

3

tepav
Finans Enstitüsü

EKONOMİDE DURUM

2012/3
2 Aralık 2012

www.tepav.org.tr

YÖNETİCİ ÖZETİ

1. Yılın ilk yarısında yüzde 3,1 oranında büyüyen ekonomimizin faaliyet hacminin bir süredir üç temel belirleyicisi var: Ekonomiye duyulan güven, yurt içi kredi gelişmeleri ve dış talep. Bu üç belirleyicideki gelişmeler, sanayi üretiminde belirgin bir artışın olmaması ve kapasite kullanım oranının yıllık değişimindeki düşüş eğilimiyle birleşince, 2012 büyüme oranımızın yüzde 3'ün altında kalma olasılığı, yüzde 3'ün üzerinde kalma olasılığından yüksek görünmektedir. Bu öngörü altında, bir yılı aşkın süredir yüzde 8,9 - yüzde 9,4 aralığında seyreden işsizlik oranındaki bu katılığın yılın geriye kalanında sürmesi beklenir.

2. Özel yatırım harcamalarının öncü göstergesi niteliğini taşıyan Merkez Bankası reel kesim güven endeksi ile kredi artış oranındaki son gelişmeler, özel yatırım harcamalarındaki durgunluğun 2012'nin ikinci yarısında da sürdüğünü gösteriyor. Güven endeksi bir süredir eşik değeri olan 100'e doğru düşüş gösteriyor. Kasım ayı değeri ise 100'e çok yakın bir düzeyde gerçekleşti. Ayrıca, ekim ayı hariç, 2011'in ekim ayından bu yana bir yıl öncesine kıyasla daha düşük değerler alıyor. Öte yandan, toplam kredi artış oranı, hem üçüncü çeyrekte hem de dördüncü çeyreğin ilk yarısında ilk iki çeyrekteki seviyesinde kaldı.

3. Tüketici kredilerindeki gelişmeler dikkate alındığında, yılın son çeyreğinde, özel tüketim harcamalarının ilk üç çeyreğe benzer bir seyir izleme olasılığı yüksek görünüyor. Hem yurtiçinde Merkez Bankası ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun aldıkları önlemler hem de Avrupa'daki olumsuz gelişmelerden kaynaklanan risk alma iştahındaki azalma nedeniyle 2011'in son çeyreğinde belirgin bir şekilde azalan kredi artış oranı, 2012'nin ilk çeyreğinde en düşük değerini aldı. 2012'nin ikinci ve üçüncü çeyreklerindeki kredi gelişmesi de çok farklı olmadı. Bu olgu, son çeyreğin ilk yarısında da gözlemlendi. Merkez Bankası'nın görece düşük faiz politikasına rağmen, ekonomi yönetiminin kredi artış oranlarını yukarıdan sınırlama isteği hesaba katıldığında, tüketici kredilerinde ve bu yolla da tüketim harcamaları üzerinde son çeyrekte belirgin bir artış beklememek gerekiyor.

4. 2002 - 2008 ve 2010 - 2011 dönemlerine kıyasla altın dış ihracat artışı çok düşük bir düzeyde kaldı. Bu performansın dördüncü çeyrekte de sürmemesi için bir neden görünmüyor. Dünya ekonomisinin bir yıl öncesine kıyasla daha düşük bir oranda büyümesi ve ana ihracat pazarımız olan Avrupa ekonomisinin küçülmesi, ürün ve pazar çeşitliliğini arttırma çabalarımıza rağmen, istenen ihracat performansından uzak kalmamıza yol açıyor. Son çeyrekte dış talepte bir değişiklik olmadığı da dikkate alındığında, ihracat performansımızın son çeyrek büyümesine önceki üç çeyrekte daha olumlu katkı yapmasını beklememek gerekiyor.

5. 2012'nin başından beri potansiyelinin altında kalan büyüme oranımız nedeniyle, ithalatımız bir yıl öncesine kıyasla yüzde 2,9 oranında azaldı. Temelde bu gelişmeye bağlı olarak, cari işlemler açığının gayri safi yurtiçi hasılaya oranının 2011'e kıyasla düşerek, yüzde 7,5 civarında oluşması bekleniyor. Cari işlemler açığının belirgin biçimde azalması sevindirici bir gelişme. Ancak son tahlilde, hala yüksek bir cari açığımız var. Üstelik büyüme oranımızın potansiyelinin altında kalmasına rağmen, cari açığımızın bu düzeyde oluştuğuna dikkat etmek gerekiyor.

6. Cari açığı azaltmak için liraya değer kaybettirmeyi amaçlayan ve 2010'un sonlarından 2011'in kabaca ağustos ayına kadar uygulanan para politikası ile 2011'in son aylarında Avrupa'daki ekonomik gerginlik nedeniyle, 2011'in büyük kısmında nominal döviz kuru önemli ölçüde artmıştı. Bu gelişmeye bağlı olarak, temel enflasyon önemli ölçüde yükseldi. 2011'in sonlarına doğru Merkez Bankası tam tersi bir politika uyguladı, Avrupa'daki gerginlikler azaldı, döviz kurundaki artış eğilimi durdu ve temel enflasyonda düşüş eğilimi başladı. Ancak temel enflasyon hala yüksek bir düzeyde. Tüketici enflasyonu ise temel enflasyonun üzerinde seyrediyor. Enflasyondaki bu gelişme, döviz kuru artışından elde edilen rekabet avantajını törpüledi. 2011'in sonlarından itibaren lira tekrar reel olarak değerlendirilmeye başladı.

7. Dışsal koşullardaki bazı olumlu gelişmelere rağmen, daha önceki raporumuzda da belirtilen riskler hala sürüyor. Avrupa Merkez Bankası'nın, Avrupa İstikrar Mekanizması'na başvurarak getirilecek koşullara uymayı kabul edecek ülkelerin devlet tahvillerini alacağını açıklaması, Avrupa İstikrar Mekanizması'nın yasalaşmasına yapılan itirazın Almanya Anayasa Mahkemesi tarafından reddedilmesi ile ABD Merkez Bankası'nın politika faizini 2015 ortalarına kadar mevcut düzeyinde tutacağını ve yeni bir parasal genişlemeye başlayacağını açıklaması olumlu karşılandı. Avrupa'daki sorunlu ülkelerin kurtarma fonuna hala başvurmaması, ABD'deki "maliye politikası uçurumu" riski, Euro Bölgesi'nde bankacılık birliğinin kurulması konusundaki belirsizlik ve dünya ekonomisinin azımsanmayacak bir süre daha yavaş büyümeye devam etme ihtimali ise riskler olarak karşımıza çıkıyor.

