi Büyümesi ve Cari Açık İlişkisi

	Bağımlı Değişken : Cari Açık/GSYİH			Bağımlı Değişken : Altın Hariç Cari Açık/GSYİH (Birinci Fark)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Sabit Değişken	3,268 (1,667)*	0,261 (1,469)	0,356 (1,280)	3,084 (1,358)**	1,808 (1,434)	1,950 (1,297)
Cari Açığın 1 Dönem Gecikmeli Değeri	0,955 (0,095)***	0,859 (0,037)***	0,844 (0,035)***	-	-	-
GSYİH Büyümesi	-0,157 (0,048)***	-0,090 (0,041)**	-0,051 (0,033)	-0,141 (0,030)***	-0,121 (0,033)***	-0,096 (0,032)***
Reel Efektif Döviz Kurunun 2 Dönem Gecikmeli Değeri	-0,028 (0,014)*	0,000 (0,012)	0,001 (0,010)	-0,024 (0,011)**	-0,010 (0,012)	-0,010 (0,011)
Toplam Kredi Değişimi/GSYİH 1 dönem gecikmeli değeri	-	-0,108 (0,020)***	-	-	-0,049 (0,022)**	-
Tüketici Kredi Değişimi/GSYİH 1 dönem gecikmeli değeri	-	-	-0,365 (0,076)***	-	-	-0,229 (0,094)**
Ticari Kredi Değişimi/GSYİH 1 dönem gecikmeli değeri	-	-	-0,035 (0,025)	-	-	0,004 (0,026)
R ²	0,917	0,959	0,969	0,368	0,490	0,548

Not: *,** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık seviyelerini ifade etmektedir. Bütün regresyonlardaki gözlem sayısı 39'dur.

Tabloda milli gelir büyümesi önemli bir açıklayıcı değişken olarak ortaya çıkmaktadır. Ayrıca reel kurun değerlenmesi cari açığı yine istatistikî olarak anlamlı bir şekilde artırmaktadır. Denklemlere net kredi kullanımı eklendiğinde iki spesifikasyonda da bu değişkenin anlamlı bir şekilde cari açık üzerinde etkili olduğu görülmektedir. İkinci sütunda, milli gelire oranla yüzde 1 puanlık net kredi kullanımı artışı toplam cari açığı uzun dönemde yüzde 0,77 puan artırıcı etki yapmaktadır.

Tüketici kredileri ve ticari krediler regresyonlarda bir arada kullanıldığında ise tüketici kredisi artışının cari dengeyi bozucu etkiye sahip olduğu gözlenmektedir. Sonuçlara göre, net tüketici kredisi kullanımının cari açığın milli gelire oranı üzerindeki etkisi net kredi kullanımına göre daha güçlüdür. Bu spesifikasyonda ticari kredi artışlarının ise cari açık üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı bulunmuştur⁷. Ekonomik açıdan değerlendirdiğinde bu sonuç, aynı miktar tüketici kredisinin cari açık üzerinde önemli bir artırıcı etkisi varken ticari kredinin her hangi bir etkisinin olmadığını göstermektedir⁸. Önemli bir diğer bulgu ise, ampirik modele krediler dahil edildiğinde hem milli gelir büyümesinin etkisinin azalması hem de reel kurun istatistikî anlamlılığının kaybolmasıdır. Bu açıdan kredi değişkeninin kontrol edilmediği bir durumda ortaya çıkan milli gelir büyüme etkisinin bir kısmının ve reel kur etkisinin krediler üzerinden gerçekleştiği değerlendirilebilecektir. Yukarıda bahsedildiği gibi tüketici kredilerinde gözlenen bir artış hem ithalat talebi üzerinden hem de arz verili iken fiyatları artırarak reel kur değerlenmesine yol açmak suretiyle cari açık üzerinde bozucu etkiler yapabilecektir.

⁷ Bu bulgu, cari açığın birinci farkının, altın ve enerji hariç cari açık değişkeninin veya cari açıkta trendden arındırılmış çevrimsel faktörün kullanılması gibi değişik sağlamlık analizleri altında da devam etmektedir. Ayrıntılı analizler için bakınız Alioğulları vd. (2014).

⁸ Büyükkarabacak vd. (2009) çalışması 18 gelişmekte olan ülke verileri kullanılarak kredi kompozisyonunun cari açık üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Çalışmanın sonuçlarına göre ticaret dengesi üzerinde tüketici kredilerinin negatif, ticari kredilerin ise pozitif bir katkısı olmaktadır.

Tüketici kredilerinin ve ticari kredilerin cari açık üzerindeki etkisinin birbirinden farklı olması cari dengenin iyileştirilmesine yönelik tedbirler açısından da bilgi değeri taşımaktadır. Elde edilen bulgular, toplam kredi artışının daha çok tüketici kredilerinin sınırlandırılması suretiyle kontrol edilmesinin cari dengeyi olumlu etkileyeceğini göstermektedir. Bu anlamda, son dönemde TCMB tarafından uygulanan likidite politikalarının⁹ ve özellikle BDDK tarafından tüketici kredilerine yönelik alınan makroihtiyati önlemlerin etkisi ile tüketici kredilerinin yavaşlamasının ve ticari kredilerin görece olarak güçlü seyirini sürdürmesinin, cari denge üzerinde düzeltici etkilere sahip olduğu düşünülmektedir.

Kaynakça

- Z. Harun Alioğulları, Y. Soner Başkaya, Yunus E. Bulut, Mustafa Kılınc (2014), "Türkiye'de Tüketici ve Ticari Kredilerin Cari Açıkla İlişkisi", TCMB Ekonomi Notları, yayımlanma aşamasında.
- B. Büyükkarabacak ve S. Krause (2009), "Studying The Effects of Household and Firm Credit On The Trade Balance: The Composition of Funds Matters", Economic Inquiry.
- M. Fatih Ekinci, F. Pınar Erdem, Zübeyir Kılınc (2014), "Credit Growth, Current Account and Financial Depth" TCMB Çalışma Tebliği, No 14/21.
- M. Haluk Güler, Gürsu Keleş, Erkan Kılınc (2014), "Sistemin Fonlama İhtiyacı Bileşenleri ve Türk Lirası Kredi İlişkisi", TCMB Ekonomi Notları, No: 14/03.

⁹ Kutu 5.3 ve Güler vd. (2014).

Kutu
5.3

Bankacılık Sistemi TL Fonlama İhtiyacı Alt Bileşenleri ve TL Kredi İlişkisi

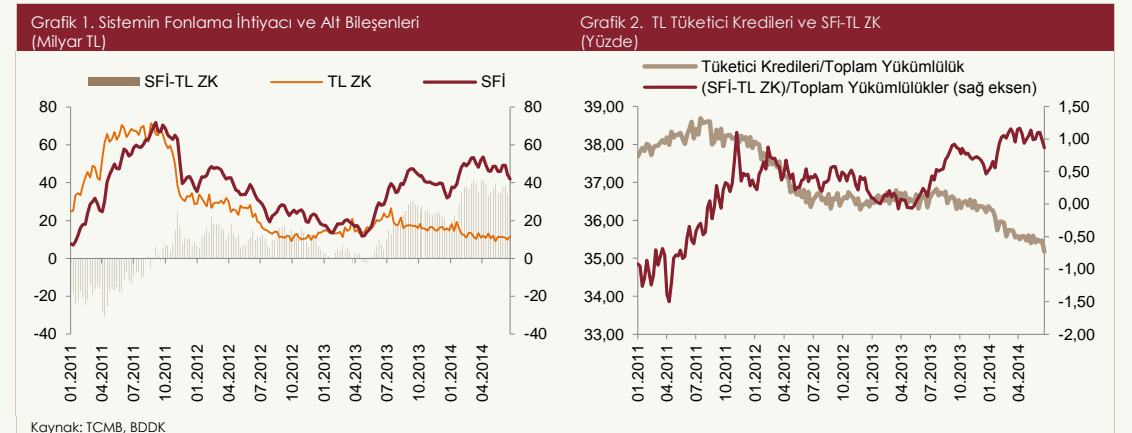
Bu kutuda mevcut para politikası çerçevesi, TL tüketici ve ticari kredi değişimi ayrışmasına yaptığı katkı açısından değerlendirilmiştir. Bu amaçla, bir politika aracı olarak sistemin fonlama ihtiyacı (SFİ) alt kalemleri olan TL zorunlu karşılık (ZK) tutarı ve TL ZK hariç SFİ'de ortaya çıkan değişimlerin iki ayrı kredi türüne yansımaları analiz edilmektedir. Çalışmada, oluşma nedenleri dikkate alınarak TL ZK ve TL ZK dışındaki SFİ şeklinde ikiye ayrılan SFİ alt kalemlerinin tarihi gelişimi Grafik 1'de sunulmaktadır.

TCMB, 2011 yılı başlarından itibaren uyguladığı mevcut para politikası çerçevesinde TL zorunlu karşılık oranlarını, likidite açığının tutarını ve kompozisyonunu faiz koridoru ve fonlama politikası paralelinde aktif bir politika aracı olarak kullanmaktadır. Bu bağlamda TCMB, SFİ alt kalemlerinin bankacılık kesimi toplam yükümlülükleri içindeki payını artırmak yoluyla dönem dönem hem nicel hem de nitel bir sıkılaşıma neden olabilmektedir. Vadesi mevduata göre daha kısa bir kalem olan SFİ alt kalemlerinin bilanço içindeki payının artması bankacılık kesiminin aktif-pasif vade uyumsuzluğu kaynaklı maruz kaldığı faiz riskini artırarak, bankalar için ek bir korunma maliyeti de doğurabilmektedir. Bu maliyetin farklı kredi türlerinde müşteriye değişen oranlarda yansıtılmasının TL tüketici ve ticari kredi hacimlerinde bir ayrışmaya neden olabileceği değerlendirilmektedir. Ortaya çıkan bu ayrışma sonucunda bankaların tüketici kredisi değil de ticari kredi vermeye yönlendirilmesi ile mal ve hizmet talebi yerine arzına destek verilerek fiyat istikrarının yanında iç ve dış dengeye de katkı yapılabileceği değerlendirilmektedir.

SFİ Alt Bileşenleri ve TL Krediler

Çalışmada kullanılan veriler, yeni politika bileşiminin kullanıldığı Ocak 2011 – Kasım 2013 dönemini kapsamaktadır. SFİ göstergesi olarak Net APİ değeri kullanılmaktadır¹⁰. Kullanılan Net APİ tutarı TCMB'nin repo ve depo yoluyla yaptığı ve vadesi gelmemiş tüm Türk lirası fonlamalarından yine vadesi gelmemiş Türk lirası sterilizasyon tutarının düşülmesi yoluyla elde edilmektedir. Sistemin fonlama ihtiyacının pozitif olması bankacılık sisteminin o güne nettle Türk lirası likidite ihtiyacı ile başladığına işaret etmektedir.

SFİ alt bileşenlerinin TL tüketici ve TL ticari kredilere ne şekilde aktarıldığının analizi haftalık verilere dayanan yapısal VAR analizlerinden elde edilen etki-tepki fonksiyonları ile yapılmaktadır. Anılan dönemde TL tüketici kredilerinin ve SFİ - TL ZK tutarının bankacılık kesimi toplam yükümlülükleri içindeki paylarının ne şekilde hareket ettiği görsel olarak Grafik 2'de sunulmaktadır.



10 Çalışma kapsamında kullanılan veriler ve SFİ ile ilgili daha detaylı bilgi için Güler, Keleş ve Kilimci (2014) çalışmasına bakınız.

