

EKONOMİDE DURUM

2012/1
29 Temmuz 2012

YÖNETİCİ ÖZETİ

1. 2011'in birinci çeyreğinden itibaren başlayan yavaş büyüme, 2012'nin ilk çeyreğinde de belirginleşerek devam etti. Büyümeye iç talebin katkısı giderek düşerken, bu gelişmenin ardında özel tüketim harcamalarındaki durağanlık ve özel yatırım harcamalarının artışının çok düşük düzeyde kalması yatmaktadır. 2012'nin ilk çeyreğinde yüzde 3.2 olarak gerçekleşen büyüme oranı, altın dış ticaretindeki anormal hareketlerden arındırıldığında yaklaşık yüzde 2.6 olarak tahmin edilmektedir. Altın ithalatındaki ve ihracatındaki anormal hareketlerin farklı çeyreklerde gerçekleşmesi, “gerçek” büyüme dinamiğini maskeleymektedir. Bu durum, özellikle ekonominin soğutulmaya çalışıldığı bir dönemde, soğumanın arzulan düzeyde mi olduğunun anlaşılmasını güçleştirmektedir.

2. İşsizlik oranında belirgin bir atalet görülmektedir. Kriz sırasında yüzde 15 düzeyine (mevsim etkisinden arındırılmış) sıçrayan işsizlik oranı, son dokuz aydır yüzde 9 - 9.4 aralığında seyretmektedir. Bu durum, yavaş büyüme döneminin olumsuz bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır.

3. Çeşitli göstergeler ışığında 2012'nin ikinci çeyreğindeki büyümenin ilk çeyrekte çok farklı olmadığı saptamasını yapmak mümkün. Sanayi üretiminde nisan ve mayıs aylarındaki toparlanma, yavaş büyüme döneminin ikinci çeyrekte sona ermiş olabileceği ihtimalini gündeme getirmektedir. Nisanda negatif gerçekleşen ithalat artışının mayısta pozitive dönmesi ve kredi hacmindeki artış da sanayi üretimindeki toparlanmayı desteklemektedir. Yine de söz konusu gelişmeler, ikinci çeyreğin büyüme açısından ilk çeyrekte farklı olacağını düşünmek için yeterli değildir. Dönüm zamanları ekonominin faaliyet düzeyindeki dalgalanmalardan önce gerçekleşen TCMB'nin bileşik öncü göstergeler endeksinin 2012'nin Şubatında dip yapmış olduğu varsayımı altında dahi ekonominin ikinci çeyrekte de canlanmadığı anlaşılmaktadır. Kaldı ki bu varsayımın haklılığı da tartışmalıdır. Diğer taraftan kredilerdeki artışın tüketim ve yatırım harcamalarına dönüşmesi de belirli bir gecikmeyle gerçekleşmektedir. Ayrıca bazı önemli vergi gelirlerinde yılın ikinci çeyreğinde yaşanan gelişmeler de ikinci çeyrekteki ekonomik faaliyet hacminin ilk çeyrektekinden farklı olmadığını ima etmektedir.

4. Ekonomideki yavaşlama sonucunda enerji dışı ithalatın azalmasından kaynaklanan ve Ekim 2011'den beri devam eden cari açığı iyileşmeye karşın, açığın finansmanında olumsuz gelişmeler yaşanıyor. Son 12 aylık toplamlara bakıldığında Ağustos 2011'den beri finansman açığı yaşayan ekonomide, aylık verilere bakıldığında nisan ve mayıs aylarında finansman fazlası olduğu görülmektedir. Bu durum olumlu bir gelişme olarak düşünülebilir ama yurtdışında artan gerginliğin finansmanı zorlaştırdığı unutulmamalıdır. Avrupa'da doğacak yeni gerginlikler, Türkiye'nin finansman problemini şiddetlendirebilir.

5. Kur artışları yoluyla kazanılan rekabet gücü, kur artışlarının sebep olacağı enflasyonla kaybedilebilir. 2011'de iki haneli seviyelere çıkan

tüketici enflasyonu, 2012'nin Mayıs ayı itibarıyla tek haneli seviyelere geri döndü. 2010 yılının sonlarından 2011 yılının ağustos ayına kadar TCMB'nin uyguladığı liraya tedrici olarak değer kaybettirme politikasının enflasyonda belirgin bir artışa yol açması, kur artışı ile kazanılan rekabet gücünün kalıcı olmayabileceğine dikkat çekmektedir. Yükselen piyasa ekonomileri arasında 2011'de hem enflasyon oranı en çok artan hem de en yüksek enflasyona sahip ülkenin Türkiye olması bu ihtimali artırmaktadır.

6. Özellikle Avrupa'daki gelişmeler başta olmak üzere dış koşullar, risk alma iştahının azalmasıyla döviz kurunun artarak enflasyona artış baskısı oluşmasında ve euro cinsinden ihracatın artış hızının giderek düşmesinde belirleyici oldu. Küresel kriz ve ardından Euro Bölgesi'ndeki olumsuz gelişmeler nedeniyle Avrupa'nın Türkiye'nin toplam ihracatından aldığı pay 2008'den beri sürekli düşmektedir. Hem ihracat artış hızındaki düşüş hem de liradaki TCMB'nin arzu ettiğinin ötesindeki hızlı değer kaybına bağlı enflasyon artışı dış gelişmeler ile ilgilidir. Euro Bölgesi'ndeki artan belirsizlik ortamı ekonominin geleceğine dair öngöründe bulunmayı zorlaştırmaktadır.

7. Türkiye ekonomisinde yılın ikinci yarısında neler olacağını Avrupa'daki gelişmeler ve bu gelişmelere TCMB'nin vereceği tepkiler belirleyecektir. Avrupa'daki olası gelişmelere bağlı oluşturulan üç senaryonun temel varsayımları ve bu senaryoların olası sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

- **Senaryo-1:** Avrupa'da krizin şiddetlenmediği, Yunanistan'ın Euro Bölgesi'nden çıkış olasılığının yükselmediği, İspanya'daki durumun kontrol edilebilir hale dönüştüğü ve Portekiz ile İtalya'dan kötü haberler gelmediği iyimser varsayımları altında risk alma iştahının düzelmesi beklenir. Enflasyonun düşüş, kredi hacmininse artış eğilimleri güçlenip daha belirgin hale gelir. Büyüme yılın ilk yarısındaki düzeyin üzerine çıkar. Ancak, büyümenin Orta Vadeli Program'da öngörülen yüzde 4'ü aşarak potansiyel düzeyine ulaşması için bu gelişmeler yeterli olmaz; Avrupa'daki krizin hafıfleyeceğine dair emarelerin de ortaya çıkması gerekir. Bu emarelerin ortaya çıkması halinde, para politikasında gevşemeye gidilir ve kredi talebi ile arzı biraz daha canlanır. Cari işlemler açığındaki iyileşme sona erer.

- **Senaryo-1a:** Senaryo-1'e ilaveten FED'in yeni bir miktarsal gevşemeye gideceği varsayımı altında Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye girişi artar ve döviz kuruna aşağı doğru baskı gerçekleşir. TCMB enflasyon açısından rahatlar ve 2010 sonlarında olduğu gibi kısa vadeli sermaye girişinin etkisine yoğunlaşır. Ancak, ekonomi potansiyel büyüme oranının üzerine çıkma eğilimi göstermedikçe TCMB'den 2010 sonundaki ve 2011 başındaki kararları beklememek gerekir.

- **Senaryo-2:** Avrupa'daki krizin daha da şiddetlendiği ve İspanya için de Euro Bölgesi'nden çıkışın daha sık gündeme

geldiği varsayımları altında uluslararası risk alma iştahı ve yükselen piyasa ekonomilerine fon akımı azalacaktır. Bu durumda döviz kuruna yukarıya doğru baskı oluşur, yatırım ve tüketim harcamalarındaki azalmaya bağlı olarak kredi talebi düşer. Kredi arzının da sınırlanmasıyla kredi artış hızında yavaşlama gerçekleşir. Döviz kurundaki artış enflasyonu arttırıcı, talepteki azalma ise düşürücü etki gösterir. Ancak, enflasyonu arttırıcı etkiler daha ağır basar. Büyüme oranının azaldığı, dış koşulların kötüleşmesine bağlı olarak belki de ekonominin küçüldüğü bir dönem yaşanırken, enflasyonun bir miktar yükseldiğine şahit olunabilir. Bu gelişmelerin cari işlemler açığını daha da azaltması beklenir.

8. Bu senaryolardan ikisinin de gerçekleşmesi muhtemel olsa da ikinci senaryonun yaşanma olasılığı biraz daha yüksek görünmektedir. Avrupa'daki krizin ne kadar şiddetleneyeceği Türkiye ekonomisi için çeşitli kanallardan büyük önem arz etmektedir ve Avrupa'ya bağlı olarak ekonominin geleceği hakkında yargıya varmak için henüz erkendir.

I. GİRİŞ

Türkiye ekonomisi 2010 ve 2011’de potansiyel büyüme oranının iki katı kadar büyüyünce temel tartışma konusu da kendiliğinden ortaya çıktı: 2012’de ekonomi daha dengeli bir büyüme patikasına oturacak mı? Bu sorunun önemi elbette büyüme oranının ne düzeyde belirleneceği merakından kaynaklanmıyor. Çok daha önemli bir neden var. 2010’da gerçekleşen büyüme oranı, potansiyel büyüme oranından hayli yüksek olsa da, 2008’de yavaşlama ile başlayan, 2009’da ise keskin bir küçülmeye dönüşen süreçten sonra gerçekleştiği için, yol açabileceği dengesizlikler açısından bir miktar tedirginlik yaratmasına karşın, kamuoyunda “alarm zillerini” çaldırmadı. Oysa 2011’deki çok yüksek büyüme oranı, 2010’da zaten çok yüksek olan büyümenin peşi sıra gelince, ekonomide oluşabilecek/oluşmakta olan balonlar açısından kamuoyunda önemli bir tedirginlik oluştu. Bu tedirginlik, özellikle çok yüksek bir düzeye ulaşan cari işlemler açığında, bu açığın ağırlıklı olarak kısa vadeli finansman biçiminde ve hem ilk iki olgunun ortaya çıkmasında önemli bir rol oynayan hem de özellikle ikinci olgudan kendisi de nemalanan çok hızlı yurtiçi kredi genişlemesinde yoğunlaştı.

Yukarıda sorulan temel sorunun, özellikle dünyanın içinde bulunduğu olumsuz koşullarda, yurtdışındaki olası gelişmelerden bağımsız yanıtlanması mümkün değil. Özelde Türkiye’nin büyüme oranının, genelde de Türkiye ekonomisindeki gelişmelerin yurtdışındaki koşullardan bağımsız olarak incelenmesinin mümkün olmadığı olgusu şüphesiz yeni değil. Sermaye hareketlerini serbest bıraktığı 1990 yılından sonra Türkiye’nin giderek artan küreselleşmeye finansal açıdan da eklemesiyle, Türkiye’deki ekonomik gelişmeler ile dış koşullar arasında şu ya da bu ölçüde karşılıklı bağımlılık ilişkisi şüphesiz var. Bu ilişkiye karşın, kimi dönemlerde Türkiye’deki ekonomik durumun nasıl şekilleneceğinin ana belirleyicisi yurtiçinde uygulanan ekonomi politikaları ve ekonomik birimlerin bu politikalara verecekleri tepki oldu. Mesela 2001 krizinin hemen öncesi ve sonrası böyleydi. Elbette yurtdışından borçlanma koşullarımızı ve yurtdışına satabileğimiz mal ve hizmet miktarını belirleyen ana unsurlardan biri olarak dış koşullar (ana pazarlarımızdaki ekonomik büyüme ve yabancı finansal yatırımcıların risk alma iştahları) o zaman da Türkiye açısından önemliydi. Ama asıl önemli olan yurtiçindeki ekonomi politikasının nasıl şekilleneceğiydi ve dahası yaşamsal bir önemdeydi.

Oysa küresel kriz ve bu krize verilen ekonomi politikası tepkisi, dış koşulları Türkiye ekonomisi açısından temel önemi haiz bir konuma getirdi. Son yıllarda gelişmiş ülkelerdeki çok düşük faiz hadleri ve yaratılan yüksek likidite, yükselen piyasa ekonomilerine ve bu arada Türkiye’ye de yoğun bir biçimde kısa vadeli sermaye akımlarına yol açtı. Diğer yandan Avrupa’nın, özellikle de Euro Bölgesi’nin boğuştuğu derin sorunlar ve bu sorunlar etrafında oluşan yoğun belirsizlik ortamı, yabancı finansal yatırımcıların risk alma iştahında belirleyici olarak yoğun sermaye akımı ana eğiliminin etrafında önemli dalgalanmalara yol açtı ve aynı zamanda bu ana eğilimin aniden ters dönmesi

olasılığını hep canlı tuttu. Euro Bölgesi'nin sorunları, bu bölgedeki büyümeyi düşürerek, hatta bölgenin bazı ülkelerinin küçülmesine yol açarak Türkiye'yi bir de dışarıya satabileceği mal ve hizmet miktarı açısından olumsuz etkiledi. Bu ortam, dış koşulları Türkiye ekonomisinin nasıl şekillenebileceğinin ana belirleyicisi konumuna getirdi. Açık ki, bu koşullar altında Türkiye ekonomisinin kısa vadeli görünümünün nasıl şekillenebileceğini, gelişmiş ülkelerde gerçekleşebilecek olası senaryolara bağlı olarak tartışmak gerekiyor.

Az önce de vurguladığımız gibi, bu saptama, yurtiçinde uygulanan ekonomi politikalarının önemsiz olduğu anlamına gelmiyor. Her zamanki gibi maliye ve para politikası özellikle kısa vadeli görünüm açısından önemli. Kaldı ki, hızlı büyüme, cari açığın yükselmesi, kısa vadeli sermaye akımlarının artması ve çok hızlı kredi genişlemesi karşısında tedirginliklerin kamuoyunda daha çok 2011 içinde belirginleşmeye başlamasına karşın, özellikle para otoritesi çok daha önceden para politikasını değiştirme ihtiyacı duydu. Merkez Bankası (TCMB), cari açığın artma eğiliminden, bu açığın yüksek oranda kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmesinden, bu finansman biçiminin hem lirada oluşturduğu değerlenme eğiliminden hem de zaten yüksek bir hızla artmakta olan yurtiçi kredi hacmindeki artışı daha da hızlandırma potansiyeli taşımasından ve bu son iki olgunun cari işlemler açığını daha da yükselterek kısır bir sarmal oluşturmamasından rahatsız olarak 2010 sonlarına doğru yeni bir para politikasını uygulamaya soktu. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) da Haziran 2011'de bu politikaya destek verdi. Türkiye'deki olası ekonomi gelişmelerini anlamak için bu politikaların nasıl evrileceğini de dikkate almak gerekiyor.

