



TÜRKİYE
CUMHURİYET
MERKEZ
BANKASI

enflasyon raporu

2010-IV



İçindekiler

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Enflasyon Gelişmeleri	1
1.2. Para Politikası Gelişmeleri	3
1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü	3
1.4. Riskler ve Para Politikası	10
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	13
2.1. Küresel Büyüme	15
2.2. Emtia Fiyatları	18
2.3. Küresel Enflasyon	19
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri	20
2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	23
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	31
3.1. Enflasyon	31
3.2. Beklentiler	39
4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ	47
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	47
4.2. Dış Talep	51
4.3. Emek Piyasası	54
5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	63
5.1. Finansal Piyasalar	63
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	73
6. KAMU MALİYESİ	85
6.1. Bütçe Gelişmeleri	87
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	91
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	95
7.1. Para Politikası	95
7.2. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	99
7.3. Orta Vadeli Görünüm	104
7.4. Riskler ve Para Politikası	108
KUTULAR	
Kutu 2.1. Gelişmekte Olan Ünelere Sermaye Akımları	27
Kutu 3.1. Buğday Fiyatlarının Seyri ve Tüketici Fiyatlarına Etkileri	41
Kutu 4.1. İktisadi Faaliyette Ramazan Ayı Etkisi	58
Kutu 4.2. Belirsizlik ve İktisadi Faaliyet	60
Kutu 5.1. Döviz ve Sermaye Piyasalarında Finansal Bulaşıcılık Etkisi: Türkiye Uygulaması	79
Kutu 7.1. İthalat Fiyatları Projeksiyonu	110

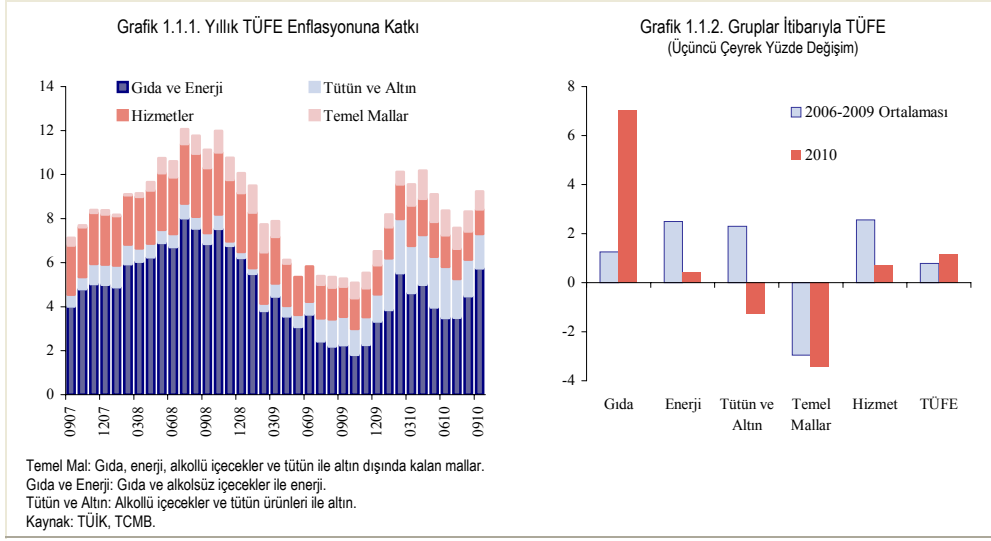
1. Genel Değerlendirme

Yılın üçüncü çeyreğinde küresel ekonomideki gelişmeler yurt içi iktisadi görünüm üzerinde belirleyici olmaya devam etmiştir. Bu dönemde iktisadi faaliyete dair açıklanan veriler özellikle gelişmiş ülkelerde toparlanma sürecinin yavaş ve kademeli olacağına dair algılamaları güçlendirmiştir. Bu verilere bağlı olarak bir çok gelişmiş ülkede mevcut durumda oldukça genişletici konumda olan para politikalarının ikinci bir parasal genişleme yoluyla daha da gevşetilme olasılığı artmıştır. Bu durum, bir yandan gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını hızlandırarak bu ülkelerin para birimlerini güçlendirirken, diğer yandan emtia fiyatlarında belirgin artışları beraberinde getirmiştir.

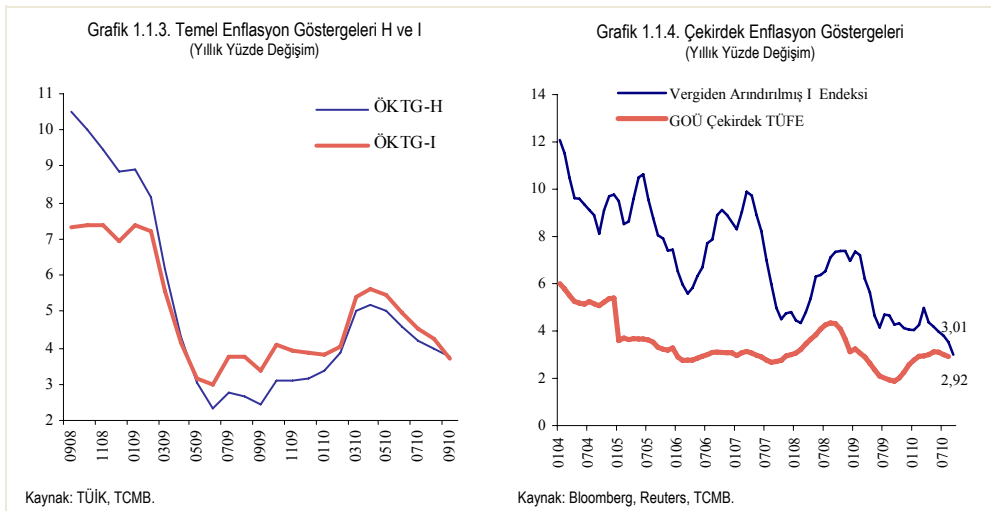
Küresel likiditenin bollaşması ve buna bağlı olarak artan getiri arayışıyla hızlanan sermaye akımları diğer bir çok gelişmekte olan ülke gibi Türkiye'yi de etkilemektedir. Ülkemize özgü gelişmeler bu etkilerin daha belirgin yaşanmasına neden olmuştur. Bu dönemde iktisadi faaliyetteki toparlanmanın beklenenden de olumlu seyretmesi, kredi derecelendirme kuruluşlarından not artırımına dair gelen işaretler, referandum sürecinin sona ermesiyle siyasi belirsizliğin azalması ve güncellenen Orta Vadeli Program (OVP)'ın mali disiplinin süreceğine işaret etmesi ülkemizin görece olarak daha iyi performans göstermesini sağlamıştır. Bu gelişmelere paralel olarak yakın dönemde piyasa faizleri düşmüş, İMKB endeksi hızla artmış ve Türk lirası güçlenmiştir.

1.1. Enflasyon Gelişmeleri

Yılın üçüncü çeyreğinde tüketici fiyatları yüzde 1,15 oranında artmış ve yıllık enflasyon yüzde 9,24 düzeyine yükselmiştir. Enflasyondaki bu yükselişte işlenmemiş gıda fiyatlarındaki keskin artışlar etkili olmuştur. Böylece, yılın üçüncü çeyreği sonu itibarıyla gıda grubunun enflasyona yaptığı katkı 4,2 puana yükselmiştir (Grafik 1.1.1). Öte yandan, gıda fiyatları dışındaki bütün alt kalemlerin çeyreklik değişim oranları geçmiş yılların ortalamasının belirgin olarak altında kalmıştır (Grafik 1.1.2).



Üçüncü çeyrekte temel enflasyon göstergelerindeki istikrarlı düşüş eğilimi devam etmiştir (Grafik 1.1.3). Bu gelişmede Türk lirasının güçlü seyrinin temel mal grubu fiyatları üzerindeki yansımalarının yanı sıra hizmet fiyatlarında öngörülenin de ötesinde gerçekleşen yavaşlama etkili olmuştur. Bu doğrultuda, temel enflasyon göstergelerinin işaret ettiği ana enflasyon eğilimi de aşağı yönlü bir seyir izlemiştir. Böylece, ülkemiz ile diğer gelişmekte olan ülkelerin çekirdek enflasyon seviyeleri arasındaki fark kapanmaya devam etmiştir (Grafik 1.1.4).



1.2. Para Politikası Gelişmeleri

Yılın üçüncü çeyreğinde iç talebin güçlü eğilimini korumasına rağmen dış talebin zayıf seyri nedeniyle toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği destek sürmüştür, temel enflasyon göstergeleri tarihsel olarak en düşük düzeylere gerilemiştir. Bu çerçevede Para Politikası Kurulu (Kurul), yılın üçüncü çeyreğinde politika faizlerinin bir süre daha sabit ve uzun bir müddet düşük seyredeceği yönündeki duruşunu korumuştur.

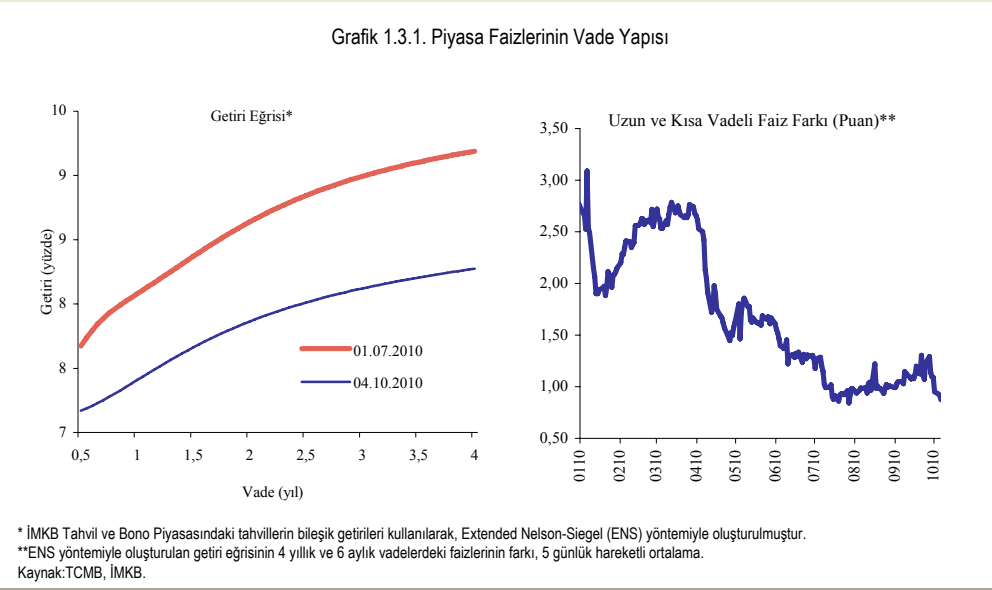
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), yılın son çeyreğine girilirken sermaye girişlerinin arttığını da göz önüne alarak, güçlü iç talep ve zayıf dış talep görünümünün devam edeceğini öngörmüş; hızlı kredi genişlemesiyle birlikte cari açık ve finansal istikrara ilişkin risklere karşı temkinli olunması gerektiğini belirtmiştir. Bu çerçevede TCMB, kredi piyasasında gözlenen olumlu gelişmeler ve iktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimini de dikkate alarak, kriz döneminde devreye sokulan geçici likidite tedbirlerinin geri çekilmesi sürecini büyük ölçüde tamamlamıştır. Bu kapsamda piyasaya ihtiyacından fazla sağlanan likidite kademeli olarak azaltılmış, zorunlu karşılık oranları artırılmıştır. Ayrıca, finansal istikrara yönelik riskleri sınırlandırmak amacıyla alternatif araçların daha etkili olarak kullanılabilmesi için zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiş, likidite yönetiminin operasyonel yapısı değiştirilmiştir. Son olarak, sermaye akımlarının değişkenliğine uyum sağlayabilmek amacıyla döviz alım ihaleleri için daha esnek bir yöntem tasarlanmış ve uygulamaya koyulmuştur.

1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü

Parasal ve Finansal Koşullar

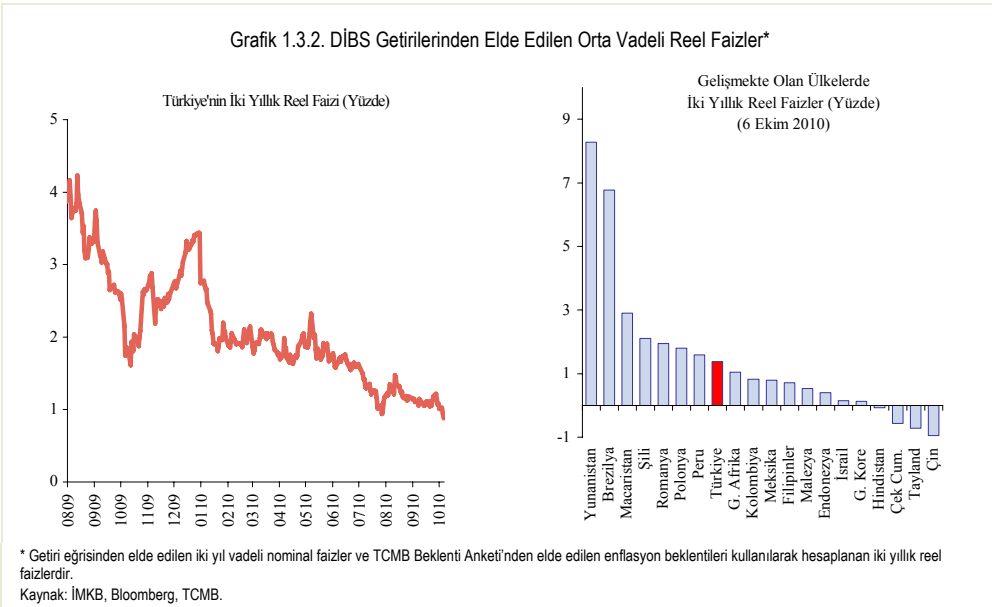
Üçüncü çeyrekte piyasa faizleri her vadede aşağı yönlü bir hareket gösterirken uzun vadelerdeki düşüş daha belirgin olmuştur. Faiz oranlarında gözlenen düşüşte son dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının hızlanması etkili olmakla birlikte, ülkemize özgü koşulların da katkısı bulunmaktadır. Kısa ve orta vadeli faizlerin seyrinde temel enflasyon göstergelerinin beklenenden hızlı gerilemesi etkili olurken uzun vadeli faizlerdeki düşüş Türkiye'nin göreceli riskliliğindeki azalmanın kalıcı olacağına yönelik beklentileri yansıtmaktadır (Grafik 1.3.1).

Grafik 1.3.1. Piyasa Faizlerinin Vade Yapısı

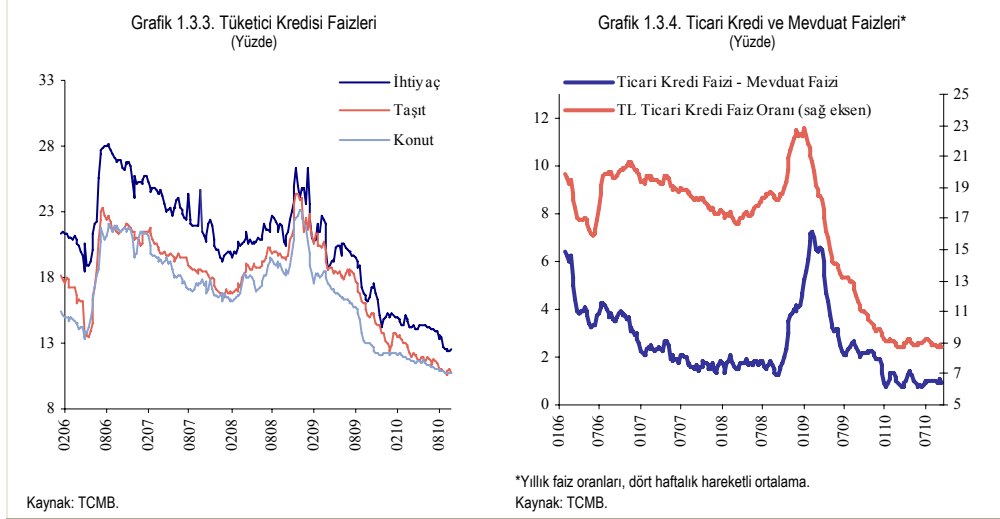


Üçüncü çeyrekte piyasa faizlerindeki düşüş reel faizlere de yansımış, orta vadeli reel faizler tarihsel olarak en düşük seviyelerinde seyretmeye devam etmiştir. Bununla birlikte, Türkiye’de piyasa faizlerinin reel seviyesinin diğer gelişmekte olan ülkelere göre ayrışmadığı gözlenmektedir (Grafik 1.3.2).

Grafik 1.3.2. DİBS Getirilerinden Elde Edilen Orta Vadeli Reel Faizler*



Öte yandan, finansal koşullardaki sıkılığın ortadan kalkmasıyla yılın üçüncü çeyreğinde kredi faizlerinin aşağı yönlü eğilimini koruduğu ve bankaların kredi verme iştahındaki artışın sürdüğü gözlenmektedir (Grafik 1.3.3). Bu doğrultuda kredi koşullarına ilişkin bir sıkılık göstergesi olan ticari kredi faizi ile mevduat faizi farkı da tarihsel olarak en düşük seviyelerdeki seyrini sürdürmektedir (Grafik 1.3.4).

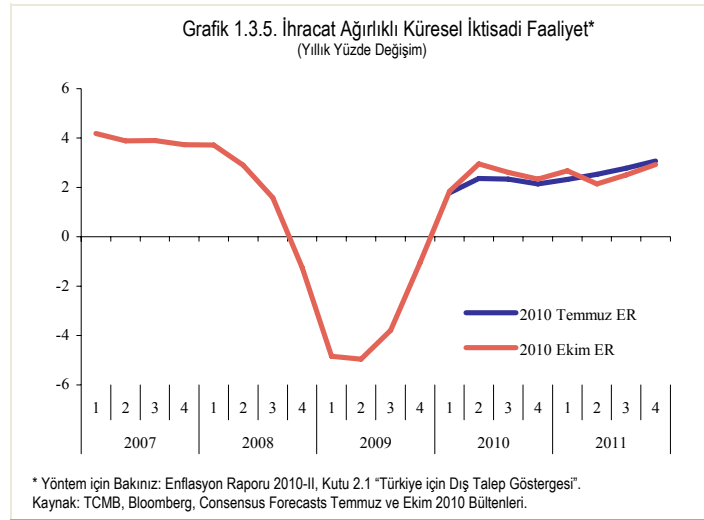


Gerek kredi faizlerindeki düşük seyir gerekse kredi riski göstergelerindeki iyileşme, önümüzdeki dönemde kredi hacmindeki güçlü artışların sürebileceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede önümüzdeki dönemde kredi kanalının iç talebe verdiği desteğin devam edeceği tahmin edilmektedir.

Toplam Talep Görünümü

Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bugüne açıklanan veriler, iç talepteki toparlanmanın beklenenden bir miktar daha güçlü olduğunu göstermektedir. İkinci çeyrekteki hızlı büyümenin ardından euro bölgesindeki mali sorunların gecikmeli etkileriyle üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyette kısmi bir yavaşlama gözlenirse de, Ekim ayına ilişkin öncü göstergeler bu yavaşlamanın kalıcı olmadığına işaret etmektedir. Para ve maliye politikalarının dengeleyici konumunun yanı sıra yakın dönemde güçlenen sermaye girişlerinin de etkisiyle yılın son çeyreğinde tüketim ve yatırım harcamalarının hızlanabileceği düşünülmektedir.

İç talebin görece canlı seyrine karşılık, küresel ekonomideki toparlanmanın yavaş olacağına ilişkin işaretlere paralel olarak dış talep görünümü zayıf seyrini korumaktadır. Son üç ay içinde küresel iktisadi faaliyete dair güncellenen tahminler, ticaret ortaklarımızın büyüme görünümünde kayda değer bir iyileşmeye işaret etmemektedir (Grafik 1.3.5). Dolayısıyla, tahminler üretilirken dış talep koşullarının bir önceki Rapor dönemine kıyasla önemli bir değişim göstermediği bir çerçeve esas alınmıştır.



