

## 4. Arz ve Talep Gelişmeleri

2014 yılı üçüncü çeyreğinde Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) yıllık bazda yüzde 1,7 gibi düşük oranlı bir artış sergilemiştir. Üretim açısından değerlendirildiğinde, olumsuz hava koşullarına bağlı olarak tarım katma değerinin yıllık bazda daralması milli gelirden gözlenen güçsüz büyümede temel belirleyici olmuştur. Harcama yönünden incelendiğinde ise, gerek iç talebin ılımlı seyri gerekse ihracat artışının yavaşlaması iktisadi faaliyetin düşük büyümesinde etkili olmuştur. Avrupa ekonomisinde gözlenen yavaşlamanın ve çevre ülkelerdeki jeopolitik gelişmelerin ihracat artışını sınırlamasına rağmen ithalattaki gerilemenin de etkisiyle yıllık büyümeye en yüksek katkıyı net ihracat yapmıştır. Talebin kompozisyonundaki değişime bakıldığında bir önceki Enflasyon Raporu'nda öngörülen şekilde iç talebin büyümeye katkısının arttığı görülmektedir.

Çıktı açığına ilişkin tahminler, yılın ikinci yarısında talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin sınırlı ölçüde arttığına işaret etmektedir. Nitekim, söz konusu dönemde imalat sanayi kapasite kullanım oranı azalırken işsizlik oranında sınırlı bir artış gözlenmiştir. İşsizlik oranındaki artışta zayıflayan iktisadi faaliyete bağlı olarak yavaşlayan tarım dışı istihdamın yanı sıra iş gücüne katılım oranındaki yükseliş de etkili olmuştur.

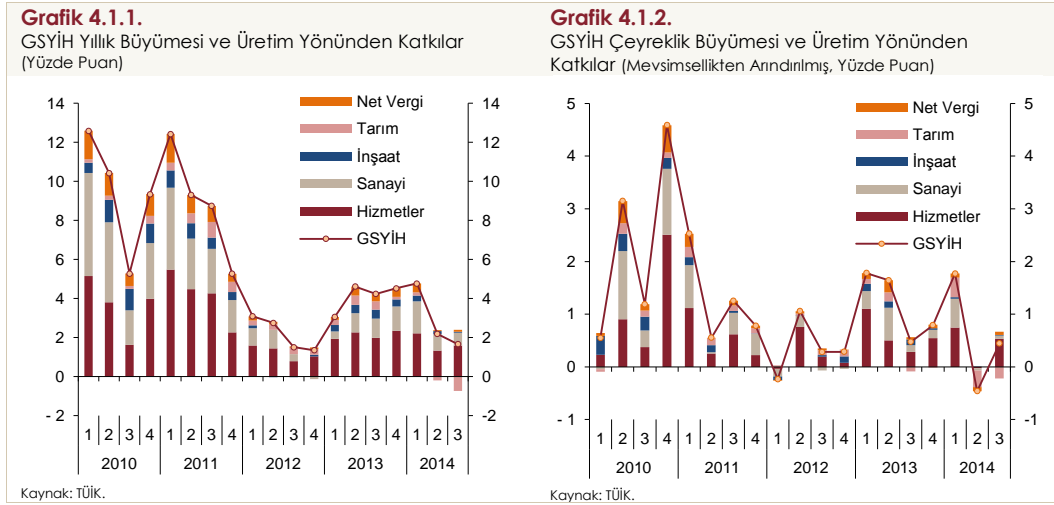
2014 yılı son çeyreğine ilişkin açıklanan veriler sanayi üretimi yıllık artış hızında üçüncü çeyreğe kıyasla yavaşlamaya işaret etmektedir. Ekim-Kasım döneminde sanayi üretimi önceki çeyrek ortalamasının altında gerçekleşmiştir. PMI ve İYA göstergeleri sanayi üretimindeki Aralık ayında ılımlı bir seyre işaret etmektedir. Bu gelişmeler çerçevesinde, sanayi üretiminin yılın son çeyreğinde çeyreklik bazda azalacağı düşünülmektedir. Öte yandan, son çeyreğe dair göstergeler iç talepte bir miktar toparlanma olduğunu göstermektedir. Bu dönemde tüketim malları üretimi ile otomobil ve hafif ticari araç satışları artarken İYA iç piyasa sipariş beklentileri iyileşmiştir. Bununla birlikte, hem zayıf seyreden altın hariç ihracat hem de PMI ve İYA göstergeleri dış talepteki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, yılın son çeyreğinde iktisadi faaliyette zayıf seyrin devam etmesi beklenmektedir.

İç talebin dış talepten daha güçlü seyrettiği bir büyüme kompozisyonunun 2015 yılı için de geçerli olacağı düşünülmektedir. 2014 yılında tüketimi sınırlayan makro-ihiyati tedbirlerden 2015 yılında ek bir sıkılaştırıcı katkı beklenmemektedir. Ayrıca finansal koşullarda süregelen iyileşme ve enflasyonda özellikle petrol fiyatları kaynaklı gözlenebilecek düşüşün alım gücü üzerindeki olumlu etkisi de tüketim harcamalarının 2015 yılında büyümeye katkısını pozitif etkileyebilecek faktörler arasında yer almaktadır. Buna ek olarak, 2014 yılının son çeyreğinde yatırım eğiliminde gözlenen ılımlı toparlanma, 2015 yılında yatırım harcamalarının katkısının bir önceki yıla kıyasla artabileceğine işaret etmektedir. Bütün bu gelişmelerden dolayı 2015 yılında iktisadi faaliyetteki büyümenin bir önceki yıla kıyasla daha güçlü olacağı tahmin edilmektedir. Üretim tarafından bakıldığında da tarımsal üretimden kaynaklanan baz etkileri nedeniyle 2015 yılında 2014'e kıyasla büyümenin bir miktar daha yüksek olacağı düşünülmektedir. Ancak Avrupa ekonomilerinde gözlenebilecek zayıf büyüme, süregelen jeopolitik riskler ve petrol ihracatçısı ülkelerdeki gelir azalışına bağlı olarak ihracatın 2015 yılında zayıf seyredeceği öngörülmektedir.

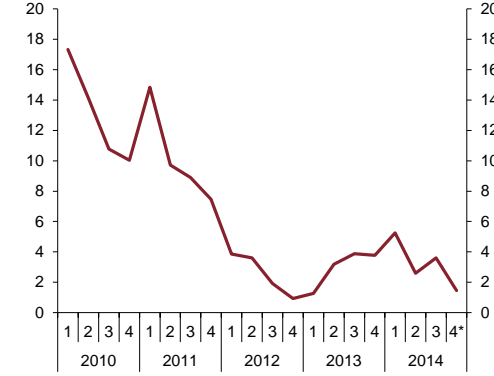
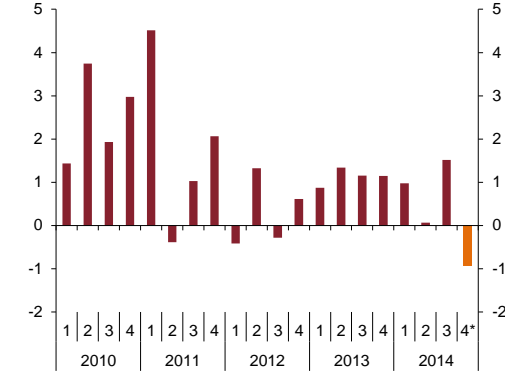
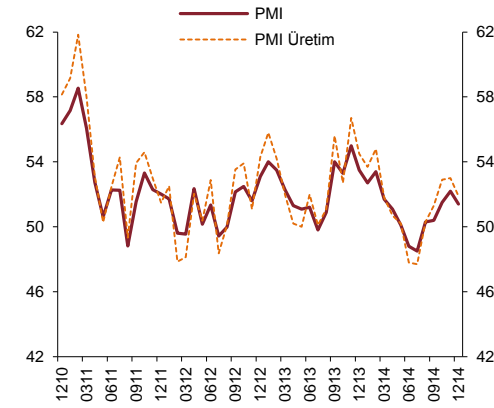
Sonuç olarak, 2015 yılında iç talebin büyümeye katkısının kademeli olarak artacağı, ancak dış talebin görece olarak daha zayıf seyretmesi nedeniyle toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecini destekleyeceği öngörülmektedir. Büyüme kompozisyonunda beklenen bu değişime rağmen, dış ticaret hadlerindeki iyileşmenin ve mevcut makroihtiyati çerçevenin cari işlemler dengesindeki iyileşmeyi destekleyeceği tahmin edilmektedir.

#### 4.1. Arz Gelişmeleri

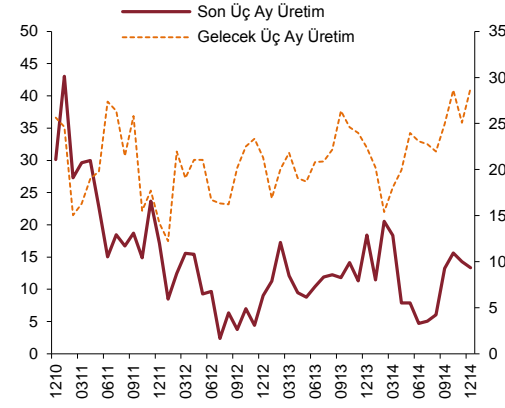
TÜİK tarafından açıklanan verilere göre, GSYİH 2014 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 1,7 oranında artış kaydetmiştir. Üretim yönünden incelendiğinde, bu dönemde yıllık artış oranı sanayi, inşaat ve hizmet sektörlerinde sırasıyla yüzde 2,7, yüzde 1,0 ve yüzde 3,4 olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan, tarım katma değeri geçen seneye göre yüzde 4,9 oranında azalmıştır. Yılın üçüncü çeyreğinin tarım katma değerinin GSYİH içindeki payının yüzde 14,2 ile en yüksek olduğu dönem olması bu düşüşün yıllık büyümeye etkisinin -0,7 puan gibi yüksek bir oranda gerçekleşmesine sebep olmuştur (Grafik 4.1.1). Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış verilere göre ise GSYİH bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,4 oranında artış kaydetmiştir. Bu dönemde, çeyreklik bazda, hizmetler katma değeri yüzde 1,1, sanayi ve inşaat katma değeri ise yüzde 0,2 oranında artarken, tarım katma değeri kuraklık kaynaklı olarak yüzde 2,5 gerilemiş ve yıllık büyümeyi olduğu gibi çeyreklik büyümeyi de sınırlamıştır (Grafik 4.1.2.).



Yılın dördüncü çeyreğinde sanayi üretimi yıllık artış hızında üçüncü çeyreğe göre bir yavaşlama gözlenmektedir (Grafik 4.1.3). Ayrıca, Ekim-Kasım döneminde sanayi üretimi seviyesi üçüncü çeyreğin yüzde 0,9 altında gerçekleşmiştir (Grafik 4.1.4). Yurt içi talepteki toparlanmanın henüz güçlü bir ivme yakalayamaması ile küresel büyüme görünümündeki zayıf seyrin giderek belirginleşmesi sonucunda yavaşlayan dış talebin bu dönemde sanayi üretimi artışını sınırladığı düşünülmektedir. Aralık ayına ilişkin PMI göstergelerinde Kasım ayına göre bir gerileme söz konusudur (Grafik 4.1.5). Benzer şekilde, üretim beklentilerindeki olumlu seyre karşın, İYA son üç ay üretim göstergesinde de zayıflama gözlenmektedir (Grafik 4.1.6). Bu bilgiler ışığında, yılın son çeyreğinde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretiminin çeyreklik bazda azalış gösterebileceği tahmin edilmektedir. Son çeyrekte beklenen yavaşlamaya rağmen, yılın ilk üç çeyreğindeki gelişmelerin etkisiyle 2014 yılı genelinde sanayi üretimi büyümesinin 2013 yılındaki büyümeden daha yüksek olması beklenmektedir.