SFİ'yi ifade eden Net APİ'nin alacağı değer Merkez Bankası bilançosunun aktif ve pasif tarafındaki kalemlere göre şekillenmektedir. Temel olarak Merkez Bankası bilançosunun varlık tarafı tutulan döviz rezervi (FX^{MB}), devlet iç borçlanma senetleri ($DIBS^{MB}$) ve gerçekleştirmiş olduğu açık piyasa işlemlerinden ($SFİ$) oluşmaktadır. Yükümlülük tarafı ise dolaşımdaki para ($Dol.Para$), bankacılık kesimi rezervleri ($Rezerv$) ve kamu mevduatını (Mev_{MB}^K) içermektedir.

$$FX^{MB} + DIBS^{MB} + SFİ = Dol.Para + Rezerv + Mev_{MB}^K \quad (1)$$

Merkez Bankası bilançosunda;

- i. FX^{MB} ve $DIBS^{MB}$ sabit iken denklem (1)'de yer alan yükümlülük kalemlerindeki artış Net APİ'yi artırmaktadır.

Kendilerine yatırılan mevduatın tamamına yakını döviz varlığı alımında, kredi vermede veya menkul kıymet alımında değerlendiren bankalar tesis etmeleri gereken TL ZK tutarını genel olarak açık piyasa işlemleri yoluyla Merkez Bankası'ndan sağlamaktadırlar. Dolayısıyla Net APİ temel olarak bankaların tutmaları gereken TL ZK'dan kaynaklanmaktadır. Bu denklem (1)'de 'Rezerv' ifadesiyle belirtilmiştir¹¹.

Öte yandan, Merkez Bankası'nda tutulan kamu mevduatındaki değişimler (Mev_{MB}^K) ve dolaşımdaki paranın artış/azalışları ($Dol.Para$) gibi doğrudan Merkez Bankası tarafından belirlenmeyen otonom faktörler de SFİ üzerinde etkili olmaktadır. Otonom kalemlerin net etkisi dönem dönem pozitif veya negatif değerler alabilmekle birlikte SFİ genel olarak TL ZK tutarı etrafında salınmaktadır.

- ii. Denklem (1)'in yükümlülük tarafı sabit iken varlık tarafında yer alan FX^{MB} ve $DIBS^{MB}$ kalemlerindeki azalış da Net APİ'yi artırmaktadır.

Dolayısıyla, tesis edilmesi gereken TL ZK tutarı ve otonom kalemlerin dışında SFİ üzerinde etkili olan bir başka kaleme ise Merkez Bankası'nın döviz alım/satımı ile TL cinsi Devlet İç Borçlanma Senetleri alım/satımları olmaktadır. Merkez Bankası'nın ihtiyarı ile hareket eden bu kaleme SFİ'yi açık piyasa işlemlerinden farklı olarak belirli bir vadede değil, (işlem tersine çevrilmediği müddetçe) kalıcı bir şekilde etkilemektedir.

Kredi gelişimi ve SFİ ilişkisini takip edebilmek için bankacılık kesimi bilançosunu incelemek faydalı olacaktır. Aktif tarafında döviz varlıkları (FX^B), devlet iç borçlanma senetleri ($DIBS^B$), Merkez Bankası'nda tutulan rezervler ($Rezerv$) ve krediler ($Kredi$) yer alan, yükümlülük tarafında ise hane halkı ve kamu kesimi mevduatları ($Mevduat$) ile net açık piyasa işlemleri ($SFİ$) bulunan sadeleştirilmiş bankacılık kesimi bilançosunu denklem (2)'de gösterildiği şekilde yazmak mümkündür;

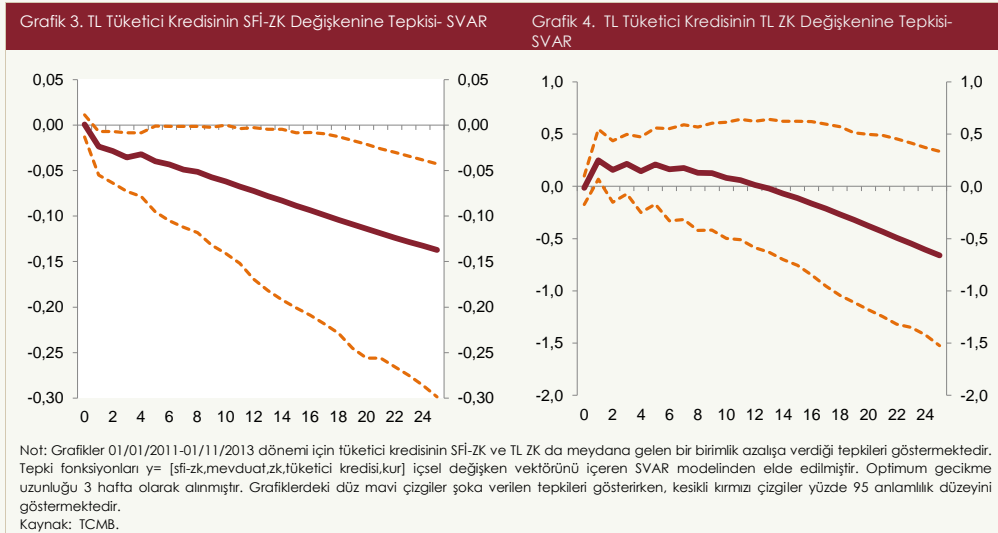
$$(FX^B + DIBS^B) + Kredi = Mevduat + (SFİ - Rezerv) \quad (2)$$

Mevcut enflasyon hedeflemesi çerçevesinde bankacılık kesiminin geçerli faiz oranı üzerinden Merkez Bankası'ndan teminatları karşılığında sınırsız borçlanabilmeleri nedeniyle Rezerv kalemindeki değişimlerin SFİ'ye yansıtacağı düşünülebilir. Dolayısıyla, denklem (2)'nin sağ tarafında yer alan SFİ-Rezerv farkının (i maddesinde de değinildiği üzere) temel olarak otonom kalemlerdeki değişimler veya Merkez Bankası ihtiyarı ile hareket edeceği değerlendirilebilir.

¹¹ Rezervler, zorunlu karşılıklar ve bankaların serbest rezervlerinin toplamını ifade etmektedir. Mevcut durumda sistemde likidite açığı olduğundan Rezerv ve TL ZK ifadeleri birbirlerinin yerine kullanılmaktadır.

TL tüketici kredileri: Yapısal VAR analizi

TL ZK tutarı ve TL ZK hariç SFİ¹²'de gözlenen değişimlerin TL tüketici kredilerini ne şekilde etkilediğini irdeleyen yapısal VAR analizi¹² etki-tepki fonksiyonları Grafik 3 ve 4'de sunulmaktadır. Modelden çıkan etki-tepki fonksiyonlarına göre SFİ-ZK değişkenindeki bir artış tüketici kredileri üzerinde beklendiği üzere bilanço etkisi kanalıyla azaltıcı etkide bulunurken TL ZK değişkenindeki artışların tüketici kredileri üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. TL ZK tutarındaki değişikliklerin beklentilerin aksine TL tüketici kredileri üzerinde etkili olmamasının zorunlu karşılıklarda dışsal olarak meydana gelen artışların mevduat faizlerini düşürücü etkide bulunmasından kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Şöyle ki; zorunlu karşılık oranlarındaki bir artış mevduatın maliyetini artırmakta, banka da maliyetteki bu artışı müşterisine daha az mevduat faizi önererek karşılayabilmektedir. Mevduat faizlerinde meydana gelen bu azalışın, zorunlu karşılık oranlarının tüketici kredi faizleri üzerindeki arttırıcı (kredi hacmi üzerindeki azaltıcı) etkisini sınırlayabileceği değerlendirilmektedir.



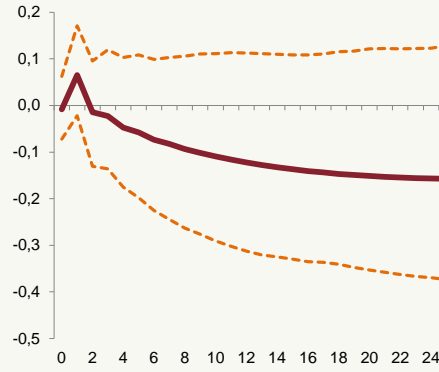
TL ticari kredileri: Yapısal VAR analizi

TL ZK tutarı ve TL ZK hariç SFİ¹³'de gözlenen değişimlerin TL ticari kredilerini ne şekilde etkilediğini gösteren yapısal VAR analizi¹³ etki-tepki fonksiyonları ise Grafik 5 ve 6'da sunulmaktadır. Buna göre gerek SFİ-ZK değişkeninin gerekse TL ZK değişkeninin TL ticari krediler üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu sonuç, ticari kredilerde kurda oynaklığın arttığı ve ekonomide güven kaybının olduğu dönemlerde yaşanan azalmanın SFİ-ZK değişkenindeki artışa atfedilemeyebileceğini ortaya koymaktadır. Ticari kredilerin rotatif yapıda olması ve ticari kredi talebi faiz esnekliğinin düşük olmasının bahsi geçen sonuçta etkili olabileceği düşünülmektedir.

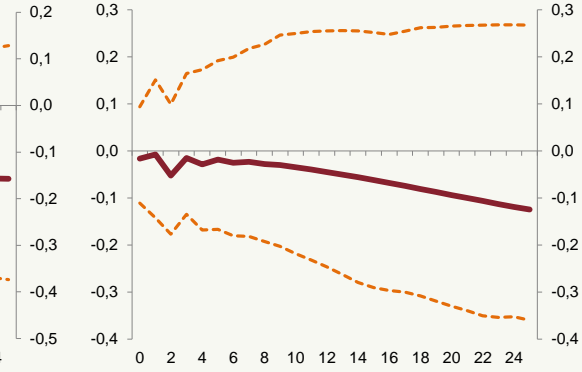
12 SFİ alt kalemleri ile tüketici kredileri arasında içsel değişken vektörü $Y_t = [SFİ-ZK, mevduatlar, ZK, kur, tüketici \text{ kredisi}]$ olan bir analiz yapılmıştır. Yapısal VAR analizi kısıtları için bir nolu dipnotta alıntılanan çalışmaya bakınız.

13 SFİ alt kalemleri ile ticari kredileri arasında içsel değişken vektörü $Y_t = [SFİ-ZK, mevduatlar, ZK, kur, ticari \text{ kredi}]$ olan bir analiz yapılmıştır.

Grafik 5. TL Ticari Kredinin SFİ-ZK Değişkenine Tepkisi- SVAR



Grafik 6. TL Ticari Kredinin TL ZK Değişkenine Tepkisi- SVAR



Not: Grafikler 01/01/2011-01/11/2013 dönemi için ticari kredinin SFİ-ZK ve TL ZK da meydana gelen bir birimlik azalışa verdiği tepkileri göstermektedir. Tepki fonksiyonları $y = [sfi-zk, mevduat, zk, ticari kredi, kur]$ içeren SVAR modelinden elde edilmiştir. Optimum gecikme uzunluğu 2 hafta olarak alınmıştır. Grafiklerdeki düz mavi çizgiler şoka verilen tepkileri gösterirken, kesikli kırmızı çizgiler yüzde 95 anlamlılık düzeyini göstermektedir.
Kaynak: TCMB.