İç talepteki güçlü artışlar sonucu iktisadi faaliyetin toparlanmaya devam etmesi istihdam koşullarının da iyileşmesini sağlamaktadır. Tarım dışı istihdamda 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren gözlenen hızlı toparlanmanın 2010 yılının üçüncü çeyreğinde duraksadığı gözlenirse de, öncü göstergeler bu durumun kalıcı olmadığına işaret etmektedir. Bununla birlikte, gerek istihdam artışıdaki görece yavaşlama gerekse işgücüne katılım oranlarının yüksek seyri nedeniyle işsizlik oranlarının bir müddet daha kriz öncesine kıyasla yüksek seviyelerde seyretmesi beklenmektedir. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde birim işgücü maliyetleri üzerinde belirgin bir baskı hissedilmeyeceği tahmin edilmektedir.

Bu değerlendirmeler doğrultusunda, enflasyon tahminleri güncellenirken iç talebin bir önceki döneme kıyasla daha güçlü seyrettiği, dış talepteki zayıf seyrin yurt içi iktisadi faaliyeti sınırlamaya devam ettiği, bu çerçevede toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının azalarak da olsa sürdürüldüğü bir görünüm esas alınmıştır.

Maliye Politikası

Enflasyon tahminleri üretilirken, Ekim ayı içinde güncellenen OVP projeksiyonları temel alınmıştır. Bu doğrultuda, 2010 yılının kalanında kamu harcamalarında geçici bir hızlanma olacağı, 2011 yılından itibaren ise faiz dışı harcamaların milli gelire oranının kademeli olarak gerileyeceği öngörülmüştür. İktisadi faaliyetin OVP’de öngörülenenden daha güçlü seyretmesi halinde ortaya çıkabilecek mali alanın ise, dengeleyici maliye politikası yaklaşımı ile uyumlu olarak, kısmen kamu borcunun azaltılmasında kullanılacağı varsayılmıştır. Bu çerçevede, borcun milli gelire oranındaki düşüşün devam ettiği, risk priminde ise tahmin ufku boyunca önemli bir değişim olmadığı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

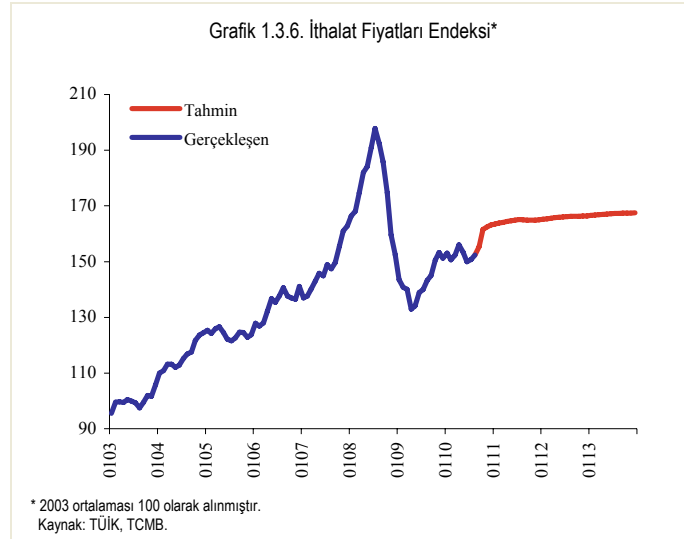
Temel Varsayımlardaki Güncelleme

Temmuz Enflasyon Raporu’nda gıda fiyatlarının yıllık artış oranının 2010 yılı sonunda yüzde 7,5, sonraki yıllarda ise yüzde 7 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştı. Bununla birlikte üçüncü çeyrekte sebze fiyatlarının öngörülenin oldukça üzerinde bir artış sergilemesi ve et fiyatlarındaki düzeltmenin gecikmesi, kısa vadede gıda fiyat varsayımlarının yukarı yönlü güncellenmesini gerektirmiştir. Bu çerçevede 2010 yıl sonu için gıda grubu enflasyonu varsayımı yüzde 7,5’ten yüzde 10,5’e yükseltilmiştir. Bu gelişme yıl sonu enflasyon tahminini 0,8 puan yukarı yönlü etkilemiştir. 2011 ve sonrasına ilişkin gıda enflasyonu varsayımı ise yüzde 7 olarak korunmuştur.

Yılın üçüncü çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarının öngörülenin belirgin olarak üzerinde seyretmesine karşılık, temel mal ve hizmet fiyatlarının artış hızındaki yavaşlama beklenenden daha belirgin olmuştur. Diğer bir ifadeyle, orta vadeli tahminler açısından önemli olan ve enflasyonun ana eğilimini yansıtan temel enflasyon göstergeleri, öngördüğümüzden daha hızlı gerilemiştir. Bu gelişme, 2010 yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde yaklaşık 0,8 puan düşürücü yönde etki yaparken tahminlerin başlangıç noktasının aşağı yönlü güncellenmesini de beraberinde getirmiş ve orta vadeli enflasyon tahminlerini de aşağı yönlü etkilemiştir.

Son üç ay içinde açıklanan verilerin iç talepteki canlanmanın öngörülenden daha güçlü olduğuna işaret etmesi nedeniyle, çıktı açığı tahminleri bir önceki döneme kıyasla yukarı yönlü güncellenmiştir. Diğer bir ifadeyle, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının Temmuz Enflasyon Raporu'na kıyasla daha sınırlı kaldığı bir çerçeve esas alınmıştır. Bu güncelleme, kısa vadeli enflasyon tahminlerini etkilememiş, ancak orta vadeli tahminler üzerinde bir miktar yukarı yönlü etkide bulunmuştur.

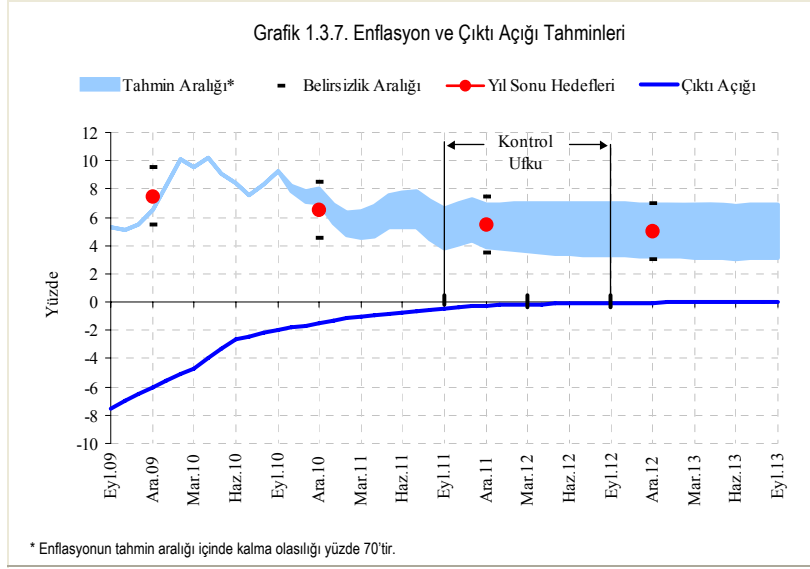
Gelişmiş ülkelerin genişletici para politikası uygulamalarının devam edeceği beklentisinin güçlenmesi, son dönemde emtia fiyatlarında hızlı artışlara yol açmıştır. Bununla birlikte, Ekim ayı itibarıyla, vadeli piyasada ham petrol fiyatlarının Temmuz Enflasyon Raporu'ndaki varsayımlar ile uyumlu seyrettiği görülmektedir. Bu çerçevede 2010 yılında varil başına 80 ABD doları, 2011 yılında 85 ABD doları, 2012 yılı ve sonrası için ise 90 ABD doları olan ham petrol fiyatları varsayımı korunmuştur. Bunun yanı sıra, vadeli piyasalarda oluşan emtia fiyatları referans alınarak tahmin ufku süresince ithalat fiyatlarının kademeli artışlar göstereceği varsayılmıştır (Grafik 1.3.6).



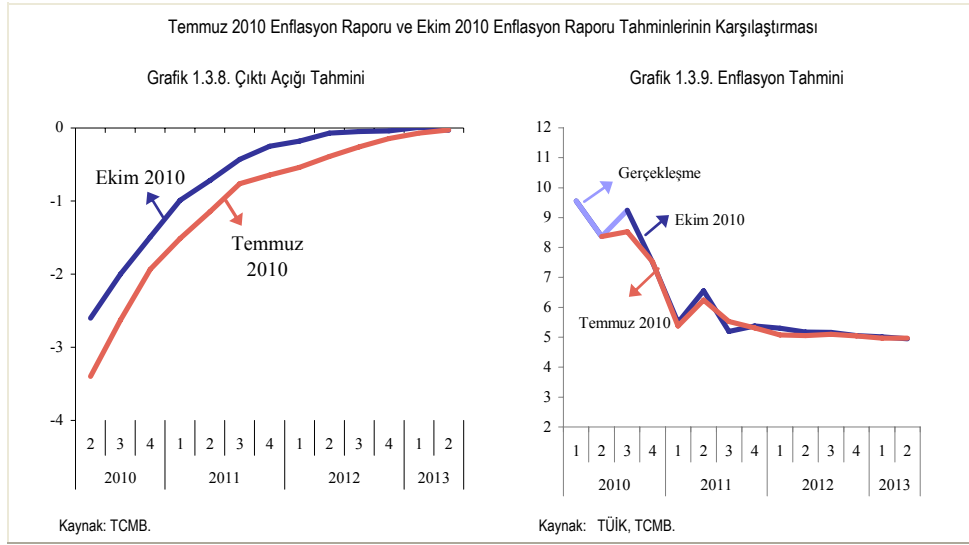
Enflasyon Görünümü

Bu değerlendirmeler çerçevesinde, yılın kalan döneminde çıkış stratejimizde öngörülen tedbirlerin tamamlandığı, politika faizlerinin ise bir süre daha mevcut düzeylerde tutularak 2011 yılının son çeyreğinden itibaren sınırlı artışlar gösterdikten sonra tahmin ufku (üç yıl) boyunca tek haneli

düzeyle kalacağı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2010 yılı sonunda yüzde 7 ile yüzde 8 aralığında (orta noktası yüzde 7,5), 2011 yılı sonunda ise yüzde 3,9 ile 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,4) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2012 yılı sonunda ise enflasyonun yüzde 5,1 düzeyine düşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.3.7).



Sonuç olarak, 2010 yılı için gıda fiyatı varsayımlarındaki yukarı yönlü güncelleme gıda dışı enflasyonun beklenenden daha olumlu seyretmesi ile telafi edilmiş ve yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 7,5 olarak korunmuştur. Benzer şekilde, orta vadeli enflasyon görünümünü etkileyen farklı gelişmeler de birbirini büyük ölçüde dengelemiş ve tahminlerde önemli bir değişiklik yapılmamıştır. İç talepteki görece olarak güçlü toparlanma ve 2010 yılı ikinci çeyreğine dair Gari Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verileri dikkate alınarak çıktı açığı tahminlerimiz 2010 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.3.8). Çıktı açığındaki yukarı yönlü bu güncellemenin tahminler üzerindeki etkisi, enflasyonun ana eğilimindeki aşağı yönlü güncelleme ile büyük ölçüde telafi edilmiş, dolayısıyla orta vadeli enflasyon tahminleri ve para politikasının duruşu bir önceki Rapor dönemine kıyasla önemli bir farklılık göstermemiştir (Grafik 1.3.9).



Güncellenen tahminler, politika faizlerinin bir müddet daha sabit ve uzun süre düşük düzeylerde kaldığı bir görünüm esas alındığında, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının bir süre daha devam edeceğine işaret etmektedir. Mevcut konjonktürde enflasyonu olumsuz etkileyen geçici fiyat hareketlerinin etkilerinin kademeli olarak azalmasının da katkısıyla, enflasyonun önümüzdeki iki çeyrek boyunca belirgin bir düşüş göstereceği ve 2011 yılının ikinci yarısından itibaren orta vadeli hedeflerle uyumlu düzeylere geleceği tahmin edilmektedir. TCMB'nin tamamen kontrolü dışında olan işlenmemiş gıda ve tütün kalemlerinden kaynaklanan fiyat artışlarının yıllık enflasyon üzerindeki katkısının halihazırda 5 puan civarında olduğu dikkate alındığında, sadece bu kanaldan enflasyondaki düşüş için önemli bir alan olduğu ortaya çıkmaktadır.

Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni verinin ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikasının görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar, TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

1.4. Riskler ve Para Politikası

Küresel iktisadi faaliyete ilişkin gelişmeler, yurt içi enflasyon ve para politikasının görünümü açısından belirleyici konumunu korumaktadır. Son dönemlerde küresel iktisadi faaliyete dair öncü göstergelerdeki zayıflama eğilimi sürmekte, özellikle ABD ekonomisinde aşağı yönlü risklerin henüz

ortadan kalkmadığına dair algılamalar güçlenmektedir. Bunun yanı sıra, gelişmiş ülkelerde gerek kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarındaki sorunların devam etmesi gerekse olası mali konsolidasyonun etkilerine yönelik belirsizlikler, küresel ekonominin toparlanma hızına ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Küresel ekonomide öngörülenden daha uzun süreli bir yavaş büyüme dönemi yaşanması halinde, baz senaryoda 2011 yılının son çeyreğinde başlaması öngörülen parasal sıkılaştırma ötelenebilecektir. Küresel ekonomideki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde politika faizlerinde yeni bir indirim süreci söz konusu olabilecektir. Diğer yandan, iktisadi faaliyette beklenenden daha hızlı bir toparlanma olması durumunda ise parasal sıkılaştırma daha erken bir dönemde gündeme gelebilecektir.

Küresel ekonomideki zayıf görünüm bir yandan dış talepteki toparlanmayı geciktirirken diğer yandan gelişmiş ülkelerin genişletici para politikalarını sürdürmelerine neden olarak sermaye akımlarını hızlandırmakta ve iç talepteki canlanmayı beslemektedir. Önümüzdeki dönemde sermaye girişlerinin devam etmesi halinde iç ve dış talepteki ayrışmanın daha da belirgin hale gelme olasılığı bulunmaktadır. Bu duruma yönelik risklerin sınırlanması bakımından kısa vadeli faizler dışında ek politika araçlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde iç ve dış talep arasındaki ayrışmanın hızlı kredi genişlemesi ve cari dengedeki bozulma ile bir arada ortaya çıkarak finansal istikrara ilişkin kaygıları gündeme getirmesi halinde, para politikası oluşturulurken zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi alternatif araçlar daha etkin biçimde kullanılabilir.

Son dönemde gıda ve emtia fiyatları hızlı bir artış eğilimi göstermiştir. Toplam talebin henüz enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturacak düzeye gelmemiş olması ve Türk lirasının güçlü konumu, gıda ve emtia fiyatlarındaki artışların temel mal ve hizmet fiyatları üzerindeki yansımalarını sınırlamaktadır. Bununla birlikte, gıda ve emtia fiyatlarındaki artışların uzun sürmesi halinde ikinci aşama etkilerin ortaya çıkması riski bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde böyle bir riskin gerçekleşmesi ve fiyatlama davranışlarını bozarak orta vadeli enflasyon hedeflerine ulaşılmasını tehdit etmesi halinde politika faizlerinin baz senaryoda öngörülenden daha erken artırılması söz konusu olabilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam etmektedir. Mevcut konjonktürde iç ve dış talep arasındaki ayrışmaya bağlı olarak artan cari açığın getirdiği risklerin sınırlandırılması bakımından kamu tasarruflarının artırılması, dolayısıyla mali disiplinin sürdürülmesi büyük önem taşımaktadır. Güncellenen OVP'nin içerdiği orta vadeli perspektif, bu yönde atılmış önemli bir adım olarak değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, enflasyon tahminleri üretilirken kamu harcamaları için OVP projeksiyonları esas alınmış, vergi ayarlamalarının ise enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlandırma mekanizmaları ile uyumlu gerçekleşeceği varsayılmıştır. Mali duruşun bu çerçeveden belirgin olarak sapsması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilmesine odaklanmaya devam edecektir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin yerine getirilmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Temmuz Enflasyon Raporu sonrası dönemde açıklanan veriler, 2010 yılına ilişkin küresel büyüme tahminlerinin sınırlı da olsa yukarı yönlü güncellendiğine, ancak 2011 yılı büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü risklerin bir önceki döneme kıyasla arttığına işaret etmektedir. Öte yandan, büyüme dinamikleri açısından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında gözlenen belirgin ayrışmanın yılın ikinci çeyreğinde de sürdüğü ve küresel büyümeyi geliştirmekte olan ülkelerin sürüklemeye devam ettiği görülmektedir.

2010 yılının başlarında görece olarak güçlü bir büyüme performansı gösteren ABD’de ikinci çeyrekte itibaren iktisadi faaliyetin büyük ölçüde yavaşlama eğilimine girdiği görülmektedir. Son açıklanan büyüme rakamlarının belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenmesi ve ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) tarafından yapılan değerlendirmeler, büyümeye ilişkin görünümün bir önceki Rapor dönemine göre daha olumsuz olduğuna işaret etmektedir. Yüksek işsizlik oranları, emlak sektörünün tam olarak istikrara kavuşmamış olması ve kredi genişlemesinin zayıf seyri, tüketimi sınırlamakta ve büyümeye ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Diğer taraftan, yeni mali tedbirler için alanın sınırlı olması ve politika faizinin alt limitine ulaşmış olması Fed’i tahvil alımlarına yönlendirmiştir. Ne var ki, söz konusu alımların gerek miktarı ve zamanlamasına gerekse iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerine ilişkin belirsizlikler devam etmektedir.

ABD’deki olumsuz iktisadi gelişmelere karşın, Almanya başta olmak üzere Avrupa’daki toparlanma hızı, geçtiğimiz çeyrekte beklentilerin belirgin olarak üzerinde seyretmiştir. Euronun görece olarak değer kaybetmesi Almanya’daki büyüme oranlarının bölgesel iktisadi faaliyete katkılarını desteklemiştir. Ancak, yakın dönemde ABD ekonomisindeki ivme kaybının ardından Fed’in tekrar niceliksel genişlemeye gideceğinin işaretini vermesi, euronun ABD doları karşısında tekrar değer kazanmasına neden olmuştur. Bunun yanı sıra, Avrupa’da merkez ve çevre ülkeleri arasındaki ayrışmanın devam etmesi de büyümenin istikrarı açısından belirsizlik oluşturmaktadır. Nitekim, İrlanda, İspanya, Portekiz ve Yunanistan gibi çevre ülkelerde bütçe açıklarının yüksek seyretmesi borçların sürdürülebilirliğine dair endişe yaratmakta ve Avrupa’nın büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

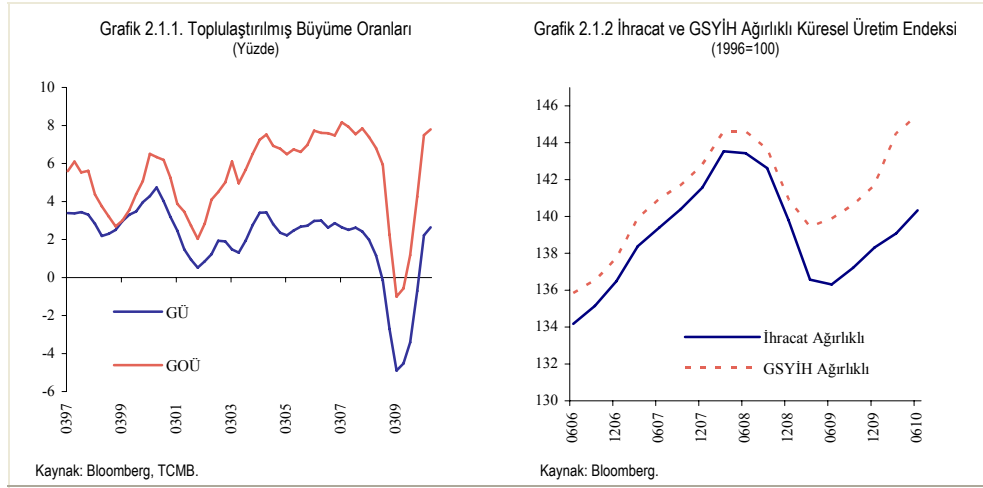
İktisadi birimlerin borçluluk ve tasarruf oranları ile diğer bilanço kalemlerindeki gelişmeler, mevcut konjunktürde özellikle gelişmiş ülkeler açısından yakından takip edilmesi gereken göstergelerdir. Kriz sonrası dönemde, firma ve hanehalklarının borçlarını azaltıp tasarruf oranlarını artırma eğiliminde oldukları gözlenmektedir. Diğer taraftan, bilançolarını yapılandırmaya devam eden finansal sektörün yeni kredi açma konusunda ihtiyatlı davrandığı görülmektedir. Geçmiş finansal krizlerden elde edilen gözlemler, söz konusu bilanço küçültme sürecinin kredi kanalının etkinliğini uzunca bir müddet sınırlamaya devam ederek büyüme ile istihdamın orta vadede belirgin bir biçimde gerilemesine neden olabileceğine işaret etmektedir. Böylesi bir durumda ortaya çıkabilecek daha olumsuz büyüme görünümünün ise finansal istikrarı daha da zayıflatarak bir kısır döngüye yol açma olasılığı bulunmaktadır.