8. Dış dünyaya ilişkin mevcut durum ile Türkiye'nin kredi notunun "yatırım yapılabilir" düzeye yükseltilmesi dikkate alındığında, büyüme ve enflasyon açısından 2013'ün 2012'ye kıyasla daha iyi bir yıl olması olasılığının yüksek olduğu söylenebilir. 2013 için temel senaryomuz şöyle:

- **Temel senaryonun varsayımları:** ABD'de "mali uçurum" sorunu uzlaşılarak çözümlenecek. Avrupa'da mevcut durumdan daha kötü bir durum oluşmayacak. Küresel büyüme, Uluslararası Para Fonu'nun son tahminlerindeki gibi, 2012'ye kıyasla daha yüksek ama 2011'e kıyasla daha düşük bir düzeyde gerçekleşecek. Yurtiçi kredi artış oranı, ekonomi yönetiminin hedefleri doğrultusunda bugünkü düzeyinde sabitlenecek. Ham petrol fiyatı mevcut düzeyini koruyacak. Çevre ülkelerdeki siyasi gerginliğin Türkiye'yi etkileme derecesi bugünkünden fazla olmayacak.
- **Temel senaryo çerçevesinde beklenen gerçekleştirmeler:** Küresel büyümedeki sınırlı artışa bağlı olarak, ihracat performansımızda oldukça sınırlı bir iyileşme olacaktır. Ek olarak, varsaydığımız koşullar altında lirada reel bir değer kaybı beklememek gerekir. Dolayısıyla, ihracat performansımızın ana belirleyicisi dış talep olacaktır. Yatırım yapma isteği ise artacaktır. Ancak, mevcut politikalar çerçevesinde, yurtiçi kredi arzının sınırlanması, kredi hacminin, yatırımların gerçekleşmesine 2012'de verdiği destekten daha fazla destek vermeyeceği anlamına gelmektedir. Bu durumda, artan yatırım iştahının yatırıma dönüşmesi, yurtdışı finansman olanaklarının ne ölçüde artacağına bağlı kalacaktır. Şirketler kesiminin döviz pozisyonunu açmasına, alınacak bir kararla, engelleme gelmeyeceği varsayımı altında, yatırım harcamalarında bir miktar artışın gerçekleşmesi beklenir. Liranın reel olarak değer kaybetmeyecek olması da bu olguyu destekleyecektir. Bu koşullar altında yüzde 4 ve biraz üzerinde bir büyüme gerçekleşebilir. İşsizlik oranımız yüzde 9'un biraz üzerinde bir katılık gösterir. Cari açığımızdaki iyileşmenin durması beklenir. Enflasyon ise yüzde 6'nın biraz altına düşebilir.

I. GİRİŞ

Yılın bitmesine bir ay kaldı. Türkiye ekonomisinde makroekonomik gelişmeler, ilk iki “Ekonomide Durum” raporundaki öngörülerimize önemli ölçüde uyum gösterdi. Büyüme oranımız yılın ilk üç çeyreğinde potansiyelimizin belirgin biçimde altında kaldı. Üçüncü çeyrekteki büyüme oranı, ilk yarıdakinden çok farklı olmasa da, büyük ihtimalle ilk dokuz ayın en düşüğü oldu. İşsizlik oranı da sürpriz yapmadı; yüzde 9 düzeyinde seyretti. Dördüncü çeyrek farklı mı? Değil; ilk veriler dördüncü çeyrekte de ekonominin faaliyet düzeyinde belirgin bir değişiklik olmadığı yönünde.

Yeni yıla girmeden önceki bu son “Ekonomide Durum” raporunun izleyen bölümünde mevcut durumu ele alıyoruz. Özellikle dördüncü çeyreğe ilişkin bir analize yer veriyoruz. Analiz büyüme oranı penceresinden yapılıyor. İlk olarak, mevcut ekonomik koşullar altında büyümenin üç temel belirleyicisi inceleniyor. İkinci alt bölümde, bu unsurlardaki gelişmeler sonucunda ortaya çıkan sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranı verilerine bakılıyor. Üçüncü alt bölümü ise önemli gördüğümüz diğer makroekonomik gelişmelere ayırdık.

Üçüncü bölümde dışsal koşullara ele alınıyor. Bir önceki raporumuzda dış ekonomik gelişmeleri ayrıntılı bir biçimde incelemiştik. Geçen süre içinde bu koşullarda kayda değer bir değişiklik olmadı. Bu nedenle, dış ekonomik koşulları yeniden incelemiyor, yerine üçüncü bölümde kısa bir özet sunuyoruz.

Son bölümde ise önce 2013’e ilişkin temel bir senaryo çiziyor ve bu senaryo altında olabilecekleri değerlendiriyoruz. Önce varsayımlarımıza yer veriyoruz. Daha sonra önemli makro değişkenlerin nasıl bir hareket göstereceğini tartışıyoruz. Temel senaryomuz altında gerçekleşmesini beklediğimiz büyüme oranı yüzde 4 ve biraz üzeri. İşsizlik oranımız yüzde 9’un biraz üzerinde bir katılık göstermesini öngörüyoruz. Cari açığımızdaki iyileşmenin durmasını bekliyoruz. Enflasyonun yüzde 6’nın biraz altına doğru inişe geçeceğini tahmin ediyoruz. Son alt bölümü ise olası bazı gelişmeleri tartışmaya ayırdık.

II. DURUM

Yılım sadece ilk iki çeyreğine ilişkin gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH) gelişmelerini biliyoruz. Buna karşın, yayınlanan diğer veriler çerçevesinde, büyüme oranı açısından üçüncü çeyreğin ilk iki çeyrekte biraz daha kötü olduğunu belirtmek mümkün. Bazı öncü göstergeler, dördüncü çeyreğin de kendinden önceki üç çeyrekte çok farklı olmadığı yönünde. Ekonomimizin yılın ilk yarısında yüzde 3,1 oranında büyüdüğü dikkate alındığında, 2013 büyüme oranının yüzde 3'ün biraz altında kalma olasılığının, biraz üstünde kalma olasılığına kıyasla daha yüksek olduğu söylenebilir.

Bir önceki raporumuzda hem ilk yarıyı hem de üçüncü çeyreği ayrıntılı biçimde inceledik. Bu nedenle, aşağıda, temel olarak dördüncü çeyrekteki gelişmeleri ele alacağız. Tüm gelişmeleri anlatmak yerine, önce özellikle büyüme açısından önemli bilgi veren üç göstergeye odaklanacağız. İkinci alt bölümde, “sonuç”a bakacağız; sanayi üretimi ile kapasite kullanım oranını birlikte ele alacağız. Son alt bölümde ise enflasyon, cari açık ve reel kur gelişmelerine kısaca değineceğiz.

II.1 Mevcut Koşullarda Büyümenin Üç Temel Belirleyicisi

Bir süredir ekonomideki faaliyet hacminin üç temel belirleyicisi var. Toplam yatırımın GSYH içindeki payının az olmasına karşın, dalgalanma aralığının çok geniş olması, yatırım harcamalarının herhangi bir dönemdeki büyüme oranını önemli ölçüde etkilemesine yol açıyor. Uluslararası koşullar nedeniyle hala ileriye ilişkin çok sayıda belirsizlik var. Özellikle özel sektör yatırımları bu ortamdan olumsuz etkileniyor. Bu çerçevede, şirketler kesiminin Türkiye ekonomisi hakkındaki görüşleri, yatırım harcamalarının ve bu yolla da büyüme oranının gelecekte alabileceği değerleri saptamak açısından çok önemli. Merkez Bankası'nın “reel kesim güven endeksi”, şirketler kesiminin ekonomiye duyduğu güvenin önemli bir göstergesi. Dolayısıyla, ekonomideki faaliyet hacminin üç temel belirleyicisinden ilkinin bu endeks oluşturuyor.