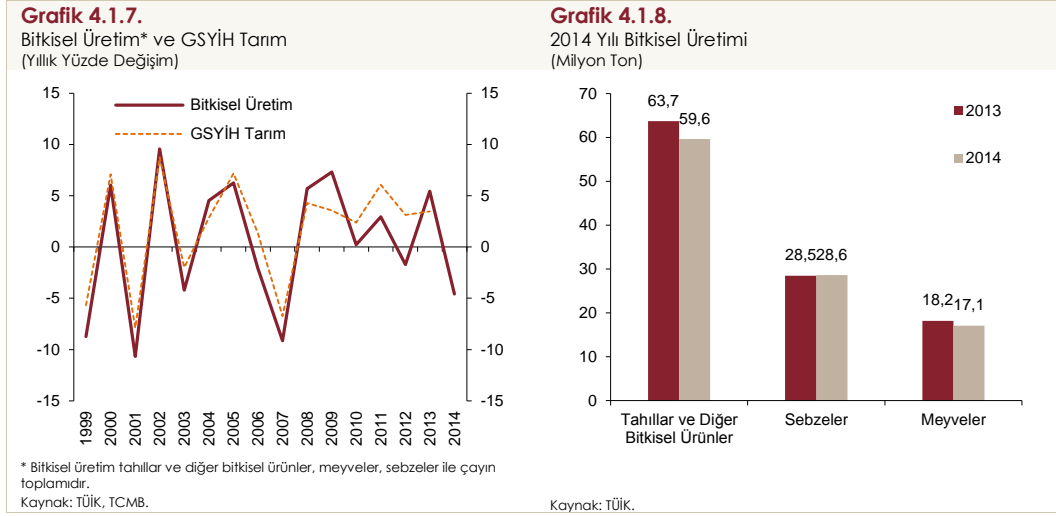
**Grafik 4.1.3.**Sanayi Üretim Endeksi  
(Yıllık Yüzde Değişim)\*Ekim-Kasım dönemini kapsamaktadır.  
Kaynak: TÜİK.**Grafik 4.1.4.**Sanayi Üretim Endeksi  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik Yüzde Değişim)**Grafik 4.1.5.**PMI ve PMI Üretim  
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: Markit.

**Grafik 4.1.6.**İYA Son Üç Ay Üretim ve Gelecek Üç Ay Üretim  
Beklentisi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak-Azalacak)

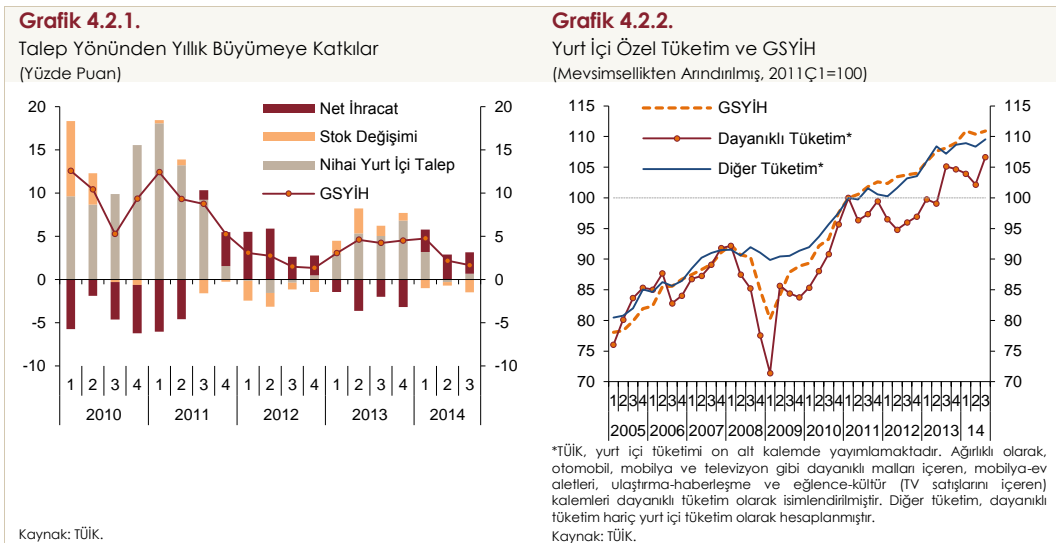
Kaynak: TCMB.

2014 yılında GSYİH büyümesinin sanayi üretimi büyümesinin altında gerçekleşmesi beklenmektedir. 2013-2014 tarım yılında yağış miktarının geçen yıldan ve mevsim normallerinden düşük olması sonucunda gerçekleşen kuraklığın bitkisel üretimde yol açtığı düşüş, bu gelişmede başlıca etken olacaktır. Zira, bitkisel üretim GSYİH içindeki tarım alt kaleminin önemli bir kısmını oluşturmaktadır ve bu iki değişkenin yıllık değişimleri büyük oranda beraber hareket etmektedir (Grafik 4.1.7). TÜİK tarafından yayımlanan 2014 yılı bitkisel üretim verilerine göre bitkisel üretim 2013 yılına göre tahıl ve meyveler kaynaklı olmak üzere gerilemiştir (Grafik 4.1.8). Bu sebeple, tarım sektörünün de 2014 yılında daralacağı ve büyümeye negatif katkı yapacağı hesaplanmaktadır. Diğer taraftan, Ekim ayında başlayan 2014-2015 tarım yılında bitkisel üretim için elverişli iklim şartlarının Haziran ayına kadar sürmesi durumunda 2015 yılında tarım katma değerinin büyümeye katkısının tekrar normal düzeylerine gelmesi ve ekonomik büyümeyi desteklemesi beklenebilecektir.

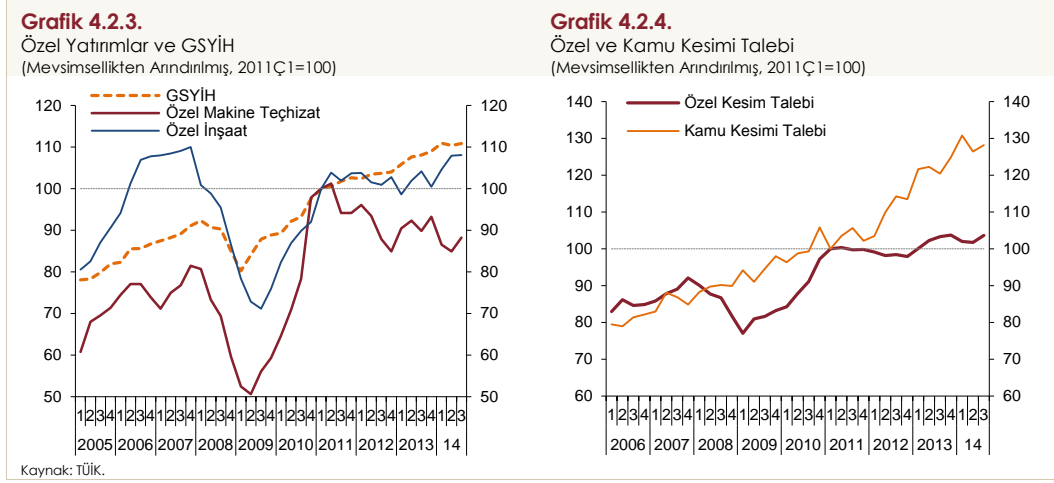


## 4.2. Talep Gelişmeleri

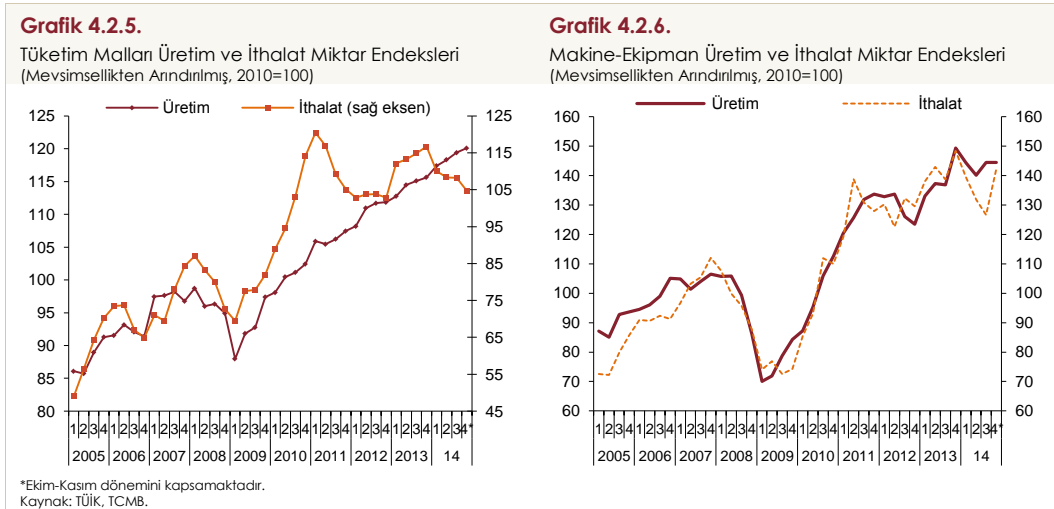
2014 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin GSYİH verileri harcama yönünden değerlendirildiğinde, net ihracat yıllık büyümeye en yüksek katkı yapan kalem olurken, nihai yurt içi talep düşük de olsa pozitif katkı yapmıştır (Grafik 4.2.1). Özel tüketim harcamaları, mevsimsellikten arındırılmış verilerle, iki çeyrek daralmanın ardından güçlü bir toparlanma sergilemiştir. Kriz sonrası dönemde tüketimin alt kalemlerinin gelişimi değerlendirildiğinde mobilya ve ev aletleri ile otomobil satışları gibi dayanıklı malları içeren kalemlerin toplanmasıyla elde edilen dayanıklı tüketim malları talebi göstergesi, makroihtiyati tedbirlerin de etkisiyle 2010 yılı son çeyreğinden sonra zayıflamıştır (Grafik 4.2.2). 2012 yılı ikinci yarısında toparlanmaya başlayan dayanıklı tüketim malları talebi, 2013 yılı ikinci yarısından sonra finansal koşullardaki sıkılaştırma ve belirsizlik algılamasındaki artış ile birlikte tekrar zayıflama eğilimine girmiştir. 2014 yılı üçüncü çeyreğinde güçlü bir artış sergileyen bu kalem, 2014 yılı ikinci yarısında iç talepte toparlanma beklentisini destekleyen bir seyir izlemektedir. Dayanıklı tüketim ile ilişkili kalemler dışındaki gelire görece daha duyarlı kalemler ise 2010 yılı son çeyreğinden sonra milli gelirdeki artış ile büyük ölçüde uyumlu hareket etmiştir. Bu kaleme ilişkin talep 2013 yılı ikinci yarısında oldukça zayıflasa da, 2014 yılı üçüncü çeyreğinde tekrar artış kaydetmiştir.

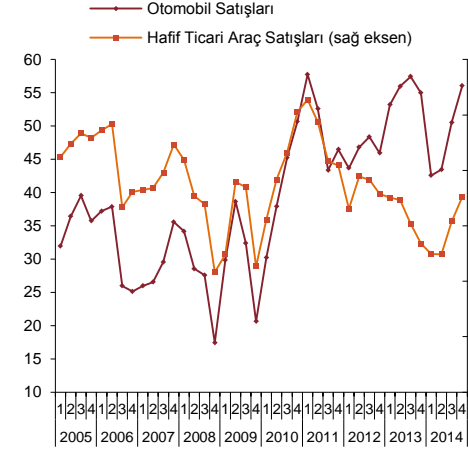


Uzun bir süredir zayıf seyreden özel kesim yatırımları yakın dönemde toparlanma sinyalleri vermektedir. Nitekim, özel makine teçhizat yatırımları üçüncü çeyrekte artış kaydederken, özel inşaat yatırımları ilk yandaki artışların ardından üçüncü çeyrekte yatay seyretmiştir (Grafik 4.2.3). Üçüncü çeyrekte özel kesim talebindeki toparlanmaya ek olarak kamu kesimi de tüketim kaynaklı artış sergilemiş, böylece nihai yurt içi talep unsurları üçüncü çeyrekte artış kaydetmiştir (Grafik 4.2.4).