2012'de nasıl gelişeceği özellikle merak edilen bir başka makroekonomik değişken daha var: Tüketici enflasyonu. Tüketici enflasyonu 2011 yılında hedeflenen düzeyin çok üzerinde gerçekleşti. Bu olumsuz gelişme ilk defa yaşanmıyor. 2006'da açık enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra enflasyon sıklıkla hedefin üzerinde kaldı. 2011'deki olumsuz gelişmenin temel nedenlerinden biri de 2010 sonunda uygulamaya konulan yeni para politikasıydı. Yeniparapolitikası, 2010 sonlarından itibaren liradaki değerlenme eğilimini önlemeye çalışıp liraya ılımlı biçimde değer kaybettirmeye uğraşırken, Avrupa'daki krizin şiddetlenmesinin "hışmına uğradı". 2011'in ikinci yarısında yabancı finansal yatırımcıların risk alma iştahlarındaki ani düşüşle birlikte lira da keskin biçimde değer kaybetti. 2011'de enflasyonun hedeflenen düzeyin çok üzerine çıkarak iki haneli rakamlara ulaşmasında bu olgu önemli bir rol oynadı. Dolayısıyla, büyüme oranı ve ondan etkilenen ve/veya onu tetikleyen cari işlemler açığı, kısa vadeli sermaye girişleri ve kredi genişlemesi gibi değişkenlerin yanı sıra enflasyonun nasıl şekilleneceği de gündemde ön planda yer alan tartışma konularının başında geliyor.

Bu nedenle, TEPAV'ın bundan sonra her iki ayda bir düzenli olarak yayınlanacak "Ekonomi'de Durum" raporunun hem bu sayısının hem de önümüzdeki birkaç sayısının, ana odak noktasını büyüme ve enflasyon oluşturacak. Diğer alanlardaki gelişmelere bu çerçevede bakılacak.

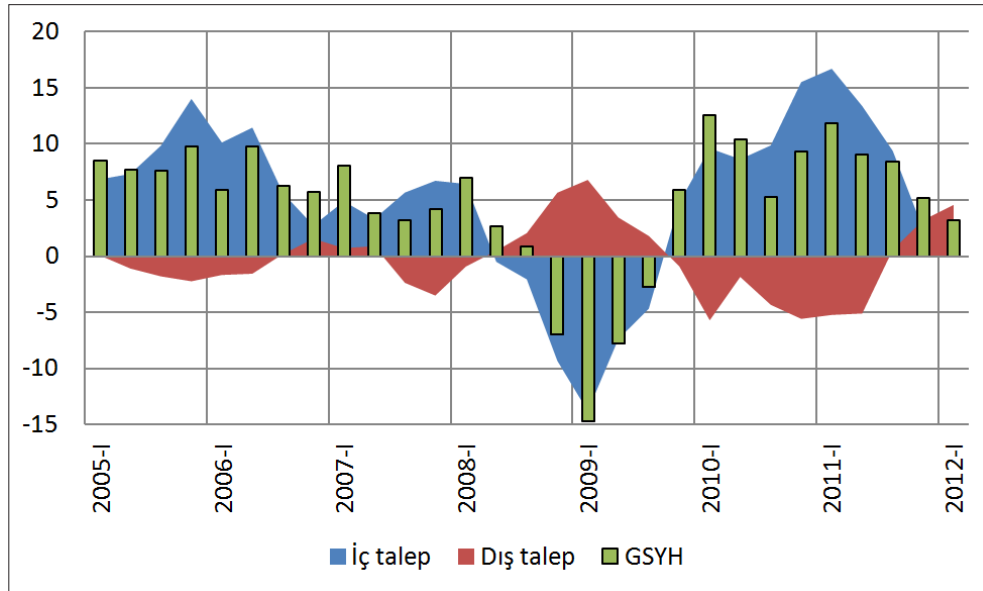
II. YILIN İLK ÇEYREĞİNDE BELİRGİN YAVAŞLAMA

Hem GSYH hem de işgücü verileri yılın ilk çeyreğinde ekonomimizde çarkların çok yavaş döndüklerini gösteriyorlar. Ancak yılın ilk yarısını tamamladığımız şu günlerde ilk çeyrekteki bu gelişme artık sadece bir ‘geçmiş’ ve ileriye yönelik verdiği mesajlar dışında bir önemi yok. Daha önemlisi yılın geriye kalanında büyüme oranımızın nasıl şekilleneceği. Bu soruya yanıt verebilmek için öncelikle ikinci çeyreğe ilişkin verileri değerlendirmek, sonra da alması senaryolar altında büyüme oranımızın nasıl gerçekleşebileceğini tartışmak gerekiyor. Bu bölümde ilk çeyrekteki GSYH ve işgücü gelişmelerini kısaca ele elacağız. İkinci çeyreği ise üçüncü bölümde değerlendireceğiz.

İlk çeyrekte büyüme

Ekonomimiz 2011’in ilk çeyreğinden başlayarak bir yavaş büyüme dönemine girmişti. Yavaş büyüme 2012’nin ilk çeyreğinde iyice belirginleşti. 2011’in ilk çeyreğinde yüzde 11.9 gibi çok yüksek bir oranda büyüyen ekonomimiz sonraki dönemlerde giderek yavaşladı ve 2012’nin ilk çeyreğinde büyüme oranı yüzde 3.2’ye kadar düştü. Büyüme açısından en dikkat çekici olgu, iç talep ile net dış talebin büyümeye çok farklı düzeylerde katkı yapması oldu. İç talebin katkısı sadece 0.97 puan düzeyinde kalırken, net dış talebin katkısı 4.55 puan oldu. Stok değişimleri ise büyüme oranını 2.33 puan azaltacak yönde çalıştı (Grafik 1).

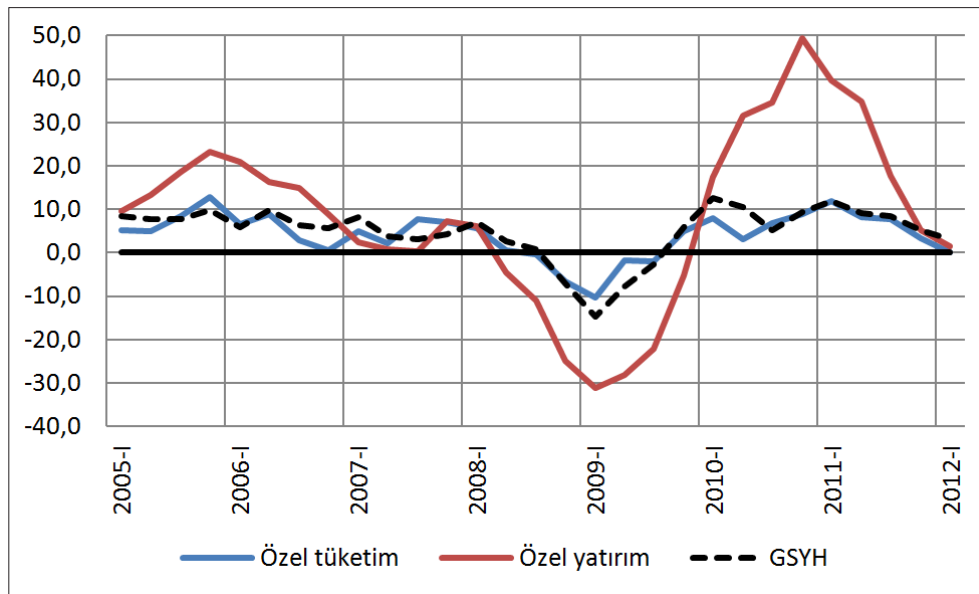
Grafik 1. GSYH yıllık büyüme oranları (%) ve büyümeye katkılar (puan): 2005.I – 2012.I.
Kaynak: TÜİK.



Büyüme oranındaki dalgalanmaların özel tüketim ve özel yatırım harcamalarına aynı ölçüde yansımaması beklenir. Özellikle dayanıksız ve yarı dayanıklı tüketim harcamalarının dalgalanma şiddetlerinin aşağıya çektiği tüketim

harcamalarının dalgalanma şiddeti, yatırım harcamalarının dalgalanma şiddetinin çok altında kalır. Son yavaş büyüme devresinde de böyle oldu. 2010'un dördüncü çeyreğinde yıllık artış hızı yüzde 49.5'e kadar yükselen özel yatırım harcamalarının artış hızı yüzde 1.6'ya kadar düştü. Oysa tüketim harcamalarının yıllık artış hızı 2011'in ilk çeyreğinde 11.9'a kadar yükselmiş, sonra aşağıya doğru bir eğilim izleyerek yüzde 0.02'ye düşmüştü (Grafik 2). Farklı bir çerçeveden bakıldığında ise, iç talebin büyümeye katkısının 2012'nin ilk çeyreğinde çok sınırlı bir düzeyde kalmasının temel nedeninin, özel kesimin yatırım harcamalarındaki artışın çok düşük bir düzeyde kalması ile özel tüketim harcamalarının bir yıl öncesine kıyasla artmaması olduğu belirlenmektedir.

Grafik 2. GSYH'nin, özel tüketim ve özel yatırım harcamalarının yıllık büyüme oranlarında dalgalanmalar: 2005.I – 2012.I (%). Kaynak: TÜİK.



Büyüme ve altın ihracatı

İlk çeyrekteki büyüme oranına ilişkin vurgulanması gereken önemli bir nokta daha var. Yukarıda belirtildiği gibi net dış talebin, farklı bir ifadeyle mal ve hizmet ihracatı ile ithalatı arasındaki farkın büyümeye katkısı 2012'nin ilk çeyreğinde oldukça yüksek oldu. Bunun bir nedeni, ekonomideki belirgin yavaşlamaya paralel olarak ithalatın oldukça düşük değerler almasıydı. Bu olguyu üçüncü bölümde tartışacağız. Öte yandan ihracat performansımız ilk çeyrekte oldukça olumlu bir seyir izledi. Ancak bu olumlu performansın bu rapor yayına hazırlandığı günlerde tartışma doğuran bir nedeni üzerinde durmak gerekiyor.

Basında yer alan haberler çerçevesinde, İran'dan aldığımız ham petrolün ve doğalgazın parasını yurtiçinde bir bankaya İran'ın ilgili şirketlerinin adına yatırıyoruz. İran, uluslararası ödemeler sisteminden tam anlamıyla yararlanamadığı için, ilgili bankadan ödemelerin altın olarak yapılmasını istiyor. İlgili banka, İran şirketlerinin nezdindeki hesabı karşılığında altın ithal ediyor, sonra da bu altınları İran'a gönderiyor. Gerçekten de hem İran'a

yönelik ihracatımızda hem de altın ihracatımızda 2012'nin ilk beş ayında önemli bir artış var.

İran'a yaptığımız ihracatın tüm ihracatımız içindeki payı, 1996-2011 döneminin ilk beş aylarında ortalama yüzde 1.3 olmuş. En yüksek değere ulaştığı yıl ise 2011. Bu yılın ilk beş ayında İran'a ihracatımızın toplam ihracatımız içindeki payı yüzde 2.6 düzeyinde. Oysa bu pay 2012'nin ilk beş ayında yüzde 7'ye sığıyor. Öte yandan, ödemeler dengesi verilerine göre, aynı dönemde Türkiye "parasal olmayan altın" kaleminde net ihracatçı konumunda. Oysa yıllık verilere bakıldığında bundan önce bu kaleminde Türkiye'nin net ihracatçı konumunda olduğu tek bir yıl var: Küresel krizin şiddetlendiği 2009 yılı. İlk beş ayın ihracat verileri incelendiğinde ise durum şöyle: 2001-2012 dönemindeki en yüksek altın ihracatı 4 milyar dolar ile 2012'nin ilk beş ayında. 2009'da 3.7, 2008'de ise 2.3 milyar dolarlık ihracat var. Diğer yıllardaki ihracat değerleri çok daha düşük. Krizin şiddetlendiği 2009 bir tarafa bırakılırsa, 2012'deki altın ihracatının oldukça yüksek olduğu ortada.

Basında yer alan haberlerle birleştirildiğinde, 2012'deki bu yüksek altın ihracatının 2012'nin ilk çeyreğindeki büyüme oranımızı ne ölçüde yükselttiği sorusu önemli bir soru olarak karşımıza çıkıyor. Bu soruyu yanıtlayabilmek için şu noktaya dikkat etmek gerekiyor: Altın aynı çeyrekte ithal edilip aynı çeyrekte ihraç ediliyorsa büyüme oranımız bu ticaretten etkilenmiyor. Oysa parasal olmayan altın ithalatı verilerine bakılınca, ithalat ve ihracatın aynı çeyrekte gerçekleşmediği belirleniyor. Özellikle 2011'in yedinci ayı ile başlayıp onuncu ayı ile biten dönemde diğer yılların çok üzerinde altın ithalatı var. Aynı olgu yıllık veriler için de geçerli.

İran'a "altın ihracatının" 2012'nin ilk çeyreğindeki GSYH büyüme oranına etkisini yaklaşık olarak hesaplamak mümkün. İran'a "altın ihracatının" 2012'nin ilk çeyreğinde altın ihracatımızı 1 milyar dolar kadar artırdığı kabul edilebilir. Buna karşılık, aynı dönemde altın ithalatında "anormal" bir gelişme gözlenmediği belirtilebilir. Bu dönemdeki ortalama dolar kuru ile TÜİK'in ihracat deflatörü kullanıldığında, İran'a "altın ihracatı" olmasaydı, büyüme oranımızın 2012'nin ilk çeyreğinde yüzde 3.2 yerine yüzde 2.6 düzeyinde kalacağı ortaya çıkıyor. GSYH'nin bir alt kalemi olarak ihracatın yıllık artışı hesaplandığında ise, yüzde 13.2 olarak açıklanan ihracat artışı yüzde 10.6 olarak bulunuyor.