Gelişmiş ülke ekonomilerinde süregelen kırılmalıklara karşın gelişmekte olan ülkelerde görece yüksek büyüme performansının devam ettiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler açısından genel olarak olumlu görünüm korunmakla birlikte, küresel ekonomide süregelen sorunlar bazı riskleri de beraberinde getirmektedir. Gelişmiş ülkelerin büyümesine ilişkin aşağı yönlü risklerin gerçekleşmesi ve iktisadi faaliyetin yavaşlaması durumunda, başta Çin olmak üzere hızlı bir şekilde toparlanma eğilimine girmiş olan gelişmekte olan ülkeler, dış ticaret kanalı başta olmak üzere çeşitli kanallardan olumsuz etkilenebileceklerdir.

Son dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarında yeni bir niceliksel genişleme sürecine girmelerinin beklenmesi, küresel fonların riskli yatırım araçlarına yönelme eğilimini güçlendirmektedir. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin görece olarak yüksek seyreden faiz oranları ve olumlu büyüme performansları ile birleştiğinde bu ülkelere yönelen sermaye akımlarının hızlanmasına neden olmaktadır. Yoğun sermaye girişlerinin hızlı kredi genişlemesi ile finansal istikrara ilişkin kaygıları gündeme getirme olasılığı, sermaye hareketlerinin yakından takibini gerektirmektedir (Kutu 2.1). Ayrıca, riskli yatırım araçlarına yönelme eğilimi emtia fiyatlarındaki oynaklığı da artırmaktadır. Bu durum, emtia fiyatlarının tüketici fiyat endekslerinde daha belirleyici olduğu gelişmekte olan ülkeler için kısa vadede enflasyon görünümü üzerinde risk unsuru oluştursa da bu ülkelerin para birimlerinde gözlenen değerlenme eğilimi söz konusu riskleri sınırlamaktadır.

2.1. Küresel Büyüme

Temmuz Enflasyon Raporu döneminden sonra açıklanan veriler küresel iktisadi faaliyette ikinci bir daralma olasılığının zayıf olduğuna, ancak toparlanmanın oldukça yavaş ve kademeli gerçekleşeceğine işaret etmektedir. 2010 yılı ikinci çeyreğinde de küresel büyümeyi, Asya-Pasifik ve Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere, gelişmekte olan ülkeler sürüklemeye devam etmiştir (Grafik 2.1.1). Ne var ki, euro bölgesi ve ABD ekonomisine ilişkin belirsizlikler, gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümünü de olumsuz etkileme potansiyeli taşımaktadır.



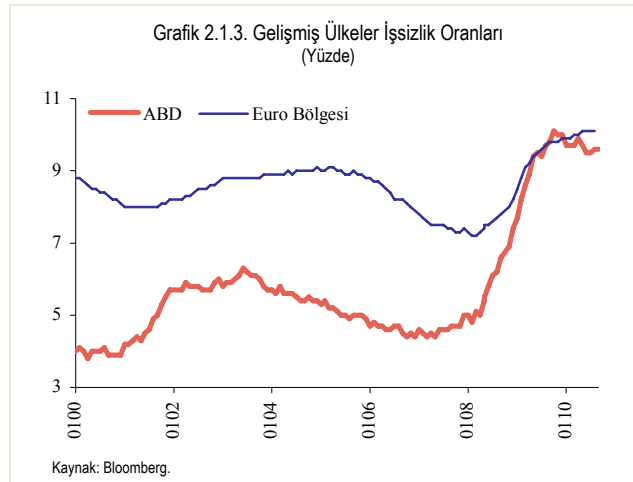
Geçtiğimiz çeyrekte 2010 yıl sonuna ilişkin küresel büyüme beklentilerinin sınırlı miktarda yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.1.1). Gelişmiş ülkelere Almanya'nın yılın ikinci çeyreğinde beklentilerin çok üzerinde büyüme sergilemesi, söz konusu yukarı yönlü güncellenmenin temel belirleyicilerindendir. Ancak, yılın ikinci çeyreğine ait ABD büyümesinin beklentilerin altında gerçekleşmesi ile ortaya çıkan karamsar görünüm, büyümesi ihracata dayalı olan ekonomilerin performansı üzerinde belirsizlik yaratarak 2010 yıl sonuna ilişkin yukarı yönlü güncellemeyi sınırlamış, 2011 yılına dair küresel büyüme beklentilerini de olumsuz yönde etkilemiştir.

Tablo 2.1.1. Büyüme Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

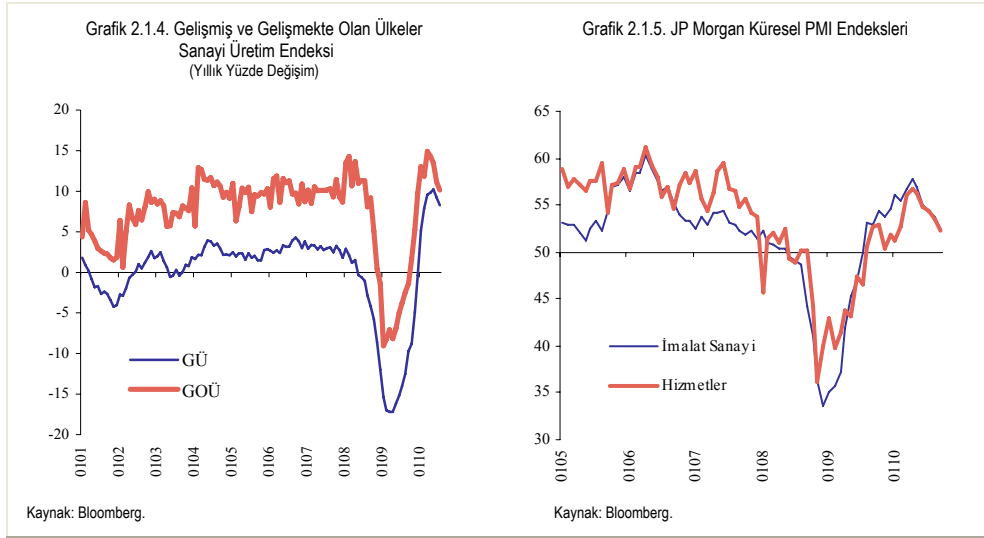
	2010		2011	
	Temmuz	Ekim	Temmuz	Ekim
Consensus Economics				
Dünya	3,5	3,7	3,3	3,1
ABD	3,1	2,7	3,0	2,4
Euro Bölgesi	1,1	1,6	1,4	1,4
Doğu Avrupa	3,9	4,0	4,0	3,9
Latin Amerika	4,9	5,4	3,8	4,0
Asya Pasifik	6,3	6,4	5,2	5,1

Kaynak: Consensus Forecasts.

Ülkelerin Türkiye ihracatı içindeki payları ile ağırlıklandırılmış küresel üretim endeksi ile ülkelerin GSYİH'leri ile ağırlıklandırılmış küresel üretim endeksi karşılaştırıldığında, söz konusu endekslerin küresel toparlanmanın başladığı 2009 yılından itibaren ayrılmaya başladığı görülmektedir (Grafik 2.1.2). GSYİH ağırlıklı endeks kriz öncesi seviyesine 2010 yılı başında dönerken ihracat ağırlıklı endeksin 2010 yılı ikinci çeyreği itibarıyla halen kriz öncesi seviyesinin altında seyretmesi Türkiye'nin ihracat yaptığı ülkelerdeki toparlanmanın daha yavaş olduğuna işaret etmektedir.



Gelişmiş ülkelerin emek piyasalarındaki olumsuz görünüm devam etmektedir. İşsizlik oranları ABD'de Eylül ayı itibarıyla yüzde 9,6, euro bölgesinde ise Ağustos ayı itibarıyla yüzde 10,1'dir (Grafik 2.1.3). Bu durum söz konusu ekonomilerdeki toparlanmanın yavaşlığını teyid ederken emek piyasalarında iyileşmenin uzun süre alacağını düşündürmektedir.

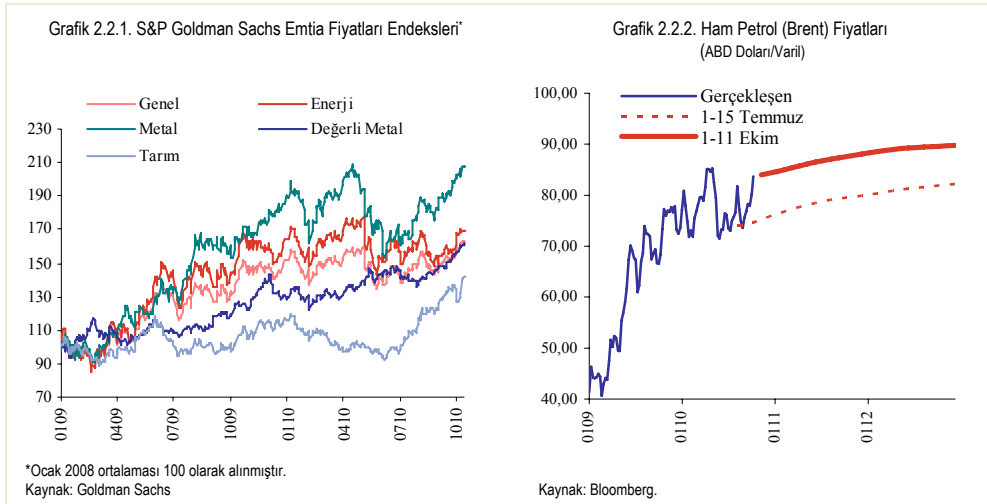


Temmuz Enflasyon Raporu'ndan bu yana açıklanan sanayi üretim verileri küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yavaşladığına işaret etmektedir. Haziran ve Temmuz aylarında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde sanayi üretim endekslerinin büyüme oranları gerilemiştir (Grafik 2.1.4). JP Morgan Global PMI endeksleri de, 2010 yılının üçüncü çeyreğinde düşüş eğilimini devam ettirmiş ve 50 olan nötr seviyeye yaklaşmıştır (Grafik 2.1.5).

Consensus Forecasts bülteninde yer alan 2011 yıl sonuna ilişkin küresel büyüme tahminleri incelendiğinde, Temmuz Enflasyon Raporu döneminde yüzde 3,3 olan büyüme tahmininin yüzde 3,1 olarak güncellendiği görülmektedir. Bunun temel nedeni ABD ekonomisindeki toparlanmanın yavaş olacağına dair algıların güçlenmesine bağlı olarak, 2011 yıl sonu büyüme tahmininde belirgin olarak aşağı yönlü güncelleme yapılmasıdır. Euro bölgesi için ise Almanya'nın olumlu büyüme performansına rağmen, ihracata dayalı büyümenin sürdürülebilirliğine ilişkin kaygılar ve çevre ülke ekonomilerindeki kırılganlıkların devam etmesi nedeniyle Temmuz Enflasyon Raporu dönemindeki tahmin aynen korunmuştur (Tablo 2.1.1). Türkiye'nin ihracat yaptığı ülkelere dair büyüme tahminleri kullanılarak hesaplanan ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi tahmini de 2011 yılı için belirgin bir değişim göstermemiştir.

2.2. Emtia Fiyatları

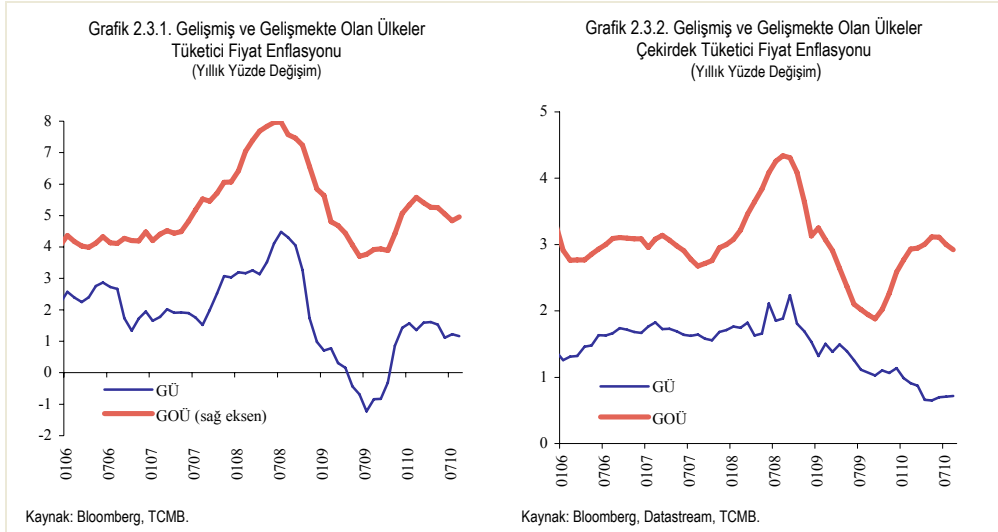
Emtia fiyatlarının yılın üçüncü çeyreğinde genel olarak artış eğiliminde olduğu görülmektedir (Grafik 2.2.1). Özellikle tarım ürünleri fiyatları kötü hava şartlarına bağlı arz yönlü olumsuz koşulların etkisiyle önemli ölçüde yukarı yönlü hareket etmiştir. Endüstriyel metal fiyatları güçlü Çin talebinin desteğiyle artmaya devam etmiştir. Değerli metal fiyatları ise son yılların en yüksek seviyelerine çıkmıştır. Bu gelişmede, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarında niceliksel genişleme uygulayabileceklerine dair beklentilerin güçlenmesi etkili olmuştur. Küresel büyüme görünümündeki zayıflamanın da etkisiyle petrol fiyatları genel olarak yatay bir seyir izlemiş, ancak Eylül ayından itibaren ABD dolarının değer kaybının da etkisiyle yukarı yönlü bir eğilim göstermiştir (Grafik 2.2.2).



Önümüzdeki dönemde, petrol fiyatları başta olmak üzere enerji fiyatlarının en önemli belirleyicisinin gelişmiş ülkelerdeki büyüme görünümü olacağı düşünülmektedir. Bu bağlamda, büyüme görünümünün zayıflamasına bağlı olarak petrol fiyatlarında belirgin artışlar meydana gelmesi beklenmemektedir (Grafik 2.2.2). Bu çerçevede Rapor'un son bölümünde yer alan tahminler üretilirken, petrol fiyatlarına ilişkin bir önceki Rapor döneminde yapılan varsayımlar korunmuştur. Bununla birlikte, başta Çin olmak üzere bir grup gelişmekte olan ülkenin görece güçlü büyüme performansını sürdürmesi metal fiyatlarındaki yükselişlerin devam edebileceğine işaret etmektedir.

2.3. Küresel Enflasyon

Son üç aylık dönemde gelişmiş ülkeler tüketici fiyatları enflasyonu bir miktar gerilerken, çekirdek enflasyonda gözlenen düşüş eğilimi kesintiye uğramıştır. Gelişmiş ülkeler çekirdek enflasyonu son aylarda yüzde 0,7 seviyesinde istikrara kavuşmuş olmasına rağmen, ulaşılan seviyenin düşüklüğü deflasyon endişelerini canlı tutmaya devam etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise enflasyon yüzde 5,0 seviyesinde sabit kalırken, çekirdek enflasyon 0,2 puanlık gerilemeyle yüzde 2,9 seviyesine düşmüştür. Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerin çekirdek enflasyonlarındaki farklılaşma bu dönemde de devam etmiştir. İktisadi faaliyeti görece olarak daha canlı olan Asya ülkeleri ve Brezilya'da çekirdek enflasyon yüksek seviyelerini korurken, diğer gelişmekte olan ülkelere genel olarak yavaşlama eğilimi göze çarpmaktadır (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2).



Consensus Forecasts verileri, 2011 yıl sonuna ilişkin enflasyon beklentilerinde önemli değişiklikler olmadığına işaret etmektedir (Tablo 2.3.1). Gelişmiş ülkelerde enflasyon beklentilerinin enflasyon hedeflerinin altında kalmaya devam etmesi, iktisadi faaliyeti desteklemek amacıyla para politikası yapıcılarının yeni tedbirler almasına imkan vermektedir. Nitekim Fed Başkanı, 27 Ağustos tarihli konuşmasında gerektiği takdirde ek bir niceliksel genişlemeye gidilebileceği sinyalini vermiştir.

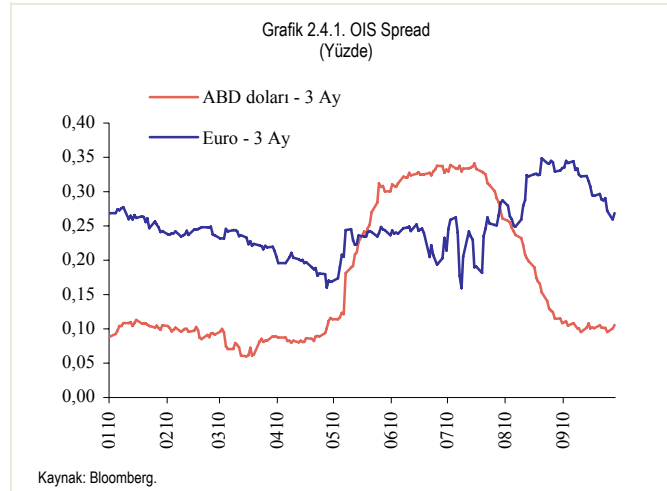
Tablo 2.3.1. Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2011	
	Temmuz	Ekim
Consensus Economics		
Dünya	2,6	2,6
ABD	1,5	1,5
Euro Bölgesi	1,5	1,6
Gelişmekte Olan Ülkeler		
Doğu Avrupa	5,5	5,7
Latin Amerika	7,0	7,1
Asya Pasifik	2,4	2,3

Kaynak: Consensus Forecasts.