Sonuç

Bulgular SFİ'de ZK kaynaklı artışların TL krediler üzerinde anlamlı bir etkisi olmazken, TL ZK tutarı dışında gerçekleşen artışların TL tüketici ve ticari krediler üzerinde farklı etkilerde bulunarak kredi kompozisyonunu etkileyebileceğine işaret etmektedir. Yapılan zaman serisi analizleri SFİ-ZK artışlarının TL tüketici kredilerini düşürücü etki yaparken TL ticari kredilerde değişikliğe sebep olmayabileceğini ampirik olarak ortaya koymaktadır. Ortaya çıkan bu sonucun tüketici ve ticari kredilerin gerek vade gerekse yapısal farklılaşmasından kaynaklanabileceği değerlendirilmektedir. Gecelik vadede bile açılabilen ve rotatif yapıda olan TL ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha az faiz riski taşıması ayrışmaya neden olabilecek ilk etken olarak akla gelmektedir. Diğer önemli bir husus ise kredi talebinin faiz esnekliğinin ticari kredilerde daha düşük olmasıdır. Düşük faiz esnekliği nedeniyle ticari kredilerin likidite politikası ile sağlanan faiz artışlarına miktarsal olarak daha az tepki verebileceği değerlendirilmektedir.

Kaynakça

Güler, M. H., Keleş, G. ve E. Kilimci (2014). "Sistemin Fonlama İhtiyacı Bileşenleri ve Türk Lirası Kredi İlişkisi", TCMB Ekonomi Notu, No. 14/03.

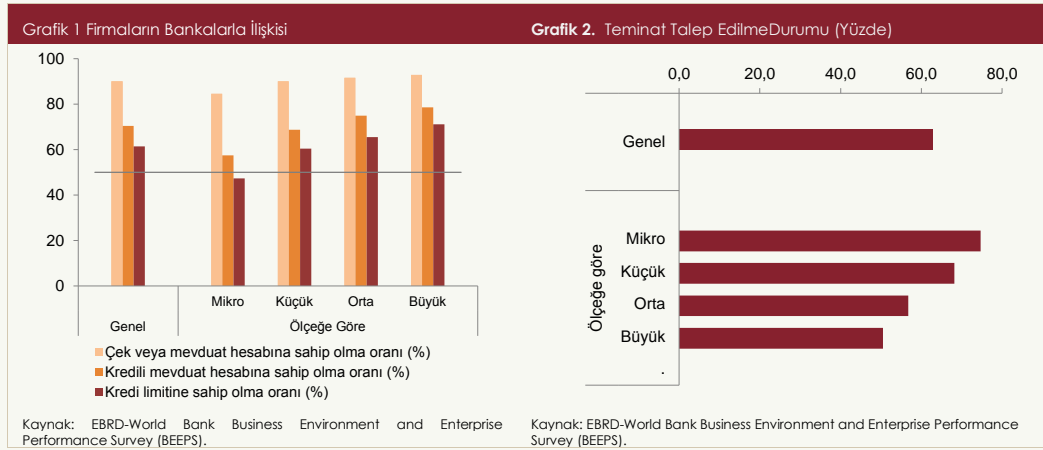
Kutu
5.4

Türkiye’de Firmaların Krediyeye Erişimi: Anket Sonuçlarına Dayalı Bir İnceleme

Reel sektörün finansman yapısını anlamak üzere düzenlenen anketler firmaların bilanço verilerine dayalı bilgi kaynaklarını tamamlayıcı özellik taşımaktadır. Düzenli aralıklarla yapılan anketlerin yanı sıra firmaların belirli konulardaki değerlendirmelerine odaklanan anketler geliştirilmiştir. Bu çerçevede, Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) ile Dünya Bankası tarafından ortaklaşa yapılan ve “İş Ortamı ve İşletme Performansı Anketi” (BEEPS)¹⁴ olarak adlandırılan anket, Doğu Avrupa ve Orta Asya ülkelerindeki iş ortamının farklı unsurlarını çok boyutlu şekilde değerlendirmeyi amaçlamaktadır. 2008 yılında yapılan BEEPS anketinin sonuçları Türkiye’nin de aralarında bulunduğu yirmi dokuz ülkede firmaların iş ortamına ve performansına ilişkin önemli ipuçları içermektedir. Anketin finansman ile ilgili soruları, farklı ülkelerde firmaların krediyeye olan erişimlerinin daha iyi anlaşılmasına yardımcı niteliğindedir. Kurul ve Tiryaki (2014) 2008 yılında yapılan BEEPS anketinin Türkiye kısmına ilişkin sonuçlarını kullanarak Türkiye’de firmaların krediyeye erişimini daha önce değerlendirilmemiş bir açıdan incelemektedir.¹⁵ Bu kutuda, söz konusu çalışmanın bulguları özetlenerek Türkiye’de firmaların finansman durumuna ilişkin davranışsal özelliklerinin irdelenmesi amaçlanmaktadır.

Firmaların finansman yapılarına ve kredi erişimine ilişkin bulgular

İlgili anket 2008 yılı Nisan ayı ile 2009 yılı Ocak ayı arasında 1152 firmaya uygulanmış olup, bunlardan yüzde 58,4’ünün mikro ve küçük ölçekli firmalardan oluştuğu görülmektedir.¹⁶ Firmaların bankalarla ilişkisini daha net ortaya koymak adına ankette firmalara birçok soru yöneltilmiştir. Bunlardan ilki, firmaların çek veya mevduat hesabına sahip olup olmaması ile ilgilidir. Beklendiği gibi, firmaların büyük çoğunluğunun bankalar nezdinde bu tip hesapları olduğu görülmektedir (Grafik 1). Kredili mevduat hesabına sahip olma oranı yüzde 70,3, kredi limitine sahip olma oranı yüzde 61,4 olarak çıkmıştır. Kredili mevduat hesabına ve kredi limitine sahip olma oranlarının firma ölçeği ile birlikte artması küçük ölçekli firmaların kredi kısıtlarının daha fazla olabileceğini ima etmektedir. Diğer taraftan mikro ölçekli firmaların yarısından fazlasının kredi limitine sahip olmadığı göze çarpmaktadır.



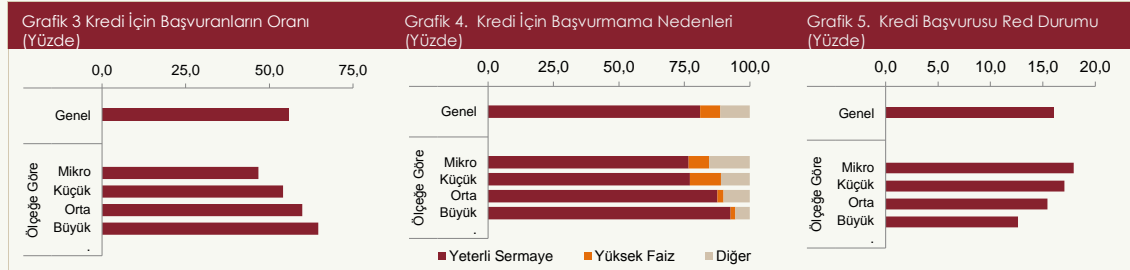
¹⁴ Anketin İngilizce ismi “The Business Environment and Enterprise Performance Survey (BEEPS)” şeklindedir.

¹⁵ Kurul, D.M. ve S.T. Tiryaki (2014). “Türkiye’de Firmaların Krediyeye Erişimi Ne Kadar Kısıtlı? Anket Sonuçlarına Dayalı Bir İnceleme”, TCMB Ekonomi Notu, No. 14/01.

¹⁶ 2008 yılı sonu ile 2009 yılı başında yapılan anketlere verilen yanıtlarda kriz etkisi bulunabileceği göz ardı edilmemelidir. Bu doğrultuda Kurul ve Tiryaki (2014) çalışmasının bir bölümünde firmaların krediyeye erişimi ilişkin algılamalarının kriz sonrasında nasıl değiştiğini incelemiştir. Buna göre kriz sonrası dönemde krediyeye erişimdeki kısıtlar artmış ve teminat gerekliliğinde sıklaşma gözlenmiştir.

Anket firmaların kredi alma sürecinde kendilerinden istenen teminatlara ilişkin bilgiler de sunmaktadır. Buna göre firmalara son aldıkları kredi için teminat istenip istenmediği sorulmaktadır (Grafik 2). Verilen yanıtlar son alınan krediler söz konusu olduğunda firmaların yüzde 62,9'undan teminat istendiğini göstermektedir. Sonuçlar firmaların büyüklüğünün bankaların teminat istemesinde önemli bir kriter olduğunu ortaya koymakta olup ölçek büyüdükçe teminat istemede daha esnek olduğu görülmektedir. Ankette ayrıca firmanın en son kullandığı kredi için bankaya gösterilmiş olan teminatın niteliği de sorulmaktadır. Gösterilen teminat türlerine verilen yanıtlar, en çok tercih edilen teminat türünün firmanın taşınmazları olduğunu göstermektedir.

Firmalara son mali yıl içerisinde kredi almak üzere başvuru yapıp yapmadıkları sorulduğunda, firmaların yarısından fazlasının başvuru yaptığı görülmüştür (Grafik 3). Bu oranın firma ölçeği büyüdükçe daha arttığı görülürken, mikro ve küçük firmalarda oran yüzde 50'nin altında kalmıştır. Bu noktada başvuru yapmayan firmaların başvurmama nedenleri oldukça önem taşımakta, firmanın krediye ihtiyaç duymadığından mı yoksa krediye erişim engellerinden mi kredi başvurusunda bulunmadığını aydınlatmak gerekmektedir. Bu inisiyatifle, kredi talep etmeyen firmalara neden kredi başvurusu yapmadıkları sorulmuştur (Grafik 4). Sonuçlar, krediye başvurmama durumunun ardında genelde firmaların yeterli sermayelerinin bulunmasının yattığını gösterirken, faizlerin yüksek olması durumu firmaların sadece yüzde 7,7'si için kısıt oluşturmaktadır. Firma ölçeğine göre incelendiğinde, sermayenin yeterli olması büyük ölçekli firmalar için daha yaygın şekilde verilen bir cevap olurken, kredi faizlerinin yüksek olmasının küçük ölçekli firmaların kredi başvurularında daha önemli bir kısıt olduğu görülmektedir. Ancak, ihtiyacı olduğu halde kredi başvurusunda bulunmama konusunda küçük ölçekli firmaların büyük ölçekli firmalara kıyasla daha sıklıkla faiz oranlarının yüksek olmasını neden göstermesinin, temelde bankaların küçük ölçekli firmalara kredi vermeye sadece daha yüksek faiz oranlarıyla razı olmasından kaynaklandığı düşünülebilir.



Krediye erişimle ilgili önemli göstergelerden biri de kuşkusuz firmaların kredi başvurularına ilişkin red durumlarıdır. Grafik 5, kredi başvurusu reddedilen firmaların yüzdelerini göstermektedir. Buna göre, büyük çoğunluğun kredi taleplerinin kabul edildiği gözlenirken, firma ölçeği büyüdükçe kredi başvurusunun kabul edilme oranının daha yüksek olduğu görülmektedir.

Firma Ölçeği ve Kredi Kısıtı

Notun bu bölümünde Türkiye'de firmaların ne derece kredi kısıtı altında faaliyet gösterdiğinin ortaya konulması amaçlanmıştır. Buna ek olarak, aynı analiz firma ölçeği bazında yapılarak, firma ölçeği büyüdükçe kredi kısıtına maruz kalınmasının azalıp azalmadığı araştırılmıştır.