Reel kesim güven endeksine ilişkin en son gözlem kasım ayına ait. İki nokta dikkat çekici: Birincisi, bir süredir endeks, ekonomiye duyulan güven açısından eşik değer olan 100'e doğru düşüş gösteriyordu.¹ Kasım ayında bu eğilim daha da belirginleşti ve endeks 101 değerini aldı. İkincisi, geçen yılın ekim ayından başlayarak bu yılın ekim ayına kadar olan dönemde, endeks bir yıl öncesine kıyasla hep daha düşük değerler almıştı. Bu gidişat ekim ayında değişmiş ve bir yıl öncesine göre daha yüksek bir endeks değeri gözlenmişti. Bu olgu kalıcı olmadı. Kasım ayı değeri bir yıl öncesinin kasım değerine kıyasla daha düşük bir değer aldı.

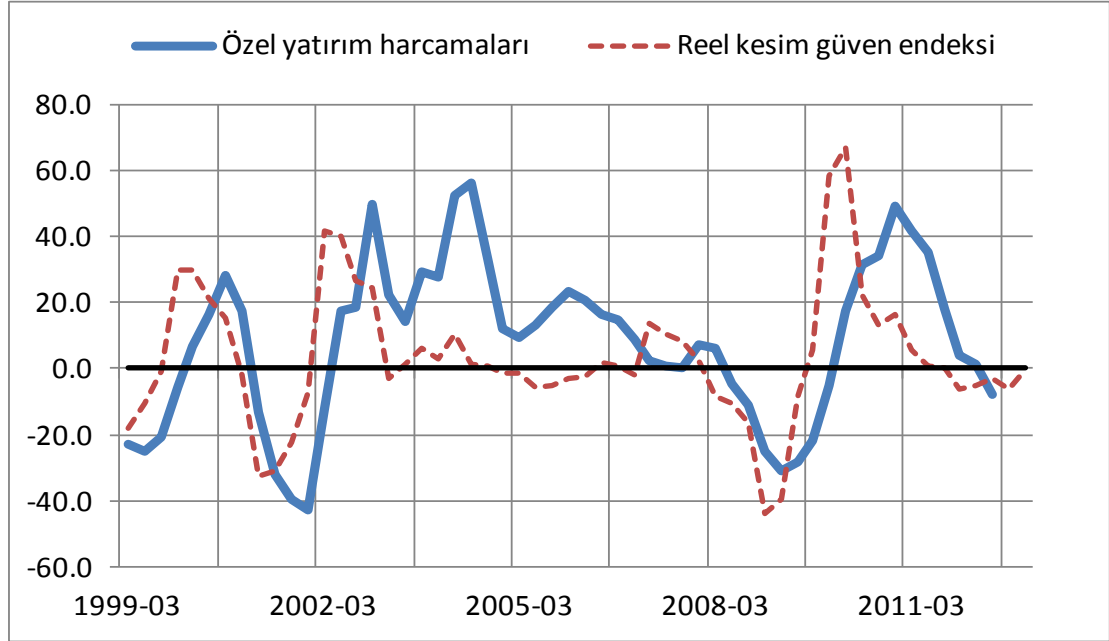
Grafik 1'de, güven endeksinde ve GSYH'nin alt kalemi olan özel yatırım harcamalarında bir yıl öncesinin aynı dönemine göre yüzde değişimler birlikte gösteriliyor. Özel yatırım harcamaları için çeyrek dönemlik veriler olduğu için, endeks değerleri de ilgili çeyrekteki üç ayın ortalaması olarak alınıyor. 2012'nin son iki endeks gözlemi olan ekim ve kasım aylarının ortalaması da grafikte gösteriliyor. Bu hareketler, reel kesim güven endeksindeki yıllık yüzde değişimlerin -en azından grafikte ele alınan dönemde- özel yatırım harcamalarındaki yıllık yüzde değişimler için bir “öncü gösterge” niteliği taşıdığına ön kanıt niteliğinde.² Dikkat edilirse, endeksin tepe noktaya ulaştığı ya da dibe vurduğu tarihler, yatırım harcamalarının tepe ve dip tarihlerinden önce geliyor. Açıklanan GSYH gerçekleştirmeleri çerçevesinde yılın ilk yarısında 2011'in ilk yarısına göre daha az

¹ 100'ün üzerindeki değerler ekonomiye güven duyulduğunu gösteriyor.

² Basit bir Granger-nedensellik analizinin de bu kanıtı güçlendirdiğini belirtmek gerekiyor.

özel yatırım harcaması yapıldığını biliyoruz. Endekste ki son gelişmeler, bu durumun yılın ikinci yarısı için de geçerli olduğunu ima ediyorlar.

Grafik 1. Özel yatırım harcamalarının ve reel kesim güven endeksinin yıllık yüzde değişim oranları: 1999.I – 2012.IV (Yatırım için son gözlem 2012.II, endeks için son gözlem Ekim-Kasım 2012 ortalaması). Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu ve Merkez Bankası.



Ekonomideki faaliyet hacminin mevcut koşullar altındaki ikinci temel belirleyicisini yurtiçi kredi gelişmeleri oluşturuyor. Krediler ile hem özel tüketim hem de özel yatırım harcamaları arasında aynı yönlü ve belirgin bir ilişki olduğu biliniyor. Tablo 1’de, tüketici kredileri ile lira cinsinden toplam kredilerin bazı dönemler itibariyle ortalama artışları yer alıyor.

Tablo 1. Kredi gelişmeleri (on üç haftalık ortalamaların dönemsel yıllıklandırılmış yüzde değişimlerinin ortalamaları). Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ve Merkez Bankası.

	TL krediler	Tüketici kredileri
2011		
İlk 7 ay	35,7	40,2
Son 3 ay	18,8	16,6
2012		
İlk 3 ay	15,2	11,1
İkinci 3 ay	25,4	19,6
Üçüncü 3 ay	20,6	19,2
5 Ekim - 16 Kasım	16,8	18,4

Çok hızlı kredi artışının gözlemlendiği 2011’in ilk yedi ayı bu dönemlerin ilkinin oluşturuyor. Hem yurtiçinde Merkez Bankası ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun aldıkları önlemler hem de Avrupa’da yaşanan olumsuz gelişmeler neticesinde aniden azalan risk alma iştahı nedeniyle, kredi artış oranı 2011’in son çeyreğinde belirgin biçimde azalıyor. 2012’nin ilk çeyreği kredi artış oranlarının en düşük değerleri aldığı dönem. Bundan sonraki iki dönemde çok küçük bir artış var. Tabloda son sırada 5 Ekim -

16 Kasım haftaları arasındaki ortalama değerler var. Bu değerlerin önceki iki çeyrekte farklı olmadıklarına, hatta az da olsa küçük olduklarına dikkat etmek gerekiyor.