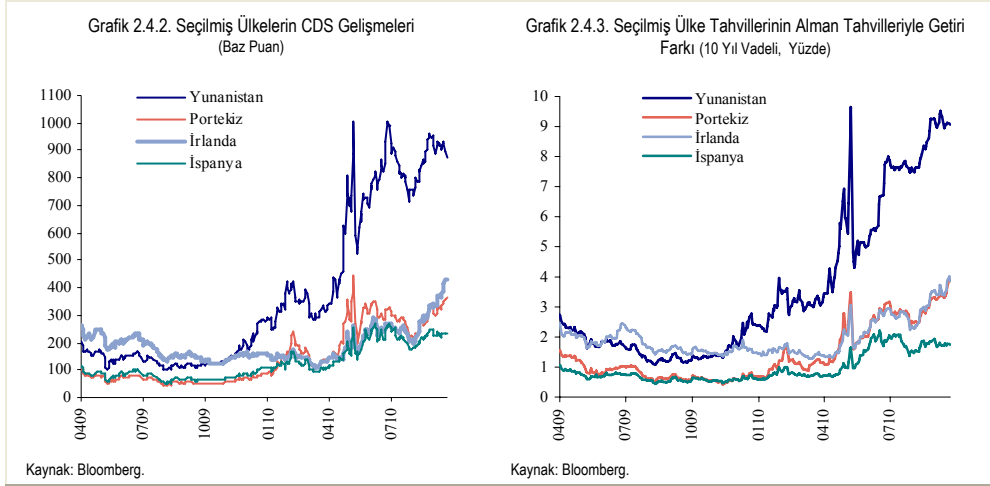
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

Yılın üçüncü çeyreğinde ABD doları ve euro para piyasalarında farklı eğilimler gözlenmiştir. ABD doları piyasası Temmuz ayından itibaren normalleşme eğilimine girmiş, Eylül ayı itibarıyla OIS spread yıl başındaki seviyesinin biraz üzerinde istikrara kavuşmuştur (Grafik 2.4.1). Öte yandan, Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB)'nin tahvil alım programını Temmuz ayı başında sona erdirerek sağlamış olduğu likiditenin bir bölümünü geri çekmesiyle, euro piyasasında likidite sıkışıklığı ortaya çıkmış, belirsizlik ve bankaların artan karşı taraf riski algısı nedeniyle borçlanma oranları yüksek seyretmiştir.

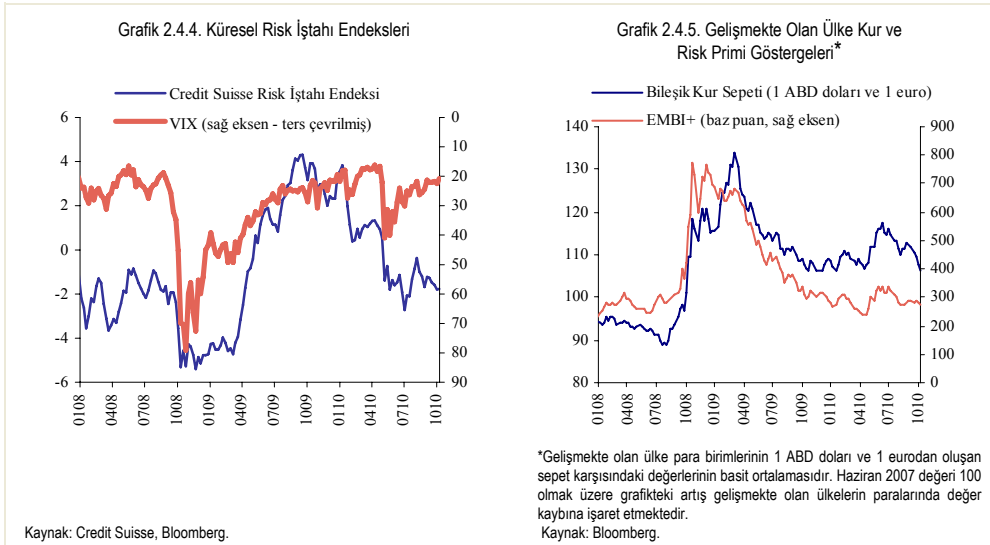


Euro bölgesinde kamu borçlarının çevriminde sorun yaşayan ülkelere ilişkin risk algılamaları ve borçlanma maliyetleri yılın üçüncü çeyreğinde de artmaya devam etmiştir (Grafik 2.4.2 ve Grafik 2.4.3). Euro bölgesi bankacılık sisteminin durumunun tespitine yönelik yapılan stres testleri, kriterleri yeterince tatmin edici bulunmamakla birlikte, sisteme ilişkin endişelerin azalmasına katkıda bulunmuştur. Diğer yandan, küresel bankacılık sisteminin kırılma riskini azaltmak amacıyla asgari sermaye yeterlilik oranlarının artırımına yönelik

düzenlemeleri içeren Basel III kriterlerinin uzun vadede kademeli olarak uygulanacak olması, özellikle euro bölgesi bankaları üzerinde ek sermaye ihtiyacı baskısı oluşma riskini belirli ölçüde bertaraf etmektedir.

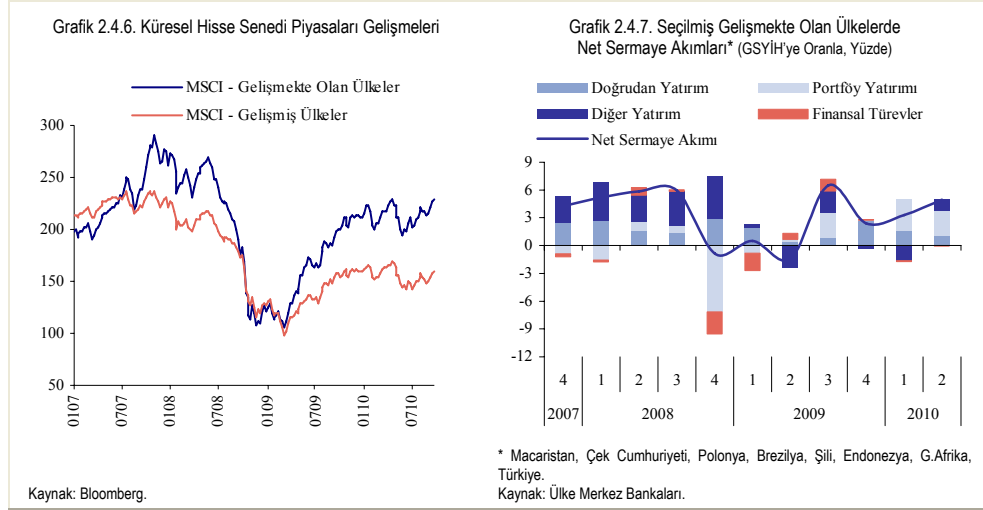


Geçtiğimiz üç ay içerisinde yatırımcıların risk iştahı artış eğilimi göstermiştir (Grafik 2.4.4). Gelişmekte olan ülke risk primleri yılın üçüncü çeyreğinde önceki çeyreğe kıyasla gerilerken, riskli varlıklara olan ilgi son dönemde hızlanarak devam etmiştir (Grafik 2.4.5 ve Grafik 2.4.6).

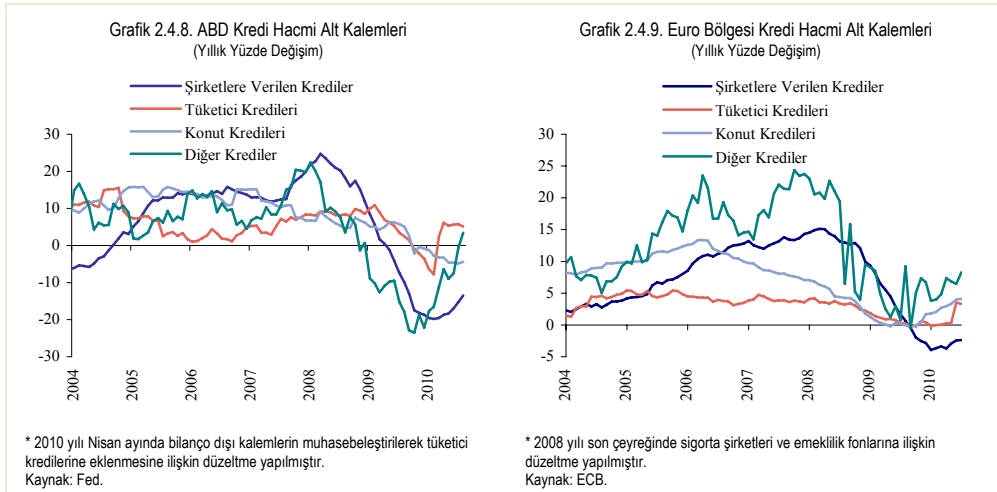


Mevcut iktisadi görünüm ve beklentiler çerçevesinde, gelişmekte olan ülkelerin sermaye akımları açısından cazibesini koruduğu görülmektedir. Önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha yavaş büyüme kaydedeceği ve gelişmiş ülke merkez bankalarının politika faiz oranlarını daha uzun süre düşük seviyelerde tutacağı öngörülerine ek olarak,

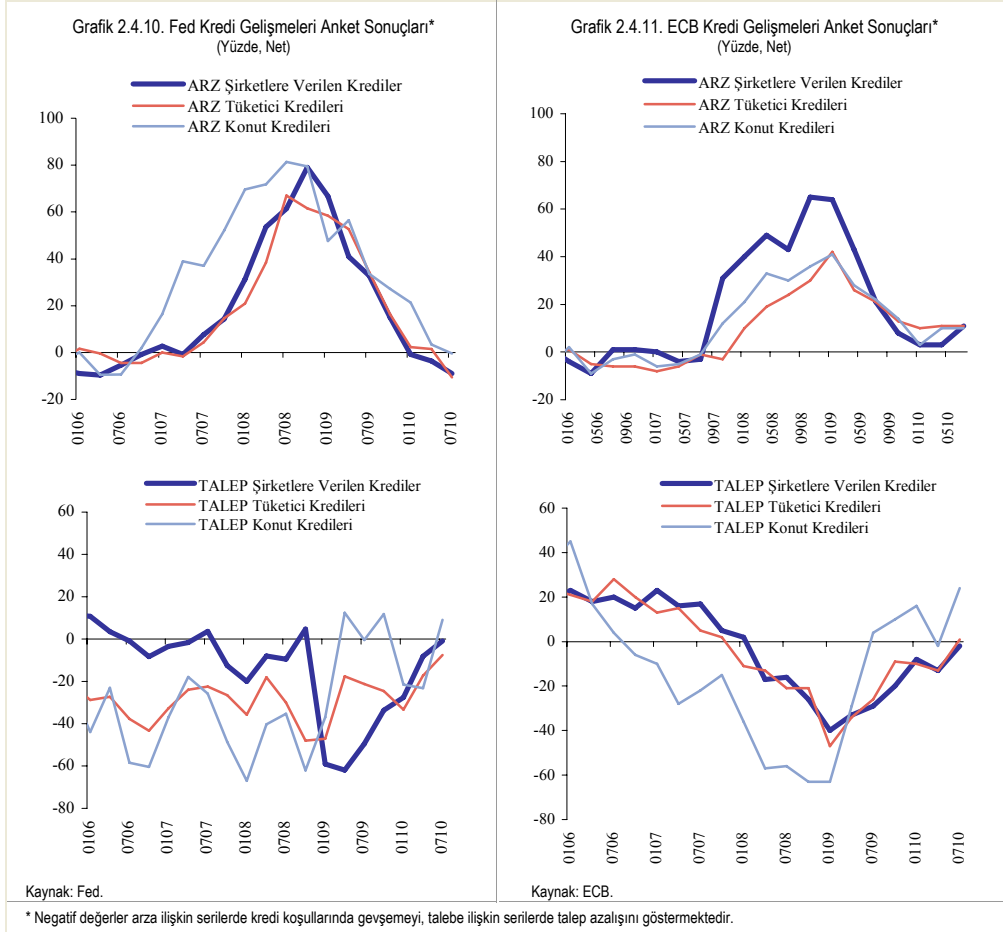
gelişmekte olan ülkelere ilişkin risk algılamalarının azalması söz konusu ülkelere sermaye girişlerini artırmaktadır (Grafik 2.4.7). Gelişmekte olan ülke para birimleri üzerinde değerlenme yönünde baskı yaratan sermaye girişleri kredi genişlemesi, varlık fiyatlarında hızlı artış, cari açık ve enflasyon açısından da risk taşımaktadır.



Küresel kredi piyasalarında yılın üçüncü çeyreği itibarıyla toparlanma eğilimi devam etmiştir. Kredi hacmi alt kalemleri incelendiğinde, ABD'de konut kredilerinin azalışını sürdürdüğü, şirketlere verilen kredilerdeki daralmanın giderek hafiflediği, tüketici kredilerinin ise arttığı gözlenmektedir (Grafik 2.4.8). Öte yandan, geri dönmeyen tüketici kredilerine ilişkin olumlu veriler, hanehalkının borçlarını azaltmak amacıyla bilanço iyileştirmesine gittiğine işaret etmektedir. Euro bölgesinde ise kredi hacmindeki artışta konut ve diğer tüketici kredilerindeki yükselişin rol oynadığı, ticari kredilerde ise durgunluğun devam ettiği görülmektedir (Grafik 2.4.9).



2010 yılı ikinci çeyrek kredi gelişmelerine ilişkin Fed ve ECB Kredi Gelişmeleri Anketleri farklı görünüm ortaya koymuştur (Grafik 2.4.10 ve Grafik 2.4.11). ABD’de kredi koşulları gevşemeye başlarken, euro bölgesinde finansman kaynağı bulma zorluğu nedeniyle kredi koşullarında sıkılaşıma görülmüştür. Kredi talebinde ise genel olarak toparlanma gözlenmiştir.

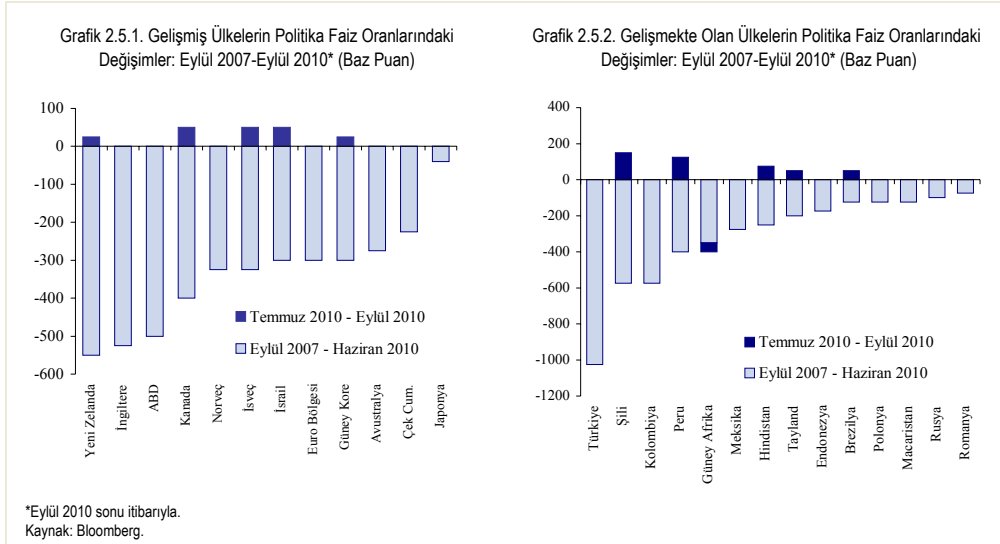


2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Geçtiğimiz Rapor döneminde, küresel büyümeye ilişkin belirsizlikler nedeniyle merkez bankalarının para politikalarında normalleşme sürecini ötelelediği bir görünüm esas alınmıştı. Bu beklenti ile uyumlu olarak, yılın üçüncü çeyreğinde gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin politika faizlerini uzun süre düşük seviyelerde tutma yönündeki duruşlarını pekiştirdikleri gözlenmiştir. Buna ek olarak, geçen zaman zarfında küresel toparlanmanın beklenenden yavaş olacağına dair algıların güçlenmesi, gelişmiş ülkelerde geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanımının tekrar

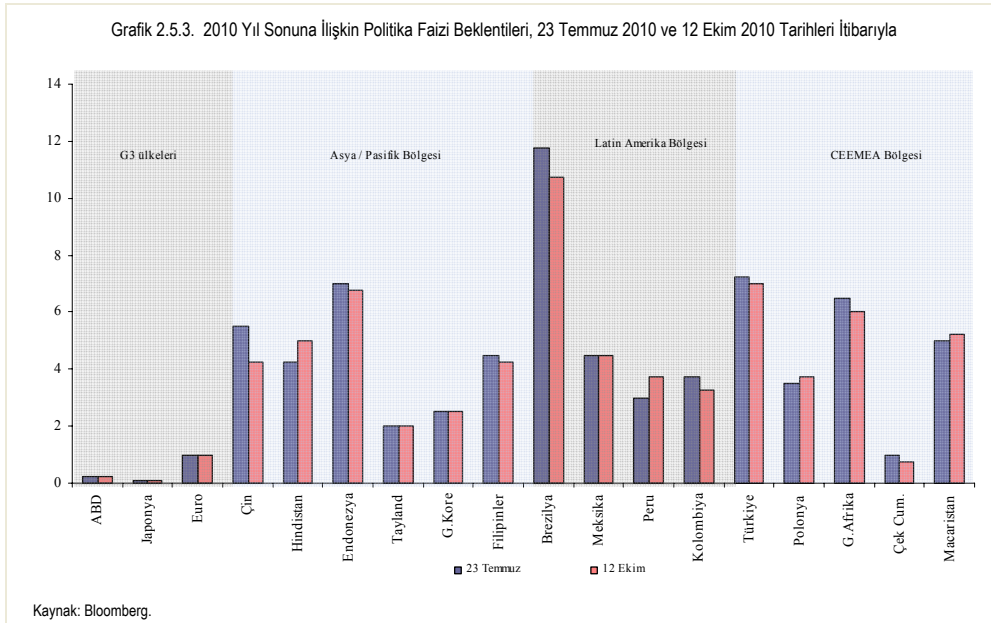
devreye sokulmasını gündeme getirmiştir. Nitekim, Fed, İngiltere Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankası, geleneksel olmayan araçlar kullanılarak para politikasının daha da gevşetilebileceğini tartışmaya başlamıştır. ECB'nin ise bu gruptan ayrıştığı ve niceliksel gevşeme yolu ile ek parasal genişlemeye gidilmesine sıcak bakmadığı görülmektedir. Öte yandan, gelişmiş ülkeler içinde normalleşme sürecine en erken girmiş ülkelerden olan Avustralya'da ise geçtiğimiz çeyrekte bu sürecin ötelendiği ve politika faizlerinde değişikliğe gidilmediği görülmektedir (Grafik 2.5.1).

Gelişmekte olan ekonomilere bakıldığında ise iktisadi faaliyetin görece olarak daha hızlı toparlandığı Latin Amerika ve Asya-Pasifik bölgelerinde merkez bankalarının para politikasındaki normalleşme sürecine diğer bölge merkez bankalarından daha erken girdikleri gözlenmektedir. Geçtiğimiz çeyrekte de genel olarak bu eğilimin değişmediği, ancak küresel ekonomideki aşağı yönlü risklerin belirginleşmesine bağlı olarak bazı ülkelerin sıkılaştırma sürecine ara verdiği görülmektedir. Örneğin, geçtiğimiz çeyrekte yüksek miktarlarda faiz artırımı yapılması beklenen Brezilya Merkez Bankası Temmuz ayında yaptığı 50 baz puan artışın ardından faiz değişikliğine gitmemiş, son dönem büyüme rakamlarının beklenenin altında gerçekleşmesine bağlı olarak faiz artırımlarını bir süre daha öteleyeceğine dair sinyal vermiştir (Grafik 2.5.2).



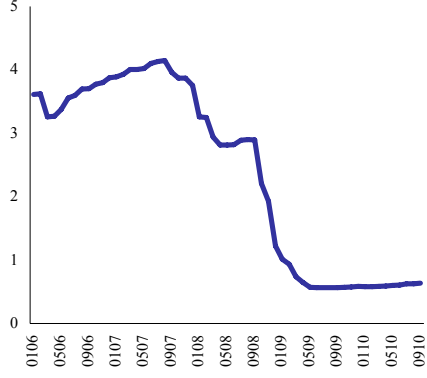
Temmuz Enflasyon Raporu'nda, gelişmiş ekonomilerde devam eden ve uzunca bir süre daha devam etmesi beklenen düşük faiz ortamına ve küresel iktisadi toparlanmanın beklenenden daha yavaş gerçekleşeceğine dair

algılamının güçlenmesine bağlı olarak gelişmekte olan ekonomilerde de normalleşme sürecinin ötelendiği belirtilmişti. Benzer şekilde, 12 Ekim tarihli politika faizi beklentilerine bakıldığında da, çoğu gelişmekte olan ülke merkez bankası için yıl sonu beklenen politika faiz seviyesinin bir önceki Rapor dönemine kıyasla daha düşük olduğu veya aynı kaldığı, bir diğer deyişle normalleşme sürecindeki ötelemenin devam etmekte olduğu görülmektedir. Yılın ikinci çeyreğinden itibaren parasal sıkılaştırma sürecine girmiş olan Hindistan ve Peru için ise söz konusu ötelemenin geçerli olmadığı görülmektedir. Henüz faiz artırımına başlamamış olan Polonya ve Macaristan'ın da, Ağustos ayı toplantıları sonrasında vermiş oldukları faiz artırım sinyalleri sonrasında, bir önceki Rapor dönemine göre yıl sonu faiz seviyesi beklentilerinde artış olduğu görülmektedir (Grafik 2.5.3).