Dört noktaya dikkat etmek gerekiyor. Birincisi, bu hesap az önce de vurgulandığı gibi "yaklaşık" bir hesap. Doğru hesabı ancak TÜİK'in yapabileceği açık. İkincisi, benzer bir hesaplama yapıldığında, İran'a "ihraç" etmek üzere altın ithal edilmeseydi, 2011'de büyüme oranımızın daha yüksek çıkacağı ortaya çıkar. Bu ikinci noktayla ilişkili olarak üçüncü dikkat edilmesi gereken nokta ise şu: Yeteri kadar uzunca bir dönem ele alındığında, altın ithal edip sonra aynı altını ihraç etmenin Türkiye'yi daha zengin ya da daha fakir yapması gibi bir durum söz konusu değil. Dördüncü dikkat edilmesi gereken nokta özellikle ekonomi politikasını tasarlayanlar açısından önemli. Altın ithalatındaki ve ihracatındaki anormal hareketlerin farklı çeyreklerde

gerçekleşmesi “gerçek” büyüme dinamiğini maskeliyor. Bu durum, özellikle ekonominin soğutulmaya çalışıldığı bir dönemde, soğumanın arzulanan düzeyde mi olduğunun yoksa arzulananın ötesine mi geçtiğinin anlaşılmasını güçleştiriyor.

İşsizlik

İşgücü piyasasına ilişkin en güncel veriler Nisan 2012 dönemine ait. Buna göre işsizlik oranı yüzde 9.0, işgücüne katılım oranı yüzde 49.6 ve istihdam oranı yüzde 45.2 oldu. 2011’in aynı döneminde ise durum şöyleydi: İşsizlik oranı yüzde 9.9, işgücüne katılım oranı yüzde 49.9 ve istihdam oranı yüzde 44.9. Nisan döneminde işsizlik oranında bir yıl öncesinin aynı dönemine kıyasla gerçekleşen 0.9 puanlık azalmanın bir kısmı işgücüne katılımdaki düşüşten kaynaklandı. Bir kısmı da istihdam oranının artmasıyla gerçekleşti.

Kriz sırasında yüzde 15’e kadar sıçrayan (mevsim etkisinden arındırılmış) işsizlik oranı, 2010 ile 2011’in önemli bir kısmındaki hızlı büyüme sonrası keskin biçimde düşmüştü. Son dokuz aydaki işsizlik oranı, yüzde 9.4 ile yüzde 9 aralığında hareket etti. Mevsim etkisinden arındırma yönteminin oluşturabileceği küçük oynamalar bir tarafa bırakılırsa şu rahatlıkla belirtilebilir: 2011’in Eylül ayından bu yana işsizlik oranı belirgin bir atalet gösteriyor. Nisan döneminde işsizlik oranı sözünü ettiğimiz aralığın alt sınırının çok az üzerinde gerçekleşti: Yüzde 9.03. İşsizliğin uzunca sayılabilecek bir süre ortalama yüzde 9.2 dolaylarında kalması da yılın ilk çeyreğindeki belirgin yavaşlamanın olumsuz bir sonucu olarak ortaya çıkıyor.

¹ TCMB’nin 2012.II sayılı enflasyon raporunda bu sorunu ele alan bir kutu yer alıyor.

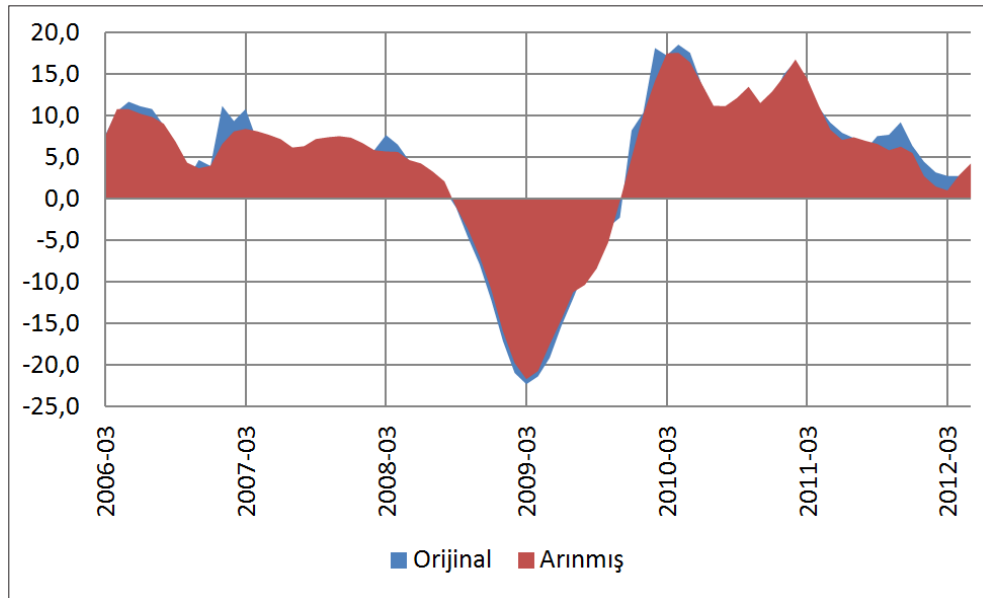
III. YAVAŞLAMA İKİNCİ ÇEYREKTE DE SÜRDÜ MÜ?

Bu bölümde ekonomik yavaşlamanın yılın ikinci çeyreğinde de sürüp sürmediği sorusuna yanıt aranıyor. Bu nedenle, eldeki mevcut veriler bu soru çerçevesinde inceleniyor.

Sanayi üretimi

İkinci çeyrekteki gelişmeleri öncelikle sanayi üretimini inceleyerek değerlendirmekte yarar var. Kullanılabilecek farklı filtreler ve farklı filtreleme dönemleri nedenleriyle, mevsim etkisinden arındırılmış verilere bakmak kimi zaman yanlış değerlendirmelere yol açabiliyor.¹ Bu nedenle, hem orijinal hem de takvim etkisinden arındırılmış verileri kullanarak bir yıl öncesinin aynı ayına göre kıyaslama yapacağız. Böyle bakıldığında, sanayi üretiminin yıllık artış hızının önemli ölçüde azaldığı hemen belirginleşiyor. Üretim artış hızında ana eğilim aşağıya doğru. Aylık veriler doğal olarak ana eğilim etrafında dalgalanmalar gösteriyorlar. Her ay itibarıyla üçer aylık ortalamalara bakılınca resim daha net ortaya çıkıyor. Grafik 3'te hem orijinal sanayi üretim endeksinin hem de takvim etkisinden arındırılmış halinin, aylar itibarıyla üçer aylık ortalamalarının bir yıl öncesinin aynı ayına kıyasla yüzde değişimleri gösteriliyor. Özellikle nisan ayına kadar olan dönemdeki çarpıcı düşüş eğilimi hemen belirleniyor.

Grafik 3. Sanayi üretim endeksinin (orijinal seri ve takvim etkisinden arındırılmış seri) üçer aylık ortalamalarının bir yıl öncesinin aynı ayına kıyasla yüzde değişimleri: 2006 Ocak – 2012 Mayıs. Kaynak: TÜİK.



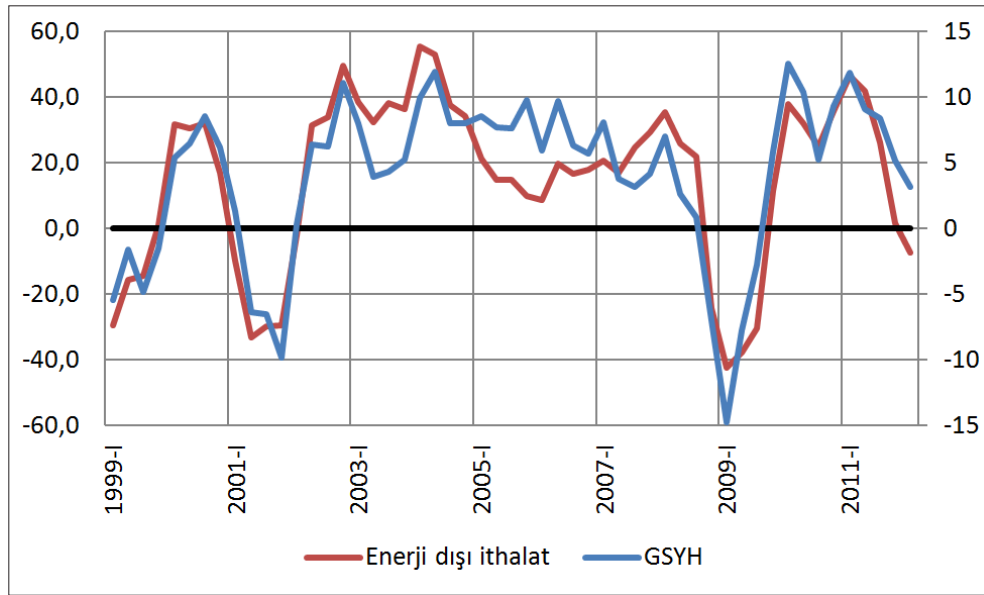
Arındırılmamış verilere göre, aylık sanayi üretiminin bir yıl öncesine kıyasla ortalama artışı 2010 yılında yüzde 13,3 oldu. Bu değer 2011'in ilk dokuz ayında yüzde 10,1'e, son üç ayda ise yüzde 6,6'ya düştü. 2012'nin ilk beş ayında ise aynı değer yüzde 3,2 olarak gerçekleşti. Kısaca, sanayi üretiminde

belirgin bir yavaşlama var. Bununla birlikte yavaşlamanın 2012'nin ikinci çeyreğinde sona ermiş olma olasılığını da dikkate almak gerekiyor: Nisan ve mayıs aylarındaki ortalama sanayi üretim artışı yüzde 3.8.

İthalat

Hem toplam hem de enerji dışı ithalatımızın yıllık artış hızları ile GSYH artış hızları (büyüme oranımız) arasında aynı yönlü ve çok yakın bir ilişki var. Grafik 4'te enerji dışı ithalatımız ile GSYH büyüme oranı arasındaki ilişki 1999'un ilk çeyreği ile 2012'nin ilk çeyreği arasındaki dönem için gösteriliyor. Tüm ekonomik küçülme dönemlerinde (1998-99 Rusya krizi, 2001 krizi ve küresel kriz) ithalat artışı negatif oluyor.

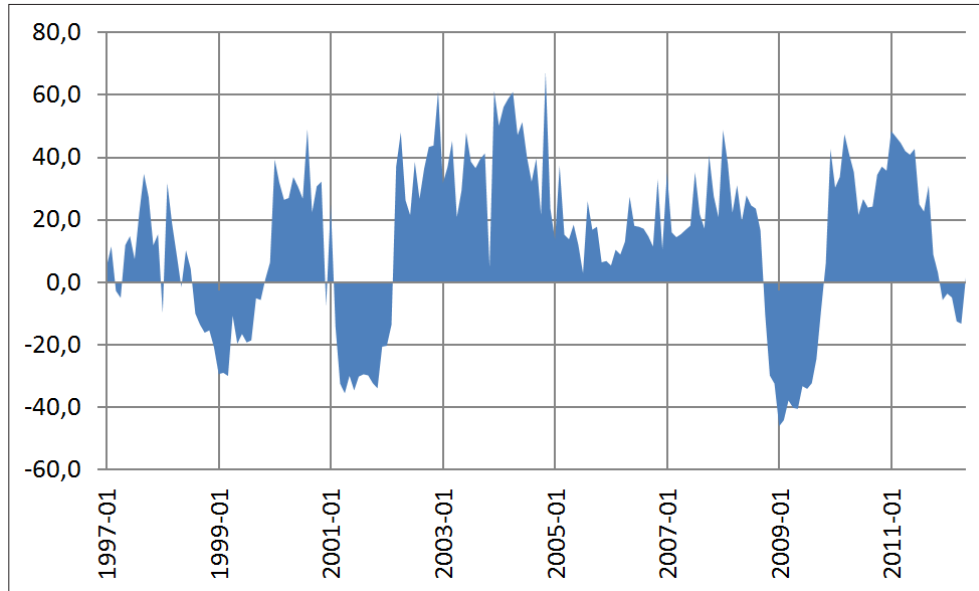
Grafik 4. GSYH ve enerji dışı ithalat yıllık yüzde artış hızları: 1999.1 - 2012.1 (sağ eksen GSYH için). Kaynak: TÜİK.



Son dönemdeki ithalat gelişmelerini bu çerçevede ele almak yararlı olacak. Grafik 5'te enerji dışı ithalatımızın Ocak 1997 – Mayıs 2012 dönemindeki yıllık artış hızları veriliyor. Tüm kriz dönemlerinde ithalatımız bir yıl öncesinin aynı dönemine göre azalıyor; yıllık artış hızları eksi değerler alıyor. Aynı olgu, grafikte gösterilmemekle birlikte, toplam ithalat için de geçerli. Son aylardaki rakamsal gelişmeler de şöyle: Enerji dışı ithalatımız 2011'in üçüncü çeyreğinde yüzde 26.3, son çeyreğinde ise yüzde 1.7 oranında artıyor. 2011'in son ayında artış hızının sıfırın altına düştüğünü belirtmek gerekiyor. Bu durum 2012'nin ilk dört ayında da sürüyor: Yıllık artış hızı ocakta eksi yüzde 3.5, şubatta eksi yüzde 4.8, martta eksi yüzde 12.4 ve nisanda eksi yüzde 13.2 oldu. Buna karşılık, mayıs ayında bir yıl öncesinin aynı ayından yüzde 1.8 daha fazla enerji dışı ithalat yapıldı. Öte yandan, ithalat döviz bileşenlerine göre incelenince de benzer bir resim ortaya çıkıyor. Hem euro cinsinden hem de dolar cinsinden ithalatın gelişimi birbirlerinden farklı değil. İthalata ilişkin bir diğer dikkat çekici nokta ise yatırım malları ithalatının mayıs ayında da bir yıl öncesine göre azalmayı sürdürmesi oldu.