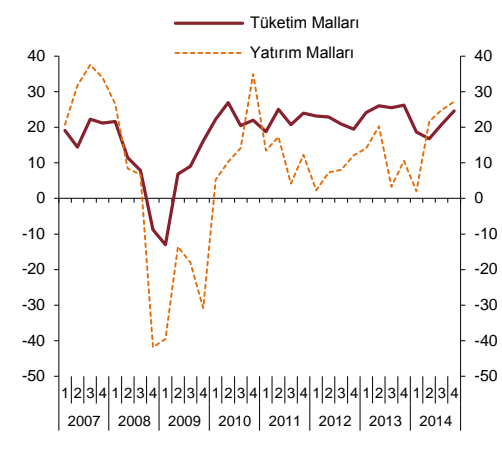


2014 yılı son çeyreğine ilişkin veriler iç talepteki toparlanmanın ılımlı şekilde devam ettiğine işaret etmektedir. Ekim-Kasım döneminde tüketim malları üretimi bir önceki çeyrek ortalamasına kıyasla artarken, ithalatı gerilemiştir (Grafik 4.2.5). Yatırımlara ilişkin göstergelerden makine-ekipman üretimi çeyreklik bazda önemli bir değişim göstermezken ithalatı artış kaydetmiştir (Grafik 4.2.6). İç piyasaya yapılan otomobil ve hafif ticari araç satışları son çeyrekte artış göstermiştir (Grafik 4.2.7). İY-gelecek üç aydaki iç piyasa sipariş beklentileri incelendiğinde, tüketim malları üreten sektörlerin beklentilerindeki toparlanmanın devam ettiği gözlenirken, yatırım malları üreten sektörlerin beklentilerindeki belirgin iyileşme dikkat çekmektedir (Grafik 4.2.8). İnşaat istihdamındaki artış ve merkezi yönetim bütçe gerçekleştirmeleri, inşaat yatırımları ile kamu tüketiminde son çeyrekte artış sinyalleri vermektedir. Sonuç olarak, 2014 yılı üçüncü çeyreğinin ardından son çeyrekte de iç talepte toparlanma beklenmektedir.



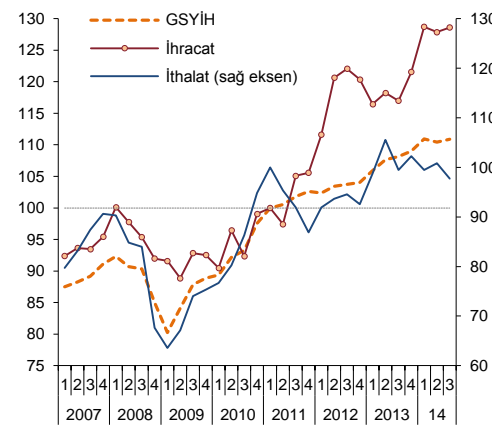
**Grafik 4.2.7.**İç Piyasa Araç Satışları  
(Mevsimsellikten Anndırılmış, Bin Adet)

Kaynak: OSD, TCMB.

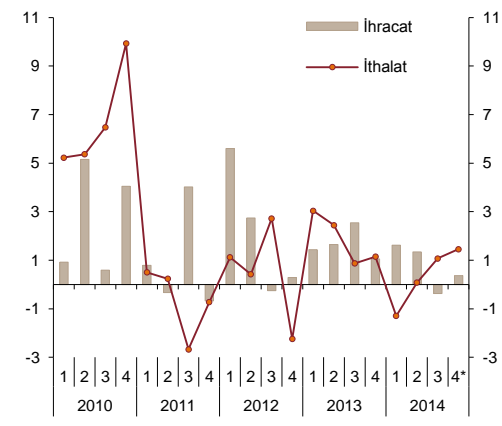
**Grafik 4.2.8.**İYA-İç Piyasa Sipariş Beklentileri  
(Mevsimsellikten Anndırılmış, Artacak-Azalacak)

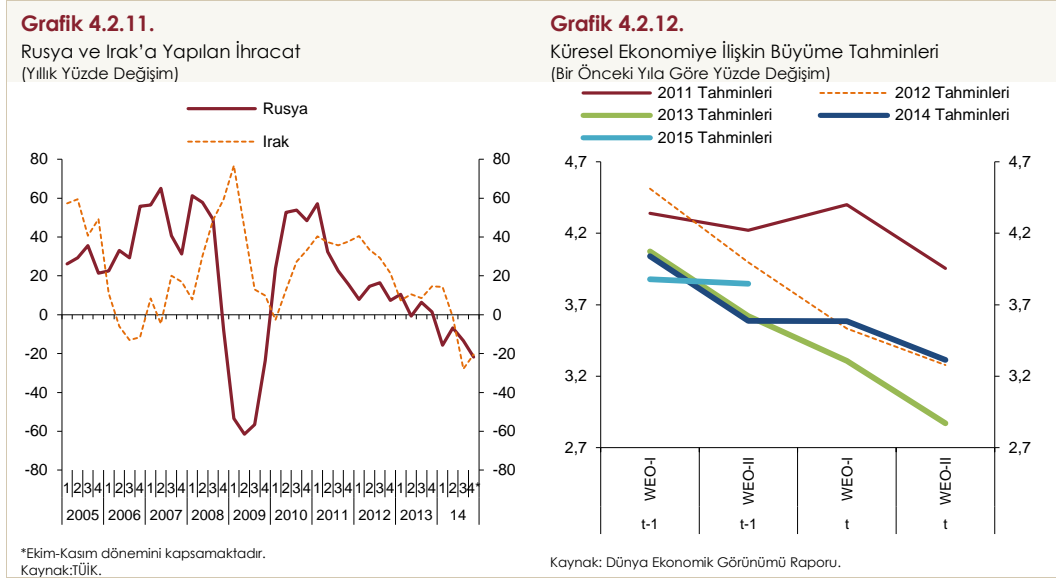
Kaynak: TCMB.

Mal ve hizmet ihracatındaki artış 2014 yılı ilk çeyreğinden sonra duraklarken, ithalat gerilemiş böylece reel olarak dengelenme süreci devam etmiştir (Grafik 4.2.9). Küresel ekonomideki gelişmelerin ihracat üzerindeki etkisini daha net gözlemleyebilmek için altın hariç ihracat miktar endeksi değerlendirildiğinde, üçüncü çeyrekte yedi çeyrek aranın ardından söz konusu endeksin, dönemlik bazda, gerilediği görülmektedir (Grafik 4.2.10). İhracattaki yavaşlamada komşu ülkelerdeki gelişmeler de önemli rol oynamıştır. Nitekim, Rusya ve Irak'a yapılan ihracat 2014 yılında gerilemiştir (Grafik 4.2.11). Sonuç olarak, 2014 yılı ikinci yarısında iç talep güçlenirken dış talep zayıflamıştır. Böylece, iktisadi faaliyetteki toparlanma sınırlı kalmıştır.

**Grafik 4.2.9.**Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı ile GSYİH  
(Mevsimsellikten Anndırılmış, 2011Ç1=100)

Kaynak: TÜİK.

**Grafik 4.2.10.**İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri  
(Altın Hariç, Çeyreklik Yüzde Değişim)\*Ekim-Kasım dönemini içermektedir.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.



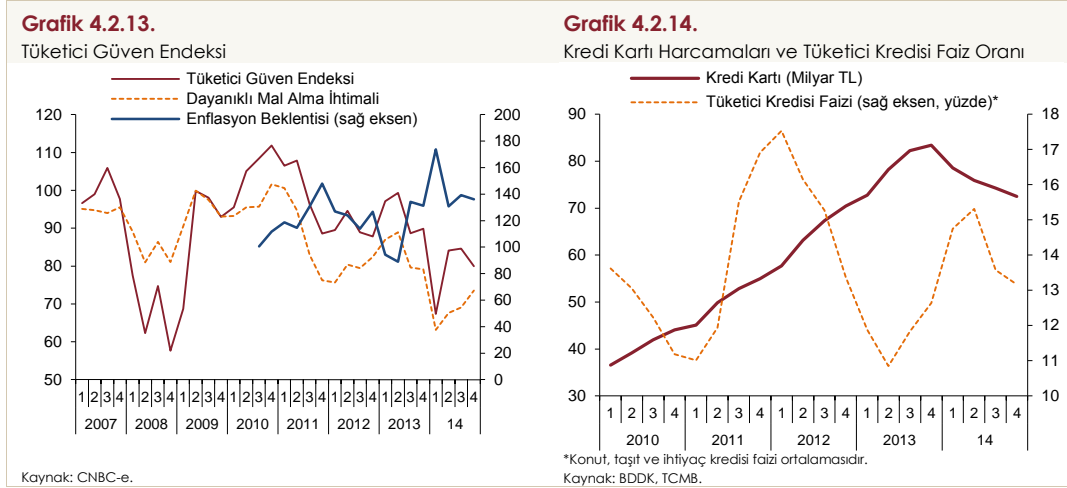
Özetle, Türkiye ekonomisi 2014 ilk üç çeyreğinde finansal koşullardaki sıkılaşıma, belirsizlik algısındaki artış ve dış talepteki zayıflama gibi talebi düşürücü yönde etki eden gelişmelerin yanında hava ve yağış koşulları kaynaklı arz yönlü negatif bir şoka da maruz kalmış ve büyüme 2013 yılına göre daha düşük gerçekleşmiştir. Yılın ilk yarısında küresel ve yurt içi belirsizliklerin etkisine bağlı olarak iç talep zayıflarken dış talebin büyümeye desteği iktisadi faaliyetteki yavaşlamayı sınırlamıştır. İkinci yarıda ise iç talep toparlanma eğilimine girerken, küresel ekonomideki yavaşlama ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı olarak dış talep zayıflamıştır. Bir başka deyişle, 2013 yılı ortasındaki Fed açıklamaları ve yıl başındaki gelişmelerin yurt içi talep üzerindeki etkileri hafiflerken dış talepteki zayıflama toparlanmanın güç kaybetmesine neden olmuştur. Talebi zayıflatıcı yöndeki bu gelişmelere ek olarak, hava ve yağış koşullarının olumsuz etkisi ile birlikte 2008-2013 döneminde büyümeye istikrarlı şekilde katkı yapan tarım katma değeri 2014 yılında büyümeyi düşürmüştür. Tarım katma değerindeki gerileme doğrudan etkinin yanında gıda fiyatlarındaki artış sonucu alım gücündeki azalma ile birlikte talep tarafından dolaylı olarak da iktisadi faaliyeti olumsuz şekilde etkilemiştir. Böylece, 2014 yılında iktisadi faaliyet, yılın başında öngörülenden daha zayıf seyretmiştir.

Sonuç olarak, 2014 yılında yurt içi ve yurt dışı kaynaklı gelişmeler büyümeyi zayıflatıcı yönde etki ederken, tarım kaynaklı olarak arz yönlü negatif bir şok da yaşanmıştır. Böylece, tarım dışı milli gelir büyümesi, son çeyreğe ilişkin öngörülerle birlikte, 2013'e göre yaklaşık bir puan düşerken, milli gelir büyümesindeki düşüş daha belirgin olmuştur.