Bu doğrultuda anket yanıtlarından yola çıkılarak, firmalar kredi başvurusunda bulunan ve bulunmayan olarak ikiye ayrılmıştır. Sonrasında kredi başvurusunda bulunanlar, reddedilen ve kabul edilen şeklinde sınıflandırılmıştır. Krediye başvurmayanlar ise, kredi gereksinimi olmayanlar ve kredi almak konusunda ümitsiz olanlar şeklinde kendi içlerinde iki farklı kategoride değerlendirilmiştir. Böylece, firmaların ne kadarının krediye gereksinimi olduğunu, ne kadarının krediye erişiminin olduğunu oldukça pratik şekilde aydınlatmak mümkün olmaktadır. Sonuçlar firmaların yüzde 36'sının kendi finansman imkânlarından dolayı krediye

gereksinim duymadığını göstermektedir (Tablo 1). Genel olarak firmaların yüzde 46'sının kredi başvuruları kabul edilirken, yüzde 9'unun ise reddedildiği görülmektedir. Oluşturulan çerçeveden yola çıkarak, firmaların ne kadının kredi kısıtı altında olduğu, kredi için başvurup reddedilenlerin yüzdesi ile krediye ihtiyacı olsa dahi bir takım nedenlerden dolayı kredi almak hususunda ümitsiz olup kredi için başvurmayanların yüzdesinin toplamı alınmak suretiyle hesaplanmıştır. Buna göre sonuçlar, firmaların yüzde 17'sinin kredi kısıtı altında olduğunu göstermektedir.

Kredi kısıtının firma ölçeğine göre nasıl değiştiğini ve firmaların kredi kısıtı altında olmasını belirleyen etkenlerin istatistiksel olarak incelenmesi amacıyla Tablo 2'te sonuçları özetlenen lojistik regresyon modeli tahmin edilmiştir. Bu noktada, kredi kısıtı değişkeninin oluşturulma şekline benzer

şekilde krediye erişebilme durumu değişkeni oluşturulmuştur. Krediye ihtiyacı olan firmalar içinden (krediye başvuran firmalar ile ihtiyacı olmasına karşın ümidi olmadığı için krediye başvurmamış firmaların toplamı) kredi kullanabilmiş olanlar için krediye erişebilme durumu 1 olarak belirlenmiş, kredi başvurusu reddedilen firmalar ile ümitsiz olduğu için başvurmamış firmalar için ise krediye erişebilme durumu 0 olarak tanımlanmıştır. Krediye erişebilme durumu bağımlı değişken olarak belirlenerek, firma ölçeği değişkenleri ve firma özelliklerini yansıtacak bir dizi kontrol değişkeni açıklayıcı değişken olarak seçilmiş (gecikmiş borcunun olması, denetimden geçmiş olması, ihracatçı olması) ve bir lojistik regresyon modeli oluşturulmuştur.

Tablo 2. Krediye Erişebilme Durumunu Belirleyen Etkenler

Lojistik Regresyon Modeli				Gözlem sayısı=699
Krediye Erişebilme Durumu	Göreceli olasılıklar oranı	Standart Sapma	P-değeri	Sonuç
Firma ölçeği (Mikro)	-	-	-	-
Firma ölçeği (Küçük)	1.142	0.301	0.613	H0 reddedilemez
Firma ölçeği (Orta)	1.808	0.534	0.045	**
Firma ölçeği (Büyük)	2.830	1.076	0.006	*
Gecikmiş borcunun olması	0.323	0.075	0	*
Denetimden geçmiş olma	1.373	0.259	0.093	***
İhracatçı olma	1.838	0.365	0.002	*
Sabit	1.599	0.426	0.078	***

Firma ölçeğinin ilk düzeyi referans grup olarak alınmıştır.

Ho: Değişkenin modele katkısı önemsizdir.

* Ho $\alpha=0.01$ anlamlılık düzeyinde red

** Ho $\alpha=0.05$ anlamlılık düzeyinde red

*** Ho $\alpha=0.10$ anlamlılık düzeyinde red

Kaynak: EBRD-World Bank Business Environment and Enterprise Performance Survey (BEEPS).

Tablo 2'de özetlenen sonuçlar betimsel analizde ortaya çıkan bulguları desteklemekte, aynı zamanda uluslararası karşılaştırmalı çalışmaların ortaya koyduğu bulgularla paralellik sergilemektedir. Buna göre, Türkiye anketi kullanılarak yapılan tahminlerde firmanın ölçeği büyüdükçe firmaların krediye erişim olasılığı artmaktadır. Tahmin edilen göreceli olasılıklar oranlarına (odds ratio) göre, orta ölçekli firmaların krediye erişebilme ihtimali mikro ölçekli firmaların krediye erişebilme ihtimalinin 1,8 katıdır. Benzer şekilde, büyük ölçekli firmaların krediye erişebilme ihtimali mikro ölçekli firmaların krediye erişebilme ihtimalinin 2,8 katıdır. Tahmin sonuçlarına göre, mikro ölçekli firmalar ile küçük ölçekli firmalar arasında krediye erişebilme ihtimali açısından istatistiksel olarak bir farklılık tespit edilmemiştir.

Tablo 1. Firmaların Kredi İhtiyacı ve Krediye Erişimine İlişkin Özet Tablo

Genel toplam (tüm firmalar)			
Toplam firma sayısı			
1133			
Yüzde			
100,0			
Krediye başvuranlar		Krediye başvurmayanlar	
Toplam firma sayısı		Toplam firma sayısı	
626		507	
Yüzde		Yüzde	
55,3		44,7	
Kabul edilenler	Reddedilenler	Gereksinimi olmayanlar	Ümidi olmayanlar
Toplam firma sayısı	Toplam firma sayısı	Toplam firma sayısı	Toplam firma sayısı
526	100	411	96
Yüzde	Yüzde	Yüzde	Yüzde
46,4	8,8	36,3	8,5

Kaynak: EBRD-World Bank Business Environment and Enterprise Performance Survey (BEEPS).

Sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde, mikro ve küçük ölçekli firmaların krediye erişimi orta ve büyük ölçekli firmalara kıyasla belirgin şekilde kısıtlı bulunmaktadır. Bulguların finansal politika tasarımı açısından önemli yansımaları olabileceği ortaya çıkmaktadır. Küçük ve orta ölçekli firmaların özellikle istihdamdaki yüksek payı düşünüldüğünde bu ölçekteki firmaların krediye erişimindeki belirgin engellerin kaldırılmasına yönelik yürütülecek politikaların ülkenin potansiyel üretim ve istihdam düzeyini artıracacağı düşünülebilir.

Krediye erişebilme durumunu belirleyen diğer etkenler firmanın gecikmiş borcunun olması, firmanın bağımsız denetimden geçmiş olması ve firmanın ihracatçı olmasıdır. Firmanın kredi ya da vergi borcunu ödeyemeyecek ölçüde finansal sıkıntı içinde olması, doğal olarak kredi verecek banka açısından kredi riskinin yükselmesi ve dolayısıyla bankanın kredi açma konusunda isteksiz davranması anlamına gelmektedir. Sonuçlar, firmanın vadesi üç aydan fazla geçmiş kredi veya vergi borcunun bulunmasının krediye erişim ihtimalini yüzde 67,7 oranında (= 1 - 0,323) azaltmakta olduğunu ortaya koymaktadır.

Diğer taraftan, firmanın bağımsız bir denetim kuruluşu tarafından denetlenmiş olması krediye erişim ihtimalini 1,37 katına çıkarmaktadır. Firmanın muhasebe hesaplarının şeffaf bir şekilde denetimden geçmiş olması firmanın güvenilir ve kurumsal bir yapıya sahip olduğuna işaret etmektedir. Banka ile firma arasındaki bilgi asimetrisinden kaynaklanabilecek ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarını bir ölçüde azaltabildiği için firmaların bağımsız denetimden geçmeleri kredi piyasasının daha etkin şekilde işlemesine imkân verebilecektir. Nitekim, Dünya Bankası (2007) raporunda Türkiye'de bağımsız denetimden geçen firmaların oranının özellikle küçük ve orta ölçekli firmalarda uluslararası karşılaştırmalara göre düşük olduğuna değinilmektedir.¹⁷ Dolayısıyla, muhasebe ve denetim uygulamalarını iyileştirecek kamu politikalarının krediye erişim konusunda belirgin bir rahatlatma yaratma potansiyeli bulunduğu düşünülmektedir.

Son olarak, firmanın ihracatçı olması ise krediye erişim ihtimalini 1,84 katına çıkarmaktadır. Firmanın ihracatçı olması ile krediye erişimin kolaylaşması arasındaki pozitif ilişkinin sebebinin ihracatçı firmaların bankalarla daha yakından ilişki kurma gerekliliğinden kaynaklandığı düşünülmektedir. İhracat faaliyetinde bulunan firmalar ihracat bedelini bankalar üzerinden tahsil ettikleri gibi teminat mektubu, akreditif, vs. gibi işlemlerden ötürü de bankalarla ihracatçı olmayan firmalara kıyasla daha yakın ilişki kurabilmektedir. Bundan ötürü de firma ile banka arasındaki bilgi asimetrisi, firmanın bağımsız denetimden geçtiği durumdakine benzer şekilde, bir ölçüde giderilmektedir. Bankanın firmanın faaliyetlerine ve hesaplarına daha hakim olması da bankanın firmaya kredi açma konusunda daha istekli olabilmesine imkân vermektedir.

Sonuç

Firmaların kredi piyasasıyla olan ilişkisi, para politikasının iktisadi faaliyeti etkileme kanalları üzerinde önemli etkiye sahiptir. Dolayısıyla, firmaların kredi talebi ve krediye erişimin önündeki engeller, para politikasının kredi kanalının etkinliğine dair daha kapsamlı bilgiye sahip olabilmek açısından önem arz etmektedir. Ayrıca, para politikasının kredi kanalı sektörel ayırmda veya firma büyüklüğü ayırmda farklı ölçülerde etkili olabilmektedir. Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası ile Dünya Bankası tarafından ortaklaşa yapılan "İş Ortamı ve İşletme Performansı Araştırması" sonuçları, firmaların kredi piyasası ve bankacılık sektörüyle ilişkisini ortaya koymak açısından önem arz etmektedir. Türkiye'de firmaların krediye erişiminin ne ölçüde kısıtlı olduğunu göstermesi açısından da önemli olan anket sonuçları, kredi kısıtının firma ölçeğine göre ters orantılı olduğunu göstermiştir.

¹⁷ Dünya Bankası (2007). Türkiye Yatırım Ortamı Değerlendirmesi, Cilt II, 21 Eylül 2007, http://www.tepav.org.tr/upload/files/1271231892r5971.Turkiye_Yatirim_Ortami_Degerlendirmesi_Cilt_2.pdf.

6. Kamu Maliyesi

2014 yılının ilk yarısı itibarıyla bütçe performansı, özellikle faiz dışı harcamalarda gözlenen yüksek artışın ve yılın ikinci çeyreğinde belirginleşen iç talebe dayalı vergilerdeki yavaşlamanın etkisiyle önceki yılın aynı dönemine göre bir miktar bozulma göstermiştir. Yılın ilk çeyreğinde, vergi gelirlerinin performansında gözlenen olumlu gidişatın, 2014 yılı başında uygulamaya konulan vergi artışlarına, kur ve fiyat hareketlerine ve iç talebi kısımaya yönelik alınan makro ihtiyati önlemlerin uygulamaya girmesi öncesinde tüketimin öne alınmasına bağlı olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte, yılın ikinci çeyreğinde vergi gelirleri artış hızının bir miktar ivme kaybettiği gözlenmektedir. Vergi dışı gelirden görülen olumlu performansta ise süreklilik arz etmeyen bir defaya mahsus gelir kapsamında değerlendirilmesi mümkün olan gelir unsurlarının önemli bir rol oynadığı gözlenmektedir.