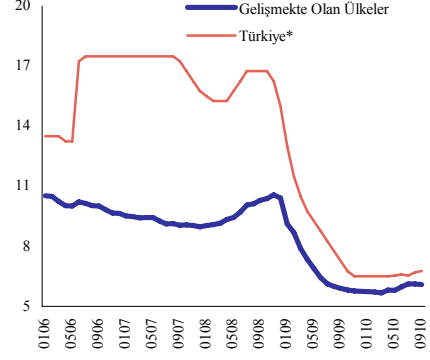
Politika faizlerine ilişkin toplulaştırılmış endekslere göre küresel politika faizleri yatay seyretmektedir. Geçtiğimiz üç aylık dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının faizlerini çoğunlukla buldukları düşük seviyelerde tutmaya devam etmelerine ve az sayıda ülkede sınırlı miktarda faiz artırım yapılmış olmasına bağlı olarak, gelişmiş ülkeler bileşik politika faiz oranı yılın ikinci çeyreği sonu itibarıyla 0,61 olan seviyesinden belirgin olarak farklılaşmamış, Eylül sonu itibarıyla yüzde 0,64 olmuştur (Grafik 2.5.4). Benzer şekilde, gelişmekte olan ülkelerin bileşik politika faiz oranı da yılın ikinci çeyreğinde aldığı değere yakın seyrederek Eylül sonu itibarıyla yüzde 6,1 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.5.5).

Grafik 2.5.4. Gelişmiş Ülkeler Politika Faiz Oranı (Yüzde)



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

Grafik 2.5.5. Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler Politika Faiz Oranı (Yüzde)



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

* Bankalararası Para Piyasasında oluşan Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı kullanılmıştır.

Kutu
2.1

Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları

Kriz sonrası süreçte gelişmiş ekonomilerdeki genişletici para politikaları ve küresel likidite bolluğu, yatırımcıların riskli ve yüksek getiriye sahip varlıklara yönelme eğilimini artırmaktadır. Riskli varlıklara yönelme eğilimi, gelişmekte olan ülkelerin olumlu büyüme görünümleri, görece olarak yüksek faiz seviyeleri ve azalan risklilikleriyle birlikte, söz konusu ülkelere yüksek oranda sermaye girişlerine yol açmaktadır.

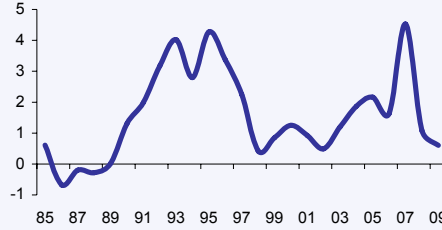
Geçmiş tecrübeler, yoğun sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelerde çeşitli finansal ve makroekonomik riskleri de beraberinde getirdiğini göstermektedir. İlk olarak, sermaye girişleri dış kredilerde artış ve yerel para biriminde değerlenme yoluyla ithalatta artışa yol açarak cari açığı genişletici yönde etkide bulunabilmektedir. Sermaye girişlerinin cari açığı artırıcı etkisi, özellikle cari açığın yüksek olduğu ülkeler için önemli bir risk unsuru teşkil etmektedir. Öte yandan, sıcak para olarak nitelendirilen kısa vadeli portföy yatırımları biçimindeki sermayenin risk algılamalarındaki dalgalanmalara aşırı duyarlı biçimde hareket etmesi, gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrar üzerinde risk oluşturmaktadır. Bunların yanı sıra, yoğun sermaye girişleri, finansal istikrar için önemli bir risk unsuru teşkil eden varlık balonlarının oluşmasına, hızlı ve kontrolsüz kredi genişlemesine ve tüm bunların sonucunda enflasyonun yükselmesine de yol açabilmektedir. Bu risklerin önüne geçebilmek amacıyla başvurulmuş sermaye kontrollerinin etkinlik derecesi ise tartışılan bir konu olmayı sürdürmektedir. Ne var ki, ekonomi yazınında genel kabul gören görüş, sermaye kontrollerinin, yoğun sermaye girişlerini durduramayacağı; ancak, giren sermayenin kompozisyonuna etkide bulunabileceği yönündedir.¹ Diğer taraftan, ekonomi yazınında sıklıkla vurgulanan bir diğer husus, yoğun sermaye girişlerinin gözlemlendiği dönemlerde sıkı maliye politikası uygulamasının yurt içi talep artışını sınırlayarak makroekonomik ve finansal istikrara katkıda bulunabileceğidir.²

Tarihsel olarak incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin iki dönemde yoğunlaştığı görülmektedir (Grafik 1). Bu dönemlerden ilki, 1990 yılında başlamış ve 1997 yılındaki Asya krizi ile son bulmuştur. Takip eden süreçte birçok gelişmekte olan ülkede art arda krizlerin yaşanması bu ülkelere sermaye girişlerinin sınırlı kalmasına sebep olmuştur. Sermaye girişleri 2002 yılında tekrar hızlanma eğilimine girmiş, 2007 yılında en yüksek seviyesine ulaşmasının ardından son yaşanan finansal kriz ile birlikte kesintiye uğramıştır.

¹ Bakınız Campion & Neumann, 2003 "Compositional Effects of Capital Controls: Theory and Evidence", *World Economy*, 26, s. 957-973., Carlson & Hernandez, 2002 "Determinants and Repercussion of the Composition of Capital Inflows", *IMF Working Paper*, no: 02/86., ve Edwards, 1999 "How Effective Are Capital Controls?", *Journal of Economic Perspectives*, 13 (4), s. 65-84.

² Daha detaylı bir inceleme için bakınız IMF World Economic Outlook 2007, *Chapter 3, Managing Large Capital Inflows*.

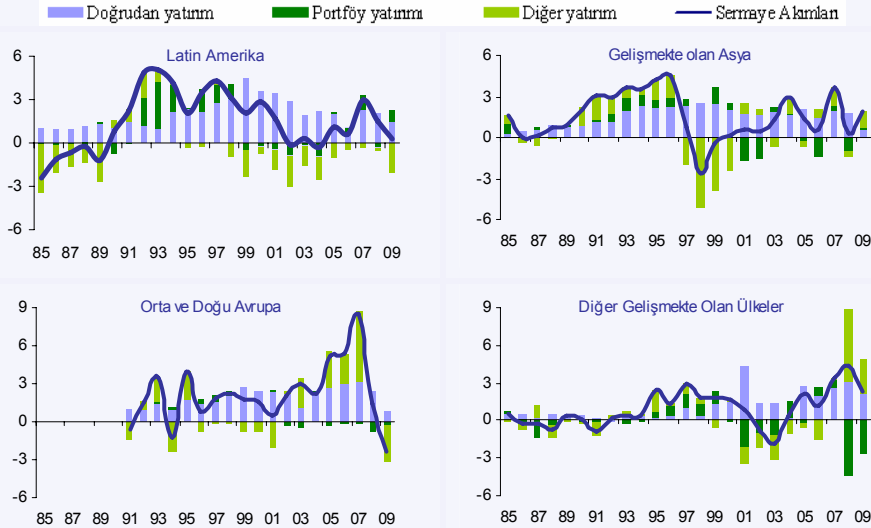
Grafik 1. Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları
(Net, GSYİH'ye Oranla, Yıllık, Yüzde)*



* Resmi sermaye akımlarını içermemektedir.
Kaynak: IMF.

Söz konusu dönemlerde sermaye akımlarının bölgesel olarak farklılaştığı görülmektedir. Bu farklılaşma, son küresel kriz sürecinde ve sonrasında da gözlenmiştir. Nitekim, krizin derinleştiği 2008 yılında tüm bölgelerde sermaye akımlarında azalış eğilimi gözlenirken, bu eğilim Avrupa ve Latin Amerika'da 2009 yılında da devam etmiştir. Göreli olarak olumlu büyüme görünümüne sahip Asya ülkelerine sermaye akımları ise 2009 yılında tekrar artış eğilimine girmiştir. Öte yandan, sermaye akımlarındaki azalıştan en fazla etkilenen bölgenin Orta ve Doğu Avrupa olduğu dikkat çekmektedir. Dikkat çeken bir diğer nokta, Latin Amerika ülkelerine doğrudan yatırım şeklindeki sermaye girişlerinin krizden sınırlı oranda etkilenmiş olmasıdır. Diğer gelişmekte olan ülkeler grubunda ise portföy çıkışlarının diğer sermaye alt kalemlerindeki girişler tarafından telafi edildiği gözlenmiştir (Grafik 2).

Grafik 2. Bölgeler İtibarıyla Gelişmekte Olan Ülkelere Net Sermaye Akımları ve Alt Kalemleri
(Net, GSYİH'ye Oranla, Yıllık, Yüzde)*



* Resmi sermaye akımlarını içermemektedir.

Latin Amerika: Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Kosta Rika, Meksika, Peru, Venezuela, Paraguay, Uruguay.

Gelişmekte olan Asya: Çin, Hindistan, Pakistan, Endonezya, Malezya, Filipinler, Vietnam, Güney Kore, Hong Kong, Tayland, Singapur.

Orta ve Doğu Avrupa: Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Litvanya, Letonya, Macaristan, Hırvatistan, Polonya, Romanya, Rusya, Slovenya, Slovakya, Ukrayna, Türkiye.

Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler: Arnavutluk, Mısır, Güney Kıbrıs, Fas, Malta, İsrail, Libya, Tunus, Güney Afrika.

Kaynak: IMF.

Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin, 2010 yılında olduğu gibi önümüzdeki dönemde de ivmelenerek devam etmesi olasıdır. Sermaye girişlerini destekleyebilecek unsurlardan ilki, kriz sonrası süreçte gelişmekte olan ekonomilere ilişkin risklilik algılamalarında gözlenen iyileşmedir. Diğer taraftan, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin toparlanma hızları arasında, gelişmekte olan ekonomiler lehine gözlenen ayrışmanın da sermaye girişlerini destekleyici nitelikte olması beklenmektedir. Tüm bunların yanı sıra, gelişmiş ülkelerde uzunca bir süre uygulamada kalması beklenen genişletici para politikalarına karşın, gelişmekte olan ülke para politikalarında normalleşme süreci kapsamında faiz artırımları başlamış bulunmaktadır. Para politikalarındaki bu ayrışma, faiz farkları kanalıyla gelişmekte olan ülkelere portföy girişlerini teşvik etme potansiyeli taşımaktadır. Nitekim, Uluslararası Finans Enstitüsü (Institute of International Finance – IIF) tarafından yapılan tahminler gelişmekte olan ülkelere net sermaye akımlarının 2011 yılında artarak devam edeceği yönündedir (Tablo 1). Ayrıca, 2010 ve 2011 yıllarına ilişkin Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund - IMF) ve IIF tahminleri, Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan Avrupa bölgesinin sermaye akımları içindeki payı artarken, gelişmekte olan Asya ülkelerinin payının azalacağına işaret etmektedir.

Tablo 1. Gelişmekte Olan Ülkelere Net Özel Sermaye Akımları
(Milyar ABD Doları)

	2008	2009	2010*	2011*
Net Özel Sermaye Akımları	594,4	581,4	825,0	833,5
<i>Türlere Göre</i>				
Doğrudan Yatırım	508,5	341,8	366,5	406,5
Portföy Yatırımı	-86,2	148,7	186,5	143,0
Diğer Yatırım	172,1	91,0	272,0	283,9
<i>Bölgelere Göre</i>				
Gelişmekte olan Asya	121,8	337,0	342,9	317,3
Latin Amerika	124,6	137,2	213,6	201,5
Gelişmekte olan Avrupa	260,0	60,7	182,5	229,6
Afrika ve Ortadoğu	88,0	46,5	86,0	85,0

* Tahmin

Latin Amerika: Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvator, Meksika, Peru, Venezuela.

Gelişmekte Olan Asya: Çin, Hindistan, Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Tayland.

Gelişmekte Olan Avrupa: Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya, Ukrayna, Türkiye.

Afrika ve Ortadoğu: Mısır, Lübnan, Fas, Nijer, Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri, Güney Afrika.

Kaynak: IIF, 4 Ekim 2010, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, Araştırma Notu.

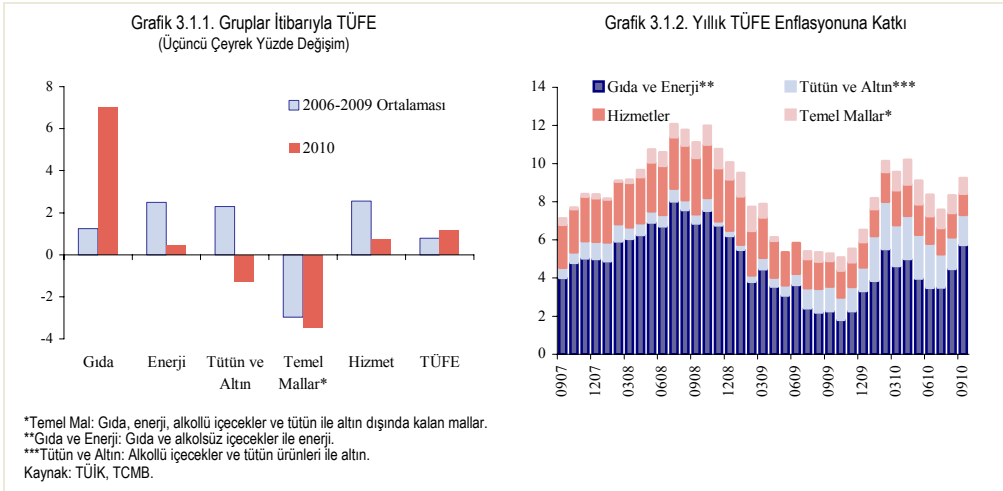
Sonuç olarak, önümüzdeki dönemde öngörülen küresel ekonomik görünüm çerçevesinde gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin devam etmesi beklenmektedir. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik ve finansal istikrara yönelik risk oluşturma potansiyeli taşımaktadır. TCMB, Türkiye için bu kanaldan oluşabilecek riskleri sınırlamak amacıyla, bundan sonraki süreçte sermaye hareketlerini yakından takip edecek, gerektiği taktirde zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi de dahil olmak üzere, para politikası araçlarını etkin biçimde kullanabilecektir.

3. Enflasyon Gelişmeleri

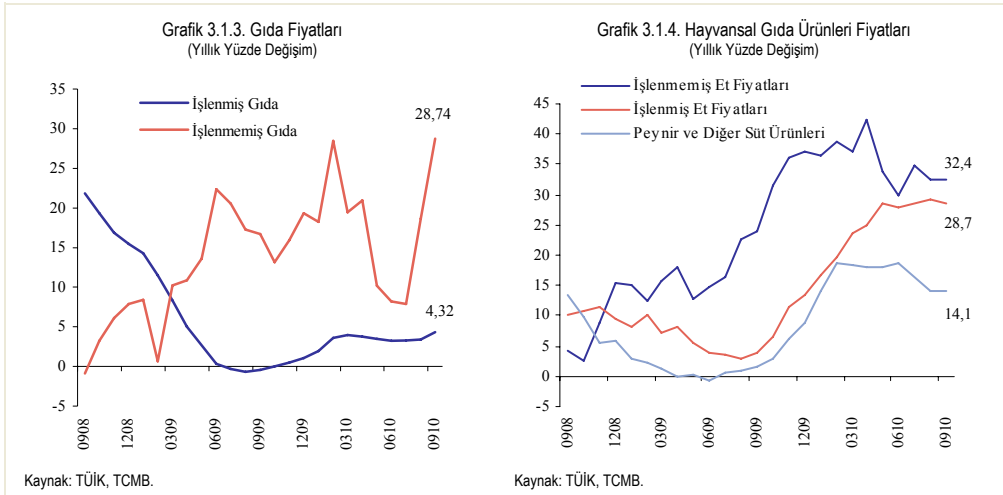
3.1. Enflasyon

2010 yılının üçüncü çeyreğinde tüketici fiyatları yüzde 1,15 oranında artmış ve yıllık enflasyon yüzde 9,24 seviyesine yükselmiştir. Bu yükselişte gıda fiyat gelişmeleri belirleyici olmuştur. Nitekim, gıda hariç tüketici fiyatları aynı dönemde yüzde 1 oranında azalmış ve gıda dışı yıllık enflasyon yüzde 6,94'e gerilemiştir. Bu dönemde, hizmet grubu yıllık enflasyonundaki azalış ve temel mal fiyatlarındaki olumlu görünüm sürmüş, enflasyonun ana eğilimi orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini korumuştur.

Bir önceki çeyrekte keskin bir düşüş gösteren gıda fiyatları, bu çeyrekte işlenmemiş gıda fiyatları kaynaklı olarak sert bir artış kaydetmiştir (Grafik 3.1.1). Böylece, yılın üçüncü çeyreği sonu itibarıyla gıda kaleminin yıllık enflasyona yaptığı katkı 4,2 puana yükselmiştir (Grafik 3.1.2). Öte yandan, gıda fiyatları dışındaki bütün alt kalemlerin çeyreklik değişim oranları geçmiş yılların ortalamasının belirgin olarak altında kalmıştır (Grafik 3.1.1). Enerji fiyatları bu dönemde petrol fiyatlarındaki gelişmeler çerçevesinde yatay seyrederken, temel mal ve hizmet gruplarının yıllık enflasyonundaki istikrarlı azalış sürmüştür. Talep koşullarına görece daha duyarlı olan yemek ve ulaştırma hariç hizmet fiyatlarının yıllık artış oranı endeks tarihindeki en düşük seviyeye gerilemiştir. Benzer şekilde temel mal (gıda, enerji, alkollü içecekler, tütün ve altın dışında kalan mallar) fiyatlarının yıllık artış oranı da bu dönemde azalmaya devam etmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerin yakın dönem seyri de enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrettiğini göstermiştir.



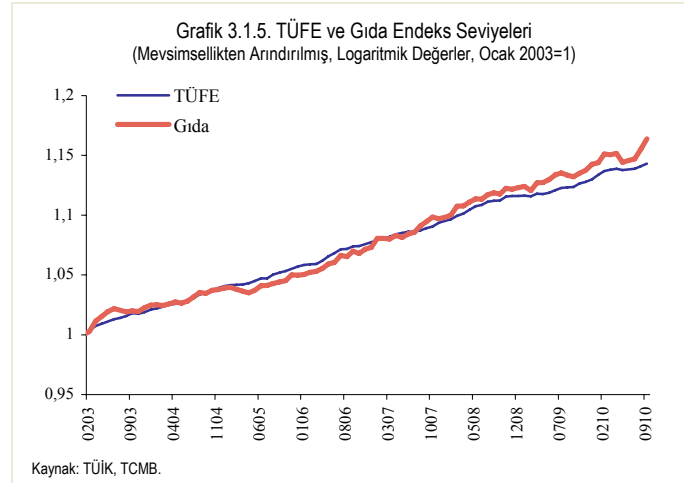
Tüketici fiyatlarının üçüncü çeyrekteki seyri üzerinde işlenmemiş gıda fiyat gelişmeleri belirleyici olmuştur. Bir önceki çeyrekte keskin bir gerileme kaydeden işlenmemiş gıda grubu fiyatlarında, üçüncü çeyrekte endeks tarihinin en yüksek fiyat artışı gözlenmiştir. Nitekim, üçüncü çeyrekte geçmiş yılların ortalamasına göre yüzde 1,32 oranında gerileyen grup fiyatları bu yıl aynı dönemde yüzde 13,16 oranında artmış ve yıllık işlenmemiş gıda enflasyonu endeks tarihindeki en yüksek seviye olan yüzde 28,74'e yükselmiştir (Grafik 3.1.3). Bu gelişmede taze meyve-sebze fiyatları belirleyici olurken, grup fiyatlarındaki dalgalı seyir tüketici enflasyonunun oynaklığını artırarak önemli bir tahmin belirsizliği oluşturmayı sürdürmüştür. Bunun yanı sıra, et fiyatlarındaki artış eğiliminin devam etmesi grup fiyatlarının yükselişinde etkili olan bir diğer unsurdur. Et fiyatlarının yıllık tüketici enflasyonuna birincil etkisi üçüncü çeyrek sonu itibarıyla 1,56 puana yükselmiştir. Diğer taraftan, canlı hayvan ithalatında uygulanan gümrük vergisi oranlarının indirilmesinin ve dondurulmuş et ithalatına izin verilmesinin önümüzdeki dönemde işlenmemiş gıda enflasyonunu sınırlaması beklenmektedir. Bu çerçevede, yılın son çeyreğine ilişkin işlenmemiş gıda varsayımları oluşturulurken et fiyatlarının sabit seyrettiği bir görünüm esas alınmıştır.