### 2015 Görünümü

2015 yılı geneline ilişkin görünüm değerlendirildiğinde, 2014 yılı geneline göre iç talebin daha güçlü, dış talebin ise daha zayıf olması beklenmektedir. Hava ve yağış koşullarına bağlı olarak tarım katma değerinde beklenen düzeltme büyümeyi destekleyecek bir faktör olacaktır. OVP'ye göre oldukça sınırlı oranda artması öngörülen kamu kesimi harcamalarının seyri de 2015 yılı büyümesinde belirleyici olacaktır. Bu gelişmeler çerçevesinde 2015 yılında büyümenin 2014'e göre hızlanması beklense de iç ve dış talep unsurlarına ilişkin çeşitli riskler bulunmaktadır.

2015 yılı büyüme görünümüne ilişkin en önemli risk dış talep kaynaklıdır. IMF tarafından 2011-2014 yıllarına ilişkin Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'nda yayımlanan tahminlerin evrimi incelendiğinde, 2011-2014 döneminde büyüme tahminlerinin zaman içinde aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir (Grafik 4.2.12). Avrupa ekonomisinin toparlanma sürecindeki kırılganlıklar ve petrol fiyatlarındaki düşüşün petrol ihracatçısı olan pazarlarımızda gelir kanalından talebi sınırlayıcı etki yapacak olması dış talebe ilişkin aşağı yönlü riskleri artırmaktadır.

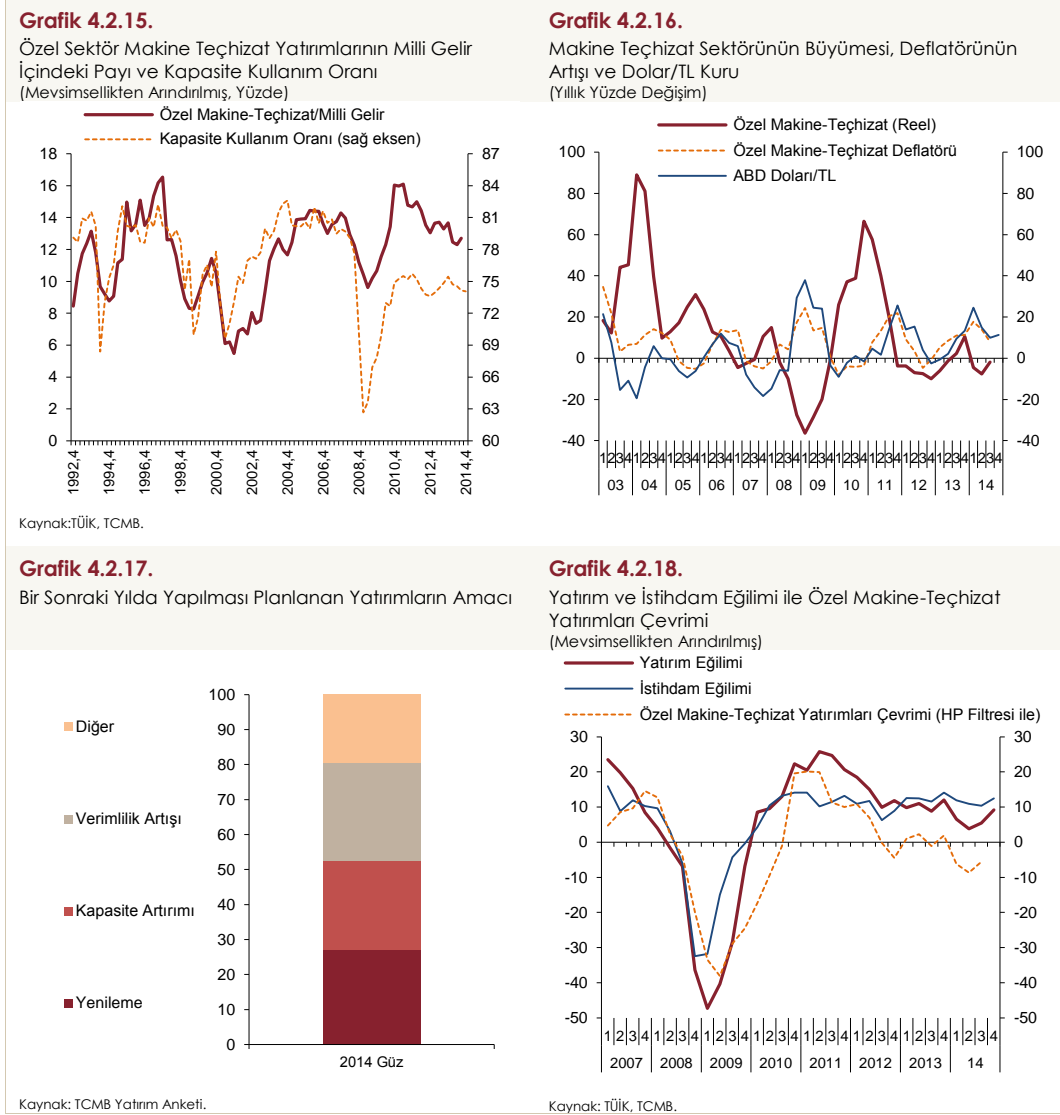


Dış talepte riskler aşağı yönlü iken özel tüketime ilişkin riskler daha dengelidir. 2014 yılında özel tüketimin yavaşlamasında etkili olan önemli faktörlerden 2015 yılında ek bir sıkılaştırma beklenmemektedir. Tüketici güven endeksi halen zayıf seyretilse de dayanıklı mal alma uygunluğu algısı toparlanma eğilimindedir (Grafik 4.2.13). Ayrıca, 2015 yılında düşen petrol fiyatları ile birlikte alım gücünde iyileşme olması, bunun da tüketici güvenini olumlu etkilemesi beklenmektedir. Nitekim, CNBC-e tarafından tüketici güven endeksi kapsamında sorulan enflasyon beklentisi sorusu ile tüketici güveni arasındaki negatif ilişki dikkat çekmektedir. 2014 yılında tüketimdeki yavaşlamada finansal koşullardaki sıkılaştırma ve makroihtiyati tedbirler de önemli rol oynamıştır. Nitekim, kredi kartı harcamalarında bazı kalemlere taksit imkanının kaldırılması ve diğer kalemlerde taksit sayısının sınırlandırılması sonucu kredi kartı harcamaları düşmüştür (Grafik 4.2.14). Ayrıca, 2013 yılındaki Fed açıklamaları sonrasında yükselme eğilimine giren kredi faiz oranları da tüketimi 2014 yılı boyunca kısıtlamıştır. 2014 yılı içinde kredi faiz oranlarının gerileyerek, 2014 başına kıyasla yaklaşık 2 puan düşmesi ve genel anlamda finansal koşulların iyileşme eğiliminde olması 2015 yılında tüketim talebini destekleyebilecektir. Sonuç olarak, tüketici güvenindeki düşük seyir özel tüketime dair aşağı yönlü risk oluştursa da, istihdamda ve reel ücretlerde öngörülen artış, petrol fiyatlarındaki düşüş ve finansal koşullardaki iyileşme riskleri dengelemektedir.

Özel yatırım talebinde ise aşağı yönlü riskler daha belirgindir. Kriz sonrası dönemde iktisadi faaliyetteki güçlü toparlanma, Türk lirasındaki değer kazancı ile birlikte ithal malların fiyatının görece olarak düşmesi, ucuz ve bol likidite gibi faktörlerin etkisiyle 2010 ve 2011 yıllarında yatırımlar yüksek oranda artmıştır. Ancak, büyümenin yavaşlamasıyla birlikte ortaya çıkan atıl kapasitenin yakın dönemde yatırımları sınırlayan önemli bir unsur olduğu düşünülmektedir (Grafik 4.2.15). Nitekim, özel sektör makine teçhizat yatırımlarının milli gelir içindeki payının dönemsel olarak en yüksek noktaya ulaştığı 1997 ve 2006 yıllarında kapasite kullanım oranının da dönemsel en yüksek seviyelerde olduğu gözlenirken, 2010-2011



yıllarında yatırım artışı kapasitenin kriz öncesi seviyelere gelmesinden önce olmuştur. Bu doğrultuda, kapasite kullanım oranlarının halen düşük düzeylerde seyretmesi, atıl kapasite nedeniyle kapasite artırıcı yatırım ihtiyacının daha düşük olduğu şeklinde yorumlanmaktadır. Kurlardaki gelişmelerin yatırım malları fiyatlarına geçişinin oldukça yüksek olması, Türk lirasında son dönemdeki değer kayıpları ile birlikte değerlendirildiğinde, fiyat etkisinin yatırımları sınırlayan bir başka olumsuz kanal olduğu görülmektedir (Grafik 4.2.16). Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü risklerin canlılığını koruması gibi unsurlar ise talebe dair belirsizlikler nedeniyle yatırımları olumsuz yönde etkilemeye devam etmektedir.

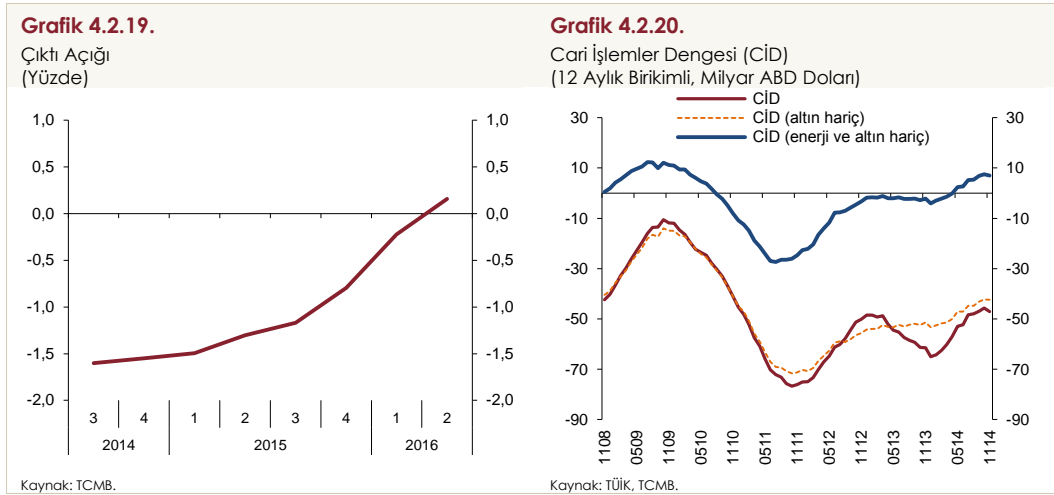


Ekonomide atıl kapasite olsa da, özel sektör makine teçhizat yatırımlarının tamamen imalat sanayinde ve tamamen kapasite artırımı için yapılmadığı not edilmelidir. Nitekim, TCMB tarafından yılda iki kez yapılan yatırım anketinin güz döneminde "bir sonraki yıla ilişkin yatırımların amacı" sorusuna verilen cevaplar incelendiğinde, kapasite artırımı amaçlı yatırımların, yatırım sebeplerinin yaklaşık yüzde 25'ini açıklayabildiği görülmektedir (Grafik 4.2.17). Yıpranmış tesislerin yenilenmesi ve üretimde verimliliğin artırılması da yatırım kararlarında etkili olan unsurlardandır. Diğer yandan, TÜİK Sanayi ve

Hizmet İstatistiklerine göre hizmetler sektörü de makine-teçhizat yatırımlarında önemli bir rol oynamaktadır. Bu çerçevede, verimlilik artışı ve yıpranmış tesislerin yenilenmesi gibi amaçlarla yapılan yatırımların ve hizmetler sektöründeki büyüme eğiliminin yatırımları destekleyebileceği düşünülmektedir.