Yılın ilk beş ayındaki ithalat gerçekleştirmeleri, sanayi üretim gelişmeleri ile örtüşüyor. Dördüncü aydaki ithalat artışının negatif, beşinci aydakinin ise sıfıra yakın bir düzeyde pozitif olması ekonomimizin ikinci çeyreğindeki büyüme oranı açısından ne ima ediyor? Dış koşullarda yeni bir kötüleşme olmazsa, yavaş büyüme döneminin nisan ayı sonunda büyük bir olasılıkla sona erdiği belirtilebilir. Hemen vurgulamak gerekiyor; yavaş büyüme döneminin sona ermesi, arkasından hemen hızla büyüyeceğimiz anlamına gelmiyor. Aksine, buraya kadar değerlendirilen veriler ikinci çeyrekte ekonominin büyüme performansının birinci çeyrekte çok da farklı olmayabileceğini söylüyorlar. Öte yandan, ithalatın büyümenin bir türevi olarak belirlendiğini unutmamak gerekiyor. Bu nedenle ekonomik aktivitenin arkasındaki temel itici güçleri ele alıp değerlendirmek gerekiyor.

Grafik 5. Enerji dışı ithalatın yıllık yüzde artış hızları: Ocak 1997 – Mayıs 2012. Kaynak: TÜİK.



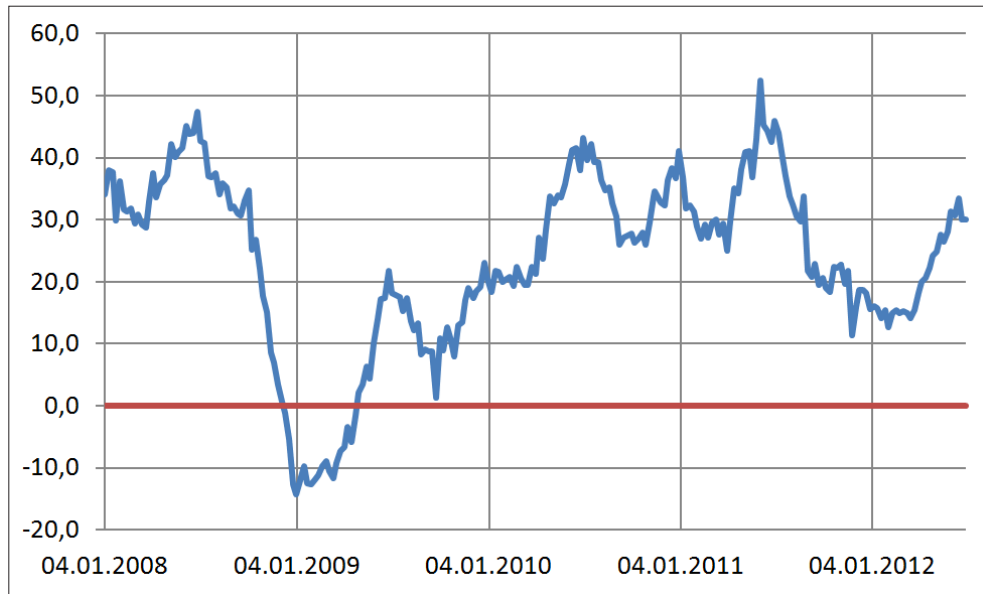
Yurtiçi kredi gelişmeleri

Haftalık kredi verileri nisan ayının başından bu yana kredi arzının artış hızının yükselmekte olduğunu ortaya koyuyor. Kur hareketlerinden gelen etkilerden kurtulmak için, önce sadece lira cinsinden kredilere bakıyoruz. Grafik 6'da on üç haftalık ortalama lira cinsinden kredilerin bir dönem öncesine göre değişim oranları yıllıklandırılmış olarak gösteriliyor. Mart 2012 ortalarından itibaren lira cinsinden kredi arzında tekrar bir hızlanma belirleniyor. Birkaç rakam durumu daha açık ortaya koyacak: 2011'in ilk yedi ayındaki dönemsel değişimlerin ortalaması yüzde 35.7. 2012'nin sonlarına doğru yavaşlıyor ve yılın son üç ayında yüzde 18.8 oluyor. Bu değer 2012'nin ilk üç ayında yüzde 15.2'ye düşüyor. İkinci üç ayda ise yüzde 26.9'luk bir ortalama var. Haziran ayındaki haftalarda ise kredi artış hızı yüzde 30'a yükseliyor.

Tüketici kredileri ve bireysel kart kullanımında da benzer bir eğilim saptamak mümkün. Grafik 7'de on üç haftalık ortalama tüketici kredilerinin ve bireysel kart kullanımının bir dönem öncesine göre değişim oranları yıllıklandırılmış

olarak gösteriliyor. Yıllıklandırılmış dönemsel değişim hızı Haziran 2011 ortalarında zirveye ulaşıyor (yüzde 52.5). Daha sonra artış hızında keskin bir düşüş var. Bu düşüş Şubat 2012 başlarında sona eriyor. Şubat ve mart aylarında dönemsel artış hızı yüzde 11 civarında çok küçük dalgalanmalar gösterdikten sonra tekrar yükselmeye başlıyor. Nisan ve Mayıs ortalama artış değeri yüzde 17.3 oluyor. Haziran ayındaki haftalar ile temmuzun ilk haftasını kapsayan dönemin ortalaması ise yüzde 24.2 olarak belirleniyor. Son iki ayda tüketici kredileri ve bireysel kredi kartlarının dönemsel değişiminde önemli bir artış olduğu açık. Ancak, bu artışın 2011'in ilk yedi ayında gerçekleşen yüzde 40'lık artış oranından oldukça düşük olduğuna da dikkat etmek gerekiyor.²

Grafik 6. Lira cinsinden (on üç haftalık ortalama) kredi hacminin bir dönem öncesine göre değişim oranları: Ocak 2008 ilk hafta – Haziran 2012 son hafta (yıllıklandırılmış % değişimler). Kaynak: BDDK.



Grafik 7. Tüketici kredileri ve bireysel kart kullanımının (on üç haftalık ortalama) bir dönem öncesine göre değişim oranları: Ocak 2008 ilk hafta – Temmuz 2012 ilk hafta (yıllıklandırılmış % değişimler). Kaynak: TCMB.



² TCMB'nin bazı raporlarında ve yetkililerinin yaptıkları bazı sunumlarda, on üç haftalık ortalama

İhracat

Payı azalmakta olmakla birlikte Türkiye'nin ihracatının hala çok önemli bir kısmı Avrupa'ya yönelik (Tablo 1 ve 2). Avrupa'daki olumsuz durum şüphesiz Türkiye'nin ihracatını da olumsuz etkiliyor. Bu olumsuzluk, yurtiçinde üretilen mal miktarına yansiyarak ekonomik büyüme oranımızın daha düşük değerlerde kalmasına yol açıyor. Yukarıda tartışılan kredi gelişmeleri ile üst üste geldiğinde, ekonomimizdeki belirgin yavaşlamanın en temel iki nedeni de böylelikle ortaya çıkıyor.

Tablo 1. 2011 yılında en çok ihracat yapılan 10 ülkenin, Türkiye'nin toplam ihracatından aldığı paylar (Yıllık): 1996 – 2011. Kaynak: TÜİK.

	ABD	Almanya	BAE	Fransa	Irak	İran	İngiltere	İspanya	İtalya	Rusya
1996	7.1	22.3	0.9	4.5		1.3	5.4	1.6	6.2	6.5
1997	7.7	20	1	4.4		1.2	5.8	1.7	5.3	7.8
1998	8.3	20.2	0.9	4.8		0.7	6.4	1.9	5.8	5
1999	9.2	20.6	1.5	5.9		0.6	6.9	2.9	6.3	2.2
2000	11.3	18.6	1.1	6		0.8	7.3	2.6	6.4	2.3
2001	10	17.1	1.2	6		1.2	6.9	3	7.5	2.9
2002	9.3	16.3	1.3	5.9		0.9	8.4	3.1	6.6	3.3
2003	7.9	15.8	1.5	6	1.8	1.1	7.8	3.8	6.8	2.9
2004	7.7	13.8	1.8	5.8	2.9	1.3	8.8	4.1	7.4	2.9
2005	6.7	12.9	2.3	5.2	3.7	1.2	8.1	4.1	7.6	3.2
2006	5.9	11.3	2.3	5.4	3	1.2	8	4.3	7.9	3.8
2007	3.9	11.2	3	5.6	2.7	1.3	8	4.3	7	4.4
2008	3.3	9.8	6	5	3	1.5	6.2	3.1	5.9	4.9
2009	3.2	9.6	2.8	6.1	5	2	5.8	2.8	5.8	3.1
2010	3.3	10.1	2.9	5.3	5.3	2.7	6.4	3.1	5.7	4.1
2011	3.4	10.3	2.7	5	6.2	2.7	6	2.9	5.8	4.4

Tablo 2. 2011 yılında en çok ihracat yapılan 10 ülkenin, Türkiye'nin toplam ihracatından aldığı paylar (Ocak - mayıs toplamı): 1996 – 2012. Kaynak: TÜİK.

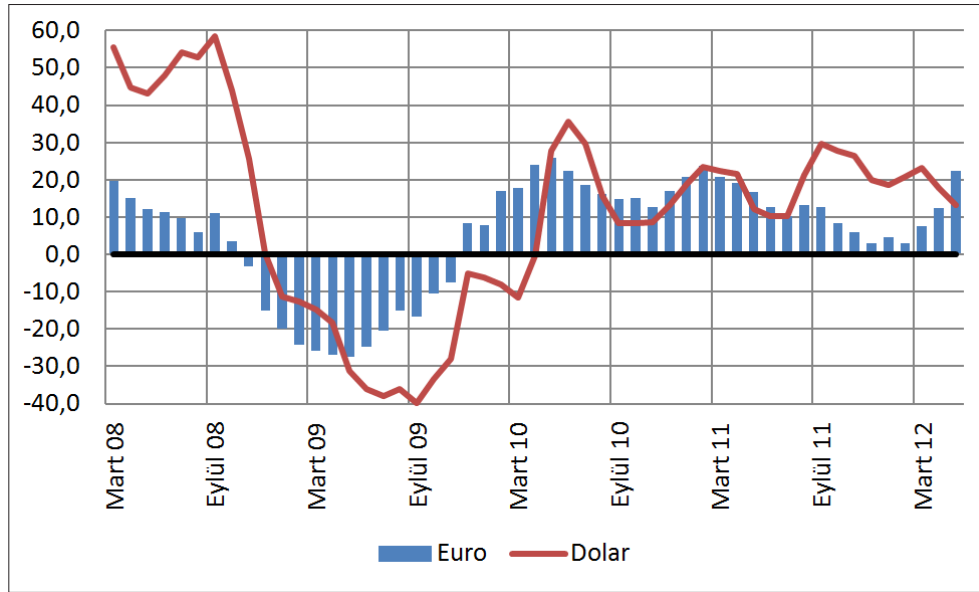
	ABD	Almanya	BAE	Fransa	Irak	İran	İngiltere	İspanya	İtalya	Rusya
1996	7.6	21.4	1	4.7		0.9	5.3	1.7	6.8	6.3
1997	8.5	20.6	0.7	4.5		1.4	5.5	1.7	5.2	7.3
1998	9.4	19.7	0.9	4.7		0.9	6.1	1.7	6	6.5
1999	9.3	20.3	1.5	5.9		0.5	6.4	2.8	6.4	2.1
2000	11.6	18.6	1.3	6.2		0.9	7	2.6	6.7	2.2
2001	11.3	17.8	1.2	6.4		1.2	6.6	3	7.7	2
2002	9.4	16.1	1.3	6		0.8	7.7	3	6.9	4.2
2003	8.4	16.5	1.5	5.8		1	7.4	3.8	7	2.7
2004	7.8	14.3	2.1	6.3	2.6	1.1	8.6	4.2	6.9	2.9
2005	6.5	13.1	2.3	5.5	3.6	1.3	7.9	4.1	7.5	2.9
2006	6.8	11.9	1.8	5.9	3.3	1.2	7.8	4.4	8.7	3.3
2007	4.3	11.3	3.1	5.6	2.7	1.2	7.7	4.6	7.4	4.3
2008	3.1	10.1	5	5.4	2.2	1.6	6.4	3.6	6.6	5
2009	2.9	9.4	3.2	5.7	5.3	2	4.8	2.4	5.4	3.1
2010	3.1	9.6	2.9	5.9	4.8	2.2	5.8	3.2	6.1	3.6
2011	3.5	10.5	3	5.3	5.6	2.6	5.8	3.1	6.6	4.4
2012	3.9	9.1	2.9	4.2	6.8	7	5.7	2.6	4.3	4.3

kredi verilerinden elde edilen yıllıklandırılmış dönemsel değişim oranlarında mevsimlik hareket olduğu belirtiliyor. Bu durumda şu soru akla geliyor: Hem tüketici hem de lira cinsinden kredilerde burada

Bunun en somut örneği şüphesiz otomotiv sektörü ihracatımızın son aylarda bir yıl öncesinin aynı ayına kıyasla önemli ölçüde azalması. Otomotiv Sanayicileri Derneği verilerine göre yılın ilk altı ayında bir yıl öncesinin aynı dönemine göre otomobil ihracatımız yüzde 4.5, tüm otomotiv sektörünün ihracatı ise yüzde 5.7 oranında azaldı. Tüketici kredilerindeki yavaşlama yurtiçi satışları da olumsuz etkiledi. Yine aynı kaynağa göre, yılın ilk altı ayında bir yıl öncesinin aynı dönemine kıyasla otomobil üretimi yüzde 15.6, toplam sektör üretimi ise yüzde 9.2 oranında düştü. Salt haziran ayı verilerine bakıldığında ise üretim ve ihracat azalışlarının biraz daha yüksek olduğu belirleniyor. Tüm bu yüzde değişimlerin araç adetlerinden hesaplandığını, bu anlamda “reel” değişimleri yansıttıklarını belirtmek gerekiyor.

Hem Avrupa’nın ihracatımızdaki önemini dikkate alarak hem de çapraz kurların değişmesinden gelen etkilerden kurtulmak için ihracatımızı ikiye ayırarak incelemek yararlı olacak: Euro cinsinden yaptığımız ve euro cinsinden ölçülen ihracat ile dolar cinsinden yapılan ve dolar olarak ölçülen ihracat. İlkine kısaca “euro cinsinden ihracat” ikincisine ise “dolar cinsinden ihracat” diyeceğiz.

Grafik 8. Euro ve dolar cinsinden aylar itibariyle üçer aylık toplam ihracatın yıllık yüzde değişimi: 2008 Mart – 2012 Mayıs. Kaynak: TCMB.