İşlenmiş gıda yıllık enflasyonu, et fiyatlarında süregelen artışın işlenmiş et ürünleri fiyatlarına yansımaya devam etmesine karşın, diğer alt gruplarda ılımlı görünümün korunmasıyla üçüncü çeyrekte sınırlı bir artış kaydederek yüzde 4,32'ye yükselmiştir (Grafik 3.1.3 ve Grafik 3.1.4). Bununla birlikte, son dönemde uluslararası fiyatlar paralelinde yurt içi buğday fiyatlarında gözlenen yükselişler ekmek ve tahıllar grubu kanalıyla grup fiyatları üzerinde risk

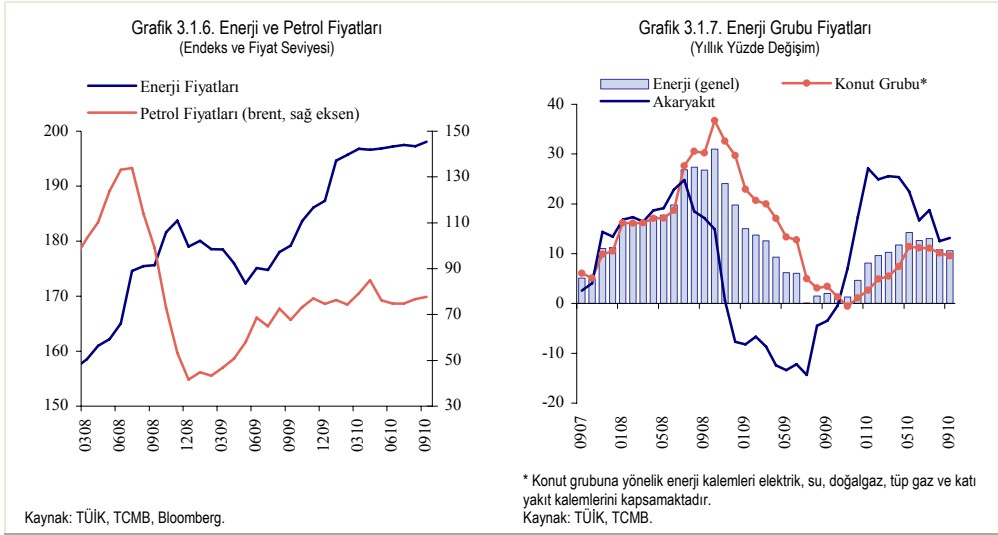
oluşturmaktadır (Kutu 3.1). Nitekim, anılan etkilerle ekmek fiyatlarının yakın dönemde artış gösterme olasılığı söz konusudur.

Sonuç olarak, ikinci çeyrekte yüzde 5,62'ye gerileyen gıda fiyatları yıllık artış oranı, bu dönemde yüzde 15,33 ile Temmuz Enflasyon Raporu'nda çizilen görünümün oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Öte yandan, uzun dönemli verilere bakıldığında gıda fiyatlarının genel tüketici fiyatlarından uzun süreli farklılaşmadığı görülmektedir (Grafik 3.1.5). Mevsimsellikten arındırılmış veriler yılın ikinci çeyreğinde kapanma eğilimi sergileyen gıda ile genel tüketici endeksleri arasındaki farkın üçüncü çeyrekle birlikte tekrar açıldığını gösterse de, önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarındaki artışın genel tüketici enflasyonuna yakınsama eğilimi göstereceği öngörülmektedir. Nitekim, 2010 yılına ilişkin meyve-sebze üretim tahminleri de göz önüne alındığında, meyve-sebze fiyatlarındaki yükselişin geçici olduğu ve yılın son çeyreğinde söz konusu fiyatlarda kaydedilecek düzeltme ile gıda yıllık enflasyonunun tekrar azalış göstereceği tahmin edilmektedir. Bunun yanı sıra, et ithalatına yönelik düzenlemelerin de et fiyatlarındaki artışı kontrol altına alarak gıda fiyatlarındaki yükselişi sınırlaması beklenmektedir.



Enerji fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde de yatay seyrini korumuştur (Grafik 3.1.6). Bu dönemde, uluslararası petrol fiyatlarındaki görünüme paralel olarak akaryakıt fiyatlarında önemli bir değişim gözlenmemiştir. Konut grubunda yer alan katı yakıt fiyatlarındaki artış eğilimi bu çeyrekte azalarak devam ederken, tüp gaz fiyatları yükselmiştir. Enerji grubunda yıllık enflasyon ise bir önceki yıldaki yüksek baz etkisiyle yüzde 10,56'ya gerilemiştir (Grafik

3.1.7). Enerji fiyatlarındaki yıllık artış oranının yılın son çeyreğinde de gerilemeye devam edeceği öngörülmektedir.



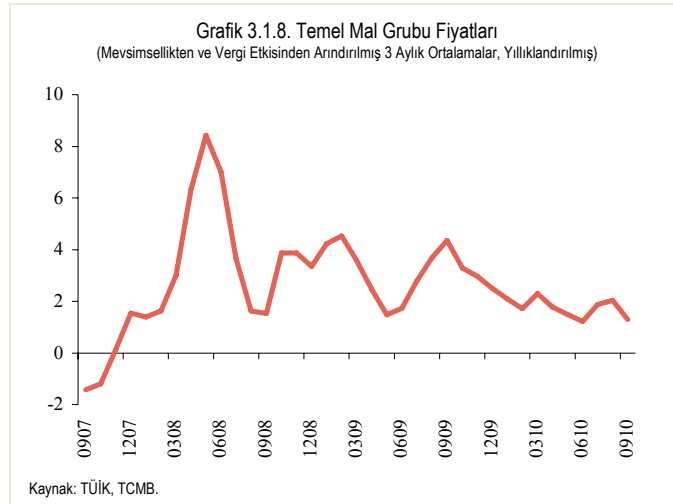
Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2009			2010		
	III	IV	Yıllık	I	II	III
TÜFE	0,34	4,26	6,53	3,93	-0,33	1,15
1. Mallar	-0,22	5,32	7,01	4,50	-0,38	1,29
Enerji	2,32	4,54	4,64	5,08	0,21	0,43
İşlenmemiş Gıda	-4,90	15,00	19,35	13,40	-12,76	13,16
İşlenmiş Gıda	0,61	1,27	1,04	1,93	-0,62	1,69
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	0,17	3,65	6,15	1,81	5,07	-2,96
Temel Mallar	-2,32	4,08	2,56	-3,27	6,16	-3,45
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	2,70	4,18	3,76	1,32	1,30	-0,53
Yarı Dayanıklı Mallar	-1,65	5,33	4,55	-0,73	6,20	-2,98
Dayanaksız Mallar	0,04	5,62	9,80	9,17	-5,08	4,92
2. Hizmetler	1,96	1,28	5,13	2,32	-0,17	0,73
Kira	1,43	1,10	5,28	0,96	0,65	1,30
Lokanta ve Oteller	1,73	2,32	7,31	3,30	2,28	1,56
Ulaştırma Hizmetleri	1,15	1,25	2,53	2,44	1,32	1,83
Diğer Hizmetler	2,57	0,87	4,96	2,42	-2,13	-0,29

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Yılın üçüncü çeyreğinde temel malların (gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışında kalan mallar) yıllık fiyat artış oranı bir önceki çeyreğe kıyasla 1,2 puan gerileyerek yüzde 3,18 olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmede geçen yılın aynı döneminde dayanıklı tüketim mallarında uygulanan geçici vergi indirimlerinin kısmen geri alınmasının oluşturduğu yüksek baz etkili olmakla birlikte, söz konusu vergi etkisinden arındırıldığında da grup yıllık enflasyonu 0,63 puan azalmaktadır. Temel mallar grubundaki ana kalemlerden dayanıklı mal grubunda vergi etkisinden arındırılmış yıllık enflasyon bu çeyrekte gerilerken, giyim ve ayakkabı grubunda yıllık enflasyon, Temmuz ve

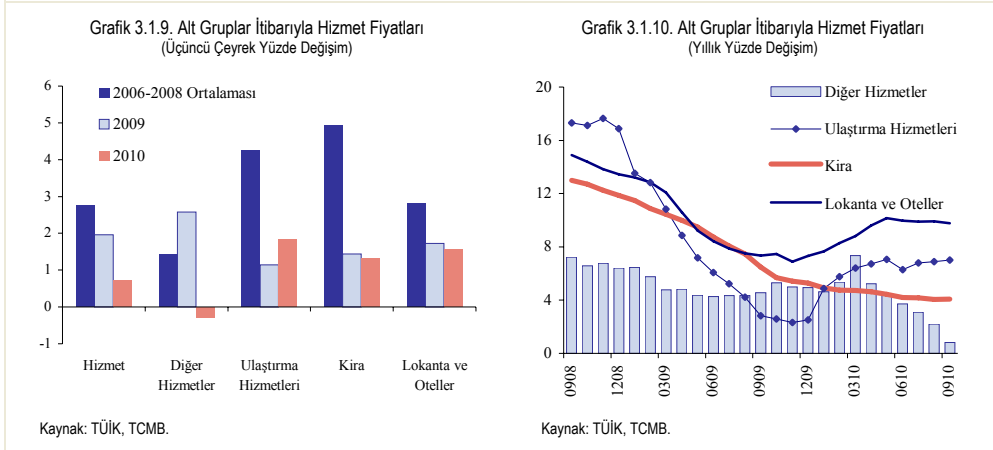
Ağustos aylarındaki yükselişin ardından Eylül ayındaki düşüş ile birlikte, bir önceki çeyrekteki seviyesini korumuştur. Sonuç itibarıyla, yılın üçüncü çeyreği sonunda temel mal grubunda ana enflasyon eğilimi düşük seviyesini korumaktadır (Grafik 3.1.8).



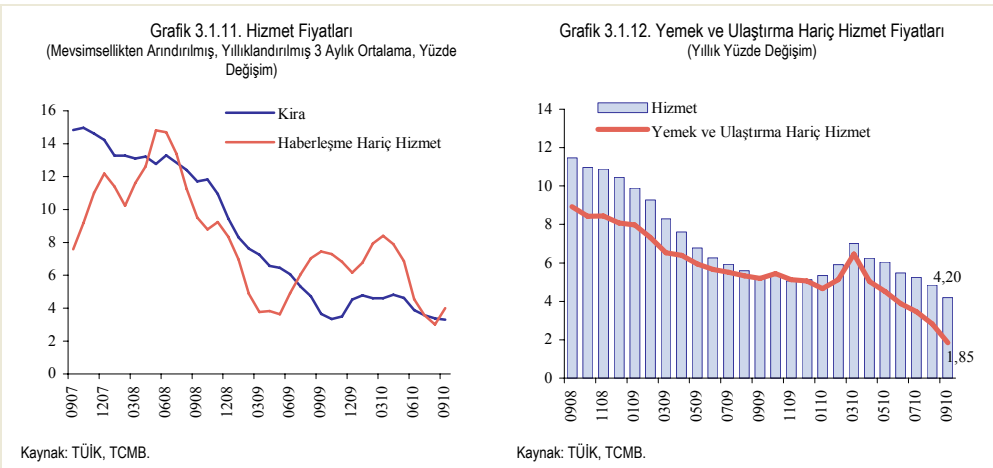
	2009			2010		
	III	IV	Yıllık	I	II	III
Temel Mallar	-2,32	4,08	2,56	-3,27	6,16	-3,45
Giyim	-11,91	10,27	3,39	-12,62	23,73	-11,90
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	2,83	3,25	1,22	1,32	0,36	-0,34
Mobilya	1,03	7,86	-2,51	1,41	3,76	1,77
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	3,53	-1,11	-4,47	-0,16	-1,01	-0,85
Otomobil	3,20	4,72	6,49	2,17	-0,11	-0,61
Diğer Dayanıklı Mallar	1,81	0,41	2,79	0,56	2,17	-1,81
İlaç	0,00	-1,51	6,02	-1,77	0,00	0,77
Diğer	0,72	0,34	3,14	-0,86	0,12	0,55

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hizmet grubu yıllık enflasyonundaki azalış devam etmektedir. Fiyatlar yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 0,73 oranında artarken, grup yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 1,28 puan azalarak yüzde 4,2 olmuştur. Bu artış oranı endeks tarihindeki en düşük üçüncü çeyrek artış oranı olmuştur. Diğer hizmetler grubunda daha belirgin olmak üzere, hizmet alt kalemlerinin genelinde enflasyonun yavaşlama eğiliminde olduğu gözlenmiştir (Grafik 3.1.9). İkinci çeyrekte olduğu gibi bu çeyrekte de ön ödemeli tarifelerde artan rekabetin etkisiyle cep telefonu görüşme ücretleri düşmüş, kira yıllık enflasyonu ise azalış eğilimini yavaşlayarak da olsa korumuştur (Grafik 3.1.10).

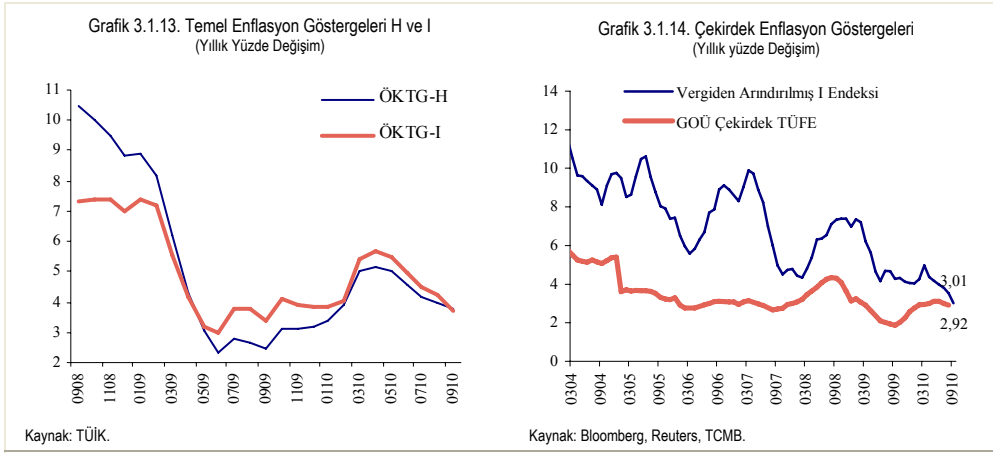


Mevsimsellikten arındırılmış veriler de hizmet grubundaki yavaşlamayı teyid etmektedir (Grafik 3.1.11). Özellikle, istihdam ve talep koşullarındaki toparlanmaya rağmen, işsizlik oranlarının halen yüksek seyretmesi bu yavaşlamada etkili olmaya devam etmektedir. Nitekim, talep koşullarına duyarlılığı görece daha yüksek olan yemek ve ulaştırma hariç hizmet fiyatlarının yıllık artış oranı yüzde 1,85 ile endeks tarihindeki en düşük seviyeye gerilemiştir (Grafik 3.1.12). İşlenmemiş gıda fiyatlarının yüksek seyri yemek hizmetleri fiyatları üzerinde yukarı yönlü bir risk unsuru oluştursa da mevcut görünümde hizmet grubu yıllık enflasyonunun düşük seviyelerini koruması beklenmektedir.

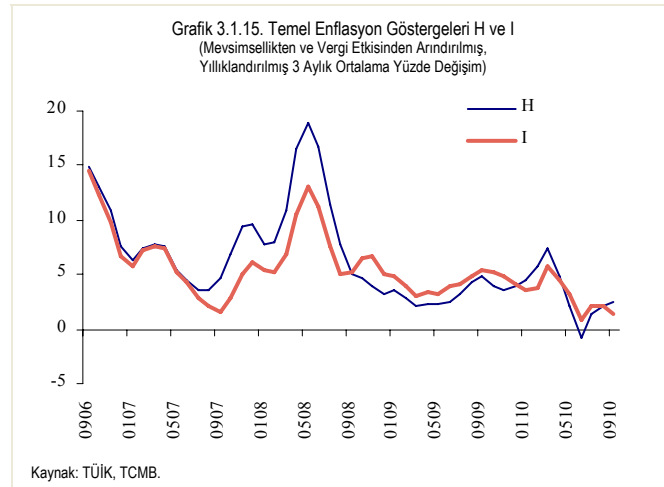


Temel (çekirdek) enflasyon göstergeleri yılın üçüncü çeyreğinde de düşüş sergilemiştir (Grafik 3.1.13). Bu çeyrekte, geçici vergi ayarlamalarının etkisi arındırıldığında, H ve I göstergelerinin yıllık enflasyonları sırasıyla

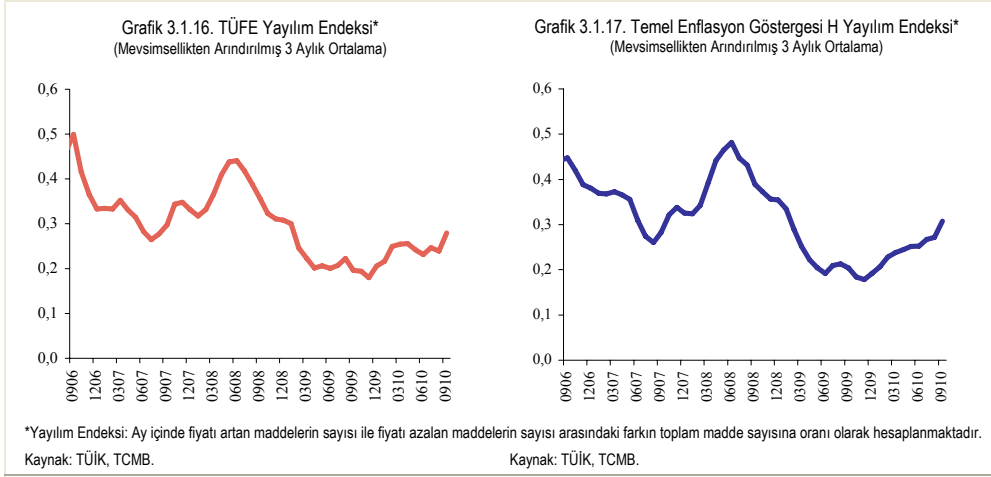
yaklaşık 0,6 ve 1 puan gerilemiştir. 2009 yılında uygulanan geçici vergi ayarlamalarının temel fiyat göstergelerinin yıllık artış oranları üzerindeki baz etkisi Ekim ayı ile birlikte tamamlanacaktır. Söz konusu baz etkisinin Ekim ayında H enflasyonunu 0,5 puan, I enflasyonunu ise 0,7 puan aşağı çekeceği öngörülmektedir. Son dönemde enflasyonun ana eğiliminde kaydedilen olumlu gelişmelerle birlikte, ülkemiz ile gelişmekte olan ülkelerin çekirdek enflasyon seviyeleri arasındaki farkın kapandığı görülmektedir (Grafik 3.1.14).