Dolayısıyla, dördüncü çeyrekteki özel yatırım harcamaları açısından, yurtiçi kredi artış oranları da reel kesim güven endeksine benzer bir gelişmeyi ima ediyor: Özel yatırım harcamalarında dördüncü çeyrekte de kıpırdanma yok. Tüketici kredilerindeki gelişmeler dikkate alındığında, özel tüketimin, yılın son çeyreğinde ilk üç çeyreğe benzer bir seyir izleme olasılığının yüksek olduğu anlaşılıyor.

Merkez Bankası, bir süredir, kısa vadeli faizlerin kendi faiz koridorunun alt sınırına yakın bir yerde kalmasını sağlıyor. Faiz koridorunun üst sınırını da kademeli olarak indirmesi ile birlikte, bu görece “düşük” faiz politikası sonucunda tüketici kredilerinin faizlerinde de gevşeme oldu. Bu olgunun, tüketici kredisi talebini ve bu yolla da kredi artış oranını yükseltmesi ihtimali var mı? Elbette var. Ancak, birincisi, kredi artış oranı daha yüksek bir değer olsa bile, bunun, özel kesim tüketim harcamalarını dördüncü çeyreğin kalanında belirgin bir biçimde artıracakını belirtmek güç. İkincisi, mevcut kredi artış oranlarının daha yüksek değerler almasının istenilmediği ekonomi yönetimi tarafından defalarca açıklandı. Bu iki nedenle, tüketici kredilerinde ve bu yolla da tüketim harcamaları üzerinde dördüncü çeyrekte bir artış beklememek gerekiyor.

Dış talep, ekonomideki faaliyet hacminin mevcut koşullar altındaki üçüncü temel belirleyicisini oluşturuyor. Dünya ekonomisi, 2012’de bir bütün olarak bir yıl öncesine kıyasla daha düşük bir oranda büyüyor. Üstelik yıl içinde büyüme tahminleri sürekli olarak aşağıya doğru güncellendi. En büyük ihracat pazarımız olan Avrupa için bu olumsuz gelişme daha da belirgin. İhracat yaptığımız pazarları artırma ve sattığımız mal ve hizmetleri çeşitlendirme çabalarının olumlu etkilerine karşın, mevcut dış koşullar ihracatımızın istenilen performansı göstermesini engelliyor.

Tablo 2. Yıllık altın dışı ihracatın dönemsel ortalama yüzde değişimleri:2002-2012’nin ilk on ayı. Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu.

2002 -2008	22,5
2009	-22,6
2010 – 2011	17,0
2012 ilk 10 ay	3,5

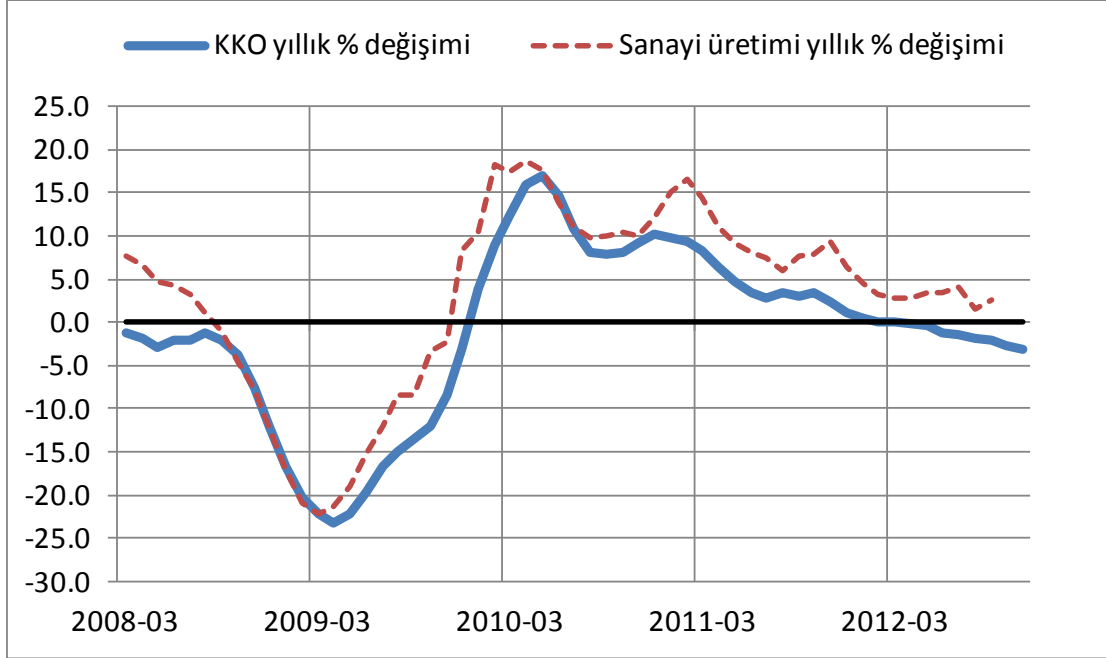
Bu durum Tablo 2’den net biçimde görülebiliyor. Krizin derinleştiği 2009 yılı bir tarafa bırakıldığında, altın dışı ihracatımızdaki ortalama yıllık artış oranları çok yüksek. Oysa 2012’nin ilk on ayında durum böyle değil. Hem 2002-2008 hem de 2010-2011 dönemine kıyasla çok düşük bir ihracat artışı var. İhracat pazarlarımızdaki ekonomik koşullar dikkate alındığında, bu durumun, dördüncü çeyreğin kalanında da sürmemesi için bir neden görünmüyor. Dolayısıyla, ihracat performansımızın dördüncü çeyrek büyümesine, önceki üç çeyrekte daha olumlu bir katkı yapmasını beklememek gerekiyor.

II.2 Mevcut Koşulların Büyümeye Yansıması

Sanayi üretimine ilişkin son gözlem ekim ayına ait. Ayrıca kasım ayı için kapasite kullanım oranı verileri de var. Eylül ayında, sanayi üretiminde, bir yıl öncesinin aynı ayına kıyasla önemli bir artış oldu. Diğer belirleyici unsurlarla desteklenmediğinde, yüksek frekanslı verilerde bu tip oynamalara dayanarak hemen sonuç çıkarmamak gerekiyor. Gerçekten de üçer aylık dönemler itibarıyla bakıldığında, diğer iki çeyreğe kıyasla sanayi üretimi artışında belirgin bir değişiklik olmadığı saptanıyor. Kaldı ki kapasite kullanım oranı gelişmeleri, sanayi üretimi büyümesinde, sadece üçüncü çeyrekte değil, dördüncü çeyreğin ilk ayında da anlamlı bir değişiklik olmadığına işaret ediyor.