Grafik 8’de hem euro cinsinden hem de dolar cinsinden ihracatımızın bir yıl öncesinin aynı dönemine kıyasla yüzde değişimleri gösteriliyor. Yıllık yüzde değişimler her ay için son üç ayın toplam ihracat değerlerinden hesaplanıyor. Üç nokta dikkat çekici. Birincisi, dolar cinsinden ihracatımızın yıllık artış hızı, 2011’in ikinci yarısının başlarından mayıs ayına kadar euro cinsi ihracatımızın yıllık artış hızından belirgin biçimde daha yüksek. Mayıs ayında ise tersi gerçekleşiyor. İkincisi, 2011’in başlarından mart ayına kadar euro cinsi ihracatımızın artış eğilimi aşağıya doğru. Üçüncüsü, euro cinsinden ihracat

değinen ve son zamanlarda artış yönünde olan hareketlerin en azından bir kısmı mevsimlik nedenlerle olabilir mi? Bizim yaptığımız istatistikî sınamalarda tüketici kredileri için belirgin bir mevsimlik hareket rastlanmadı. Buna karşılık, lira cinsinden krediler için zayıf da olsa öyle bir hareketin varlığından söz etmek mümkün. Bu bilgiler ışığında, son zamanlarda kredi serilerinde gözlenen hareketlerin mevsimlik nedenlerin oldukça ötesinde olduklarını vurgulamak gerekiyor.

son aylarda toparlanma emareleri gösterirken, dolar cinsinden ihracatta ise tersi geçerli.

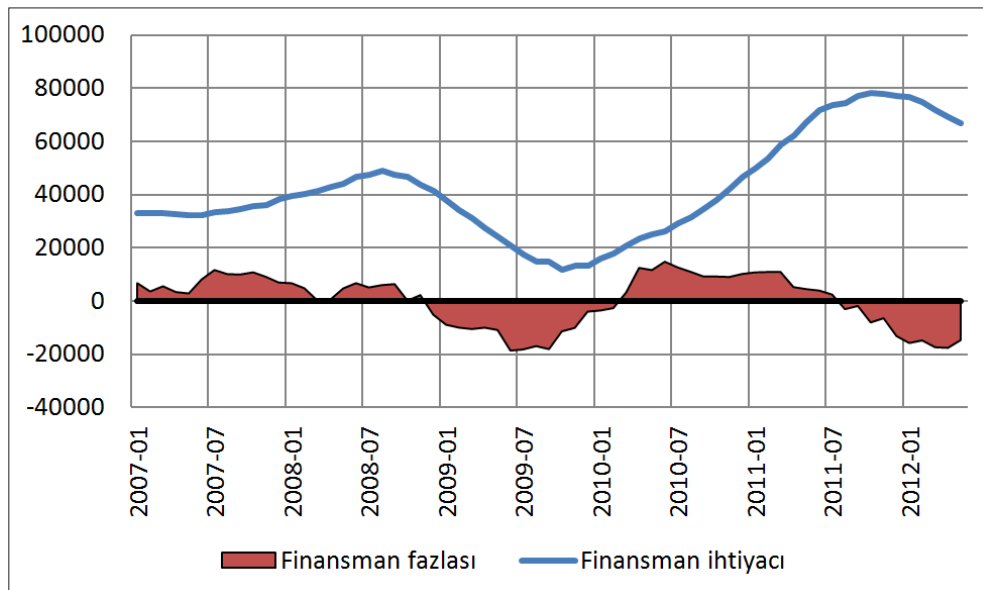
İhracat gelişmelerine ilişkin son vurgulanması gereken nokta yine “altın ihracatı” ile ilgili. 2012’nin ilk beş ayında normalin oldukça üzerinde gerçekleşen altın ihracatı esas olarak nisan ve mayıs ayında yoğunlaşıyor. İlk üç ayda parasal olmayan altın ihracatı 1.3 milyar dolar düzeyindeyken, nisan ve mayıs ayında 2.7 milyara ulaşıyor. Bu durumda 25.8 milyar dolar tutarında olan son iki ayın ihracat performansını önemli ölçüde etkilediği anlaşıyor altın ihracatının. İhracat gelişmelerini ikinci çeyrek büyümesi açısından değerlendirirken bu noktanın dikkate alınması gerekiyor.

Cari işlemler açığı ve finansmanı

On iki aylık toplamlar incelendiğinde cari işlemler açığının 2011’in Ekim ayında 78.3 milyar dolar ile zirveye ulaştığı görülüyor. Bu tarihten sonra inişe geçiyor ve Mayıs 2012’de 67 milyar dolar oluyor. Cari açığındaki yaklaşık 11 milyar dolarlık bu azalıştaki temel etken ekonomideki yavaşlama sonucunda enerji dışı ithalatın azalması oldu (Grafik 5).

Cari açığındaki bu iyileşmeye karşın aynı dönemin önemli bir kısmında finansman açısından olumsuz gelişmeler yaşandı. Net hata ve noksan kaleminden gelen finansman katkısı ve resmi rezervlerin azaltılmasıyla sağlanan katkı bir tarafa bırakılıp, “normal finansman” olarak adlandıracağımız sermaye hareketlerine odaklanılınca, finansman açığı olduğu saptanıyor. Grafik 9’da, on iki aylık toplamlar olarak hem finansman ihtiyacı (cari açık) hem de normal finansman ile finansman ihtiyacı arasındaki fark gösteriliyor. Bu farkın artı değerler alması finansman fazlası olduğunu ifade ediyor. Görüldüğü gibi 2011’in Ağustos ayından bu yana finansman açığı var. Bu açık Nisan 2012’de 17.6 milyar dolara ulaştıktan sonra mayıs ayında 14.7 milyar dolara düştü.

Grafik 9. Cari işlemler açığımızdan doğan finansman ihtiyacı ve sermaye hareketleri ile finansman ile finansman ihtiyacı arasındaki fark: 2007 Ocak – 2012 Mayıs. (milyon dolar, on iki aylık toplamlar). Kaynak: TCMB.



Bu durumun, 2011'in ikinci yarısında ve bir ölçüde 2012'nin ikinci çeyreğinin bir kısmında döviz kurunda oluşan yukarıya doğru baskının ana nedeni olduğunu belirtmek gerekiyor. Ancak son on iki aylık rakamlar yerine aylık rakamlara bakınca nisan ve mayıs aylarında finansmanın, finansman ihtiyacının belirgin biçimde üzerine çıktığı belirleniyor. Avrupa'nın içinde bulunduğu durum dikkate alındığında ise bu olgunun kalıcılığı hakkında derin şüpheler uyanıyor.

Bütçe gelişmeleri

Geçen yılın haziran ayında 3.1 milyar lira fazla veren bütçe, bu yılın haziran ayında 6.3 milyar lira açık verdi. Böylece yılın ilk altı ayında toplam bütçe açığı 6.7 milyar liraya yükseldi. Oysa 2011'in ilk yarısında bütçe 2.9 milyar lira fazla vermişti. Bir başka deyişle, 2012'nin ilk altı ayında bütçe dengesinde 10 milyar lirayı aşan bir bozulma gözlemlendi. Verilere ayrıntılı bakıldığında, özellikle haziran ayında yoğunlaşan bu bozulmada, memur maaşlarına yapılacak zamların belli olmasından sonra, altı aylık hak edişlerin bu ayda ödenmesinin etkili olduğu belirleniyor. Ancak bu durum, bütçe performansındaki bozulmanın geçici olduğu beklentisini uyandırmamalı. Çünkü aynı dönemde bazı önemli kalemlerden sağlanan gelirlerde artışlar oldukça sınırlı kaldı.

Tablo 3. Bazı bütçe kalemlerinin yıllık artış hızları ve enflasyon (%). Kaynak: Maliye Bakanlığı

	Yıllık artışlar (%)			Paylar (%)	
	2012.I	2012.II	2012 ilk altı ay	2011	2012 ilk altı ay
Merkezi yönetim gelirleri	12.6	9.6	11.0	100.0	100.0
Gelir ve kazanç üzerinden alınan vergiler	19.9	3.9	11.2	25.6	25.4
Dahilde alınan katma değer vergisi	9.2	-5.4	1.7	10.1	9.5
Özel tüketim vergisi	4.5	6.1	5.4	21.7	19.3
Uluslararası ticaret ve muamelelerden alınan vergiler	7.9	-2.2	2.3	18.1	16.1
Merkezi yönetim bütçe giderleri	15.1	20.8	17.9	100.0	100.0
Faiz hariç bütçe giderleri	13.0	22.9	18.1	86.5	84.5
Personel	15.0	22.1	18.4	27.4	30.3
Yatırım	13.8	4.0	6.1	9.8	4.3
Sosyal güvenlik transferleri	2.4	57.3	25.6	17.4	20.8
Faiz giderleri	24.0	5.5	17.0	13.5	15.5
Ortalama tüketici enflasyonu	10.4	8.9	10.0		

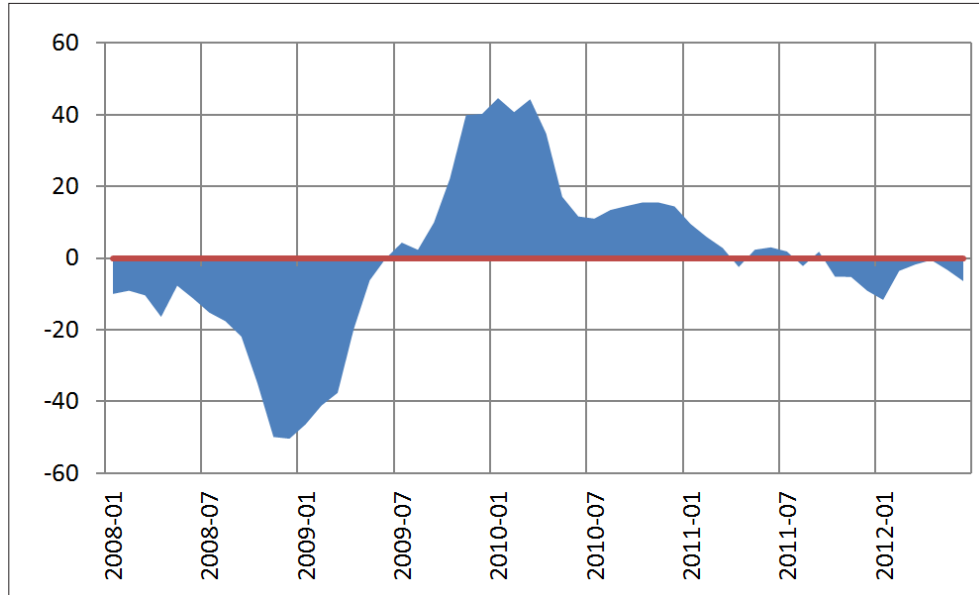
Tablo 3'te seçilmiş bütçe gelirlerinin yıllık artış oranları gösteriliyor. Dahilde alınan katma değer vergisi, özel tüketim vergisi ve uluslararası ticaret ve muamelelerden alınan vergilerin toplam vergi gelirlerine oranı 2011 yılında yüzde 50 düzeyindeydi. Bu üç kalemden yılın ilk altı ayında sağlanan gelirlerin bir yıl öncesinin aynı dönemine göre artış hızı enflasyonun belirgin biçimde altında kaldı. Bu gelişmede, ekonomideki yavaşlama kadar, 2011'de vergi barışından gelen tek seferlik gelirlerin de önemli etkisi oldu. Çeyrekler itibarıyla bakıldığında ise, dahilde alınan katma değer vergisi ile uluslararası ticaret ve muamelelerden alınan vergilerin yılın ikinci çeyreğinde bir yıl öncesine

kıyasla azaldığı belirleniyor. Buna karşılık özel tüketim vergisindeki artış ilk çeyreğe kıyasla biraz daha yüksek. Gelir kalemlerindeki bu gelişmelerin, yukarıda incelenen tüketim ve ithalat gelişmeleri ile uyumlu olduklarını not etmek gerekiyor. Harcama tarafındaki artışın ise hem gelirlerdeki artışın hem de enflasyonun oldukça üzerinde olduğu gözleniyor (Tablo 3).

Ekonomiye duyulan güven

TCMB'nin yayınladığı "Reel Kesim Güven Endeksi" ekonomideki hareketleri anlamak açısından yararlı bir endeks. Bu endekste 100, kritik eşiği gösteriyor. 100'ün altına inildikçe güvenin azaldığı, üzerine çıkıldıkça da ekonomiye duyulan güvenin arttığı anlaşıyor. Küresel krizin çok şiddetli olarak yaşandığı 2008'in son çeyreği ile 2009'un ilk yarısı arasında bu endeks çok düşük değerler almıştı. 2008 sonunda 52 ile en düşük değer ölçülmüştü. Ocak 2010 – Mayıs 2012 döneminde sadece bir kez (2011 sonunda) endeks değeri 100'ün altına düştü. Tüm bu dönem ekonomiye duyulan güven açısından olumlu bir dönemdi. Ancak, Ekim 2011'den itibaren tüm endeks değerleri bir yıl öncesinin aynı ayına kıyasla daha düşük değerler aldılar (Grafik 10). Endeksin reel kesim temsilcilerine yönelik bir ankete dayandığı ve anketin bazı sorularının gelecek üç aya ilişkin olduğu dikkate alındığında, endeksteeki gelişmeler, en azından yılın ilk beş ayında ekonominin bir yıl öncesinin aynı dönemine kıyasla belirgin biçimde yavaşladığını ortaya koyuyor.