Son dönemde İYA- yatırım eğiliminde gözlenen iyileşme de yatırımlara ilişkin olumlu sinyal veren bir göstergedir (Grafik 4.2.18). Bu çerçevede, yatırımcı güveninde bir bozulma olmaması ve finansal koşulların sıkılaşmaması durumunda, yatırımların trende dönüş yönünde bir eğilim sergilemesi beklenmektedir. Nitekim makine-teçhizat yatırımı verilerinin HP filtresinden geçirilmesiyle elde edilen çevrim bileşeni, İYA-yatırım eğilimi ile birlikte değerlendirildiğinde, yatırım eğiliminin özel makine-teçhizat yatırımlarına ilişkin toparlanma sinyalleri verdiği görülmektedir. Sonuç olarak, özel makine-teçhizat yatırımlarında 2015 yılında ek bir düşüş beklenmemekte ve yatırımların 2014 yılı seviyelerine yakın gerçekleşeceği düşünülmektedir. Bununla birlikte, belirsizlik algılamalarında ek bir bozulma ya da finansal koşullarda sıkılaşma olması durumunda özel sektör makine-teçhizat yatırımları 2015 yılında da büyümeyi düşürücü yönde etki yapabilecektir. Özel sektör inşaat yatırımlarında ise son dönemde gözlenen artışın, aşağı yönlü riskler bulunmakla birlikte, 2015 yılında ılımlı şekilde devam edeceği öngörülmektedir.

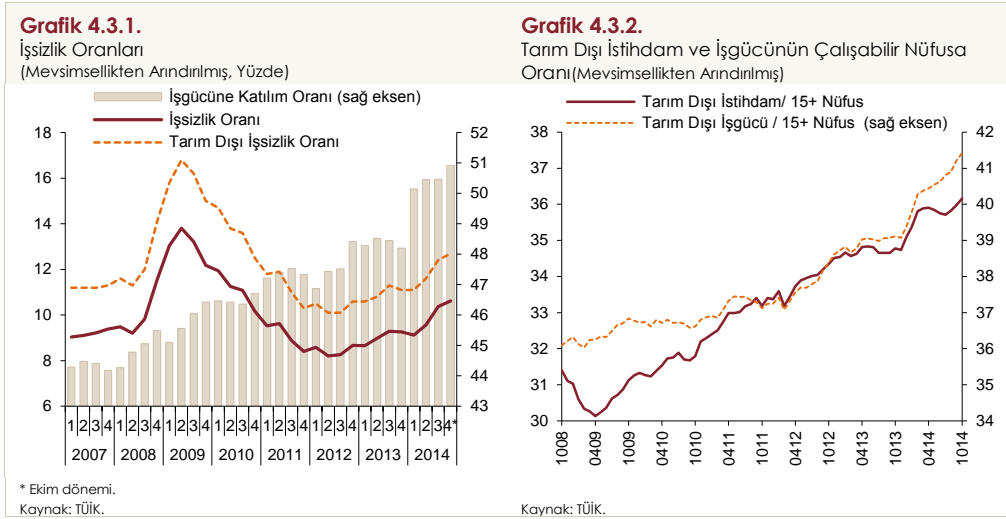
Özette, Avrupa ekonomilerinde yapısal sorunlar kaynaklı zayıf büyüme, petrol ihracatçısı pazarların büyümelerinde oluşabilecek düşüş ile Fed kararları sonrası sermaye akımları ve finansal koşulların gelişimine ilişkin belirsizlikler, 2015 yılı büyümesi üzerinde en önemli aşağı yönlü riskler olarak değerlendirilmektedir. Kriz sonrası güçlü istihdam performansı, 2014 yılına göre petrol fiyatlarındaki düşüş ve finansal koşullardaki sıkılığın azalması gibi unsurlar sonucu tüketim talebinde beklenen toparlanma, cari açık ve enflasyondaki düşüşün para politikasındaki manevra alanını artırması, güçlü kamu maliyesi ile tarım katma değerinde öngörülen düzeltme ise büyümeyi destekleyebilecek faktörler olarak değerlendirilmektedir.



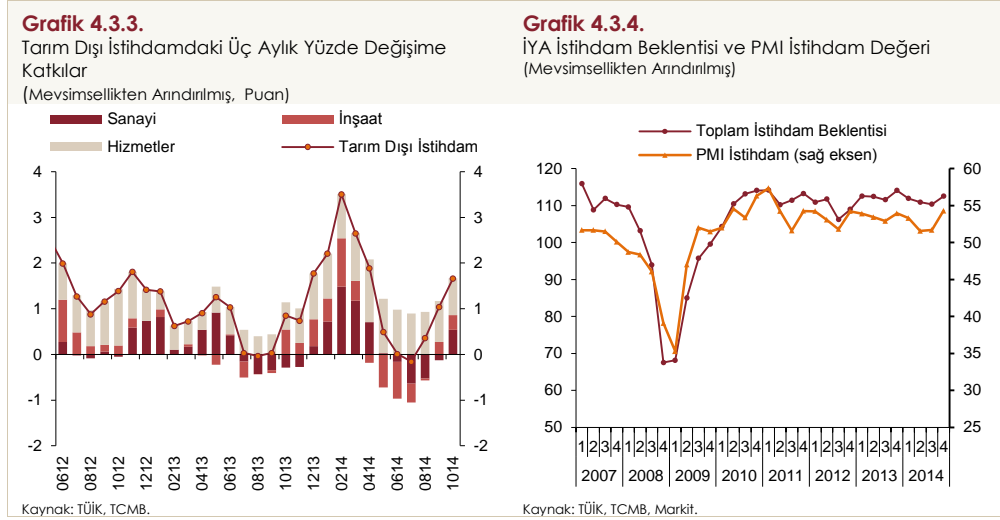
Sonuç olarak, talep gelişmeleri enflasyona düşüş yönünde destek verirken, cari işlemler dengesindeki düzeltme sürmektedir. 2015 yılında iç talebin ılımlı şekilde toparlanması, dış talebin ise zayıf seyretmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, 2015 yılında toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecini destekleyeceği öngörülmektedir (Grafik 4.2.19). Büyüme kompozisyonunda beklenen bu değişime rağmen, dış ticaret hadlerindeki iyileşmenin ve mevcut makroihtiyati çerçevenin cari işlemler dengesindeki iyileşmeyi destekleyeceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.20).

### 4.3. Emek Piyasası

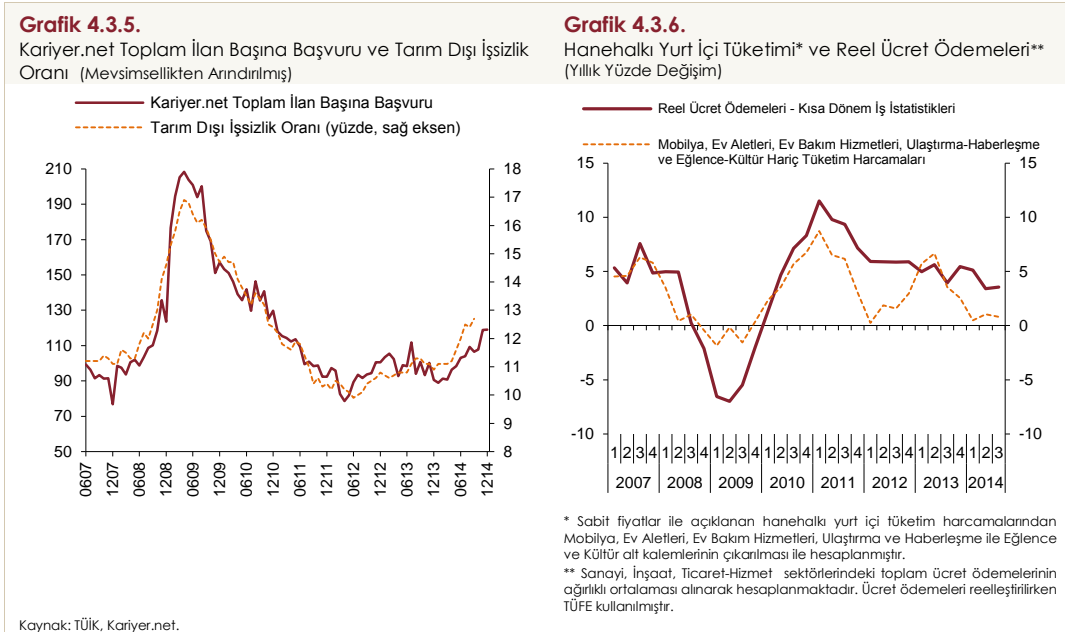
Toplam ve tarım dışı işsizlik oranları, 2014 yılının ilk çeyreğindeki yatay görünümün ardından artış eğilimine girmiş, Ekim dönemi itibarıyla yılın son çeyreğinde de bir miktar yavaşlayarak bu eğilimi korumuştur (Grafik 4.3.1). Tarım dışı istihdamın ilk çeyrek sonrasındaki zayıf görünümü ve işgücünde yıl genelinde gözlenen artış eğilimi, tarım dışı işsizlik oranını artırıcı yönde etkilemiştir (Grafik 4.3.2). Tarım dışı istihdam yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinin büyük kısmında gerilemiş, Ağustos dönemiyle birlikte bir miktar toparlanma göstermiştir. Ancak istihdamdaki iyileşme, işgücündeki hızlı artışın gerisinde kalmış ve işsizlik oranı artmaya devam etmiştir.



Tarım dışı istihdam gelişmeleri alt sektörler itibarıyla incelendiğinde, hizmetler sektörünün tarım dışı istihdamdaki artışı sürüklediği görülmektedir (Grafik 4.3.3). 2014 yılının ilk çeyreğini takiben hizmet istihdamında gözlenen artışa en yüksek katkı ticaret-lokanta-otel sektörlerinden gelmektedir. Bunun yanı sıra anılan dönemde iş hizmetleri ve kamu sektörünün önemli pay sahibi olduğu eğitim ve sağlık sektörlerinin de hizmet istihdamındaki artışa katkısı olmuştur. Tarım dışı istihdamda ikinci ve üçüncü çeyrekte gözlenen gerileme sanayi ve inşaat sektörlerinden kaynaklanmıştır. Söz konusu sektörlerin istihdamında Ağustos dönemiyle birlikte toparlanma başlamıştır. İktisadi faaliyet gelişmeleri incelendiğinde, sanayi üretiminde yılın son çeyreğinde bir canlanma beklenmemektedir (Bölüm 4.1). İnşaat sektörüyle yakından ilişkili olan metalik olmayan mineral maddeler üretimi de Ekim-Kasım döneminde üçüncü çeyreğe kıyasla yüzde 0,65 gibi ılımlı bir oranda artmıştır. Ekim dönemi itibarıyla sanayi ve inşaat istihdam gerçekleştirmelerinin üretim değerlerinin ima ettiğine göre daha olumlu olduğu gözlenmektedir.



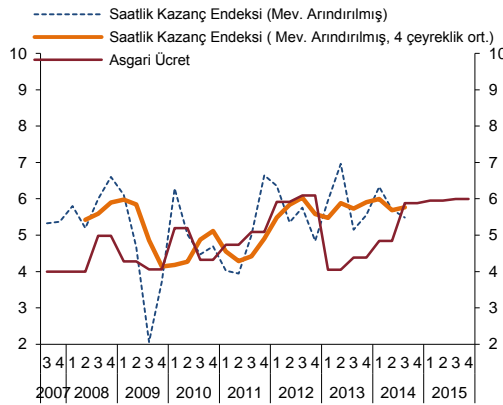
Sanayi üretimi yılın son çeyreğinde bir miktar gerilerken firmalara uygulanan anket göstergeleri istihdamda artış sinyali içermektedir. TCMB İYA göstergeleri arasında yer alan ve imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren özel firmaların görüşlerini yansıtan Toplam İstihdam Beklentisi yılın son çeyreğinde artarak iyimser beklentiler yönündeki eğilimini sürdürmüştür (Grafik 4.3.4). Benzer biçimde, imalat sanayi sektöründe yer alan özel firmaların değerlendirmelerini içeren PMI istihdam değeri de yılın son çeyreğinde artmıştır. Bu göstergeler her ne kadar sanayi istihdamı açısından olumlu bir görünüm çizse de üretim gelişmelerindeki zayıf seyir istihdam artışı beklentisini sınırlandırmaktadır. İnsan kaynakları alanında faaliyet gösteren Kariyer.net firması tarafından sağlanan yeni iş ilanı sayısında da bir yavaşlama gözlenmektedir. Söz konusu firma verilerine göre, işsizlik oranını öncüleme niteliği taşıyan ilan başına başvuru sayısındaki artış 2014 yılı son çeyreğinde de devam etmektedir (Grafik 4.3.5). Söz konusu artışta, gerek yeni ilan sayısındaki yavaşlama gerekse başvuru sayısındaki artış eğiliminin sürmesi etkili olmuştur.