Grafik 2’de sanayi üretimindeki ve kapasite kullanım oranındaki yıllık artış oranlarının gelişimi yer alıyor. Bu değişimler, aylık oynamalardan kurtulmak için, üçer aylık hareketli ortalamalardan hesaplanılıyor. İki olgu dikkat çekici. Birincisi, ele alınan dönemde, her iki değişkenin artış oranları paralel hareket ediyor. İkincisi, kapasite kullanım oranının yıllık artış oranındaki düşüş eğilimi kasım ayı itibariyle sona ermiş değil. Bu gözlemler ışığında, sanayi üretimi artış oranında, dördüncü çeyrekte belirgin bir değişiklik olma olasılığı yüksek görünmüyor.

Grafik 2. Kapasite kullanım oranı ile sanayi üretiminin yıllık yüzde artış oranları: Mart 2008 – Kasım 2012 (üçer aylık hareketli ortalamalar, sanayi üretimi için son gözlem eylül, kapasite kullanım oranı için ise son gözlem kasım). Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu ve Merkez Bankası.



Hem bu alt bölümdeki hem de bir önceki alt bölümdeki tartışma çerçevesinde ekonomimizin yılın son çeyreğinde de düşük bir oranda büyüdüğü (büyümekte olduğu) anlaşılıyor. Bu durumda, daha önce vurgulandığı gibi 2012 büyüme oranımızın yüzde 3’ün az da olsa altında kalma olasılığının, yüzde 3’ün üzerinde kalma olasılığına göre daha yüksek olduğu belirtilebilir. Bu öngörünün işsizlik oranı açısından ne ima ettiği de açık: Mevsim etkisinden arındırılmış işsizlik oranı bir yılı aşkın bir süredir yüzde 8,9 – yüzde 9,4 aralığında seyrediyor. İşsizlik oranındaki bu katılığın yılın geriye kalanında da sürmesi beklenir.

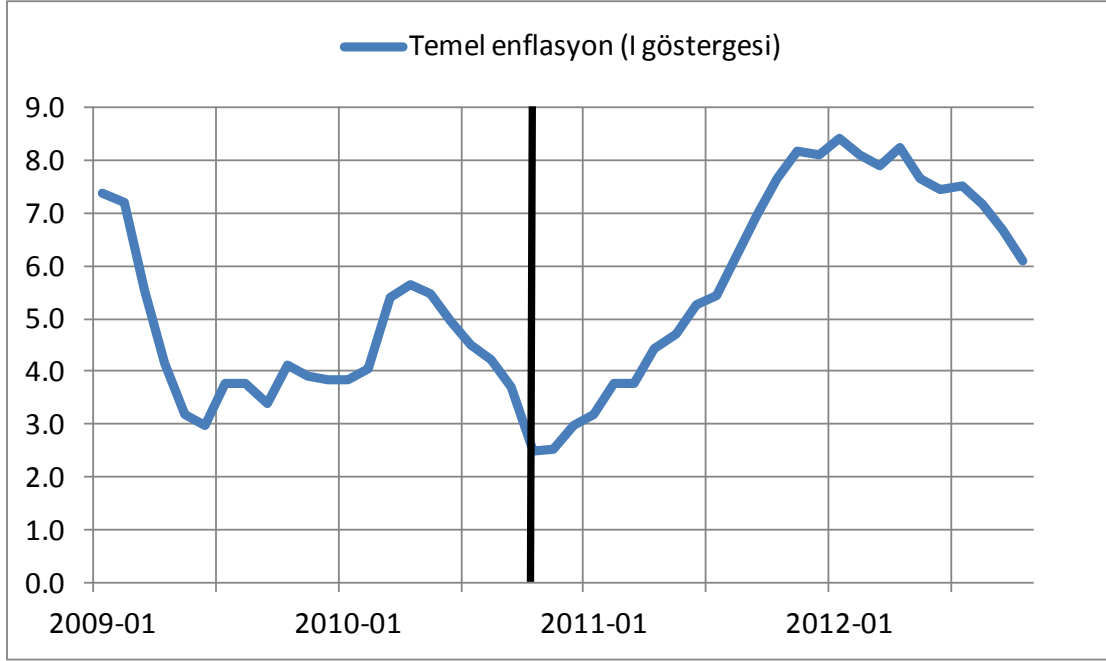
II.3 Diğer Makroekonomik Gelişmeler

Büyüme oranımızın, 2012’nin başından itibaren, potansiyel büyüme oranımızın aşağısında, yüzde 3’ün biraz altında seyretmesinin önemli bir olumlu etkisi oldu. İthalatımız ilk 10 ayda bir yıl öncesine kıyasla yüzde 2,9 oranında azaldı. Temelde bu etkiyle, 2011 yılında yüzde 10’un üzerine çıkan cari işlemler açığının GSYH’ye oranı belirgin biçimde düştü. Cari açık - GSYH oranının 2012 sonunda yüzde 7,5’e yakın bir düzeyde oluşması bekleniyor. Böylelikle, Türkiye ekonomisi için önemli bir kırılganlığın şiddeti azalmış olacak. Yine de ulaşılan cari açık - GSYH oranının hala yüksek olduğunu unutmamak gerekiyor. Bir önceki raporumuzda altını özenle çizdiğimiz ve yenilerde ortaya çıkan bir önemli sorunu hatırlatmakta yarar var: Türkiye ekonomisi “yüksek cari açık - yüksek dış finansman ihtiyacı - düşük büyüme oranı” tuzağı ile karşı karşıya.

Yüzde 3 düzeyindeki bir büyümeye karşın yüzde 7,5 düzeyinde bir cari açık – GSYH oranı iyi değil. Özellikle petrol fiyatlarının yüksek düzeylerde seyrettiği bir konjonktürde.

2010 ve 2011 yıllarında Türkiye ekonomisinin potansiyelinin çok üzerinde bir oranla büyümesi, cari açığın rekor kırmasına yol açtı. Ekonomi yönetimi, yüksek cari açığın yarattığı ve ileride daha da ağırlaşabilecek sorunları dikkate alarak, potansiyelin çok üzerinde olduğu için sürdürülemeyecek büyüme oranını daha makul düzeylere çekmeyi hedefledi. Bu arayışta para politikası önemli bir rol üstlendi. Özellikle yüksek kredi artış oranları daha düşük düzeylere çekilmek istendi.

Grafik 3. Temel enflasyon: Ocak 2008 – Ekim 2012 (yıllık % artışlar, I göstergesi). Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu.



Cari açığın bir diğer nedeni olarak, liranın yabancı para birimleri karşısında değerlenmesi görüldü. 2010'un sonlarından itibaren Merkez Bankası liraya değer kaybettirmeyi amaçlayan bir politika izledi. Hem bu amacına hem de uygulama sonucunda ihracat pazarlarımızda rakiplerimiz olan ülkelerin paraları değerlenirken liranın kaybettiği değere ilişkin değerlendirmelere, raporlarında önemli bir yer verdi. 2011'in son aylarında Avrupa'da ekonomik gerginliklerin artması nedeniyle uluslararası risk alma iştahı belirgin biçimde azaldı. Bu sefer, Merkez Bankası'nın amaçladığının çok ötesinde bir değer kaybı oluştu lirada. Bu olgu karşısında Merkez Bankası liraya değer kaybettirme politikasını terk etti ve tam tersi bir uygulamaya gitti.