Geçtiğimiz yıllarda kamu maliyesi dengelerinde gözlenen olumlu seyrin sürdürülebilmesi ve mali disiplinin kalıcılığının sağlanabilmesi açısından, yılın geriye kalan bölümünde maliye politikası uygulamalarının OVP'de belirlenen çerçeve içinde yürütülmesi ve özellikle faiz dışı harcamaların kontrol altında tutulması önem arz etmektedir.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

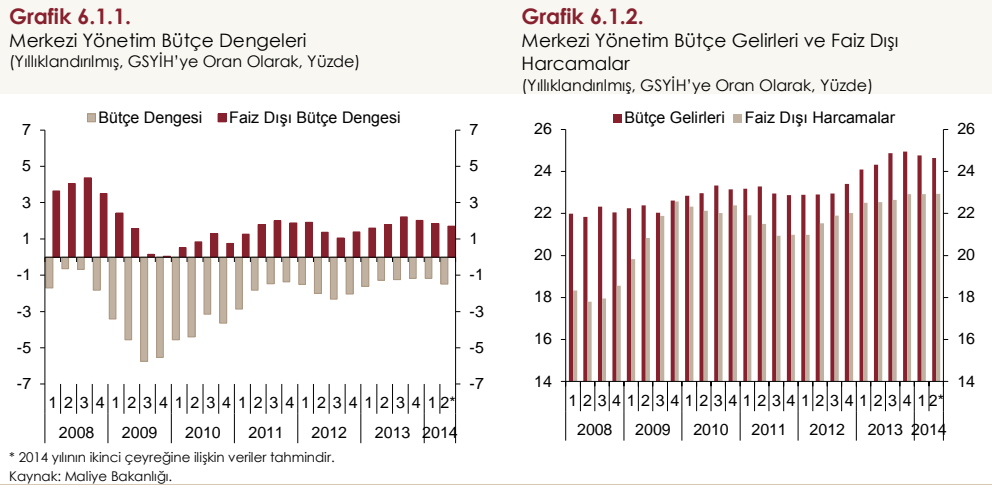
Merkezi yönetim bütçesi 2014 yılının ilk yarısında 3,4 milyar Türk lirası açık verirken, faiz dışı bütçe dengesi 23,1 milyar Türk lirası fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). Vergi gelirleri yılsonu hedefiyle uyumlu seyrederken, faiz hariç bütçe giderlerindeki yüksek artış eğilimi devam etmiştir.

Tablo 6.1.1.
Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri
(Milyar TL)

	Ocak-Haziran 2013	Ocak-Haziran 2014	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)	Hedeflenen Yıllık Değişim Oranı (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	187.9	213.9	13.8	49.0	7.0
Faiz Giderleri	23.3	26.5	13.6	50.9	4.0
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	164.6	187.4	13.9	48.7	7.4
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	190.9	210.5	10.2	52.2	3.5
I. Vergi Gelirleri	158.4	168.1	6.1	48.3	6.8
II. Vergi Dışı Gelirler	26.2	34.1	30.3	76.5	-10.8
Bütçe Dengesi	3.1	-3.4	-	10.1	-
Faiz Dışı Denge	26.4	23.1	-12.4	123.2	-

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2013 yılındaki yüksek bütçe performansının etkisiyle yüzde 1,2'ye düşen merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranının, 2014 yılının ilk yarısında bir miktar yükselerek yüzde 1,5 oranında 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 yılının ilk yarısında bir miktar düşerek yüzde 1,7 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 yarısı itibarıyla da yüksek seviyesini koruması 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 yarısı itibarıyla, özellikle iç talebe dayalı vergi gelirlerindeki yavaşlamanın etkisiyle yüzde 24,6 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir.

Merkezi yönetim faiz hariç bütçe giderlerinde 2012 yılının ikinci yarısından itibaren görülmeye başlanan yüksek artış eğiliminin 2014 yılının ilk yarısında da sürdüğü görülmektedir. Bu çerçevede, merkezi yönetim faiz hariç bütçe giderleri 2014 yılı ilk yarısında önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 13,9 oranında artmıştır (Tablo 6.1.2).

2014 yılı Ocak-Haziran döneminde, faiz hariç bütçe giderleri içindeki ana kalemlerden cari transferler, personel giderleri ve mal ve hizmet alım giderleri sırasıyla yüzde 10,1, yüzde 16,5 ve yüzde 14 oranında artmıştır. Cari transferlerin diğer harcama kalemlerine göre daha düşük bir oranda artış kaydetmiş olması faiz hariç bütçe giderlerindeki yükselişi bir miktar sınırlamıştır. Personel giderleri ve kamu yatırım giderleri (sermaye giderleri ve transferleri) faiz dışı giderlerdeki hızlı artış eğiliminin ana belirleyicileri olarak ön plana çıkmaktadırlar. Diğer yandan, borç verme kalemindeki yüksek orandaki artışın önemli bir kısmı KİT'lere verilen borçtaki yükselişten kaynaklanmıştır.

Tablo 6.1.2.

Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları (Milyar TL)

	Ocak-Haziran 2013	Ocak-Haziran 2014	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	164,6	187,4	13,9	48,7
1. Personel Giderleri	49,0	57,0	16,5	51,9
2. SGK Devlet Primi Giderleri	8,1	9,6	18,7	50,8
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	13,3	15,2	14,0	40,5
4. Cari Transferler	75,3	83,0	10,1	50,7
a) Görev Zararları	1,4	1,5	6,5	35,4
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	36,5	39,9	9,2	51,8
c) Tanımsal Destekleme Ödemeleri	6,8	6,8	0,9	70,5
d) Gelirden Ayrılan Paylar	19,6	22,8	16,7	48,4
5. Sermaye Giderleri	12,0	13,9	16,2	37,9
6. Sermaye Transferleri	2,2	2,7	22,7	41,5
7. Borç Verme	4,7	6,0	27,6	78,3

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2014 yılının ilk yarısında merkezi yönetim genel bütçe gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 9,6 oranında yükselmiştir (Tablo 6.1.3). Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüzde 6,1 oranında, vergi dışı gelirler ise yüzde 30,3 oranında yükselmiştir.

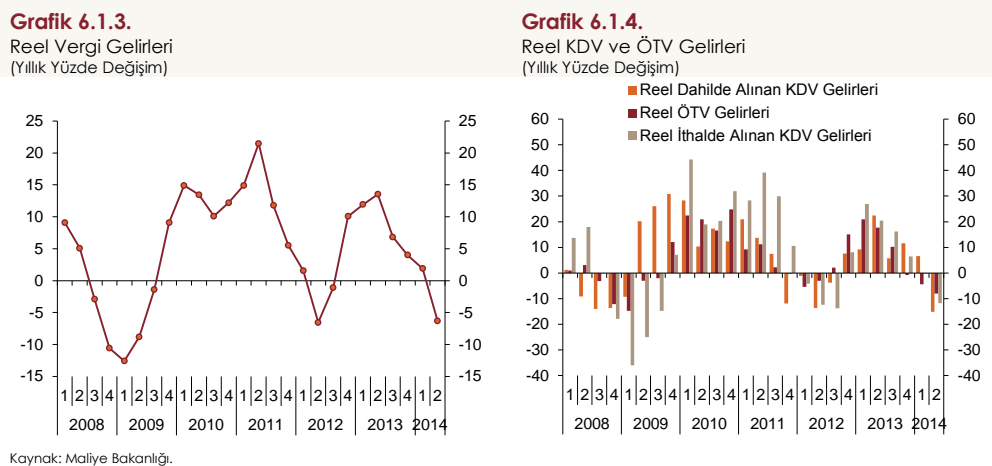
Tablo 6.1.3.Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri
(Milyar TL)

	Ocak-Haziran 2013	Ocak-Haziran 2014	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Genel Bütçe Gelirleri	184,5	202,2	9,6	51,5
I-Vergi Gelirleri	158,4	168,1	6,1	48,3
Gelir Vergisi	29,5	34,9	18,1	49,3
Kurumlar Vergisi	15,4	15,4	0,0	49,5
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	19,0	19,7	3,7	49,8
Özel Tüketim Vergisi	40,0	40,7	1,8	45,5
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	30,9	31,5	1,8	48,5
II-Vergi Dışı Gelirler	26,2	34,1	30,3	76,5
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	7,5	8,8	17,7	107,8
Faizler, Paylar ve Cezalar	12,2	17,0	39,9	65,5
Sermaye Gelirleri	5,4	6,4	18,3	72,8

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Vergi gelirleri incelendiğinde, 2014 yılının ilk yarısı itibarıyla, gelir vergisinde yüksek oranlı artış olduğu, gelir vergisi hariç tutulduğunda ise yüzde 6,1 olan vergi gelirleri artış oranının yüzde 3,4'e gerilediği görülmektedir. Bu durum büyük ölçüde iç tüketime dayalı vergi tahsilatlarındaki yavaşlamadan kaynaklanmaktadır. Tüketime dayalı olan vergi türlerinden dahilde alınan KDV yüzde 3,7 oranında artarken, ÖTV ve ithalde alınan KDV tahsilatlarındaki artış hızı yüzde 1,8 ile sınırlı kalmıştır. ÖTV tahsilatının ayrıntıları incelendiğinde ise, tütün mamulleri ve motorlu taşıtlar üzerinden yapılan tahsilatların sırasıyla yüzde 13,3 ve yüzde 8,4 oranında artmasına karşın, toplam ÖTV tahsilatı içinde yüksek paya sahip olan petrol ve doğalgaz ürünleri üzerinden yapılan tahsilatın yüzde 5,2 oranında düştüğü görülmektedir.

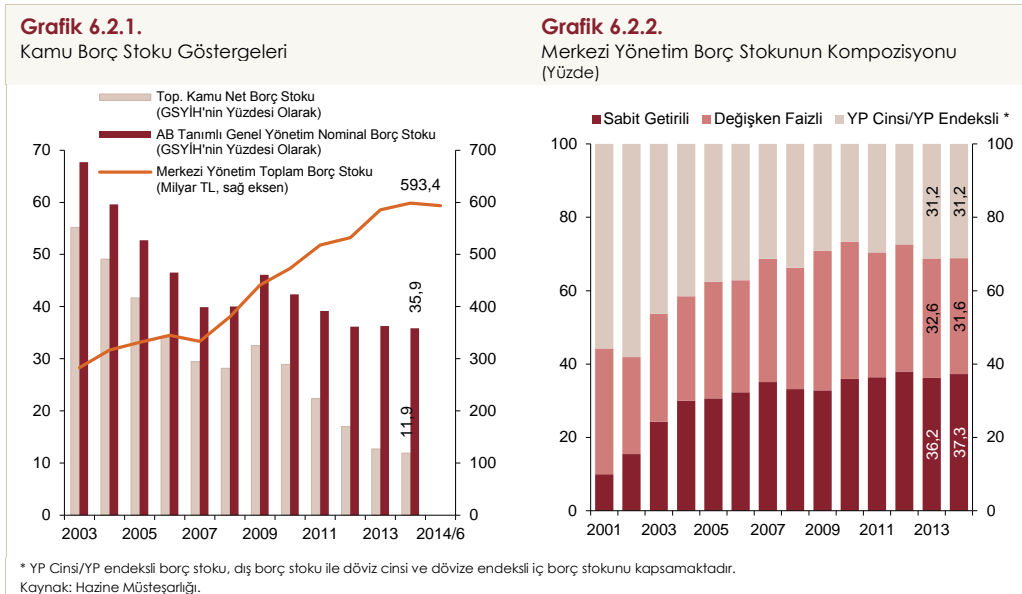
2012 yılının Eylül ayında bazı vergi oranlarında gerçekleştirilen artışlar ve baz etkisiyle birlikte pozitif değerler almaya başlayan reel vergi gelirlerindeki yıllık değişim oranı 2013 yılının ikinci yarısında yavaşlamaya başlamıştır. 2014 yılının ilk yarısında ise iç talebe dayalı vergi gelirlerindeki belirgin yavaşlamanın etkisiyle reel vergi gelirleri yüzde 6,3 oranında gerilemiştir (Grafik 6.1.3). 2014 yılının ilk yarısında tüketime dayalı vergiler olan dahilde alınan KDV, ÖTV ve ithalde alınan KDV tahsilatları reel olarak sırasıyla yüzde 15,2, yüzde 8 ve yüzde 11,8 oranında gerilemiştir (Grafik 6.1.4).