2014 yılı ilk çeyreğini takiben istihdam artış hızı yavaşlamış ancak ücretler enflasyonun üzerinde bir artış göstermiştir. Buna bağlı olarak toplam ücret ödemeleri hız kesmekle birlikte iç talebi destekler yönde hareket etmeye devam etmiştir. Ancak, eş zamanlı olarak, dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalar dışarıda bırakılarak hesaplanan hanehalkı yurt içi tüketim harcamaları ise düşük bir oranda artmıştır (Grafik 4.3.6). Maliyet boyutuyla ele alındığında, 2014 yılında ücretlerin, firma maliyet artışını yukarı çeken bir unsur olduğu değerlendirilmektedir. 2014 yılı başında belirlenen asgari ücret ve takip eden ortalama ücret artışları 2014 yılı enflasyon tahmininin üzerinde seyretmiştir. 2014 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla, saatlik kazanç endeksindeki yıllık artış yüzde 12 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 4.3.7). Saatlik ücretlerdeki bu artışın etkisiyle birim ücretler 2014 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla yıllık bazda, enflasyona yakın bir oranda artış göstermiştir (Grafik 4.3.8). Yakın zamanda açıklanan 2015 yılı için geçerli olacak asgari ücret tutarları, nominal olarak yüzde 12,2 düzeyinde yıllık ortalama ücret artışına karşılık gelmektedir. Bu değerler, tahmin edilen enflasyon esas alındığında, önümüzdeki yıl ücretlerde kayda değer bir reel artışa işaret etmektedir. Sonuç olarak, hali hazırda ılımlı seyreden verimlilik artışı veri alındığında önümüzdeki dönemde birim ücret artış hızında bir gerileme beklenmemektedir. Firma maliyet yapısındaki ağırlığı dikkate alındığında işgücü maliyetleri ikincil derecede öneme sahip olsa da, verimlilik artışlarının eşlik etmemesi durumunda, ücret artışları, özellikle emek yoğun hizmet sektöründe enflasyon katılığını artıran bir unsur olabilecektir.

**Grafik 4.3.7.**

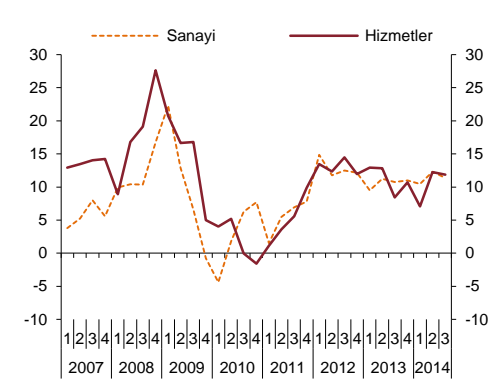
Saatlik Kazanç Endeksi ve Asgari Ücret (iki Çeyreklik Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK İşgücü Maliyet Endeksleri, ÇSGB.

**Grafik 4.3.8.**

Birim Ücret\* (Çalışılan Saat Başına Ücret/Verimlilik) (Yıllık Yüzde Değişim)



\* Hizmetler sektöründe birim ücret, toplam ücret ödemelerinin hizmet fiyatlarıyla reelleştirilmiş ciroya bölünmesi ile hesaplanmıştır. Sanayi sektörlerinde ise toplam ücret ödemeleri üretime bölünmüştür.

Kaynak: TÜİK Kısa Dönem İş İstatistikleri, TCMB.

Özetle, 2014 yılı ikinci çeyreğinden itibaren zayıf seyreden tarım dışı istihdam Ağustos-Ekim döneminde inşaat ve sanayi istihdamında gözlenen toparlanmadan gelen katkıyla makul oranda artış göstermiştir. Ancak, işgücüne katılımdaki artış eğiliminin etkisiyle işsizlik oranları artmaya devam etmiştir. Öncü göstergeler ve Ekim dönemi itibarıyla gerçekleştirmeler ışığında, yılın son çeyreğinde istihdamda iyileşen bir görünüm beklense de işgücüne katılımdaki artış dikkate alındığında işsizlik oranında belirgin bir düşüş beklenmemektedir.

Kutu  
4.1Türkiye'de Şirketlerin Borç Dolarizasyonu ve Büyüme Performansı<sup>1</sup>

Türkiye'de finansal olmayan şirketler uzun vadeli yabancı para (YP) cinsinden borçlanma eğilimleri son yıllarda düşmekle birlikte oldukça yüksek düzeydedir. Bu gelişmede, 1990'lı yıllarda yaşanan makroekonomik istikrarsızlığın oluşturduğu alışkanlıkların yanı sıra zaman içinde yurt içinde finansal sistemin yerli para cinsinden yeterince uzun vadeli kaynak üretmemesi ve Türk lirası cinsinden kredilerde "dış kaynak priminin" yüksek seyretmesi etkili olmuştur.<sup>2</sup> Finansal açıdan güçlü, büyük, ihracatçı şirketler finansal ihtiyaçlarını ağırlıklı olarak uzun vadeli olmak üzere YP cinsinden borçlanarak gidemiş ve yatırımlarını gerçekleştirmişlerdir. Diğer yandan, kaynak ihtiyacı en fazla olan ve iç piyasaya yönelik üretim yapan küçük ve orta ölçekli işletmeler (KOBİ), ise bu imkânı yeterince kullanamamış ve bankacılık sisteminin yüksek dış kaynak primleriyle karşı karşıya kalmışlardır.

Türkiye'deki finansal sistemin şirketlerin ihtiyaç duyduğu kaynakları yeterince sağlayamaması iki önemli sorunu gündeme getirmiştir. Birinci olarak, yenileşmenin potansiyel lokomotifi olan KOBİ'lerin yeterli finansman kaynaklarına erişememeleri ve yeterince istihdam yaratamamaları dolayısıyla ülkenin büyüme potansiyelinin etkili olarak kullanılamamasıdır (Dünya Bankası, 2010). İkinci olarak, yerli para cinsinden uzun vadeli finansman kaynaklarının sınırlı olması ve dolayısıyla başta büyük şirketler olmak üzere YP cinsinden yüksek düzeylerde borçlanmaları sonucunda ekonominin dış sermaye akımlarındaki ani duruşlarında oluşabilecek kur şoklarına karşı olan duyarlılığının artması ve dolayısıyla finansal istikrarı tehdit etme potansiyelidir.

Öte yandan, şirketlerin önemli oranda YP cinsinden borçlanabilmelerinin avantajları da bulunmaktadır. Öncelikle, büyük ve ihracatçı şirketler finansman ihtiyaçlarını YP cinsinden uzun vadeli ucuz kredi sağlayarak giderebilmelerinin söz konusu şirketlerin büyümelerini destekleyebilme potansiyeli vardır. Ayrıca, şirketlerin YP cinsinden borçlanmaları ve Türk lirası cinsinden daha az kaynak talep etmeleri ihtiyacı olan diğer ekonomik birimlere veya şirketlere kullanılabilecek kaynak arzını da artırmaktadır. Nitekim Türkiye'de son yıllarda KOBİ'lerin ve tüketici kesiminin bankacılık sisteminden kullandıkları kaynak miktarı hızla büyümüştür.

Literatürde borç dolarizasyon oranı olarak adlandırılan, şirketlerin YP cinsinden borçlarının toplam borçları içindeki payıyla ilgili olarak şirketlerin büyüme performansını etkileyen iki faktör öne çıkmaktadır. Birinci olarak, yurt içi kaynakların sınırlı olduğu bir ortamda, şirketlerin YP cinsi kaynaklara erişimine sahip olmaları şirketlerin büyümesini olumlu yönde etkilemesidir. İkinci olarak ekonomik birimlerin YP cinsi borç stoklarının büyümesi ve yüksek ithal girdi kullanmaları özellikle bilanço kanalıyla ekonominin kırılganlığını artırması ile bağımsız bir para ve kur politikasının oluşturulmasını sınırlandırmıştır. Şirket büyümesi üzerindeki etkileri açısından birbirine zıt yönde hareket eden bu iki kanalın net etkisi deneysel olarak araştırılmaya değer olduğu düşünülmektedir.

<sup>1</sup> Kutudaki değerlendirmeler Alp ve Yalçın (2015) çalışmasına dayanmaktadır.

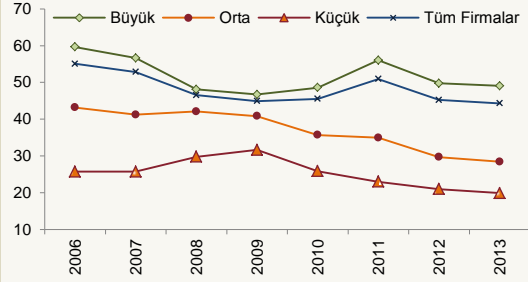
<sup>2</sup> Literatürde borç dolarizasyonuna neden olan faktörler arasında; uzun vadeli yerli para cinsinden kredi piyasalarının yeterince gelişmemesi, döviz kurunda ve sermaye hareketlerinde belirsizlik, makroekonomik oynaklık, yetersiz kurumsal kapasite, ekonomik politikalarındaki belirsizlik, düzenlemelerdeki yetersizlikler gibi değişkenler öne çıkmaktadır. Alp ve Yalçın (2015) çalışması Türkiye'de şirketlerin borç dolarizasyonu oranını artıran faktörler arasında, tahmin sonuçlarından elde edilen önem sırasına göre, dolarizasyon eğiliminde alışkanlıkların yarattığı belirsizlik, yüksek kamu kesimi borçlanma gereğini, Türk lirasındaki değerlenmeyi, şirketlerin ihracat payındaki artışı, bir teminat göstergesi olarak net maddi duran varlıkların payının yüksekliğini, enflasyon oranındaki artışı, yüksek kaldıraç oranını, firma ölçeğindeki büyümeyi ve Chicago Borsası oynaklık endeksindeki düşüşü saymaktadır.

Bu kutuda, TCMB Sektörel Bilançoları çerçevesinde 1996-2010 dönemini kapsayan ve finansal tablolarını peş peşe en az üç yıl süreyle raporlayan ortalama 7 binden fazla şirketin verileri yapılan analizde kullanılmıştır. Veri setinde yer alan şirketler, ekonomideki satışların yaklaşık yüzde 58'ini, ihracatın yüzde 72'sini ve YP cinsi borçların yüzde 40'ını gerçekleştirmekte olup ekonomik faaliyet açısından önemli bir paya sahiptirler.

Grafik 1'de, borç dolarizasyon oranının şirket gruplarına göre zaman içindeki eğilimi verilmiştir. Buna göre borç dolarizasyon oranının ölçekle birlikte arttığı tespit edilmiştir. Ayrıca, son yıllarda söz konusu oranın KOBİ'lerde giderek düştüğü büyük şirketlerde ise yatay bir seyir izlediği gözlenmiştir. Benzer eğilim ihracat-satış oranları yüksek olan şirketlerde de gözlenmiştir.