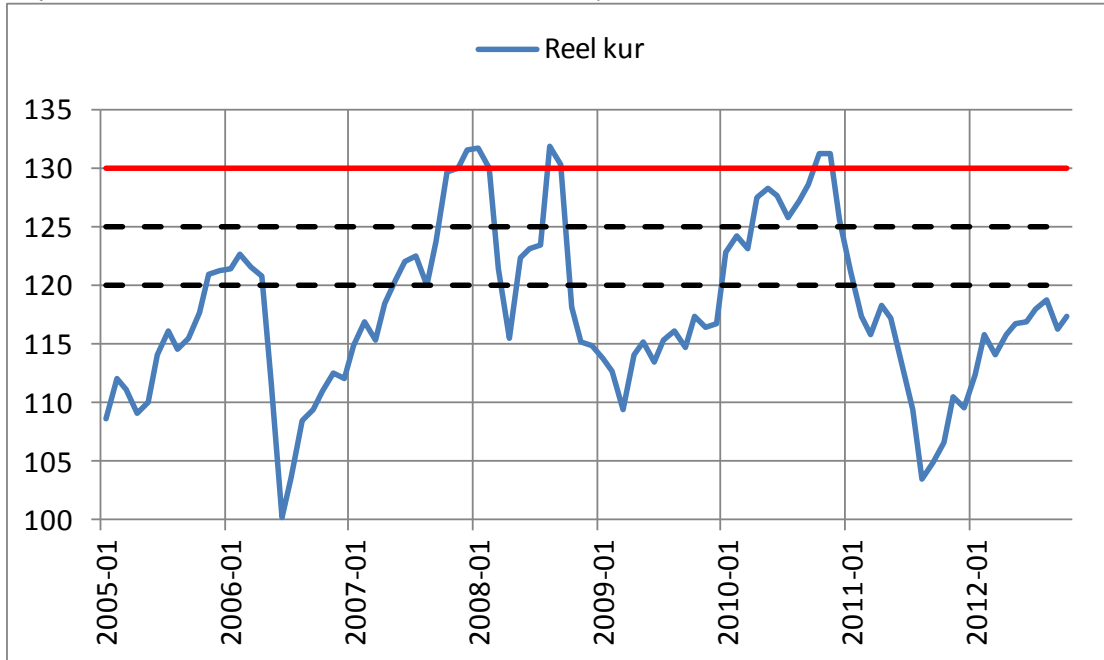
Döviz kurunda önce isteyerek gerçekleştirilen, daha sonra da bir süre kontrol dışında gerçekleşen artış, enflasyonu önemli ölçüde yükseltti. Grafik 3'te I temel enflasyon göstergesinin Ocak 2009'dan bu yana izlediği yol gösteriliyor. Dikey çizgi, Merkez Bankası'nın döviz kurunu artırma politikası izlediği dönemin başlangıcını işaretliyor. Bu tarihten itibaren Ocak 2012'ye kadar temel enflasyonda önemli bir artış süreci yaşanıyor. Ocak ayında artış eğilimi yerini birkaç aylık yatay bir seyre bırakıyor. Daha sonra ise düşüş başlıyor. Ancak temel enflasyonun geldiği düzey hala yüksek. Üstelik tüketici enflasyonu, temel enflasyondan daha yüksek değerler alıyor. 2006'dan bu yana ortalama tüketici enflasyonu yüzde 8,5 düzeyinde iken, temel enflasyon yüzde 6 olmuş. Aynı dönemde, Tablo 3'te verilen rakip ülkelerdeki enflasyon oranlarının daha düşük düzeylerde gerçekleştiği dikkate alındığında, kur artışı sayesinde rakiplerimize kıyasla kazandığımız rekabet avantajının, yükselen enflasyonumuz nedeniyle kalıcı olmadığı ortaya çıkıyor.

Grafik 4'te Merkez Bankası'nın yayınladığı reel kur endeksinin hareketleri gösteriliyor. Endeksteki artışlar liranın reel olarak değerlendirilmesi anlamına geliyor. Gerçekten de, enflasyonun yükselmeye başlamasından bir süre sonra, liranın tekrar reel olarak değerlendirildiği gözleniyor. Özellikle 2011 ortalarından itibaren başlayan ve giderek artan değerlendirme eğilimine dikkat etmek gerekiyor. Yükselen enflasyon, kazanılan rekabet gücünü aşındırmış. Grafikte ayrıca Merkez Bankası yetkililerinin yaptıkları açıklamalar çerçevesinde kabul edilmeyecek reel kur düzeyleri de işaretlenmiş durumda. Alttaki iki kesikli paralel çizgi, hafif müdahalelerin yapılabileceği 120-125 aralığını temsil ediyor. En üstteki yatay çizgi 130 değerini gösteriyor. Merkez Bankası bunun üzerine çıkılması halinde şiddetli biçimde müdahale edeceğini açıkladı.

Tablo 3. Yıllık enflasyon oranları (%), 2012: tahmin). Kaynak: IMF.

	2010	2011	2012
G. Afrika	3,5	6,1	5,3
Polonya	3,1	4,6	3,2
Şili	3,0	4,4	2,5
Kore	3,0	4,2	2,2
Brezilya	5,9	6,5	5,0
Kolombiya	3,2	3,7	2,7
Çek Cum.	2,3	2,4	3,1
Macaristan	4,7	4,1	5,4
Meksika	4,4	3,8	4,0
Endonezya	7,0	3,8	5,0
Ortalama	4,0	4,4	3,8
Türkiye	6,4	10,4	7,4
Türkiye - Ortalama	2,4	6,0	3,6

Grafik 4. Reel kur endeksi: Ocak 2005 – Ekim 2012. Kaynak: Merkez Bankası.



III. DIŞSAL KOŞULLAR

Bir önceki raporumuzda ayrıntılı biçimde tartışılan dış ekonomik gelişmelerde, son iki ayda önemli bir değişiklik olmadı. Kısaca son durum şöyle: Eylül ayından başlayarak bazı olumlu gelişmeler yaşandı. Birincisi, sorunlu ülkeler mevcut istikrar fonuna başvurup, makroekonomik istikrara ilişkin koyulan koşullara uymayı kabul etmeleri halinde, Avrupa Merkez Bankası bu ülkelerin üç yıla kadar vadeli devlet tahvillerini satın alacağını açıkladı. İkincisi, Almanya Anayasa Mahkemesi Avrupa İstikrar Mekanizması'nın yasalaşmasına yapılan itirazı reddetti. Üçüncü olumlu haber ise ABD Merkez Bankası'ndan geldi. Uzunca bir süredir yüzde 0 ile yüzde 0,25 arasında tuttuğu politika faizinin 2015 ortalarına kadar bu düzeyde kalacağını belirtti. Ayrıca, işsizlik düzeyindeki gerileme hızından tatmin olana kadar, tahvil olarak parasal genişlemeye gideceğini açıkladı.