6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

Kamu borç stoku göstergeleri, 2014 yılının ilk yarısı itibarıyla olumlu bir görünüm sergilemektedir. Toplam kamu net borç stoku ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranları azalmaya devam etmiş, sabit getirili borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payı artmış, borç stokunun ortalama vadesi uzamış ve son üç ayda borçlanmanın reel maliyeti düşük seviyelerde gerçekleşmiştir.

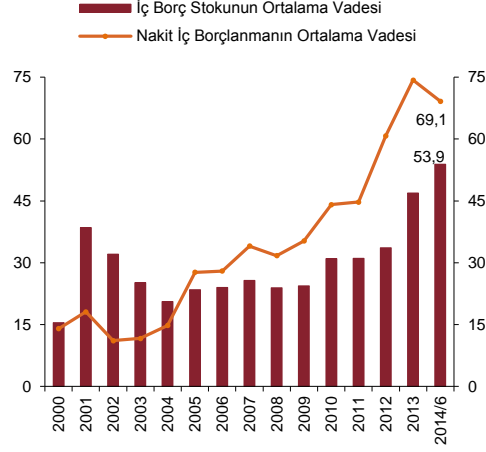
Merkezi yönetim borç stoku, 2014 yılı Haziran ayı sonunda 593,4 milyar Türk lirası seviyesindedir (Grafik 6.2.1). Toplam kamu net borç stokunun ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranları, 2014 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yıl sonuna göre sırasıyla 0,8 ve 0,4 puan azalmıştır (Grafik 6.2.1).



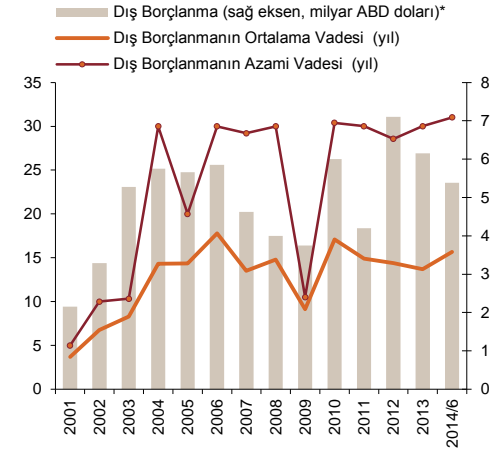
Sabit getirili borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payının, 2013 yılı sonuna göre bir miktar arttığı görülmektedir (Grafik 6.2.2). Öte yandan iç borçlanmanın döviz ve faiz yapısını incelediğimizde ise, 2014 yılının ilk beş ayında sabit faizli borçlanmanın payının bir önceki yılın aynı dönemine göre azaldığı göze çarpmaktadır. Kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı yüzde 170,3 düzeyindedir. İç borç stokunun vadeye kalan ortalama süresi artarak 53,9 ay olmuştur (Grafik 6.2.3). İlk altı ayda tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı ise 5,4 milyar ABD doları olup, söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 15,7 yıl olmuştur (Grafik 6.2.4).

Grafik 6.2.3.

Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadeli ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi (Ay)

* İlgili yılda yapılan toplam dış borçlanma miktarını göstermektedir.
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.**Grafik 6.2.4.**

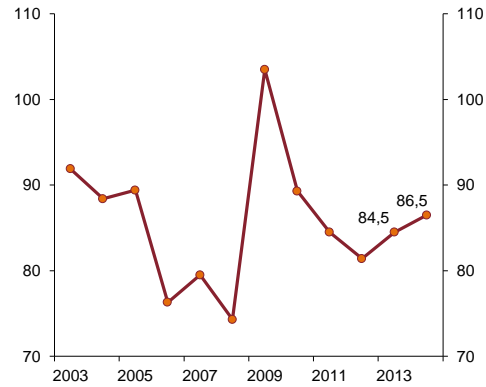
Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma



İç borç çevirme oranı, 2014 yılı Mayıs ayı sonunda yüzde 86,5 olarak düzeyindedir (Grafik 6.2.5). 2009 yılının başından 2011 yılının başına kadar hızlı bir düşüş eğilimi kaydettikten sonra, küresel finansal dalgalanmalar ve temkinli para politikası duruşu nedeniyle son dönemde artmaya başlayan ortalama reel faiz oranı¹ ise, son üç ayda düşük seviyelerde gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.6).

Grafik 6.2.5.

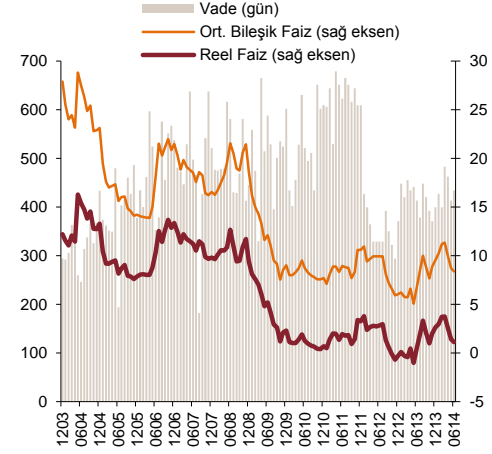
Toplam İç Borç Çevirme Oranı (Yüzde)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB.

Grafik 6.2.6.

İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadeli ve Faiz Oranı



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

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 ikinci çeyreğinde gelişmiş ülkeler merkez bankalarının küresel likiditeyi destekleyici kararları ve destekleyici para politikalarının devam edeceği beklentisi küresel belirsizliklerin azalmasına yol açmış ve risk primi, tahvil-bono, hisse senedi ve döviz piyasalarında oynaklık belirgin olarak düşüş göstermiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak, yılın ikinci çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları güçlenmiştir. Bu dönemde Türkiye'nin finansal göstergeleri diğer gelişmekte olan ülkelere benzer seyretmiştir. TCMB'nin sıkı para politikası duruşu ve makroihtiyati önlemler dengelenme sürecine katkı sağlamış ve Türkiye'nin finansal göstergelerini olumlu yönde etkilemiştir.

Enflasyon

Yılın ikinci çeyreğinde tüketici fiyat enflasyonu yüzde 9,16 oranında gerçekleşerek bir önceki çeyreğe göre 0,8 puan artmıştır. Bu gelişmede gıda ve temel mal fiyatlarındaki artış etkili olmuştur. Özellikle gıda grubu fiyatları, kuraklık etkisi ve döviz kurunun yansımaları ile oldukça olumsuz bir seyir izlemiştir. Yıllık enflasyon temel mallar grubunun alt kalemlerinden dayanıklı mallarda yavaşlarken döviz kuru geçişkenlik etkisinin daha gecikmeli gözlemlendiği diğer temel mallarda artış eğilimini korumuştur. Hizmet grubunda ise ana eğilim olumsuz bir görünüm sergilerken yıllık enflasyon büyük ölçüde baz etkisiyle sınırlı bir oranda gerilemiştir. Bu çerçevede çekirdek enflasyon göstergelerinde yıllık enflasyondaki yükseliş ikinci çeyrekle birlikte sona ermiştir.

Bununla birlikte, yılın ikinci çeyreğinde, fiyatlama davranışı ve enflasyon beklentileri açısından ilk çeyrekteki bozulmaya kıyasla bir iyileşme gözlemlenmiştir. Ayrıca, Türk lirasındaki güçlenme ve ithalat fiyatlarındaki ılımlı seyirle birlikte, yurt içi imalat sanayi fiyatları uzun bir aradan sonra bu çeyrekte yatay seyretmiştir. Dolayısıyla, gıda fiyatlarında süregelen arz yönlü kısıtlar dışında enflasyon üzerindeki maliyet yönlü baskılar ikinci çeyrekte görece hafiflemiştir.

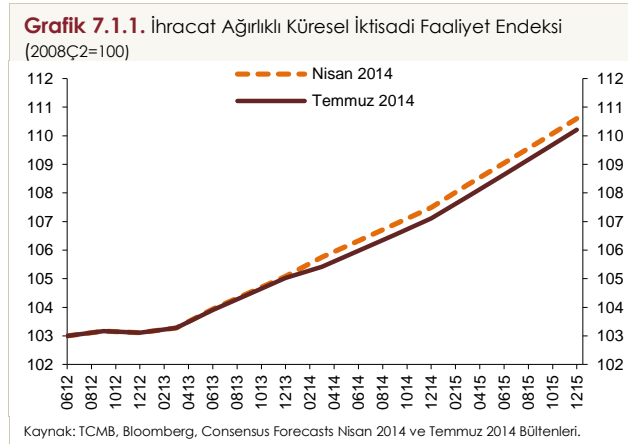
Tablo 7.1.1. Varsayımlardaki Güncellemeler

		Temmuz 2014	Nisan 2014
Çıktı Açığı	2014 Ç1	-1,40	-1,40
	2014 Ç2	-1,30	-1,30
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl sonu Yüzde Değişim)	2014	9,0	9,0
	2015-2016	8,0	8,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2014	-1,8	0,5
	2015	-0,3	0,1
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2014	108	106
	2015	106	102
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2014	2,0	2,3
	2015	2,6	2,6