Grafik 10. Reel kesim güven endeksinde gelişmeler: 2010 Ocak – 2012 Mayıs (bir yıl öncesinin aynı ayına kıyasla değişim, puan). Kaynak: TCMB



Öncü göstergeler

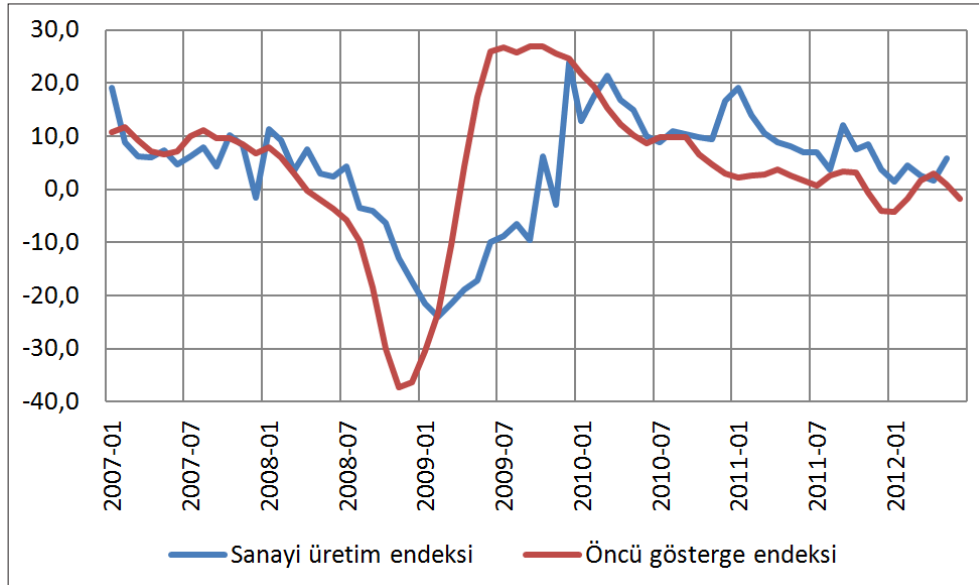
TCMB'nin özellikle geleceğe ilişkin yorum yapmak açısından bir diğer önemli yayını "bileşik öncü göstergeler endeksi"dir.³ Endeks yedi değişkenden oluşuyor: Enerji üretimi, Hazine faizi, ara malı ithalatı ile reel kesime yönelik TCMB'nin yaptığı ankette elde edilen mamul mal stoklarına, iç piyasa siparişlerine, istihdam ve ihracat olanaklarına ilişkin sorulara verilen yanıtlar. Bu endeksin devresel hareketleri (iş çevrimleri) ve

bu devrelerin dönüm zamanları (yavaş büyüme/daralmadan hızlı büyüme/genişlemeye geçiş zamanları), sanayi üretimindeki devresel hareketlerden ve dönüm zamanlarından önce gerçekleşiyor. Öncü göstergeler endeksinin son verisi Haziran 2012'ye ait. TCMB bu endeksin hem kendisini hem eğiliminden arındırılmış halini (devrelerini) hem de endeksteki altı aylık değişimleri yayınlıyor. Bu altı aylık değişimlerin dönüm zamanları da sanayi üretimindeki devrelerin dönüm zamanlarından önce geliyor. Herhangi bir değişkenin devresel kısmını bulmak için çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Burada bu yöntemleri kullanmadan, sanayi üretimi endeksinin devrelerini basit bir biçimde yıllık artış hızları ile yansıtacağız.

Grafik 11'de sanayi üretiminin yıllık artış hızları ile TCMB'nin bileşik öncü gösterge endeksinin altı aylık artış hızlarının seyri Ocak 2007'den bu yana gösteriliyor. Sanayi üretiminin yavaş büyüme (daralma) döneminin 2009'un Şubat ayında tamamlandığı, bundan sonra hızlı büyüme döneminin başladığı belirleniyor. Hızlı büyüme döneminin de 2010'un ortalarına doğru bittiği görülüyor. Yeni yavaş büyüme döneminin 2011'in başına kadar çok belirgin olmadığı ama bu tarihten itibaren büyüme hızındaki aşağıya doğru eğilimin belirginleştiği anlaşıyor. Öncü gösterge endeksinin altı aylık değişimine ait devrelerin 2008'in Kasım ayında, yani sanayi büyümesindekinden üç ay önce dibe vurduğu belirleniyor. Öncü endeksin son tepe noktasının ise 2009'un eylül ayında gerçekleştiği anlaşıyor. Bu zaman, sanayi üretimindeki son tepe noktasından en az yedi ay daha önce.

Dikkat edilirse, Mayıs 2012 itibarıyla sanayi üretimindeki yavaş büyüme döneminin tamamlanmış olma olasılığı mevcut. Keza, öncü endeksin 2012'nin Şubat ayında dibe ulaşmış olması ihtimali var. Ancak bu tarihi kesin bir dip noktası olarak belirlemek ve dolayısıyla yılın ikinci yarısından itibaren sanayi üretiminin, dolayısıyla da ekonomik aktivitenin yeniden canlanmaya başlayacağını belirtmek için henüz erken. Bunun ne kadar ihtimal dahilinde olduğunu beşinci bölümde tartışıyoruz.

Grafik 11. Sanayi üretimindeki ve TCMB'nin Bileşik Öncü Göstergeler Endeksi'ndeki devreler 2007 Ocak – 2012 Haziran (sanayi üretim endeksi bir yıl öncesinin aynı ayına kıyasla değişim, öncü endeks altı ay öncesine kıyasla değişim, %). Kaynak: TCMB ve TÜİK.



Değerlendirme

Sıra, bu bölümün başlığında yer alan soruya yanıt vermeye geldi. Yukarıdaki tartışma çerçevesinde, en azından ikinci çeyreğin ilk ayındaki ekonomik faaliyet hacminin ilk çeyrektekinden farklı olmadığı anlaşıyor. Mayıs ayı için ise hem benzer bir faaliyet düzeyine hem de bir miktar kıpırdanmaya işaret eden göstergeler var. İlk bakışta, kredi artış hızının nisan ayından itibaren yükselmeye başlaması, ikinci çeyreğin büyüme açısından birincisinden farklı olabileceğini düşündürebilir. Ancak, biraz derine inince bunun çok da doğru bir yorum olmayacağı ortaya çıkıyor. İki nedenle: Birincisi, kredi hacmindeki artışın yatırım ve tüketim harcamalarına dönüşerek üretimi canlandırmasının belli bir gecikmeyle olması beklenir. İkinci neden, öncü göstergeler endeksinin hareketi. Yukarıda belirtildiği gibi şubat ayında bir dip gerçekleşmiş olması olasılığı var. Öncü göstergeler endeksinin dönüm zamanlarının ekonominin faaliyet düzeyindeki dalgalanmalardan önce gerçekleştiği dikkate alındığında, bu ihtimal gerçekleşmiş olsa bile, ekonomideki faaliyet hacminin ikinci çeyrekte de canlanmadığı anlaşıyor. Kaldı ki, öncü göstergeler endeksinin gerçekten dibe vurup vurmadığını anlamak için henüz erken.

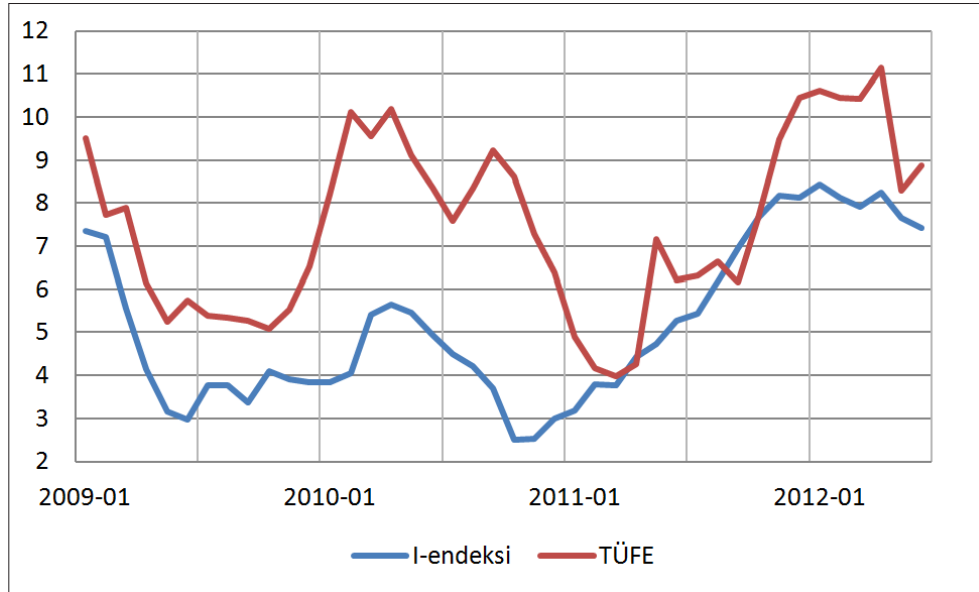
Bunlar alt alta toplandığında, 2012'nin ikinci çeyreğindeki büyümenin ilk çeyrektekinden çok farklı olmadığı saptamasını yapmak mümkün. Bu çerçevede, ikinci çeyrekte yavaş büyümenin sürdüğü, belki ilk çeyreğe kıyasla bir miktar iyileşme olduğu ama bunun çok da belirgin olmadığı belirtilebilir. Buraya kadar yapılan tartışma, mevcut durumu analiz ediyor. Şüphesiz ileride ne olabileceği daha önemli. Bu soruya tatmin edici bir yanıt verebilmek, öncelikle yurtdışı koşullardaki olası gelişmeleri ve bu gelişmeler çerçevesinde Türkiye'nin ekonomi politikasında olabilecek değişiklikleri incelemekle mümkün.

³ Daha ayrıntılı bilgi için şu kaynağa bakılabilir: A. Atabek, E. E. Coşar ve S. Şahinöz (2005). "A composite leading indicator for the Turkish economic activity", TCMB, İstatistik Genel Müdürlüğü.

IV. ENFLASYON

Tüketici enflasyonu 2011'in başlarından itibaren önemli ölçüde yükseldi ve yılı yüzde 10.4 düzeyinde tamamladı. 2012'nin ilk dört ayında da iki haneli rakamlarda kaldı, mayıs ayında yüzde 8.3'e düştü. Haziran ayında ise yüzde 8.9'a yükseldi. Bu düzeyin küçük dalgalanmalarla yılın son çeyreğine kadar sürmesi bekleniyor. Son çeyrekte ise TCMB enflasyonda belirgin bir düşüş öngörüyor; yıl sonu beklentisi yüzde 6.2. Bu öngörü 2012 yıl sonu hedefi olan yüzde 5'in üzerinde. TCMB, yüzde 6.2 değerini, son haftalarda petrol fiyatlarında gerçekleşen düşmeye ve bazı başka olumlu nedenlere dayanarak yeni açıkladı. Daha önceki öngörüsü yüzde 6.5 idi. Enflasyon açısından bir diğer dikkat çekici nokta, 2009'un Ekim ayında yüzde 2.5 gibi çok düşük bir düzeye inen temel enflasyonun (I endeksi ile ölçülen enflasyonun) mayıs ayına kadar sürekli artarak yüzde 8.2 düzeyine erişmesi. Mayıs ve haziran aylarında ise bu değerde küçük bir azalma olduğunu belirtmek gerekiyor (Grafik 12).

Grafik 12. Tüketici enflasyonu ve I temel enflasyon göstergesi: 2009 Ocak – 2012 Mayıs (yıllık %). Kaynak: TÜİK.



Enflasyondaki bu yükselişin arkasında büyük ölçüde 2010 sonlarından itibaren uygulanmaya başlanan ve bir sonraki bölümde tartışılan yeni para politikası var. Elbette enerji fiyatlarındaki artışın rolünü de unutmamak gerekiyor. Ancak Kasım 2010 – Nisan 2012 döneminde sürekli artan I endeksi ile ölçülen temel enflasyonunun enerji fiyatlarını dışladığına dikkat etmek gerekiyor. Yeni para politikasının enflasyonu artırıcı etkisi, özellikle 2010'un son ayları ile 2011'in ilk yarısı arasındaki dönemi kapsayan, liraya tedrici olarak değer kaybettirme politikası yoluyla gerçekleşti.

TCMB bu politikasının Türkiye'ye rekabet gücü kazandırma etkisini kamuoyu ile paylaşırken, bazı yükselen piyasa ekonomilerindeki gelişmeler ile Türkiye'nin nasıl ayrıştığını anlatıyor.⁴ Tablo 4'te aynı ülkelerin 2010 ve

2011 yıl sonu tüketici enflasyon değerleri ile Türkiye'ninki karşılaştırılıyor. Tartışmasız biçimde 2011 sonunda 2010 sonuna kıyasla hem enflasyonu en çok artan hem de en yüksek enflasyona sahip ülke Türkiye. Bu olgu, kur artışları yoluyla kazanılan rekabet gücünün bir müddet sonra bu kur artışlarının yaratacağı enflasyon ile geri alınabileceğine işaret ediyor.

Tablo 4. Yükselen piyasa ekonomilerinde tüketici enflasyonu (%). Kaynak: IMF World Economic Outlook

	2010	2011	Değişim
Türkiye	6.4	10.4	4.0
G. Afrika	3.5	6.1	2.6
Polonya	3.1	4.6	1.5
Şili	3.0	4.4	1.5
Kore	3.0	4.2	1.1
Brezilya	5.9	6.5	0.6
Kolombiya	3.2	3.7	0.6
Çek Cum.	2.3	2.4	0.1
Macaristan	4.7	4.1	-0.6
Meksika	4.4	3.8	-0.6
Endonezya	7.0	3.8	-3.2
ORTALAMA			0.4

⁴ Mesela TCMB'nin 2012.II sayılı enflasyon raporundaki Grafik 1.1.1.

V. NEDENLER

Bu bölümde yukarıda belirtilen gelişmelerin arkasındaki temel nedenlere bakacağız. Önce yurtiçindeki ekonomi politikasına, sonra da küresel gelişmelere değineceğiz.