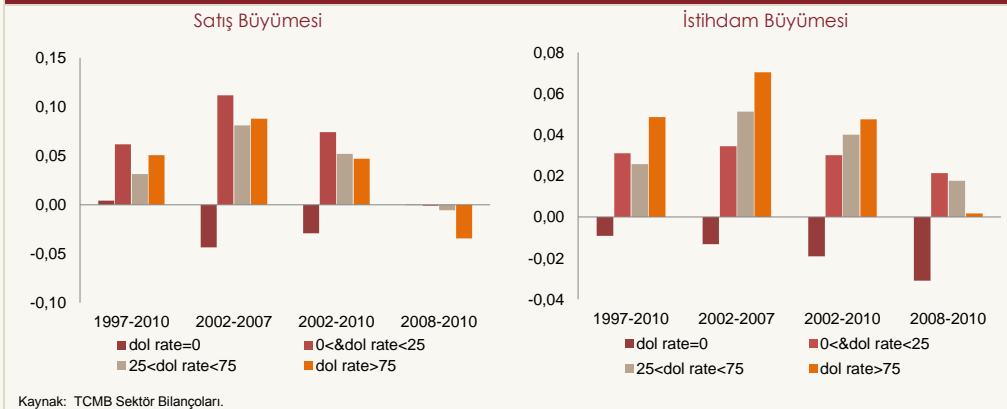
Grafik 2'de, imalat şirketleri için dolarizasyon oranlarının büyüklüğüne göre ağırlıklı ortalama olarak reel satış ve istihdam büyümeleri hesaplanmıştır. Buna göre, YP cinsinden borcu olmayan şirketlerin (dol rate=0) normal zamanlarda oldukça kötü satış ve istihdam büyümesi performansı sergiledikleri görülmektedir. Bu durum, Türkiye'de YP cinsinden kredilere erişimi olmayan şirketlerin finansal kısıt altında olduklarına işaret etmektedir. Borç dolarizasyon oranı sıfır ile yüzde 25 arasında olan şirketlerin diğerlerine oranla oldukça güçlü bir satış büyümesi performansı yakaladığı görülmektedir. Buna karşın, normal zamanlarda, dolarizasyon oranı sıfır olan şirketlerin istihdam artışı negatif olup, çoğu zaman dolarizasyon oranı arttıkça istihdam artış oranının arttığı hesaplanmıştır. Diğer yandan, 2008-2009 krizinin etkilerinin gözlemlendiği 2008-2010 döneminde dolarizasyon oranının yüzde 75'ten yüksek olduğu şirketlerde satışlardaki küçülmenin oldukça belirgin olduğu ve istihdam artışının hemen hemen olmadığı görülmektedir. Bu bulgu, kur oynaklığının arttığı kriz dönemlerinde yüksek dolarizasyonun şirketlerin özellikle satış büyümelerini olumsuz etkilediğini ima etmekte ve takip edilen bölümde verilen ekonometrik çalışmadan elde edilen bulgularla paralellik arz etmektedir.

**Grafik 1. Ölçeklerine Göre Şirketlerin Borç Dolarizasyon Oranları (Yüzde)**



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları ve Hülâgü ve Yalçın (2014)  
Dönem içinde ortalama çalışan sayısı 50 kişiden az olan şirketler küçük ölçekli, ortalama çalışan sayısı 250 kişiden fazla olanlar büyük ölçekli ve 50-250 arasında çalışanları ise orta ölçekli olarak tanımlanmıştır.

**Grafik 2. Dolarizasyon Oranı ve Satış ve İstihdam Büyümesi (Yüzde)**



Borç dolarizasyon oranının şirketlerin satış ve istihdam büyümelerine etkileri dinamik panel yöntemi (GMM) kullanılarak tahmin edilmiştir. Bu çerçevede, şirketlerin reel satış ve istihdam büyüme oranlarının belirleyicileri aynı aynı modellenmiştir. En sade modelde, satış büyüme oranının temel belirleyicileri olarak; satış büyüme

oranının birinci gecikmesi, borç dolarizasyon oranı, şirketlerin işgücü verimliliğini temsil eden reel satışların istihdama oranı, ihracat-satış oranı (ihracat payı) ve kaldıraç oranı gibi şirkete özgü değişkenler ile yurt içi makro gelişmeleri yansıtan reel döviz kurundaki değişim ve dış dünyadaki gelişmeleri temsil eden Chicago Borsası oynaklık endeksi kullanılmıştır. Şirket istihdam oranının belirleyicileri ise satış büyüme oranı modelinde kullanılan değişkenlere ek olarak şirketlerin reel maddi duran varlıklarındaki atış oranı olarak alınmıştır.

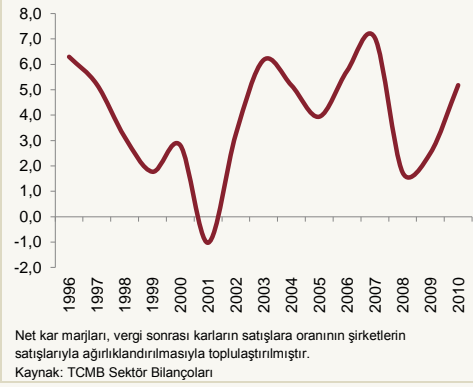
Şirket büyüme oranlarının şirketlerin ihracat ve dolarizasyon oranlarının derecesi ile 2001 ve 2008-2009 krizlerine duyarlı olup olmadığını dikkate almak üzere ilgili kukla değişkenler eklenerek modeller zenginleştirilmiştir. Bu çerçevede borç dolarizasyon ve ihracat oranlarına bakılarak şirketler yüksek ve düşük borç dolarizasyon oranlı ile düşük ve yüksek ihracat oranlı olarak sınıflandırılmış ve bu doğrultuda kukla değişkenler oluşturulmuştur.<sup>3</sup> Ayrıca, iki kriz kukla değişkeni üretilmiştir. Birinci kriz kukla değişkeni 2001 krizini kontrol etmek üzere 2000-2002 dönemine 'bir' geri kalan yıllara 'sıfır'; ikinci kriz kukla değişkeni ise 2008-2009 krizini kontrol etmek üzere 2008-2010 dönemine 'bir' geri kalan yıllara 'sıfır' değerleri verilerek oluşturulmuştur. Borç dolarizasyonu oranı yukarıda kukla değişkenleriyle etkileşimleri modele eklenerek tahminler tekrarlanmıştır.

Bu çerçevede, veriler üzerinde yapılan betimleyici analizden ve modellerin tahmin edilmesinden elde edilen bulgular aşağıda özetlenmiştir. Burada vurgulanan bulgular daha ziyade satış büyüme oranı modeli tahminlerinden elde edilmiştir. İstihdam büyüme oranı modelinden elde edilen tahminler ise yer kısıntısından dolayı burada ayrıca irdelenmemekle birlikte ana hatlarıyla satış büyümesi tahminleriyle paralellik göstermektedir. Söz konusu tahminlerin tamamına ilişkin ayrıntılı değerlendirmeler Alp ve Yalçın (2015)'den ulaşılabilir.

Özellikle 2001 krizi sonrasında esnek döviz kuru rejimine geçilmesiyle birlikte, YP geliri sınırlı olan küçük ve orta ölçekli şirketler giderek daha az oranda (Türk lirası cinsinden krediler oranla) YP cinsinden kredi kullanmaları şirket bilançolarını döviz kuru şoklarına karşı önceki dönemlere oranla daha az duyarlı hale getirmiştir. Nitekim 2008-2009 krizinde kur oynaklığının da neden olduğu şirketlerin net kar marjlarındaki daralma 2001 krizine oranla daha sınırlı olmuştur (Grafik 3). Ayrıca, şirketlerin ortalama borçluluk oranları ve finansal giderlerin satışlar içindeki payları 2001 krizinden sonra belirgin olarak düşmüştür. Bu bulgular, şirketlerin 2008 yılında, 2001 yılına oranla daha sağlıklı bir bilanço yapısına sahip oldukları görüşünü desteklemektedir.

Ekonometrik bulgular, borç dolarizasyon oranındaki artışın şirket satış büyümesini artırıcı yönde etkilediğini göstermektedir. Başka bir ifadeyle, düşük maliyetli YP cinsinden kaynağa erişime sahip olmanın borçlanma kısıtlarını hafifleterek şirketlerin büyümesini desteklediği görülmektedir. Bu etki ihracatçı ve yüksek dolarizasyon oranına sahip şirketlerde daha belirgindir. Buna karşın, düşük ihracat oranına (ihracatı olmayan şirketler dahil) sahip olup da yüksek borç dolarizasyonu olan şirketlerde dolarizasyonun şirket büyümesi

Grafik 3. İmalat Şirketlerinde Net Kar Marjı (Yüzde)



<sup>3</sup> Borç dolarizasyon oranları dönem ortalaması olarak en yüksek yüzde 75 diliminde olan şirketler yüksek dolarizasyon, en düşük yüzde 50 diliminde olanlar ise düşük dolarizasyon oranlarına sahip şirketler olarak sınıflandırılmıştır. Benzer şekilde, göre ihracat oranları dönem ortalaması olarak en yüksek yüzde 75 diliminde olan şirketler yüksek ihracat oranlı (ihracatçı) ve ihracat oranları yüzde 50 diliminin altında olanlar ise düşük ihracat oranlı (buna ihracat yapmayan şirketler de dâhil) şirketler olarak gruplandırılmıştır.



üzerindeki etkisi olumsuz olduğu tahmin edilmiştir. Başka bir ifadeyle, korunmamış bilançolarda dolarizasyonun büyümeyi negatif yönde etkilediği tahmin edilmiştir. Bu çerçevede, söz konusu şirketlerin döviz kuru riskinden kaçınmak üzere kısa vadede türev ürünlerini kullanmaları ve uzun dönemde ise YP cinsinden gelirlerini artırmaları önerilmektedir.

Yapılan tahminler, 2001 krizinde borç dolarizasyonunun şirket büyümesini olumlu, dış talebin belirgin olarak zayıfladığı 2008-2009 krizinde ise olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir. Bu bulgu, şirketlerin kur riskinden kaçınmak için uluslararası piyasalarda talepleri döngüsel hareketlere daha az duyarlı olan ihracat ürünlerinde rekabetçi olabilmelerinin önemini teyit etmektedir. 2001 yılında Türk lirasındaki değer kaybının neden olduğu rekabet kazancı ve güçlü dış talepten dolayı dolarizasyon şirket büyümesini olumlu yönde etkilerken, 2008-2009 krizinde zayıf dış talepten kaynaklı olarak, negatif bilanço etkisi 2001 krizine oranla daha sınırlı olmasına karşın, dolarizasyonun şirket büyümesi üzerindeki etkisi daraltıcı olmuştur.

Şirkete özgü değişkenlerden kaldıraç, ihracat ve işgücü verimlilik oranları borç dolarizasyon oranında olduğu gibi şirketlerin satış büyüme oranlarını pozitif yönde desteklediği, satış büyümesinin gecikmeli değeri ise negatif etkilediği tahmin edilmiştir. Bu değişkenlerden kaldıraç ve verimlilik oranlarının katsayıları oldukça yüksek tahmin edilmiştir. Bu bulgu, Türkiye'de şirketlerin finansmana erişimlerinin iyileştirilmesi ve işgücü verimliliğinin artırılması yoluyla şirketlerin büyüme performanslarının önemli ölçüde yükseltilebileceğini ima etmektedir. Ayrıca, ihracat oranı için pozitif katsayının tahmin edilmesi şirketlerin borçları ile gelirlerinin döviz kompozisyonu arasında uyum sağlama eğiliminde olduklarını göstermektedir. İhracat payındaki büyüme bir yandan doğrudan satışları artırırken diğer yandan YP cinsi krediye erişimi kolaylaştırmak yoluyla şirketlerin finansal kısıtını hafifleterek şirketin satış büyüme performansını dolaylı yoldan desteklemektedir.