Talep Koşulları

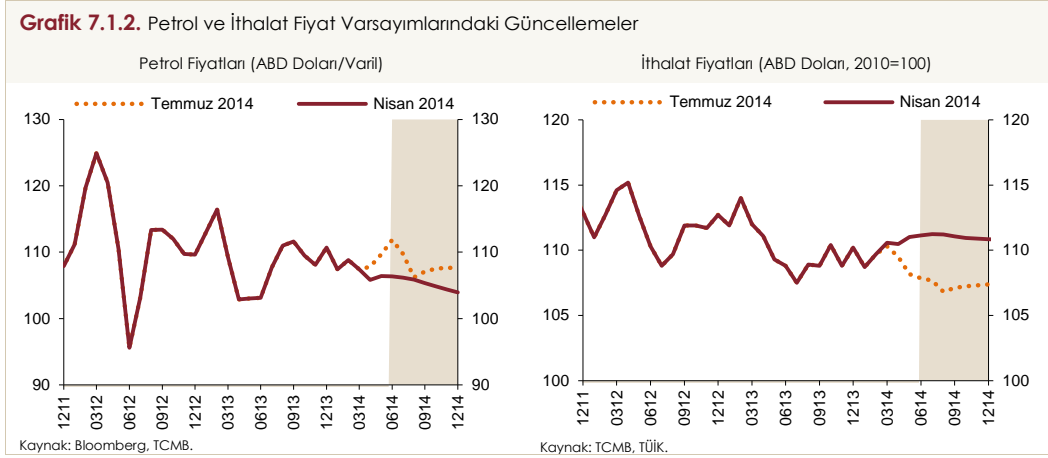
2014 yılının ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet Nisan Enflasyon Raporu'nda belirtilen görünümle uyumlu gerçekleşmiştir. Bu çerçevede 2014 yılı ilk çeyreği için çıktı açığında bir güncelleme yapılmamıştır (Tablo 7.1.1). Bu dönemde, özel kesim talebindeki zayıf seyrin, kamu talebi ile telafi edilmesi neticesinde nihai yurt içi talep yatay bir seyir izlemiştir. Altın ihracatının da etkisiyle mal ve hizmet ihracatı güçlü bir artış kaydederken, mal ve hizmet ithalatı dönemlik bazda gerilemiştir. Böylelikle, talep bileşenlerinde dengelenme süreci devam etmiştir. 2014 yılı ikinci çeyreğine ilişkin öncü göstergelere üretim tarafından bakıldığında, sanayi üretim endeksinin Nisan-Mayıs döneminde bir önceki çeyrek ortalamasına yakın seyrettiği görülmektedir. Harcama tarafına ilişkin veriler, finansal koşullardaki ve güven endekslerindeki toparlanmayla birlikte özel kesim talebindeki gerilemenin özellikle tüketim taraflı olarak durduğuna işaret etmekte ve iktisadi faaliyetteki ılımlı büyüme eğiliminin devam ettiğini göstermektedir. Bu gelişmelere bağlı olarak 2014 yılının ikinci çeyreği için Nisan Enflasyon Raporu'nda belirtilen görünümün devam ettiği değerlendirilmiş ve çıktı açığında bir güncelleme yapılmamıştır (Tablo 7.1.1).

Yılın ilk yarısında yurt içi belirsizlikler ve finansal koşullardaki sıkışmalar nedeniyle ılımlı seyreden yurt içi talebin, yılın ikinci yarısında finansal koşulların daha az sıkı konuma gelmesinin etkisiyle kademeli bir toparlanma eğilimine girmesi beklenmektedir. Diğer taraftan, küresel ekonomideki toparlanma ile birlikte ihracatın önümüzdeki dönemde de büyümeye katkı vermeye devam etmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, küresel ekonomideki toparlanmanın gücü, küresel para politikaları ve jeopolitik gelişmelere ilişkin devam eden belirsizlikler büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Dış talebe ilişkin göstergeler incelendiğinde, ihracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksinde bir önceki Rapor dönemine kıyasla önemli bir değişiklik gözlenmediği ve artış beklentisinin sürdüğü görülmektedir (Grafik 7.1.1).



İthalat Fiyatları

Yılın ikinci çeyreğinde petrol fiyatları Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülenin bir miktar üstünde gerçekleşirken, ithalat fiyatları ise öngörülenin bir miktar altında gerçekleşmiştir (Grafik 7.1.2). Böylece, 2014 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı yukarı, ithalat fiyatları varsayımı ise aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). Mevcut görünüm altında petrol fiyatları ve ithalat fiyatlarındaki gelişmelerin enflasyon açısından birbirini dengelediği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede yıl sonu enflasyon tahminleri üzerinde yurt dışı fiyatlar kaynaklı herhangi bir güncelleme yapılmamıştır.

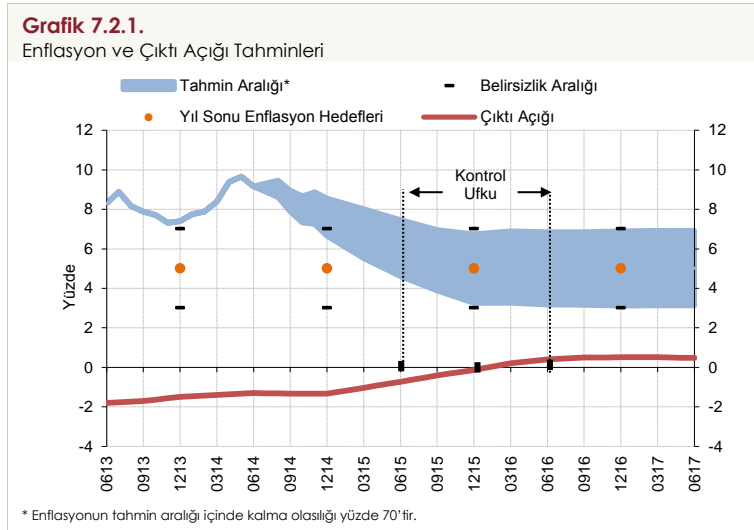


Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Orta vadeli tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. Dolayısıyla, yıl sonu 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.

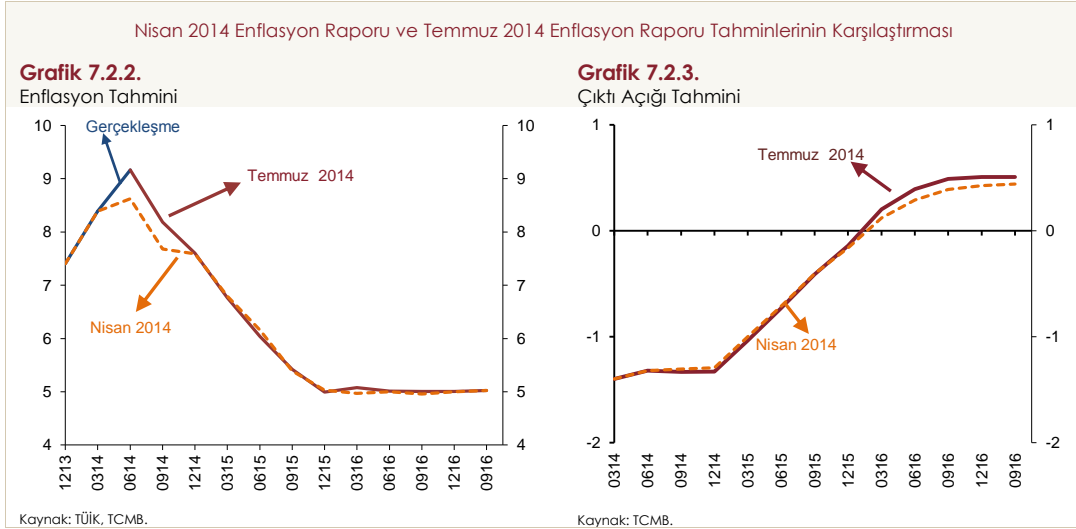
7.2. Orta Vadeli Görünüm

Orta vadeli tahminler oluşturulurken getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve küresel likidite koşullarında yaşanan iyileşmenin korunacağı varsayılmıştır. Ayrıca, alınan makroihtiyati tedbirlerin de katkısı ile yıllık kredi büyüme oranının 2014 yılının sonuna doğru yüzde 15 düzeyinde istikrar kazanacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2014 yılı sonunda yüzde 6,7 ile yüzde 8,5 aralığında (orta noktası yüzde 7,6), 2015 yılı sonunda ise yüzde 3,3 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 5,0) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

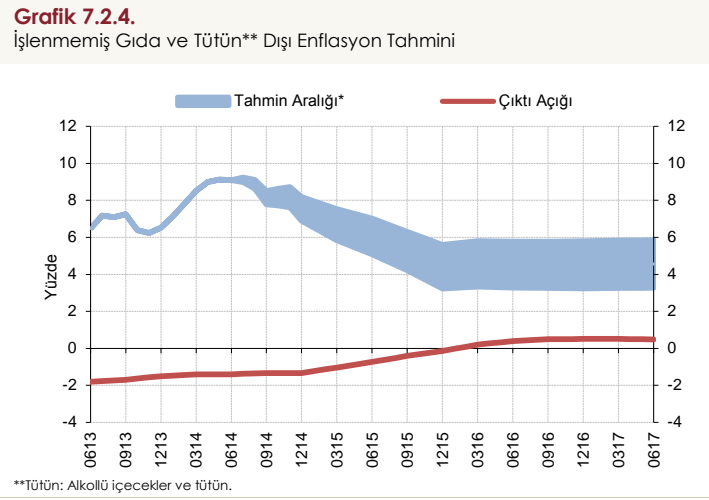


Yıllık enflasyonun döviz kurundan kaynaklanan maliyet baskılarının gecikmeli etkileri ve gıda fiyatlarındaki olumsuz seyir nedeniyle yıl sonunda yüzde 5 hedefinin belirgin bir şekilde üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. İthalat fiyatlarındaki ılımlı seyir, döviz kurunun birikimli etkilerinin kademeli olarak ortadan kalkması ve özel kesim nihai yurt içi talep koşullarındaki ılımlı seyrin etkisiyle enflasyonun düşmeye başlayacağı ve yıl sonunda yüzde 7,6 düzeyine ineceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1). Nisan Enflasyon Raporu tahminlerine göre yüksek gerçekleşen yılın ikinci çeyreği tüketici enflasyonunda temelde gıda fiyatlarındaki olumsuz seyir etkili olurken, yılın sonuna doğru aktif dış ticaret politikalarının da katkısı ile bu etkilerin zayıflayacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.2).

Grafik 7.2.3'de çıktı açığı tahminleri sunulmaktadır. Çıktı açığının Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu olacağı öngörülmektedir. 2014 yılı ilk yarısına ait çıktı açığı tahminlerinde bir değişiklik yapılmamıştır. 2014 yılı ikinci yarısında finansal koşullardaki ve güven endekslerindeki toparlanmayla birlikte özel kesim talebindeki gerilemenin özellikle tüketim tarafı olarak durmasının çıktı açığı üzerinde ılımlı bir etkisi olacağı tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, küresel ekonomideki toparlanmanın gücü, küresel para politikaları ve jeopolitik gelişmelere ilişkin devam eden belirsizlikler büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Bu görünümle uyumlu olarak, çıktı açığının Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülen patikayla uyumlu olacağı beklenmektedir (Grafik 7.2.3).



İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeden 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	8,3	5,0
12 Ay Sonrası	6,3	7,3	5,0
24 Ay Sonrası	5,0	6,7	5,0

*Temmuz ayı anket verileri.