Yurtiçinde ekonomi politikası

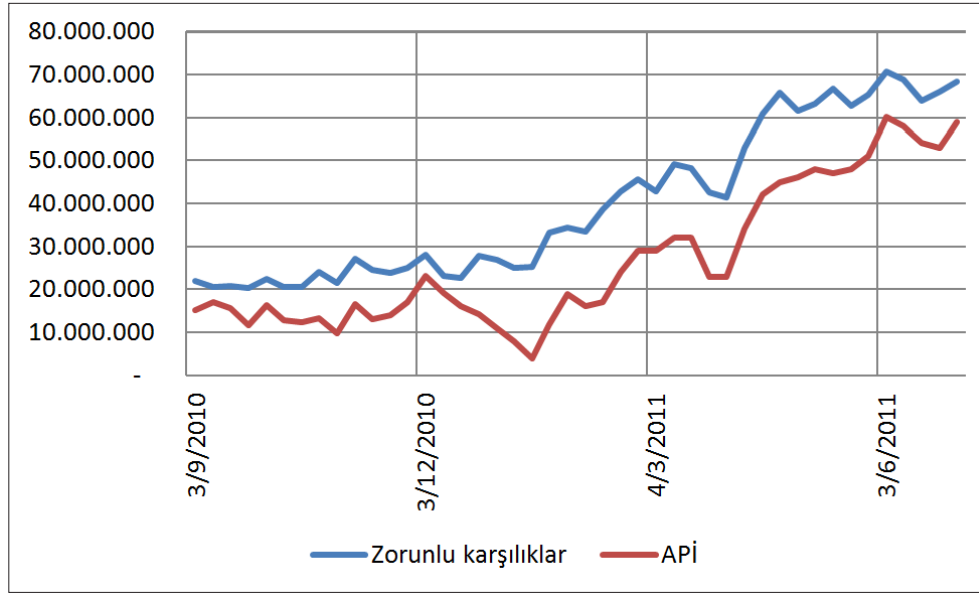
Kredi hacminin hızla artması, cari işlemler açığının rekora doğru gitmesi ve cari işlemler açığının doğurduğu finansman gereksiniminin ağırlıklı olarak kısa vadeli sermaye girişleri ile karşılanması, 2010'un sonlarına doğru finansal istikrarsızlık kaygılarını artırdı. Bu istenmeyen gelişmeler karşısında, ekonomi politikası tasarlayanların birbirlerini dışlamayan, aksine beraber de kullanılabilecek dört ekonomi politikası seçeneği vardı: Maliye politikasını bir miktar sıkılaştırmak, para politikasını ve makro-sakıngan (makro ihtiyatlı) politikayı kredi hacmini yavaşlatacak biçimde kullanmak, para politikasını reel kurdaki gelişmelere de tepki verecek şekilde tasarlamak ve kısa vadeli sermaye hareketlerini engelleyici önlemler almak.

Bunlardan sadece para politikasına ilişkin olanlar yapıldı. Maliye politikası sıkılaştırılmadı. Hatta ekonomideki dalgalanmalardan arındırılarak incelendiğinde, farklı bir ifadeyle yapısal bütçe dengesine bakıldığında, 2011 yılında bir önceki yıla kıyasla küçük bir gevşeme oldu. Sermaye hareketlerinin kısıtlanması ise hiç gündeme gelmedi.

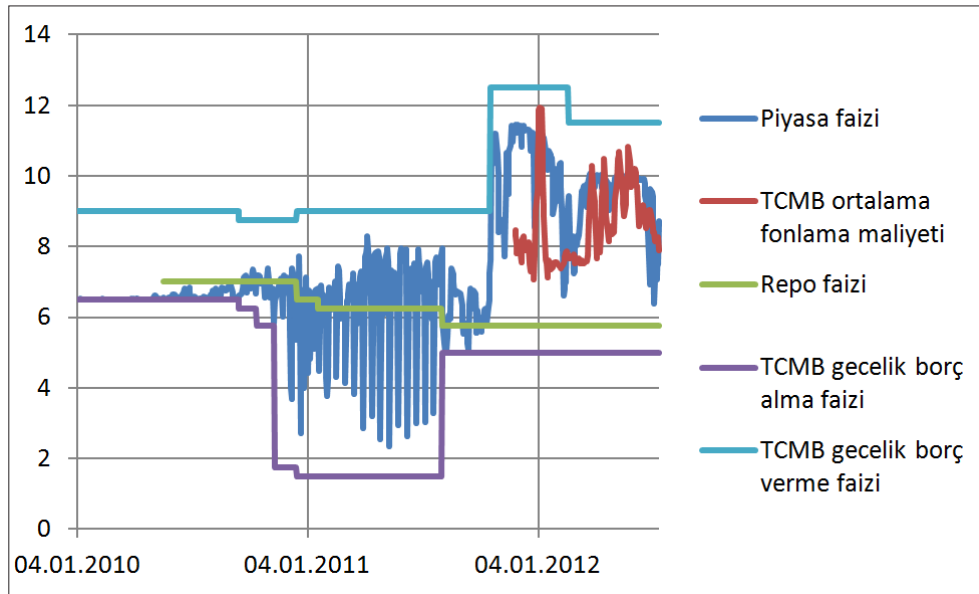
Hızlı kredi genişlemesinden kaynaklanan finansal istikrarsızlık riskini azaltmak amacıyla, Ekim 2010 – Haziran 2011 döneminde TCMB bir makro-sakıngan politika aracı olarak zorunlu karşılık oranlarını peşi sıra artırdı. Ama bu politika kredi hacminin artış hızında, yukarıda tartışıldığı gibi 2011 yılının ilk yarısında kayda değer bir değişiklik yaratmadı.⁵ Bankalar, yılın ilk yarısında zorunlu karşılık oranındaki bu artışı “telafi etmeyi” seçtiler ve TCMB’nin “el koyduğu” krediye çevrilebilir fonları kadar TCMB’den kısa vadeli borçlanmayı tercih ettiler. Grafik 13’te bankaların TCMB’de tutmak zorunda oldukları “zorunlu karşılıklar” ile TCMB’nin bankaların kendi aralarında yaptıkları işlemler sonucu ortaya çıkan kısa vadeli faizi (kısa vadeli piyasa faizini) politika faizine yakın bir yerde tutmak için bankalara vermek zorunda olduğu borç paranın (APİ) 3 Eylül 2010- 1 Temmuz 2011 dönemindeki günlük hareketleri gösteriliyor. Bu iki değişkenin paralel hareket ettikleri açık biçimde belirleniyor.

Bankaların TCMB’nin kredi hacmindeki hızlı artışı zorunlu karşılık oranlarını yükselterek önleme çabasını “etkisiz kılmaları” süreci, Haziran 2011 ortasında BDDK’nın kredi karşılık oranlarını kredi arzının artmasını zorlaştırıcı olacak biçimde düzenlemesiyle sona erdi. Özellikle 2011’in son dört ayında kredi hacmindeki artış belirgin biçimde yavaşladı. Bu gelişmede aşağıda tartışılacağı gibi Avrupa’daki krizin yılın ikinci yarısında derinleşmesi de önemli bir rol oynadı.

Grafik 13. Zorunlu karşılıklar ve bankaların TCMB'den aldıkları net borç miktarı (APİ): 3 Eylül 2010 – 1 Temmuz 2011 (milyar lira, haftalık veriler). Kaynak: TCMB.



Grafik 14. TCMB faizleri ve kısa vadeli piyasa faizi: 1 Ocak 2010 – 13 Temmuz 2012 (% basit). Kaynak: TCMB.

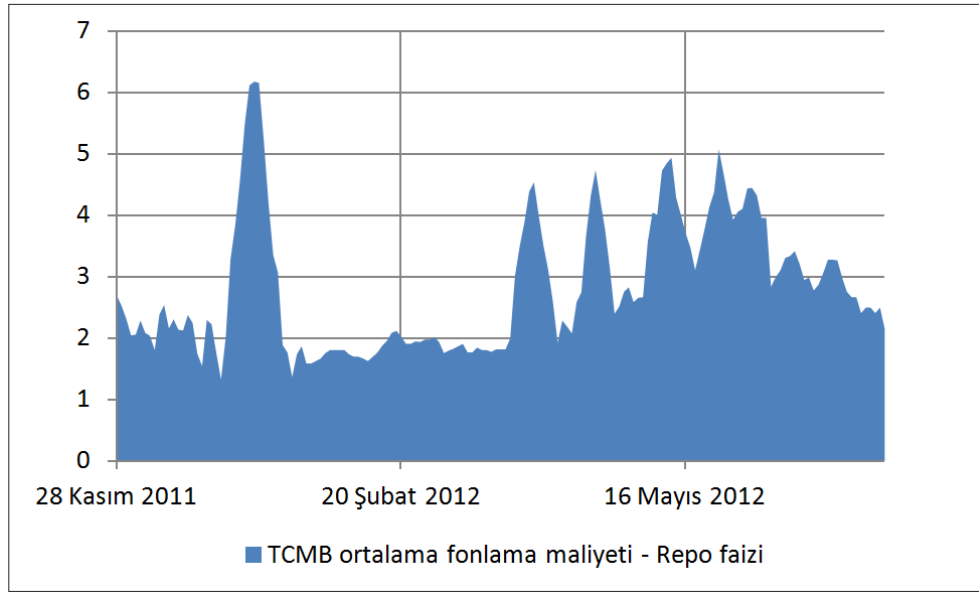


TCMB'nin yeni para politikası sadece zorunlu karşılık oranlarının artırılmasından ibaret değildi. TCMB, 2010'un son aylarından başlayarak liranın yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesini amaçlayan bir politika izledi. Hem zorunlu karşılık oranlarının artırılması sonucu kaybettikleri fonları bankaların TCMB'den borçlanarak telafi etmelerini engellemek hem de kısa vadeli sermaye girişlerini caydırmak için, kısa vadeli piyasa faizinin politika faizinden önemi ölçüde sapmasına izin verdi. Sapma aralığının genişlemesi için de faiz koridoru aşağıya doğru genişletildi (Grafik 14).⁶

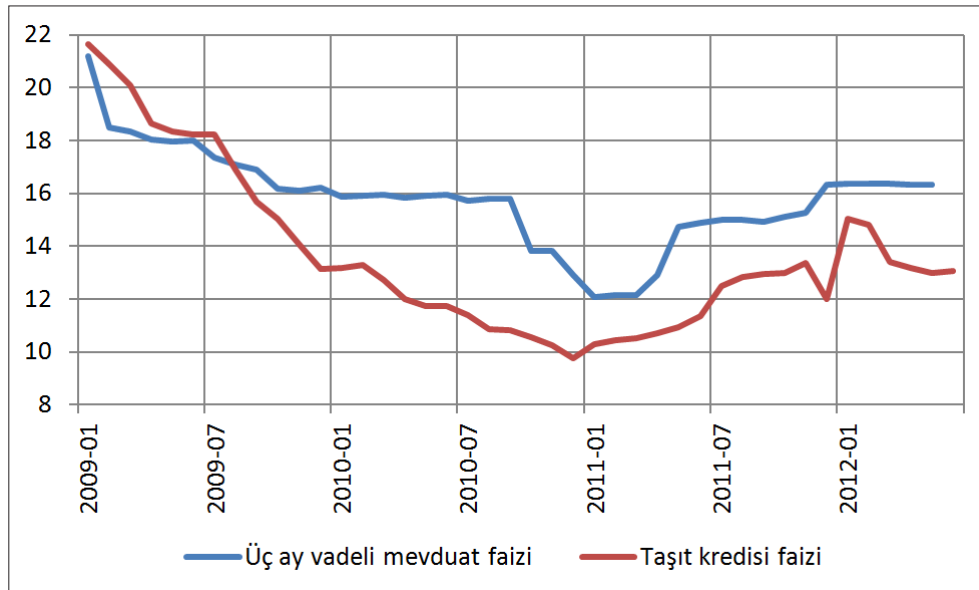
⁵ Bunun nedenleri şu kaynaklarda ayrıntılı bir biçimde tartışılmaktadır: F. Özatay, (2011). "Merkez Bankası'nın yeni para politikası: İki hedef – üç ara hedef – üç araç", İktisat, İşletme ve Finans, 26 (302), 27-43. F. Özatay, (2012). "Para politikasında yeni arayışlar", İktisat, İşletme ve Finans, 27 (315), 51-75.

Bu politika sonucunda, 2011'in ilk yarısında çoğu yükselen piyasa ekonomisinin parası yabancı para birimleri karşısında değerlenirken, lira değer yitirdi. 2011'in ikinci yarısında Avrupa'daki krizin şiddetlenmesi, risk alma iştahını azalttı ve Türkiye'ye giren net sermaye miktarı düştü. Bunun sonucunda, cari işlemler açığının finansmanı için yılın ikinci yarısında TCMB rezervleri kullanıldı. Ayrıca net hata ve noksan kalemindeki artış finansmana yardımcı oldu. Bu süreçte lira yabancı para birimleri karşısında hızla değer yitirdi.

Grafik 15. TCMB'nin gerçek politika faizi (ortalama fonlama maliyeti) ile repo faizi arasındaki fark: 28 Kasım 2011 – 13 Temmuz 2012 (puan). Kaynak: TCMB.



Grafik 16. Üç ay vadeli lira cinsinden mevduat faizi ve taşıt kredisi faizi: Ocak 2009 – Nisan 2012 (%). Kaynak: TCMB.



⁶ Şu kaynağa bakılabilir: Başçı, E. ve H. Kara, (2011). "Finansal istikrar ve para politikası", İktisat, İşletme ve Finans, 26 (302), 9-25.

Tüketici enflasyonunun 2011 yılı sonunda hedefin çok üzerine çıkarak iki haneli rakamlara ulaşmasında bu gelişme önemli bir rol oynadı. TCMB yükselen enflasyonu tekrar kontrol altına almak üzere kısa vadeli piyasa faizinin önemli ölçüde yükselmesine izin verdi. Daha önce politika faizi olan haftalık repo faizi, politika faizi olma özelliğini yitirdi. Yerini, TCMB'nin "ortalama fonlama maliyeti" aldı. Kasım 2011 sonlarından itibaren gerçek politika faizi olan ortalama fonlama maliyeti her gün değişti ve bu faiz politika faizinin çok yukarısında seyretti. (Grafik 14 ve 15). Faiz haddinin yükselmesi beraberinde mevduat ve kredi faizlerinde de artışa yol açtı (Grafik 16). Ekonomik faaliyet düzeyindeki yavaşlamada bu gelişme de rol oynadı.

Yurtdışındaki gelişmeler

2011'in son dört ayı ile 2012'nin ilk üç ayını kapsayan dönemde yurtiçinde kredi hacminin daralmasında, özellikle euro cinsinden ihracatın artış hızının giderek düşmesinde ve risk alma iştahının azalmasıyla döviz kurunun artarak enflasyona yukarıya doğru baskı oluşturmada dış koşullar önemli bir rol oynadı. Özellikle de Avrupa'daki gelişmeler belirleyici oldu. Bu alt bölümde kısaca Avrupa'daki son gelişmelere değineceğiz.

Avrupa 2009'un sonlarından itibaren önce Yunanistan ve İrlanda'da boy gösteren, kısa bir süre sonra da Portekiz, İspanya ve İtalya gibi ülkelere sıçrayan krizden henüz kurtulamadı. Kurtulamadığı gibi, geline nokta bu ülkelerin önemli bir kısmının Euro Bölgesi'nden çıkmak zorunda kalabilecekleri ihtimali, tüm dünyayı ürkütüyor. Bu gerçekleşirse kürenin yeni bir finansal krize ve resesyona sürüklenmesinden korkuluyor.