Bir önceki raporumuzda belirtilen riskler ise hala sürüyor. Birinci risk, Avrupa'daki sorunlu ülkelerin kurtarma fonlarına başvurup vurmayacakları hakkındaki belirsizlik. Hala başvurmadılar. İkinci risk ise ABD'ye ilişkin ve son zamanlarda "maliye politikası uçurumu" ya da kısaca "mali uçurum" başlığı altında sıkça tartışılıyor: Ekonomisi henüz toparlanamamışken, Demokratlarla Cumhuriyetçiler anlaşamazlarsa, 2013 başından itibaren ABD sıkı maliye politikası uygulamak zorunda kalacak. Böylelikle, ABD'de iç talebi artırma çabalarına darbe vurulmuş olunacak. ABD Başkanı'nın bu riski ortadan kaldırma çabaları henüz sonuç vermedi. Üçüncüsü, Avrupa'da yaşanan sorunların bir nedeni olarak finansal sektörü düzenleyip denetleyecek tek bir kurumun yokluğu ile ortak bir tasarruf mevduatı sigorta fonunun eksikliği gösteriliyor. Euro Bölgesi'nde parasal birliğin yanı sıra bir de "bankacılık birliğinin" kurulması gerektiği vurgulanıyor. Bu konu henüz netliğe kavuşmadı. Dördüncü risk dünyanın ekonomik büyümesine ilişkin. Dünyanın içinde bulunduğu yavaş büyüme döneminin azımsanmayacak bir süre daha devam edeceği düşünülüyor.

Öte yandan olumlu bir gelişme daha yaşandı. Kredi notu veren üç önemli kurumdan biri olan Fitch, Türkiye'nin kredi notunu "yatırım yapılabilir" düzeye çekti. Bu gelişmeyi "dışsal koşullar" başlığı altında not etmemiz yadırganabilir. Ancak, iç koşulların değişiyor olmasına karşın, uzunca bir süre kredi notumuzun sabit kaldığı dönemler oldu. Bu nedenle, son tahlilde yurtiçindeki ekonomik durum ile yakından ilgili de olsa, olması beklenen kredi notu değişikliğini, "dış koşullar" başlığı altına aldık.

IV. OLASI GELİŞMELER

Bu bölümde önce 2013'e ilişkin temel senaryomuzu ayrıntılı biçimde tartışıyoruz. İkinci alt bölümde ise farklı senaryoları kısaca ele alıyoruz.

IV.1 Temel Senaryo

2013'e ilişkin temel senaryomuzda dışsal koşullara ve ekonomi politikasına ait bazı parametrelere ilişkin varsayımlarımız şöyle:

1. ABD'de demokratlarla cumhuriyetçilerin anlaşacağını ve böylelikle "mali uçurum"un ortadan kalkacağını düşünüyoruz. Böylelikle ABD, yanlış zamanda yanlış bir maliye politikası uygulamak zorunda kalmayacak. Dolayısıyla, dünya büyümesine olumsuz bir etkide bulunmayacak ve uluslararası risk alma iştahını azaltmayacak.
2. Avrupa'da ise mevcut durumdan daha kötü bir durum oluşmayacak. Farklı bir ifadeyle, Avrupa "düşe kalka" devam edecek. Dolayısıyla, Avrupa'ya bağlı olarak da uluslararası risk alma iştahı değişmeyecek.
3. Küresel büyüme IMF'nin son tahminlerindeki gibi olacak: 2013 büyüme oranı, 2012'nin biraz üzerinde ama 2011'in de biraz altında gerçekleşecek. Avrupa'da bir toparlanma gözlenecek. 2012'de küçülen Avrupa, 2013'te çok az da olsa büyüyecek. Bu büyüme, 2011'in belirgin biçimde altında kalacak.
4. Kredi talebinde artış olsa da, yurtiçi kredi artış oranı, ekonomi yönetiminin açıklamaları doğrultusunda bugünkü düzeyinde sabitlenecek.
5. Ham petrol fiyatları bugünkü düzeylerde seyredecek.
6. Çevre ülkelerdeki siyasi gerginliklerin Türkiye'yi etkileme derecesi bugünkünden fazla olmayacak.

İkinci bölümde, mevcut konjonktürde büyüme oranımızın çok büyük ölçüde üç unsur tarafından belirlendiğini vurgulamıştık: Ekonomiye duyulan güven, yurtiçi kredi artış oranı ve dış talep. Dikkat edilirse, (4) numaralı kabulümüzde yurtiçi kredi artış oranına konulan üst sınırla, büyüme oranımızı sınırlamış oluyoruz. Şöyle de ifade etmek mümkün: Büyüme oranımızı sadece yurtiçi kredi artış oranı belirliyor olsaydı, 2013 büyümesi bir önceki yıldan farklı olmayacaktı. Bu durumda, "dış talep ve ekonomiye duyulan güvenin büyümeye katkısı 2012'ye kıyasla daha yüksek olur mu?" sorusuna yanıt aramak gerekiyor.

Dış talep açısından (3) numaralı varsayımımız önemli. İhracatımıza dış talebin vereceği katkı 2013'te daha fazla olacak. Ancak ihracat performansımızda salt bu nedenle belirgin bir iyileşme beklememek gerekiyor. Diğer belirleyici unsurlardan olumsuz bir etki gelmediği sürece, ihracat performansımızda iyileşme olacak ama sınırlı kalacak. Diğer belirleyici unsurlar arasında en önemlisi ise paramızın reel değeri. Bunu biraz sonra ele alacağız.

İlk iki varsayımımız ile sonuncusu çerçevesinde, şirketler kesiminin ekonomiye duyduğu güven 2012'ye kıyasla artacak. Bu durumda, yatırım yapma isteği artacak. Ancak, yurtiçi kredi artış oranına getirilen üst sınır nedeniyle, yurtiçi kredi arzının 2012'ye kıyasla özel yatırım harcamalarında anlamlı bir artış sağlamasını beklemiyoruz. Burada önemli bir noktanın altını çizmek gerekiyor: Farklı kredi türleri için farklı artış oranları da düşünülebilir. Böyle olursa ve yatırım kredileri için getirilecek üst sınır daha yüksek

tutulursa, elbette bunun özel yatırım harcamalarına etkisi daha fazla olur. Oysa mevcut bilgiler ışığında, böyle bir politika değişikliğine gidileceğine dair bir emare yok.

Dolayısıyla, ekonomiye duyulan güvenin artmasının daha fazla yatırım artışına yol açması için iki seçenek kalıyor. Birincisi, şirketler kesimi, daha fazla tahvil ihracına gidebilir. Bunun önünde bir engel yok. Ancak daha fazla tahvil ihracına gidilse bile, bunun yatırımlar üzerine önemli bir etkisi olacağını düşünmüyoruz. Asıl etki yurtdışı finansman olanaklarının artması yoluyla olacak. Yaptığımız ön kabuller ve Türkiye'nin kredi notunun yükseltildiği dikkate alındığında, yurtdışı finansman olanaklarının artmasını beklemek gerekir.