**2014-2016 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB.

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1.	Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Akımları	1
Grafik 1.2.	Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye CDS Gelişmeleri	1
Grafik 1.1.1.1.	TCMB Faizleri ve BIST Bankalararası Gecelik Repo Faizleri	2
Grafik 1.1.2.	TCMB Fonlaması	2
Grafik 1.1.3.	Piyasa Faizleri ve TCMB Fonlama Faizi	3
Grafik 1.1.4.	Uzun ve Kısa Vadeli Faiz Farkı	3
Grafik 1.1.5.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri	3
Grafik 1.1.6.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	3
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	4
Grafik 1.1.10.	Finansal Koşullar Endeksine Katkıları	4
Grafik 1.2.1.	Nisan 2014 Tüketici Enflasyon Tahmini ve Gerçekleşmeler	5
Grafik 1.2.2.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon İçin Nisan 2014 Tahminleri ve Gerçekleşmeler	5
Grafik 1.2.3.	TÜFE ve Gıda dışı Fiyatlar	6
Grafik 1.2.4.	TÜFE ve Gıda dışı Fiyatlar	6
Grafik 1.2.5.	GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep	6
Grafik 1.2.6.	Tüketim Malları Üretim ve Dış Ticareti	6
Grafik 1.2.7.	İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri	7
Grafik 1.2.8.	Cari İşlemler Dengesi (CİD)	7
Grafik 1.2.9.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	8
Grafik 1.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	8

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1.	Küresel Büyüme Oranları	12
Grafik 2.1.2.	Küresel Büyüme Oranları	12
Grafik 2.1.3.	Markit Küresel PMI Endeksleri	12
Grafik 2.1.4.	İmalat Sanayi PMI Endeksleri	12
Grafik 2.2.1.	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	13
Grafik 2.2.2.	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	13
Grafik 2.2.3.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	14
Grafik 2.2.4.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	14
Grafik 2.3.1.	Küresel Risk İştahı Endeksleri	15
Grafik 2.3.2.	ABD Politika Faizi Vadeli İşlem Oranları	15
Grafik 2.3.3.	Bölgesel EMBI+ Gelişmeleri	15
Grafik 2.3.4.	Gelişmekte Olan Ülkeler Haftalık Fon Akımları	15
Grafik 2.4.1.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2012 – Temmuz 2014	16
	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler:	
Grafik 2.4.2.	Ocak 2012 - Temmuz 2014	16
Grafik 2.4.3.	ABD 10 yıl Vadeli Hazine Tahvil Getirisi	17
Grafik 2.4.4.	Gelişmiş Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti	18
Grafik 2.4.5.	Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti	18

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.	Gruplar İtibarıyla TÜFE	19
Grafik 3.2.	Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı	19
Grafik 3.1.1.	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	20
Grafik 3.1.2.	Temel Mal Fiyatları	20
Grafik 3.1.3.	Temel Mal Fiyatları	20
Grafik 3.1.4.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	21
Grafik 3.1.5.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	21
Grafik 3.1.6.	Yemek Hizmetleri ve Gıda Fiyatları	22
Grafik 3.1.7.	Diğer Hizmetler ve Döviz Kuru Sepeti	22
Grafik 3.1.8.	Hizmet Fiyatları	22
Grafik 3.1.9.	Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	22
Grafik 3.1.10.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	23
Grafik 3.1.11.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	23
Grafik 3.1.12.	TÜFE ve H Yayılım Endeksleri	23
Grafik 3.1.13.	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRİM ve FCORE	23

Grafik 3.2.1.	Gıda Fiyatları	24
Grafik 3.2.2.	İşlenmemiş Gıda Fiyatları	24
Grafik 3.2.3.	İşlenmiş Gıda Fiyatları	24
Grafik 3.2.4.	Yağış Miktarı	24
Grafik 3.2.5.	Uluslararası ve Yurt içi Gıda Fiyatları	25
Grafik 3.2.6.	Uluslararası ve Yurt içi Buğday Fiyatları	25
Grafik 3.3.1.	Yurt içi Üretici ve Tüketici Fiyatları	26
Grafik 3.3.2.	İmalat Fiyatları	26
Grafik 3.3.3.	ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	27
Grafik 3.3.4.	Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	27
Grafik 3.4.1.	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	27
Grafik 3.4.2.	Enflasyon Beklentileri Eğrisi	27
Grafik 3.4.3.	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	28
Grafik 3.4.4.	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Olasılık Dağılımı	28

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1.	GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep	34
Grafik 4.1.2.	Kamu ve Özel Kesim Talebi	34
Grafik 4.1.3.	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	34
Grafik 4.1.4.	Otomobil ve Beyaz Eşya İç Satışları	34
Grafik 4.1.5.	Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	35
Grafik 4.1.6.	Metalik Olmayan Mineral Maddeler Üretim ve İthalatı	35
Grafik 4.1.7.	Tüketim Malları Üreten Sektörlerde Kayıtlı İç Piyasa Siparişleri ve Gelecek Üç Ay İç Piyasa Sipariş Beklentileri	35
Grafik 4.1.8.	Yatırım Malları Üreten Sektörlerde Kayıtlı İç Piyasa Siparişleri ve Gelecek Üç Ay İç Piyasa Sipariş Beklentileri	35
Grafik 4.1.9.	İYA Yatırım ve İstihdam Beklentisi	36
Grafik 4.1.10.	CNBC-e ve TÜİK-TCMB Tüketici Güven Endeksleri	36
Grafik 4.2.1.	Net İhracatın Yıllık Büyümeye Katkısı	36
Grafik 4.2.2.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	36
Grafik 4.2.3.	İhracat Miktar Endeksleri	37
Grafik 4.2.4.	İthalat Miktar Endeksleri	37
Grafik 4.2.5.	Bölgesel İhracat Payları	38
Grafik 4.2.6.	İhracatta İlk 20 Ülke	38
Grafik 4.2.7.	Cari İşlemler Dengesi (CİD)	38
Grafik 4.2.8.	Cari İşlemler Dengesi (CİD)	38
Grafik 4.3.1.	İşsizlik Oranları	39
Grafik 4.3.2.	Tarım Dışı İşsizlik Oranına Katkılar (Üç Aylık)	39
Grafik 4.3.3.	Tarım Dışı İstihdamdaki Üç Aylık Yüzde Değişime Katkılar	40
Grafik 4.3.4.	Sanayi İstihdamı ve Üretimi	40
Grafik 4.3.5.	İYA İstihdam Beklentisi ve PMI İstihdam Değeri	40
Grafik 4.3.6.	Kariyer.net Toplam İlan Başına Başvuru ve Tarım Dışı İşsizlik Oranı	40
Grafik 4.3.7.	Hanehalkı Yurt İçi Tüketimi ve Reel Ücret Ödemeleri	41
Grafik 4.3.8.	Birim Ücret	41

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1.	Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi	49
Grafik 5.2.	Finansal Koşullar Endeksine Katkılar	49
Grafik 5.1.1.	Bölgesel EMBI Endeksleri	50
Grafik 5.1.2.	Kümülatif Kredi Temerrüt Takası (CDS) Değişimleri	50
Grafik 5.1.3.	Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri	51
Grafik 5.1.4.	Türkiye'deki Portföy Hareketleri	51
Grafik 5.1.5.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri	51
Grafik 5.1.6.	Kur Sepeti ve Ülke Risk Primi	51
Grafik 5.1.7.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli)	52
Grafik 5.1.8.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (12 Ay Vadeli)	52
Grafik 5.1.9.	TCMB Fonlaması	53
Grafik 5.1.10.	TCMB Faizleri ve BIST Bankalararası Gecelik Repo Faizleri	53
Grafik 5.1.11.	Uzun vadeli Faizler ve TCMB Fonlama Faizi	54
Grafik 5.1.12.	Uzun ve Kısa Vadeli Faiz Farkı	54
Grafik 5.1.13.	Bankaların Döviz İmkânını Kullanma Oranları	54
Grafik 5.1.14.	Bankaların Altın İmkânını Kullanma Oranları	54

Grafik 5.1.15.	TCMB Döviz Rezervleri	55
Grafik 5.1.16.	Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri	55
Grafik 5.1.17.	Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri	55
Grafik 5.1.18.	2014 Yılı 2. Çeyrekte Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim	56
Grafik 5.1.19.	2014 Yılı 2. Çeyrekte Altı Ay Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim	56
Grafik 5.1.20.	BIST Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik Faiz Beklentisi	56
Grafik 5.1.21.	Enflasyon Beklentisi Eğrisi	56
Grafik 5.1.22.	2 Mayıs – 9 Temmuz Arası Getiri Eğrisi	57
Grafik 5.1.23.	Gösterge Faiz ve EMBI+ Türkiye	57
Grafik 5.1.24.	Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi	57
Grafik 5.1.25.	İki Yıllık Reel Faizler	57
Grafik 5.1.26.	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	58
Grafik 5.1.27.	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	58
Grafik 5.1.28.	TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi	58
Grafik 5.1.29.	Bankaların Fonlama Maliyetine Dair Göstergeler	58
Grafik 5.2.1	Yurt İçi Kredi Stoku ve Net Kredi Kullanımı	59
Grafik 5.2.2	Firmaların Yurt Dışından Sağladığı Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı	59
Grafik 5.2.3	Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları	59
Grafik 5.2.4	Kredilerin Çeyreklik Büyüme Hızları	59
Grafik 5.2.5	Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	60
Grafik 5.2.6	Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları	60
Grafik 5.2.7	Ticari Kredilerin Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	61
Grafik 5.2.8	TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları	61
Grafik 5.2.9	Kredi ve Mevduat Büyümesi	61
Grafik 5.2.10	M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri	62
Grafik 5.2.11	Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları	62
6. KAMU MALİYESİ		
Grafik 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri	80
Grafik 6.1.2.	Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar	80
Grafik 6.1.3.	Reel Vergi Gelirleri	81
Grafik 6.1.4.	Reel KDV ve ÖTV Gelirleri	81
Grafik 6.2.1.	Kamu Borç Stoku Göstergeleri	82
Grafik 6.2.2.	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu	82
Grafik 6.2.3.	Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Ortalama Süresi (Ay)	83
Grafik 6.2.4.	Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma	83
Grafik 6.2.5.	Toplam İç Borç Çevirme Oranı	83
Grafik 6.2.6.	İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadesi ve Faiz Oranı	83
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER		
Grafik 7.1.1.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi	86
Grafik 7.1.2.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	87
Grafik 7.2.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	87
Grafik 7.2.2.	Enflasyon Tahmini	88
Grafik 7.2.3.	Çıktı Açığı Tahmini	88
Grafik 7.2.4.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini	89

Tablolar

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1.	2014 ve 2015 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri	13
Tablo 2.2.1.	2014 ve 2015 Yılına İlişkin Enflasyon Tahminleri	14

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1.	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	21
Tablo 3.2.1.	Yurt İçi ve Uluslararası Gıda Fiyatları	25
Tablo 3.3.1.	Yİ-ÜFE ve Alt Kalemler	26

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Tablo 5.1.1.	Döviz Rezervine Katkıları	55
--------------	---------------------------	----

6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	79
Tablo 6.1.2.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	80
Tablo 6.1.3.	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	81

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.1.1.	Varsayımlardaki Güncellemeler	85
Tablo 7.2.1.	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentileri	89

Son Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2014-II

- 4.1. İnşaat Yatırım Harcamalarına İlişkin Güncellemeler
- 4.2. 2013 Yılında Türkiye ve Gelişmekte Olan Ükelere Sermaye Akımları: Fed Politika Değişikliğinin Etkileri
- 5.1. Getiri Eğrileri Kullanılarak Döviz Kuru Hareketlerinin Öngörülmesi
- 5.2. Türkiye'de Şirketlerin Yabancı Para Borçluluğu ve Kur Riski

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 Yıl 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 İlimlaştırımda 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 Katkıları
- 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

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIST	Borsa İstanbul
CDS	Kredi İflas Takası
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EMBI	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
EPDK	Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research
FAO	Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü
FED	Amerikan Merkez Bankası
FKE	Finansal Koşullar Endeksi
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
KDV	Katma Değer Vergisi
KFP	Kapsanmamış Faiz Paritesi
KOBİ	Küçük ve Orta Bütçeli İşletmeler
ODA	Orta Doğu ve Afrika Bölgesi
OVP	Orta Vadeli Program
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
PMI	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
PPK	Para Politikası Kurulu
ROM	Rezerv Opsiyonu Mekanizması
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TİM	Türkiye İhracatçılar Meclisi
TMO	Toprak Mahsülleri Ofisi
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
YP	Yabancı Para

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		