Avrupa'nın orta vadede çözüm bekleyen temel sorunlarından biri, tek bir para politikası varken çok farklı maliye politikaları olması. Bu olgu, geçmişte bazı ülkelerde gevşek maliye politikasına yol açtı. Özellikle Yunanistan, İtalya ve Portekiz için geçerliydi bu olgu. Bu soruna ek olarak, küresel krizin bankacılık sektörünü İspanya gibi ülkelerde batmanın eşiğine getirmesi ve bu bankalara bütçeden yapılan katkılar bütçe açıklarını ve kamu borçlarını sıçrattı.

İster başından beri yüksek kamu açıkları sorunu ile boğuşulsun isterse bankaları kurtarma operasyonları sonucunda bu sorun ile yüz yüze kalınsın, kısa vadeli en büyük sorun ne 2010'da ne 2011'de ne de alınan onca karara karşın 2012'nin ilk yarısında hiç değişmedi; hep bu açıkların nasıl finanse edileceği oldu. 2010'dan beri bu finansman gereksiniminin karşılanamayacağı ve borçların yeniden yapılandırılmak zorunda kalınacağı düşünüldüğünden, ülkeler ancak yüksek faizle borçlanabiliyorlar. Bu yüksek faiz, finansman gereksinimini daha da yükseltiyor. Faiz daha da artıyor. Mesela Haziran 2012'nin sonuna doğru 10 yıl vadeli İspanya devlet tahvilinin ikincil piyasa faizi yüzde 7, İtalya'nınki ise yüzde 6 dolaylarındaydı. Oysa aynı vadedeki Almanya devlet tahvili faizi yüzde 1.4'ün biraz üzerinde işlem görüyordu.

"Yüksek borç ve açık – yüksek faiz – yüksek borç ve açık" kısır sarmalının kırılması için olmazsa olmaz koşul, mali disiplinin keskin biçimde artırılması. Bunun iç talebi düşürücü etkisi iki yolla telafi edilebilir. Birincisi, özel kesim

harcamaları artabilir. Bunun temel yolu da alınan mali disiplin önlemleri sayesinde özel kesimin ekonomiye duyulan güveninin artması. Oysa Avrupa'nın sorunlu ülkelerinde böyle bir güven artışı yok; özel harcamalarda da artış yok. İkincisi, bu ülkelerin rekabet güçlerini artıracak ve dolayısıyla ihracatlarının artmasını sağlayacak gelişmeler olabilir. Mesela verimlilik düzeylerinin yükselmesi gibi. Bu da kısa vadede gerçekleşebilecek bir şey değil.

Bu durumda, kısa dönemde gereken mali disiplinin büyüme hızlarını düşürmesinden ve ülkelerin kamu borçlarının milli gelirlerine oranlarını artırmasından, en azından azaltmamasından korkuluyor. Bu ise risk priminin, yani faizin daha da artması ve daha yüksek finansman ihtiyacı demek. Bu durumda, güveni sağlayarak borçlanma maliyetlerini düşürecek köprü kredisine ihtiyaç var. Sorun şu ki İtalya ve İspanya'nın ek kaynak gereksinimi çok yüksek. Bu kaynağın tümünü sağlayacak mevcut bir mekanizma Avrupa'da yok.

Zaman içinde ağırlaşan bir diğer sorun ise Avrupa'daki bankaların sermaye açığı oldu. Avrupa Bankacılık Otoritesi Aralık 2011 içinde bankaların sermaye açığını 115 milyar euro olarak açıkladı. Bankalar sermayelerinin (risk ağırlıklı) varlıklarına oranını asgari yüzde 9'a getirmek zorundalar. Bunu, yeni sermaye bularak da yapabilirler varlıklarını küçülterek de. 2011 sonunda çok korkulan gelişmelerden biri de bankaların taze sermaye koymak yerine, asgari sermaye/varlık oranını sağlamak üzere kredi stoklarını keskin biçimde küçültmeleri idi.

Durum, nerdeyse içinden çıkılmaz olunca, elbette çok sayıda "çözüm önerisi" getiriliyor. Bunların hemen hepsi kısa vadeli çözüm önerileri; az önce vurguladığımız "köprü kredisi" vazifesi görmeleri amaçlanıyor. 2010 ve 2011 boyunca sıkça dile getirilen önerilerin en dikkat çekici olanları şunlar: Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) devreye girmesi. Mesela sorunlu ülkelerin tahvillerinden satın alması ve sorunlu bankalara destek vermesi. Ortak Avrupa tahvili ihraç edilmesi. Avrupa İstikrar Fonu'nun sermayesinin Avrupa dışındaki ülkelerin ve IMF'nin katkısıyla artırılması.

Aralık 2011 sonunda önemli gelişmeler yaşandı. Sayısız liderler zirvesinden Aralık ayında yapılanında orta vadeli temel sorunu çözmek için önemli bir adım atıldı. Yasalara denk bütçe koşulu konulacağı ve bütçe açığı belli miktarı geçecek ülkelere yaptırımlar uygulanacağı açıklandı. Bu gelişme üzerine, ECB bankalara iki aşamada önemli miktarda likidite sağlayacağını duyurdu. 21 Aralık'ta ihale ile bankalara üç yıl vadeli 489 milyar euro borç verdi. Şubat sonunda gerçekleştirilen ikinci ihale ile ECB bu defa 530 milyar euro borç verdi. Daha sonra ABD Merkez Bankası'nın (FED) mevcut düşük faiz politikasını 2014'e kadar sürdüreceği açıklaması geldi. FED, ayrıca, gerekirse yeni bir parasal genişlemeye gidebileceğini belirtti.

2012'nin ilk haftaları bu önlemler/açıklamalar sayesinde görece rahat geçti. Bu rahatlık çok kısa sürdü. Ancak Yunanistan'ın borçlarından doğan yükümlülüklerini yerine getirememesi ve yeniden yapılandırmaya gitmesi,

İtalya, İspanya ve Portekiz'deki sorunların bir türlü bitmemesi, Yunanistan'da yapılan seçimlerde Avrupa'nın kurtarma planına karşı olan partilerin önemli bir başarı yakalamaları, Yunanistan'ın Euro Bölgesi'nden ne zaman çıkacağı ve onu ilk hangi ülkenin izleyeceği tartışmasını başlattı. Aralık sonunda Avrupa Bankacılık Otoritesi'nin tüm bankalar için hesapladığı sermaye açığı 115 milyar euro kadardı. Kredi arzını son derece olumsuz etkileyeceği düşünülen bu açık bazı yorumcular tarafından "oldukça" düşük bulunuyordu. Haziran 2012 ortasında sırf İspanya bankaları için 100 milyar euroluk sermaye desteği başvurusu yapıldı ve hesaplanan sermaye açığının gerçekten düşük olduğu ortaya çıktı. Bu süreçte özellikle Almanya ve birkaç sorunsuz küçük ülke dışında Avrupa'daki çok sayıdaki ülkenin büyüme öngörülerini de aşağıya çekildi.

Türkiye'deki son ekonomik gelişmelerde bu yaşananlar önemli bir rol oynadılar. Bir yandan Avrupa'ya olan ihracatımız olumsuz etkilendi. Diğer yandan özellikle 2011'in ikinci yarısında lira hızla değer yitirdi ve enflasyon yükselmeye başladı. Bu gelişmelere TCMB kısa vadeli piyasa faizlerinin yükselmesine izin vererek ve bir miktar döviz satarak karşılık verdi. Bir yandan TCMB'nin faiz tepkisi diğer yandan Haziran 2011'de BDDK'nın aldığı kararlar mevduat ve kredi faizlerinin yükselmesine yol açtı. Kredi talebi olumsuz etkilendi. Kredi arzının da eskisi gibi yüksek hızla artmamasıyla kredi hacmi reel olarak yerinde sayma noktasına geldi. Tüketim ve yatırım harcamaları hızla düştü. Bu olgu, artan belirsizlik ortamında daha da şiddetlendi.

VI. OLASI GELİŞMELER

Türkiye ekonomisinde yılın ikinci yarısında neler olabileceğini, giriş bölümünde de vurgulandığı gibi Avrupa'daki olası gelişmeler ışığında değerlendirmek gerekiyor. Bu gelişmelere TCMB'nin vereceği tepkiler de belirleyici olacak.

Senaryo-1

Avrupa'da krizin şiddetlenmediği bir durumu düşünelim. Bu çerçevede, Yunanistan'ın Euro Bölgesi'nden çıkış olasılığı yükselmesin, İspanya'daki durum ise daha kontrol edilebilir hale dönüştürülsün. Portekiz ve İtalya'dan da kötü haberler gelmesin.

Bu koşullar altında risk alma iştahında bir ölçüde düzelme beklenir. Cari işlemler açığının normal kanallardan finansmanında Ağustos 2011 – Mart 2012 döneminde yaşanan güçlük azalır. Döviz kuruna yukarıya doğru baskı hafifler, hatta ortadan kalkabilir. Petrol fiyatlarının mevcut düzeyine yakın bir yerde kalması halinde, bu gelişmeler enflasyonu düşürücü yönde çalışır. Yılın son çeyreğinde enflasyonda beklenen düşme daha belirgin hale gelir. Kredi hacminde nisan ayında başlayan yükselme eğilimi güçlenir. Ekonomik büyüme yılın ilk yarısındaki düzeyinin üzerine çıkar. Ancak büyüme oranının Orta Vadeli Program'da 2012 için öngörülen yüzde 4'ü aşarak, yüzde 4.5-5 arasında olan potansiyel düzeyine ulaşması için bu gelişmeler yeterli olmaz; Avrupa'daki krizin görece olarak hafifleyeceğine dair emarelerin ortaya çıkması gerekir.

Bu gelişmeler ışığında, TCMB enflasyonun 2013 hedefleriyle uyumlu olduğunun altını çizerek para politikasını bir miktar gevşetir. Gerçek politika faizi olan ortalama fonlama maliyeti ile repo faizi arasındaki fark azalır. Avrupa'daki krizin hafifleyeceğine ilişkin işaretlerin ortaya çıkması halinde repo faizi tekrar politika faizi olabilir; farklı bir ifadeyle kısa vadeli piyasa faizinin iyice düşmesi beklenir. Bu gelişmeler sonucunda kredi talebi ve kredi arzı biraz daha canlanır. Cari işlemlerdeki iyileşme süreci sona erer.

Senaryo-1a

Senaryo-1'in bir alt senaryosu da oluşturulabilir. Bu senaryoyu Senaryo-1'den farklı kılacak unsur FED'in kararları ve ileride alabileceği kararlar hakkında yapacağı imalar olacaktır. Mevcut durumda en azından 2014 yılına kadar FED'in faiz artırımına gitmeyeceği biliniyor. Buna karşılık, ABD'de yeni bir miktarsal gevşemeye gidilip gidilmeyeceği hakkında önemli bir belirsizlik var. Bu konu sık sık gündeme geliyor, sonra da gündemden düşüyor. Türkiye'ye ve yükselen piyasa ekonomilerine 2010 ve 2011'in ilk yarısında yoğun biçimde akan kısa vadeli sermayenin itici gücü hem ABD'deki çok düşük faiz haddi hem de FED'in bilançosunun bir dizi miktarsal gevşeme sonucunda birkaç kat artmasıydı.

FED'in yeni bir miktarsal gevşemeye gitmesi, Türkiye'ye yönelik kısa

vadeli sermaye girişlerini artırır ve döviz kuruna aşağıya yönelik baskı yapar. Enflasyon açısından TCMB'yi rahatlatan bir gelişme olur. Bu durumda TCMB 2010'un sonlarında olduğu gibi kısa vadeli sermaye girişlerinin etkilerine yoğunlaşır. Ancak ekonomik büyüme oranı, potansiyel büyüme oranımız olan yüzde 4.5-5 aralığının çok üzerine çıkma eğilimi göstermedikçe, 2010'un sonundaki ve 2011'in ilk yarısındaki kararları beklememek gerekir.

Senaryo-2

Avrupa'daki krizin şiddetlenmesi ikinci senaryomuzu oluşturuyor. Bir ilk yaklaşım olarak mevcut durumun biraz daha kötüleştiği ve İspanya için de Euro Bölgesi'nden çıkışın daha sıklıkla gündeme getirildiği bir durumu düşünelim. Bu koşullar altında oluşabilecek olası gelişmelerin, krizin şiddetlenmesi halinde daha keskinleşmesi beklenir. Bu durumda uluslararası risk alma iştahı ve yükselen piyasa ekonomilerine fon akımları azalır.

Bu koşullar altında döviz kuruna yukarıya doğru baskı oluşur. Aynı zamanda özellikle yatırım ve dayanıklı tüketim harcamalarının olumsuz etkilenmesi beklenir. Bu, kredi talebini azaltır. Hem riskin artması hem de dış piyasalardan borçlanma olanaklarının azalması kredi arzını sınırlar. Sonuçta kredi hacminin artış hızında yavaşlama beklenir.

Döviz kurunun artması enflasyonu yükseltir. Belirsizliğin yoğunlaşması ve kredi hacminin artış hızının azalması ile yurtiçi talebin dizginlenmesi enflasyona olumlu etki yapar. Ama enflasyonu yükseltici etkiler ağır basar. Dolayısıyla, bir yandan büyüme oranının azaldığı, belki de ekonomik küçülmenin yaşandığı bir dönem yaşanırken, enflasyonun bir miktar yükseldiğine şahit olunabilir. Aynı ortamda cari işlemler açığının daha da azalması beklenir.

TCMB'nin bu senaryo altında işinin daha zor olacağı açık. Krizin şiddetlenme derecesine bağlı olarak hem lira cinsinden hem de döviz cinsinden likiditeyi artırıcı önlemleri öncelikle devreye sokması beklenir. Elbette enflasyonla mücadele arka plana geçer.

Değerlendirme

Bu senaryolardan ikisinin de gerçekleşme olasılığı olduğunun altını çizmek gerekir. Ancak mevcut koşullar altında ikinci senaryonun yaşanması olasılığı biraz daha yüksek görünüyor. Bu durumda Avrupa'daki krizin ne kadar şiddetleneceği önem kazanıyor. Bu konuda henüz bir yargıya varmak için erken.