Yukarıda yapılan analiz, şirketler YP cinsinden borçları ile YP cinsinden gelirleri arasında bir denge sağlamaları (doğal koruma) durumunda negatif bilanço etkilerini sınırlayabildiklerini ve dolayısıyla sürdürülebilir bir büyümeyi yakalayabildiklerini göstermektedir. Ayrıca, özellikle küçük ve orta ölçekli şirketlerin ihracat performanslarını artırmaları yoluyla borçlanma kısıtlarını YP cinsinden borçlanarak giderebildikleri ve yüksek bir büyüme performansı yakalayabildikleri görülmektedir. Kısaca, şirketlerin dış pazarlarda rekabet etme güçlerini artırıcı politikaların hayata geçirilmesi, bir yandan düşük maliyetli YP cinsinden borçlanmalarına imkân tanırken diğer yandan söz konusu borçların olumsuz bilanço etkilerinden kaçınılmaktadır. Bu çerçevede, daha istikrarlı kar marjları ve büyüme oranları ancak ihracat oranlarındaki artışla sağlanabileceği düşünülmektedir.

#### Kaynakça

- Alp, B. ve C. Yalçın (2015) "Türkiye'de Şirketlerin Borç Dolarizasyonu ve Büyüme Performansı" TCMB Çalışma Tebliği No: 15/01.
- Dünya Bankası (2010) Türkiye – Yatırım Ortamı Değerlendirmesi: Krizden Özel Sektor Öncülüğünde Büyümeye. Washington DC.
- Hülagü, T. ve C. Yalçın (2014), "Türkiye'de Yabancı Para Borcu ve Kur Riskinin Mikro Analizi," Yayınlanmamış Not.

Enerji fiyatlarındaki gelişmeler birçok ülke için önemli dinamik etkilere sahip olabilmektedir. Türkiye için enerji ihtiyacının büyük bir bölümünün ithalat ile sağlanması, enerji ürünlerinin tüketim sepetinde önemli bir ağırlığı olması ve enerji ihracatı yapan ülkelerin Türkiye'nin ihracatı içinde yüksek bir payının bulunması sebepleri ile enerji fiyatlarındaki hareketler ekonomi üzerinde değişik kanallar aracılığı ile etkili olabilmektedir. Bu kanallar sebebi ile cari işlemler dengesi, enflasyon ve dış talep enerji fiyatlarındaki hareketlere duyarlı hale gelmektedir.

Bu kutuda 2006 sonrası dönem için uluslararası enerji fiyatlarındaki hareketlerin bazı makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerine bakılmaktadır. Bu çerçevede, Kılınç ve Tunç (2014) çalışmasında para politikası şoklarının tahmini için kullanılan yöntem baz alınmıştır.<sup>4</sup>

Türkiye ekonomisine ait makroekonomik değişkenler  $A(L)y(t)=\varepsilon(t)$  yapısal formu şeklinde yazıldığında,  $y(t)$   $t$  zamanında gözlenen değişkenler,  $A(L)$  tekil-olmayan ve  $L$  gecikme değerine sahip katsayı matrisi ve  $\varepsilon(t)$  ise  $t$  zamanındaki yapısal şoklar olarak ifade edilebilmektedir. Blok dışsallık varsayımı altında  $y(t)$ ,  $A(L)$  ve  $\varepsilon(t)$  ifadelerini yurt içi ve yurt dışı faktörler olarak aşağıdaki gibi berirlenebilmektedir:

$$y(t) = \begin{bmatrix} y_d(t) \\ y_e(t) \end{bmatrix}$$

$$A(L) = \begin{bmatrix} A_{11}(L) & A_{12}(L) \\ A_{21}(L) & A_{22}(L) \end{bmatrix}$$

$$\varepsilon(t) = \begin{bmatrix} \varepsilon_d(t) \\ \varepsilon_e(t) \end{bmatrix}$$

Modelin indirgenmiş formu  $B(L)y(t)=u(t)$  şeklinde yazıldığında, yapısal formdaki şokları indirgenmiş formdaki kalıntılar şeklinde yazmak mümkündür:

$$\varepsilon(t) = A_0 u(t).$$

Blok dışsallık varsayımı altında yurt içi değişkenler yurt dışı değişkenleri ne eşzamanlı olarak ne de geçikmeli olarak etkilemektedir. Bu nedenle  $A$  matrisinin  $A_{21}(L)$  kısmı her zaman için 0 değerlerinden oluşmaktadır. Blok dışsallık özellikle küçük açık ekonomiler için dikkate alınması gereken önemli ve gerçekçi bir varsayımdır.

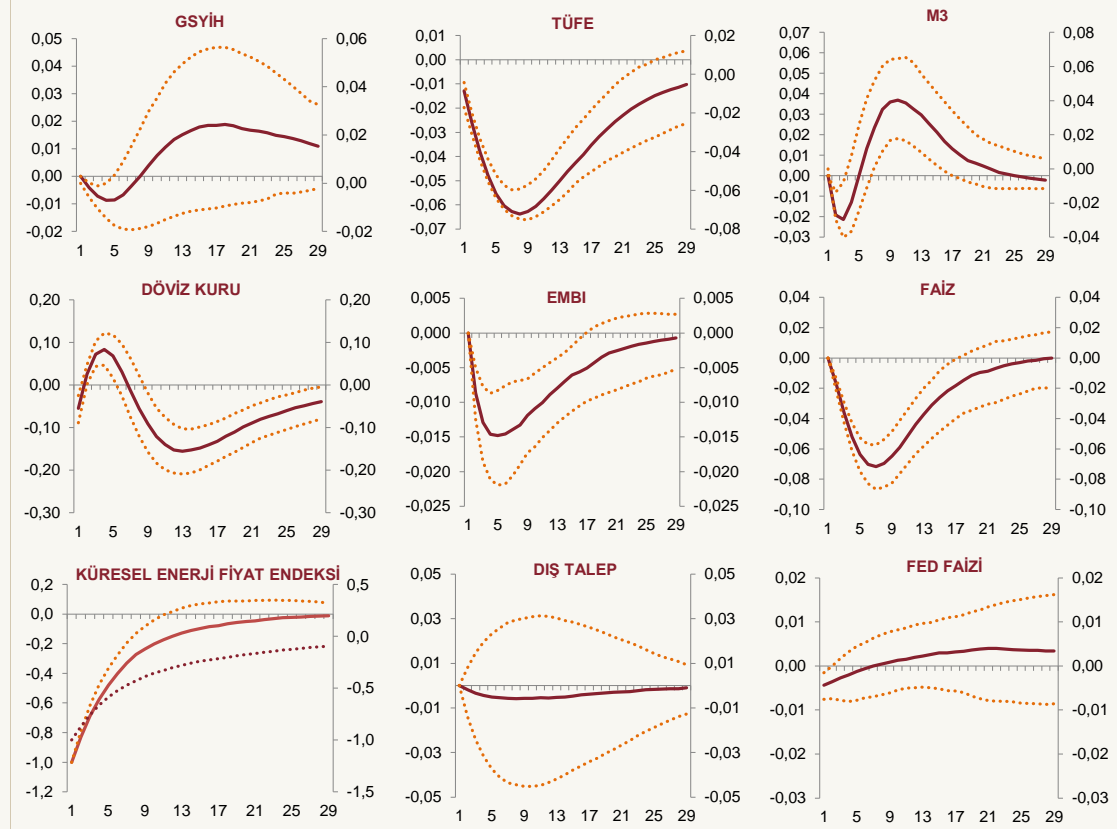
Bu ekonometrik modelde veriler aylık frekansta kullanılmıştır. Yurt dışı değişkenler ( $y_e$ ) olarak Dünya Bankası Enerji Fiyat Endeksi, Dünya Sanayi Üretim Endeksi, Fed faiz oranı (aylıklandırılmış efektif Fed fon oranları) ve yurt içi değişkenler ( $y_d$ ) olarak GSYİH, TÜFE, M3, döviz kuru, EMBI ve bankalararası gecelik faiz oranının aylıklandırılmış ortalaması kullanılmıştır.

Grafik 1'de uluslararası enerji fiyatlarında yaşanan yüzde 1'lik bir düşüşün diğer makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi etki-tepki fonksiyonları şeklinde gösterilmiştir. Enerji fiyatlarındaki hareketlerin enflasyon üzerinde önemli bir etkisi olduğu gözlenmektedir. Türkiye'de tüketici fiyatları yüzde 1'lik küresel enerji fiyatı düşüşüne tepki olarak azalmakta ve ikinci çeyrek sonunda bu düşüş tepe noktasına ulaşarak yüzde 0,07 değerini almaktadır. Bu etki ayrıca tüm dönem boyunca istatistiksel olarak anlamlı bulunmaktadır. İstatistiksel olarak güçlü bir şekilde anlamlı tepki veren diğer bir değişken ise risk primi göstergesi olan EMBI'dir. Enerji fiyatlarındaki düşüş Türkiye'nin risk primini hızlı bir şekilde düşürmekte ve bir çeyrek sonunda düşüş miktarı yüzde 0,015 puanı bulmaktadır. Bu bulgu, Türkiye'de enerji ithalatının en büyük dış açık kalemlerinden

<sup>4</sup>Yapısal vektör öz gecikme modeli ve blok dışsallık varsayımı için Kılınç ve Tunç (2014) çalışmasına bakınız.

birisi olması ve enerji fiyatlarındaki düşüşlerin dış açığı azaltıcı yönde çalışması ile uyumludur. Bu sonuca göre enerji fiyatlarındaki düşüşlerin cari dengeyi düzelterek ülke riskliliğinin azalmasına katkıda bulunduğu değerlendirilebilecektir. Reel kur ilk tepki olarak, risk primindeki düşüş ile uyumlu olarak artmakta (değerlenmekte) fakat daha sonra bir azalış sergilemektedir. Milli gelir gelişmelerine bakıldığında ise dönem boyunca istatistik olarak anlamlı bulunmamakla birlikte, enerji fiyatlarındaki yüzde 1'lik bir düşüşün yaklaşık bir yıl içinde milli gelirden yüzde 0,02 puan civarında bir artışa sebep olduğu gözlenmektedir. Milli gelir etkisinde ekonomik olarak, azalan enerji fiyatları sebebiyle yurt içinde haracama gücünün artmasının yanında ihracatımızda önemli paya sahip enerji üreten ülkelerin milli gelirlerinin olumsuz etkilenmesi ve dolayısıyla dış talepte bu ülkeler kaynaklı azalışlar olması gibi farklı yönlerde çalışan faktörler bulunabilmektedir. Son olarak faiz gelişmelerine bakıldığında, enflasyonda ve risk priminde yaşanan azalışlarla uyumlu bir şekilde, gecelik faizlerin düştüğü gözlenmektedir. Bu düşüş istatistik olarak anlamlı bulunmakta ve tepe noktasına ikinci çeyrek civarında ulaşmaktadır.

Grafik 1. Enerji Fiyatı Etki-Tepki Fonksiyonları  
(Yüzde 1'lik Uluslararası Enerji Fiyatı Düşüşüne Makroekonomik Değişkenlerin Tepkisi (Yüzde))



Not: Yatay eksen çok sonrasında geçen ay sayısını göstermektedir. Noktalı çizgiler 1 standart sapmalı aralıkları göstermektedir.

Sonuç olarak, küresel enerji fiyatlarının Türkiye ekonomisi üzerinde önemli etkileri olduğu gözlenmektedir. Enerji fiyatlarının düşmesi sonucunda enflasyon ve risk primi gerilemekte, milli gelir sınırlı bir artış sergilemekte ve faiz oranları düşmektedir.

#### Kaynakça

Kılınç, M., ve Tunç, C. (2014), "Identification of Monetary Policy Shocks in Turkey: A Structural VAR Approach", TCMB Çalışma Tebliği, No:14/23.