Gelişmiş ülkelerdeki çok düşük faiz oranları ve eski parasal genişleme programlarının üzerine yenilerinin de eklendiği dikkate alındığında, dış finansmanın daha çok kısa vadeli sermaye girişi şeklinde olması en makul ihtimal olarak beliriyor. Peki, kısa vadeli sermaye girişlerinin giderek artmasına ne ölçüde izin verilecek?

Merkez Bankası açısından bakıldığında, bu tür sermaye girişlerinin yurtiçi kredi artışını kontrolden çıkarmaması ve liraya reel olarak değerlendirme baskısı yapmaması önemli. Yurtiçi kredi artış oranının belli bir düzeyde tutulabileceğini varsaydık yukarıda. Liradaki reel değerlendirme baskısını azaltmak için ise Merkez Bankası'nın şöyle bir politika bileşimi uygulaması mümkün: Politika faizini, enflasyon gelişmelerinin izin verdiği ölçüde indirmek. Faiz koridorunun alt sınırını düşürüp, bankaların ortalama fonlama maliyetinin aşağıya doğru dalgalanmasına izin vermek. Böylelikle kısa vadeli sermaye girişleri için faiz belirsizliği yaratmaya çalışmak. Rezerv opsiyon katsayısının otomatik dengeleyici katkısını kullanmak.

Bu koşullar altında lirada önemli bir reel değerlendirme olmayacağını düşünüyoruz. Yukarıdaki ihracat tartışmasına dönecek olursa, liranın reel değerinin ihracat performansını ne olumsuz ne de olumlu yönde etkileyeceği sonucunu çıkarıyoruz. Öyleyse ihracat açısından temel belirleyici dış talep olacak. Tekrarlamak gerekirse, dış talebin ihracat performansına ancak sınırlı bir olumlu katkı yapacağını beklemek gerekiyor.

Az önce sorduğumuz sermaye girişlerine ne ölçüde izin verileceği sorusu, bu durumda, sermaye kontrollerine gidilip gidilmeyeceği, özellikle de şirketler kesiminin daha fazla açık döviz pozisyonu tutmasının engellenmeye çalışılıp çalışılmayacağı sorusuna dönüşüyor. Bu yönde adım atılacağına dair bir emare yok. Olmamasının böyle bir adım atılmayacağı anlamına gelmediğinin altını çizip, bu konudaki gelişmeleri bundan sonraki raporlarımızda izleyeceğimizi belirtelim.

Buraya kadar yaptığımız tartışma çerçevesinde, büyüme açısından 2012'ye göre 2013'ün daha iyi bir yıl olacağı sonucunu çıkarabiliriz. Büyüme oranının Orta Vadeli Program'da belirtilen yüzde 4'ün az da olsa üzerine çıkması olasılığı var. Bu durumda, işsizlik oranında 2012'de gözlenen katılığın sürmesi beklenir.

Bu düzeyde bir büyüme oranı, ham petrol fiyatları için yukarıda yaptığımız (5) numaralı kabul ve döviz kuruna ilişkin yukarıda belirttiklerimiz beraber ele alındığında, cari işlemler açığındaki iyileşmenin 2013'te duracağını belirtmek mümkün. Ancak önemli de bir kötüleşme olmasını beklememek gerekiyor. Ham petrol fiyatlarında varsayımımızdan bir sapma olmadığı sürece, cari açığın temel belirleyicisi büyüme oranımız olacak. Büyüme oranında tahminlerin üzerinde olabilecek bir artış cari açığı da artıracak. Ancak şimdilik bu tür bir gelişmenin gerçekleşmesi olasılığı az görünüyor.

Bu koşullar altında, enflasyon açısından da 2013'ün 2012'ye kıyasla daha iyi bir yıl olacağını vurgulamak gerekiyor. Büyüme oranının bir puanın biraz üzerinde artacak

olmasına karşın, hala potansiyelinin altında kalacak olması nedeniyle iç talepten bir baskı gelmeyecek enflasyona. Döviz kurunda öngördüğümüz gelişmeler ise enflasyonu azaltacak yönde gelişmeler. Enflasyon açısından çizdiğimiz görece olumlu tabloyu ne bozabilir? Elbette enerji fiyatlarında beklenmedik bir artış, bazı vergi oranlarının yükseltilmesi ya da kamunun ürettiği bazı mal ve hizmetlere öngörülmeleyen bir zam yapılması. Ama enflasyon açısından daha önemli bir tehlike var: Kısa vadeli sermaye girişlerindeki artış eğilimine bağlı olarak, Merkez Bankası 2010'un sonları ile 2011'in ilk yarısı arasındaki dönemde uyguladığı döviz kurunu artırma politikasını o zamanki şiddeti ile uygularsa, enflasyonun tekrar yükselmeye başlayacağı bir sürece girilebilir. Bu olumsuz gelişmeler yaşanmadığı sürece, enflasyonun yüzde 6 ve biraz altında kalmaması için bir neden görünmüyor şimdilik.

IV.2 Farklı Senaryolar

Temel senaryomuza kıyasla hem olumlu hem de olumsuz yönde gelişmeler olabileceği açık. Bunlar çok büyük ölçüde dışsal koşullara bağlı. ABD ya da Avrupa'daki durumun kötüleşmesi açık ki bizi de kötü etkiler. En olumsuz gelişme ABD'nin "mali uçurum"a düşmesi olur. Bunun dünya ekonomisi üzerinde yapacağı tahribatı öngörmek zor. Ancak öncelikle risk alma iştahını belirgin biçimde düşürmesi beklenir. Beraberinde de bizim gibi ülkelere yönelik sermaye akımlarının azalması, yurtiçinde faizlerin yükselmesi ve döviz kurunun artması ilk akla gelen etkiler. Sonrasında ise ekonomiye duyulan güvenin azalması, dış talebin düşmesi gibi gelişmeler yaşanır. Kısacası, büyüme oranımız ve cari açığımız düşer, enflasyon yükselir. Avrupa'daki olası kötü gelişmelerin sonuçları hakkında da benzer gelişmeler beklenir.

ABD'de zaten toparlanmanın süreceği sonucunu doğuran (1) numaralı kabulümüz ile Avrupa için yaptığımız (2) numaralı varsayımın oldukça makul olduğu dikkate alındığında, bizim açımızdan yurtdışına ilişkin en olumlu gelişme dünya ekonomisinin, özellikle de Avrupa'nın daha yüksek bir oranda büyümesi olur. Bu koşullar altında ihracat performansımız yükselir. Ek olarak ikinci bir kredi notu şirketinin daha kredi notumuzu "yatırım yapılabilir" düzeye çekmesi halinde, Türkiye'ye yönelik sermaye girişleri artar. Şirketler kesiminin dış finansman olanakları genişler. Bu durumda büyüme oranımız potansiyelinin az da olsa üzerine çıkabilir. Enflasyonda belirgin bir değişiklik beklememek gerekir. Cari açığımız ise artar.