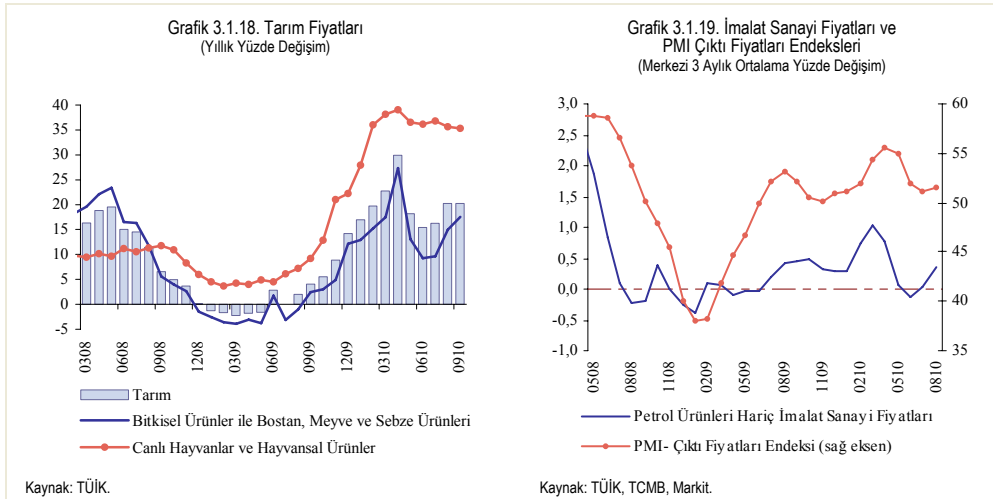
Enflasyonun ana eğilimini yansıtması açısından temel (çekirdek) enflasyon göstergelerinin mevsimsellikten arındırılmış aylık değişimlerinin üç aylık ortalamalarına bakıldığında ise, enflasyon eğiliminde ilk çeyreğe kıyasla belirgin yavaşlamanın bu çeyrekte de sürdüğü ve temel enflasyon göstergelerinin orta vadeli hedeflerle uyumlu bir seyir izlemeye devam ettiği gözlenmektedir (Grafik 3.1.15).



Fiyat artışlarının genele yayılma düzeyi, fiyatları artan ve azalan madde sayıları kullanılarak hesaplanan yayılım endeksleri ile takip edilmektedir. Yayılım endekslerinin mevsimsellikten arındırılmış verileri son dönemde bir miktar yükselse de görece düşük seviyesini korumaktadır (Grafik 3.1.16 ve Grafik 3.1.17).



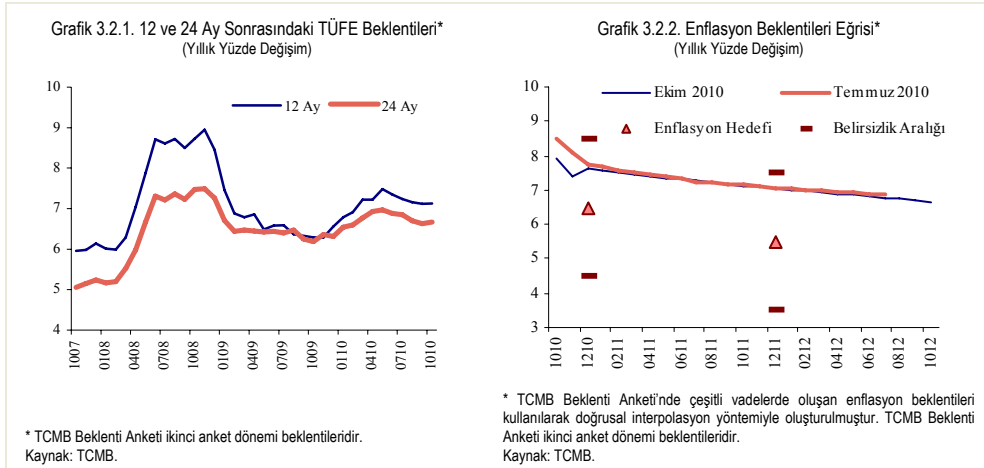
Üçüncü çeyrek, üretici fiyatlarının tüketici fiyatları üzerindeki baskısının bir önceki çeyreğe kıyasla arttığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde üretici fiyatları yüzde 1,50 oranında yükselirken, özellikle tarım ve hayvancılık gelişmeleri tüketici fiyatlarını olumsuz yönde etkilemeyi sürdürmüştür. Tarım fiyatları meyve-sebze, canlı hayvan ve buğday fiyatları kanalıyla yüzde 1,71 oranında artarken, grup yıllık enflasyonu yüzde 20,22'ye yükselmiştir (Grafik 3.1.18). Meyve-sebze ve canlı hayvan fiyatlarındaki artışlar tüketici fiyatlarına hali hazırda önemli ölçüde yansımış durumdadır. Öte yandan, buğday fiyatlarında süregelen yükseliş, tüketici fiyatlarının ekmek ve tahıllar alt grubu üzerinde yukarı yönlü risk teşkil etmektedir.



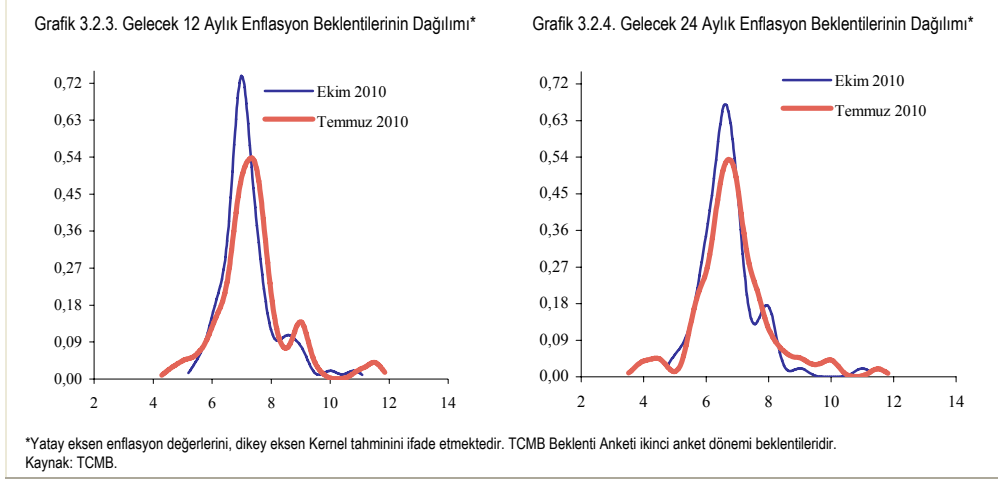
İmalat sanayi fiyatları bu dönemde ana metal ve gıda imalatı fiyatlarındaki artışların etkisiyle yüzde 0,99 oranında yükselmiştir (Grafik 3.1.19). Ana metal fiyatları uluslararası fiyatlar çerçevesinde yükselirken, gıda imalatı fiyatlarındaki artışta et ve et ürünleri alt grubu etkili olmuştur. Sektördeki arz sıkıntılarının sürmesi nedeniyle canlı hayvan fiyatlarında gözlenen birikimli artışlar, et imalatı fiyatları ve tüketici fiyatlarını söz konusu dönemde yükseltmeye devam etmiştir. Bunun yanında, pamuk fiyatlarındaki artışın etkisi giyim grubu yıllık enflasyonu üzerinde hissedilmiştir. Özetle, yılın üçüncü çeyreği tarım, hayvancılık ve buna bağlı olarak gıda sektörü üretici fiyat artışlarının tüketici fiyatlarına belirgin olarak yansdığı, diğer imalat sanayi fiyatları kaynaklı baskıların ise görece zayıf seyrettiği bir dönem olmuştur.

3.2. Beklentiler

2010 yılının ikinci çeyreğinden itibaren azalış eğilimi sergileyen orta vadeli enflasyon beklentileri, yılın üçüncü çeyreğinde sınırlı bir düşüş kaydetmiştir (Grafik 3.2.1). Tüketici enflasyonundaki yükselişe rağmen istikrarlı bir biçimde gerileyen çekirdek enflasyon göstergeleri bu dönemde orta vadeli beklentilerin bozulmasını engellemiştir. Yakın dönem enflasyon beklentileri bir önceki çeyreğe kıyasla sınırlı bir oranda gerilerken, vade uzadıkça beklentilerin bir önceki çeyrek seviyelerinden farklılaşmadığı görülmektedir (Grafik 3.2.2). Mevcut durumda 2010 yıl sonu enflasyon beklentileri yüzde 6,5 olan hedefin 1,1 puan üzerindedir. 12 ve 24 ay sonrasının enflasyon beklentileri ise 2011 ve 2012 yıl sonları için belirlenen yüzde 5,5 ve yüzde 5 düzeyindeki hedeflerin ima ettiği değerlerin bir miktar üzerinde seyretmektedir.



Bu dönemde, katılımcıların gelecek 12 aylık ve gelecek 24 aylık enflasyon beklentileri arasındaki uyumun Temmuz ayına kıyasla belirgin bir oranda artması enflasyon belirsizliğinin azaldığına işaret etmektedir (Grafik 3.2.3 ve Grafik 3.2.4).



Kutu
3.1

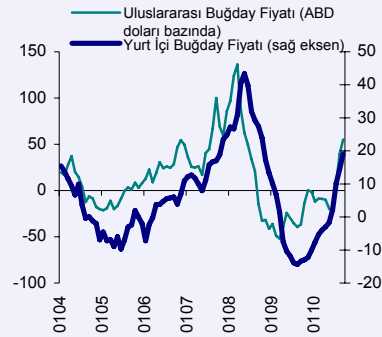
Buğday Fiyatlarının Seyri ve Tüketici Fiyatlarına Etkileri

Buğday fiyatlarının seyri, hem yurt içinde hem de yurt dışında gıda enflasyonu üzerinde önemli bir role sahiptir. Nitekim 2008 yılında, buğday fiyatlarının tarihsel olarak en yüksek seviyesine ulaşmasına paralel olarak başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere, dünya genelinde gıda enflasyonları da yüksek düzeylere erişmiştir. Son aylarda (Temmuz ayından itibaren) uluslararası buğday fiyatlarında, olumsuz hava koşullarına bağlı üretim kayıpları ve bazı üretici ülkelerde ihracata getirilen sınırlamalar gibi nedenlerle yeniden belirgin bir artış eğilimi gözlenmektedir. Her ne kadar buğday fiyatlarının bu dönemdeki artış oranı ve ulaştığı düzey 2008 yılına kıyasla daha düşük olsa da, geçmiş tecrübeler bu durumun gıda fiyatları için bir risk unsuru olabileceğini ortaya koymaktadır. Bu sebeple, bu kutuda buğday fiyatlarındaki artışların Türkiye'de tüketici fiyatlarına nasıl yansıdığına ve yansımının ne boyutta olabileceğine dair bir analiz sunulmaktadır.

Buğday Fiyatlarının Son Dönemdeki Seyri

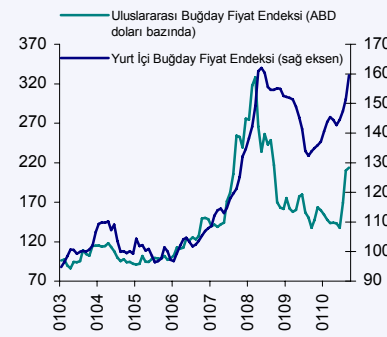
Yurt içi buğday fiyatlarının seyri genel olarak uluslararası fiyatlara benzer bir eğilim sergilemekte, dış fiyatlardaki gelişmeler iç fiyatların seyrini öncüler bir görünüm arz etmektedir (Grafik 1). Bu benzer harekette küresel iklim koşulları gibi ortak faktörler de etkili olabilmektedir. Öte yandan, fiyatların seyri, yurt içine özgü dinamiklerle (tüketim/üretim gelişmeleri, Toprak Mahsulleri Ofisi'nin (TMO) alım/satım fiyatları gibi) zaman zaman farklılık gösterebilmektedir. Nitekim, uluslararası fiyatlar 2008'den sonra yavaşlama eğilimi sergileyip son üç aylık dönemde belirgin bir oranda artarken, yurt içi fiyatlar 2009 yılının Ağustos ayından bu yana kademeli bir artış eğilimi göstererek uluslararası fiyatlardan önemli ölçüde ayrılmıştır (Grafik 2).

Grafik 1. Uluslararası ve Yurt İçi Buğday (ÜFE) Fiyatları (Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, Bloomberg.

Grafik 2. Uluslararası ve Yurt İçi Buğday Fiyat Endeksleri (2003=100)



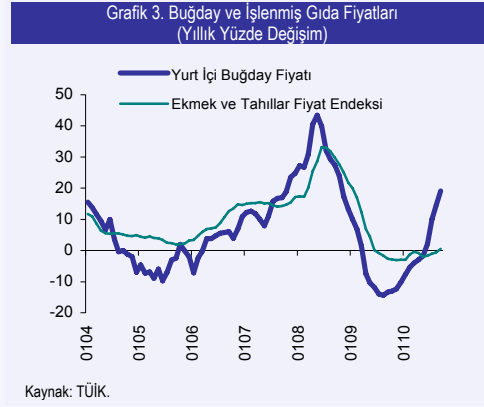
Kaynak: TÜİK, TCMB, Bloomberg.

Dikkate değer bir diğer husus, yurt içi buğday fiyatlarının görece olarak daha düşük bir oynaklığa sahip olmasıdır. Örneğin, yurt içi buğday fiyatları 2009 yılının Ağustos ayından bu yana yaklaşık yüzde 20 oranında artarken, uluslararası fiyatlar son üç ay gibi kısa bir süre zarfında yüzde 55 civarında (Türk lirası bazında yüzde 47,5) bir oranda artmıştır.

Yurt içi buğday fiyatlarındaki yukarı yönlü eğilim Haziran ayı sonrasında uluslararası buğday fiyatlarında kaydedilen yüksek oranlı artışlarla güçlenmiştir. Bunun yanı sıra, piyasada önemli bir oyuncu konumunda olan TMO'nun bu dönemde açıkladığı buğday alım ve satım fiyatları da kademeli bir artış eğilimi öngörmüştür.¹ Bu çerçevede, yurt içi buğday fiyatlarındaki gelişmelerin takibi ve artışların hangi ölçüde tüketici fiyatlarına yansiyebileceği konusu önem kazanmıştır.

Buğday Fiyatlarının Tüketici Fiyatlarına Yansımaları

Buğday fiyatlarındaki gelişmelerin tüketici fiyatlarına yansımaları büyük ölçüde işlenmiş gıda grubunun önemli bir kısmını oluşturan ekmek ve tahıllar alt grubu kanalıyla olmaktadır (Grafik 3). Zira, buğdayın temel kullanım alanları arasında ekmek, buğday unu, makarna, bulgur, nişasta ve bisküvi üretimi ilk sıralarda gelmekte; bahsi geçen ürünler enflasyon sepetinde ekmek ve tahıllar grubunun yüzde 90'ından fazlasını teşkil etmektedir. Bu çerçevede, izleyen bölümde buğday fiyatlarının tüketici fiyatlarına olası yansımalarını tahmin etmek amacıyla



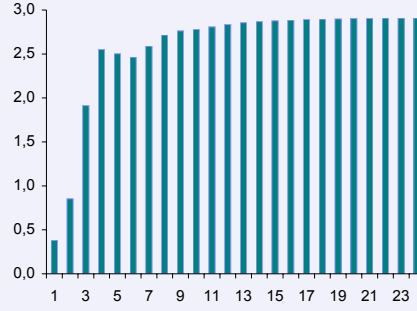
yapılan analizlerde ekmek ve tahıllar grubu fiyatları esas alınmıştır. Uluslararası buğday, yurt içi buğday ve tüketici fiyatlarına ilişkin geçişkenlik etkilerini analiz etmek amacıyla VAR modeli tahmin edilmiştir. Model dört değişkenden oluşmakta olup, kullanılan değişkenler şokları tanımlamaktaki sıralamasıyla, Türk lirası bazında uluslararası buğday fiyatları, TMO iç satış fiyatları, yurt içi buğday fiyatları (ÜFE) ve ekmek tahıl ürünleri fiyatları (TÜFE) şeklindedir.² Modelde ilgili değişkenlerin aylık logaritmik farkları kullanılmıştır.

¹ TMO'nun 2010 yılı (ekmeklik) buğday alım fiyatları bir önceki yıla kıyasla ortalama yüzde 10 oranında artış göstermiştir.

² Uluslararası buğday fiyatı olarak Standard & Poor's tarafından oluşturulan buğday fiyat endeksi (SPGCWT) kullanılmıştır. Yurt içi buğday fiyatları üretici fiyat endeksinde tarım sektörü altında sunulan buğday fiyatları, ekmek ve tahıl ürünleri fiyat endeksi ise tüketici fiyatlarının "0111" kodlu alt kalemidir. Tahmin edilen model 2003:04 2010:09 dönemini kapsamaktadır. Gecikme sayısı LR, FPE ve AIC bulguları paralelinde iki ay olarak alınmıştır.

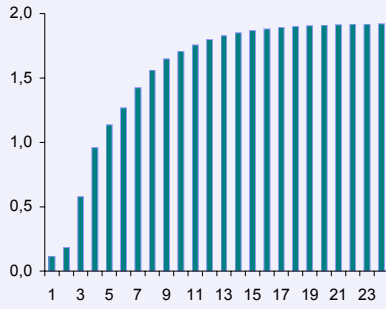
Etki-tepki analizi sonuçlarına göre, uluslararası buğday fiyatlarında (Türk lirası bazında) yüzde 10 oranındaki artış, yurt içi buğday fiyatlarında bir yıllık bir dönem sonunda yüzde 2,9 oranında artışa neden olmaktadır (Grafik 4).³ Bulgular uluslararası fiyatlardaki değişimin büyük bir bölümünün ilk dört ayda hızlı bir şekilde yurt içi fiyatlara yansıdığına işaret etmektedir. Uluslararası fiyatlarda (Türk lirası bazında) yüzde 10 oranındaki artışın ekmek ve tahıllar grubu fiyatlarına yansımaları ise yaklaşık yüzde 1,9 olurken, geçişkenlik kademeli olarak bir yıl gibi bir süre zarfında tamamlanmaktadır (Grafik 5).

Grafik 4. Uluslararası Buğday Fiyatlarında (TL Bazında) Yüzde 10 Oranındaki Artışa Yurt İçi Buğday Fiyatlarının Birikimli Tepkisi (Yüzde)



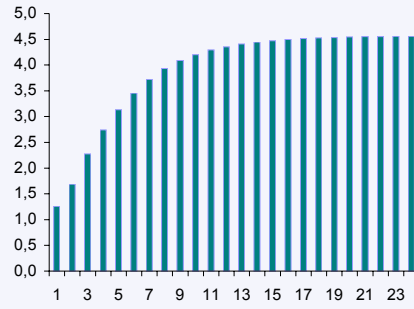
Kaynak: TCMB.

Grafik 5. Uluslararası Buğday Fiyatlarında Yüzde 10 Oranındaki Artışa Ekmek ve Tahıllar Grubu Fiyatlarının Birikimli Tepkisi (Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 6. Yurt İçi Buğday Fiyatlarında Yüzde 10 Oranındaki Artışa Ekmek ve Tahıllar Grubu Fiyatlarının Birikimli Tepkisi (Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 3'te yurt içi buğday fiyatlarındaki değişim ile tüketici fiyat endeksinde önemli bir gıda harcama grubu olan ekmek ve tahıllar grubu fiyat değişimi arasındaki ilişki sunulmuştur. Bu görünümünden hareketle benzer bir etki-tepki analizi yurt içi buğday fiyatlarının ekmek ve tahıllar grubu fiyatlarına geçişkenliği için yapıldığında, yurt içi buğday fiyatlarında yüzde 10 oranındaki bir artışın ekmek ve tahıllar grubu fiyatlarını yüzde 4,6 oranında artırdığı gözlenmektedir (Grafik 6). Bulgular, geçişkenliğin uluslararası buğday fiyatlarında olduğu gibi bir yıllık bir süre içinde tamamlandığını göstermektedir. Böyle bir etkinin tüketici enflasyonuna doğrudan katkısı ise yaklaşık 0,25 puan olmaktadır. Bu hesaplamanın ekmek ve tahıllar grubu dışında kalan diğer tüketici fiyatlarına (yemek hizmetleri gibi) olan dolaylı etkileri içermediği not edilmelidir. Bu bağlamda, söz konusu etki tüketici fiyatlarına geçişkenlik anlamında bir alt sınır olarak değerlendirilebilir.

³ Birikimli etkiler, değişkene bir kerelik yüzde 10 oranında kalıcı bir şok geldiği ve sonrasında ilgili değişkenin sabit bir seyir izlediği varsayımı altında hesaplanmıştır.

Buğday Fiyatlarındaki Artışın Yansımaları Sınırlayabilecek Unsurlar

Mevcut konjunktürde geçişkenlik etkisini bu notta tahmin edilene kıyasla sınırlayabilecek bir dizi unsur bulunmaktadır. İlk olarak, gerek dünya geneline gerekse Türkiye'ye ilişkin son değerlendirmeler buğday arzında kaygılanılan kadar yüksek oranlı bir daralma olmadığına işaret etmektedir. Dünya Tahıl Konseyi (DTK)'nin güncel tahminleri, bu yıla ilişkin dünya buğday üretimini 644 milyon ton olarak öngörmektedir (Tablo 1). Bir önceki yıldan devreden stokla (196 milyon ton) birlikte toplam arzın 840 milyon ton olması, ticaret dahil toplam tüketimin ise 657 milyon ton olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu bağlamda, bir sonraki yıla devretmesi öngörülen kapanış stok miktarı ise 183 milyon ton olarak şekillenmekte ve bu seviye geçen on yıllık süre zarfındaki en yüksek üçüncü kapanış stoğuna işaret etmektedir.

Tablo 1. Dünya Toplam Buğday Arz ve Talebi
(Milyon Ton)

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10 (Tahmini)	2010/11 (Öngörü)
Üretim	598	609	686	677	644
Ticaret*	111	110	136	126	119
Tüketim	610	613	638	649	657
Kapanış Stoğu	124	121	168	196	183

* DTK buğday ticaret yılı - Temmuz/Haziran.
Kaynak: DTK (Güncelleme: 23 Eylül 2010).

Türkiye'de de 2010 yılına ilişkin toplam buğday stoğu olumsuz bir görünüme işaret etmemektedir. Ülkemizde buğday üretimi, 2009 yılında 20,6 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. TÜİK bitkisel üretim ilk tahminlerine göre, bu yılki buğday üretiminin 19,5 milyon ton olacağı tahmin edilmekte, TMO'nun geçen yıldan devreden stok rakamı ile birlikte bu miktar toplam 21,5 milyon tona ulaşmaktadır.⁴ TMO tarafından ülkemizin yıllık buğday tüketim miktarının 18 milyon ton civarında olduğu belirtilerek, bu yılki toplam buğday stoğunun tüketimi karşılayacak bir düzeyde olduğu ifade edilmektedir. Diğer taraftan, Amerika Birleşik Devletleri Tarım Bakanlığı'nın 2010 yılına ilişkin üretim tahminleri TMO'ya göre daha kötümser olsa da, bu tahminlere göre de Türkiye'de toplam buğday arzının tüketim seviyesini rahatlıkla karşılayabileceği sonucuna varılmaktadır (Tablo 2). Nitekim, TMO'nun dünya hububat piyasalarında yaşanan dalgalanmaların muhtemel yansımalarını sınırlamak amacıyla, Eylül ayı içinde gerçekleştirdiği satışlarda, TMO tarafından satışa açılan 334 bin ton buğdayın sadece 50.617 tonuna talep olmuştur.⁵

⁴ Kaynak: TMO'nun 1 Eylül 2010 tarihli kamuoyu açıklaması.

⁵ Kaynak: TMO'nun 30 Eylül 2010 tarihli kamuoyu açıklaması.

Tablo 2. Türkiye'de Piyasa Yıllarına Göre Buğday Arz ve Talebi
(Milyon Ton)

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Stok (Başlangıç)	1,07	1,28	0,42	1,55	1,74
Üretim	17,50	15,50	16,80	18,45	17,00
İthalat	1,74	2,16	3,47	3,22	3,50
Toplam Arz	20,31	18,94	20,68	23,21	22,24
İhracat	2,38	1,72	2,24	4,37	4,00
Toplam İç Tüketim	16,65	16,80	16,90	17,10	17,20
Yemlik Üretim ve Diğer	0,80	0,80	0,70	0,80	0,70
Tüketim	15,85	16,00	16,20	16,30	16,50
Toplam Talep	19,03	18,52	19,14	21,47	21,20
Stok (Kapanış)	1,28	0,42	1,55	1,74	1,04

Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

İkinci olarak, yurt içi buğday fiyatlarının (dış fiyatlardan farklılaşarak) 2009 yılı Ağustos ayından bu yana yükseliş eğiliminde olması ve halihazırda yurt içi fiyat seviyesinin uluslararası fiyatların önemli ölçüde üzerinde seyretmesi, yurt içi fiyatların dış fiyatlara vereceği tepkinin boyutunu sınırlayabilecek bir unsurdur. Son olarak, her ne kadar enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkı geçmiş dönemlere kıyasla azalsa da, talep koşullarının mevcut görünümü buğday fiyatlarındaki yükselişlerin tüketici fiyatlarına yansımalarını sınırlayabilecek bir diğer unsur olarak belirlemektedir.

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

Yılın ikinci çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. İç talep göreceli olarak istikrarlı şekilde toparlanmaya devam ederken, mal ve hizmet ihracatı hızlanmıştır. İhracat ve kamu inşaat yatırımlarında bir önceki çeyreğe kıyasla gözlenen yüksek oranlı artışlara bağlı olarak milli gelirin dönemlik artış oranı hızlanırken, kamu hariç GSYİH büyümesi nispeten daha ılımlı seyretmiştir.

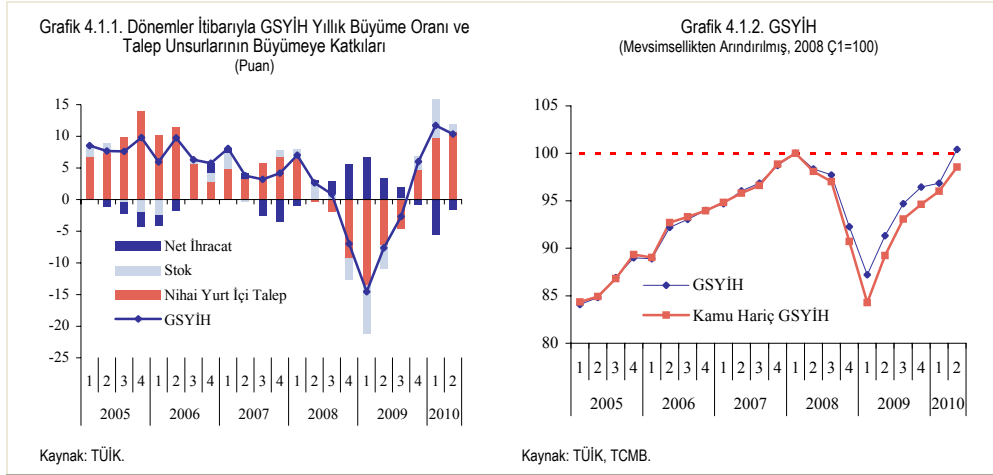
Son dönemde açıklanan veriler, iktisadi faaliyette yılın ikinci yarısında daha ılımlı bir büyüme sürecine girildiğine, öte yandan iç talep ile dış talebin toparlanma sürecindeki farklılaşmanın belirginleştiğine işaret etmektedir. Yakın dönem göstergeleri yurt içi talepteki istikrarlı toparlanmanın devam ettiğini, buna karşılık mal ve hizmet ihracatının ikinci çeyrekteki hızlı artışın ardından duraksadığını göstermektedir. Para ve maliye politikalarının destekleyici konumunun ve azalan siyasi belirsizliğin etkisiyle önümüzdeki dönemde iç talepteki toparlanmanın devam etmesi beklenmektedir. Bunun yanı sıra, emek piyasasındaki iyileşme de iç talep toparlanmasını destekleyebilecek bir gelişme olarak ön plana çıkmaktadır. Öte yandan, dış talepte gözlenen zayıf seyir ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler iktisadi faaliyetteki toparlanma hızı konusunda aşağı yönlü riskleri halen canlı tutmaktadır.

4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre GSYİH 2010 yılı ikinci çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 10,3 oranında artış kaydetmiştir (Grafik 4.1.1). İkinci çeyrek yıllık büyümesine en yüksek katkı özel yatırım bileşeninden gelirken, ihracattaki toparlanmayla birlikte net dış talebin olumsuz katkısı bir önceki döneme göre daha sınırlı kalmıştır.

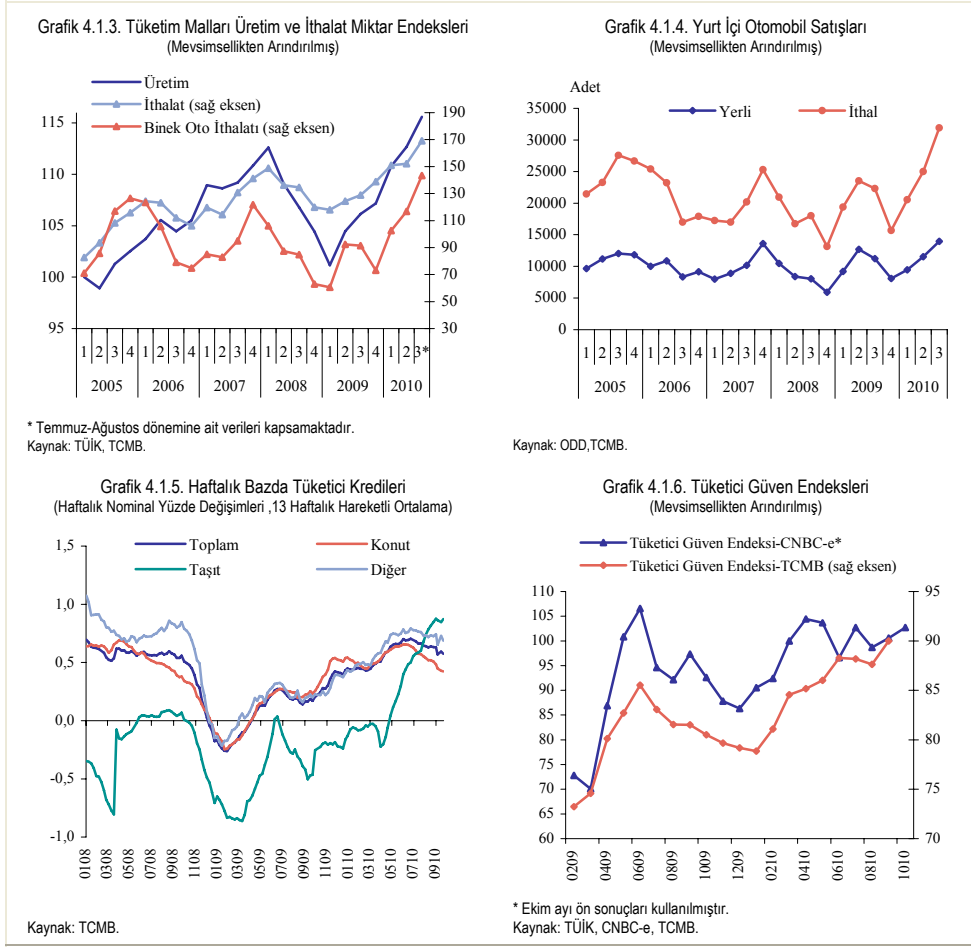
Mevsimsellikten arındırılmış verilerle ilk çeyrekteki duraklamanın ardından GSYİH dönemlik artış oranı hızlanarak yüzde 3,7 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 4.1.2). İkinci çeyrekte dönemlik büyümede gözlenen hızlanmada, kamu inşaat yatırımları ve ihracat kalemlerindeki artışlar belirleyici olmuştur. Kamu harcamaları hariç tutulduğunda, GSYİH'nin istikrarlı ve nispeten daha ılımlı bir toparlanma eğilimi sergilediği görülmektedir. Nitekim, ikinci çeyrek itibarıyla GSYİH kriz öncesi seviyesine

ulaşırken, kamu harcamaları hariç GSYİH halen kriz öncesi seviyesinin altında seyretmektedir.

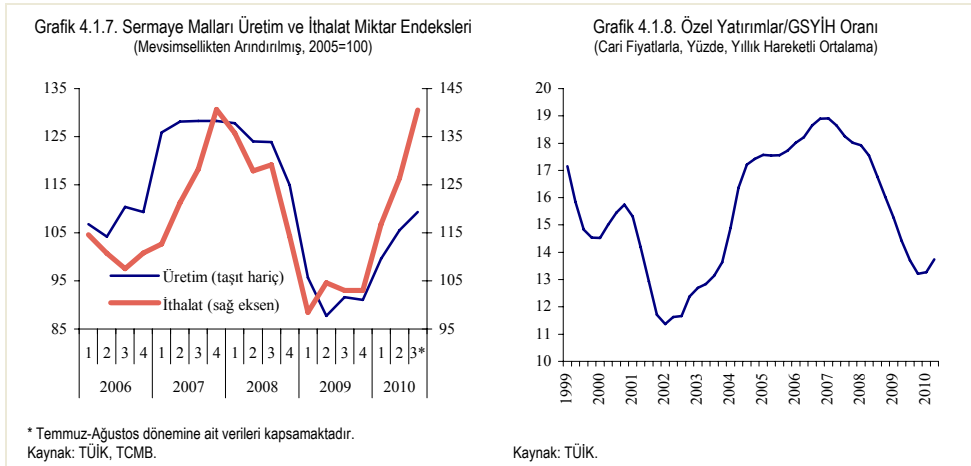


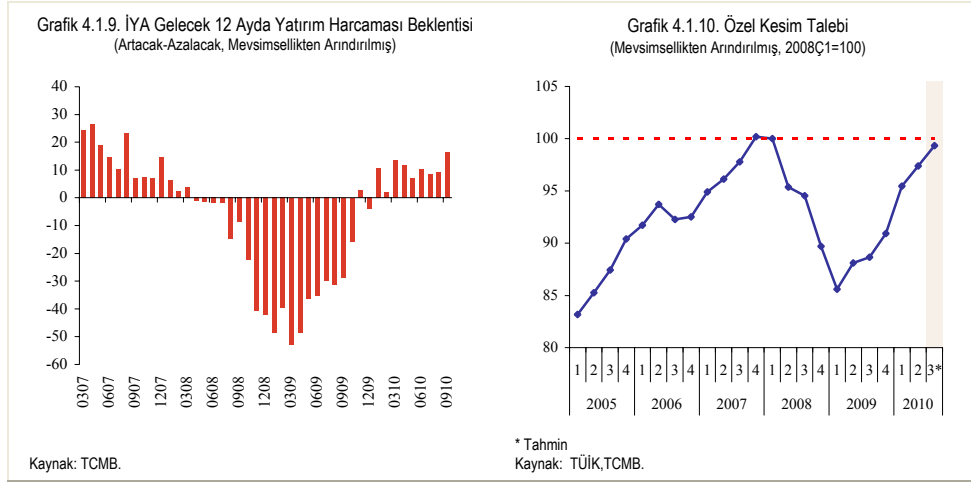
Yakın döneme dair açıklanan veriler iç talepteki istikrarlı toparlanmanın devam ettiğine işaret etmektedir. Özel tüketim talebine ilişkin göstergelerden tüketim malları üretim ve ithalatı Temmuz-Ağustos döneminde ikinci çeyreğe göre artış kaydetmiştir (Grafik 4.1.3). Üretim ve dış ticaret göstergeleri ışığında özel tüketim talebindeki istikrarlı toparlanmanın üçüncü çeyrekte de devam ettiği tahmin edilmektedir (Kutu 4.1).

Son dönemde gerek parasal koşulların gerekse kredi koşullarının desteklediği otomobil talebi görece fiyatlarında uygunluğu ile ithal mallara yönelik olarak güçlü seyretmektedir (Grafik 4.1.4). Tüketici kredilerinde de taşıt kredilerindeki artış öne çıkarken, toplam tüketici kredilerinin artış hızında konut kaynaklı olmak üzere sınırlı da olsa bir yavaşlama gözlenmektedir (Grafik 4.1.5). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle, TCMB-Tüketici Güven Endeksinin Eylül ayında belirgin şekilde iyileşmesi ve Eylül ayı ön sonuçlarına göre gerileyen CNBC-e Tüketici Güven Endeksi'nin Eylül ayı nihai ve Ekim ayı ön sonuçlarına göre artış göstermesi yakın dönemde tüketici güveninde bir toparlanmaya işaret etmektedir (Grafik 4.1.6). Bu çerçevede, siyasi belirsizliğin azalmasıyla, gerek parasal ve mali koşulların destekleyici konumunun gerekse emek piyasasındaki iyileşmenin özel tüketim üzerindeki etkisinin daha belirgin hissedilebileceği ve son çeyrekte tüketim talebinde bir canlanma gözlenebileceği düşünülmektedir.



Yatırım mallarına ilişkin üretim ve ithalat göstergeleri Temmuz-Ağustos döneminde bir önceki çeyreğe göre artış kaydetmiştir (Grafik 4.1.7). Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler özel kesim yatırımlarının bir önceki çeyreğe kıyasla bir miktar hız kesse de, yıllık bazda yüksek oranda artmaya devam edeceğine işaret etmektedir.

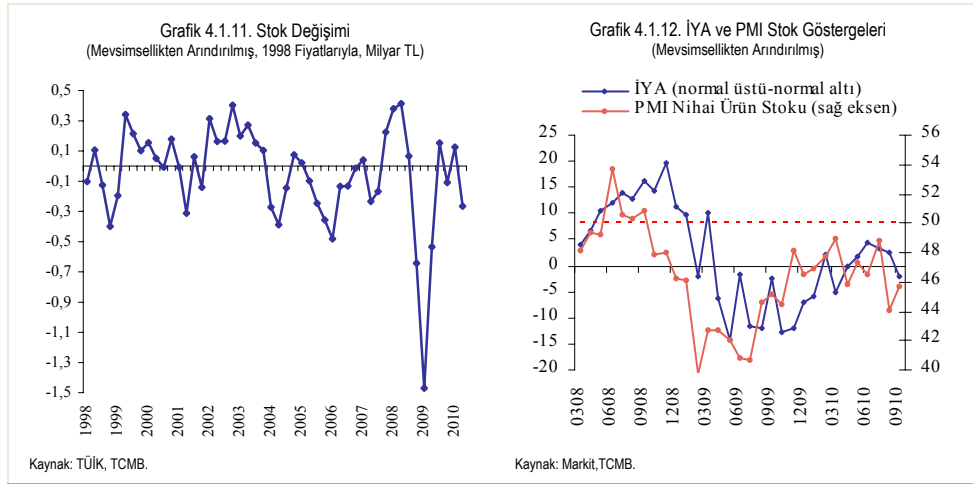




Kriz öncesi döneme göre milli gelire oran olarak halen düşük düzeylerde seyreden yatırım harcamalarının (Grafik 4.1.8), iç talep belirsizliğinin azalması ve finansal koşulların desteği gibi olumlu faktörlerin etkisiyle önümüzdeki dönemde toparlanmaya devam edeceği düşünülmektedir (Kutu 4.2). Nitekim, son dönemde bozulan sipariş beklentileri ve düşen kapasite kullanım oranlarına karşın firmaların yatırım harcaması beklentisi istikrarlı seyrini sürdürmüş ve Eylül ayında belirgin bir artış sergilemiştir (Grafik 4.1.9). Bununla birlikte, dış talebe ilişkin belirsizliklerin özellikle imalat sanayi yatırımlarındaki toparlanmayı sınırlayabileceği düşünülmektedir.

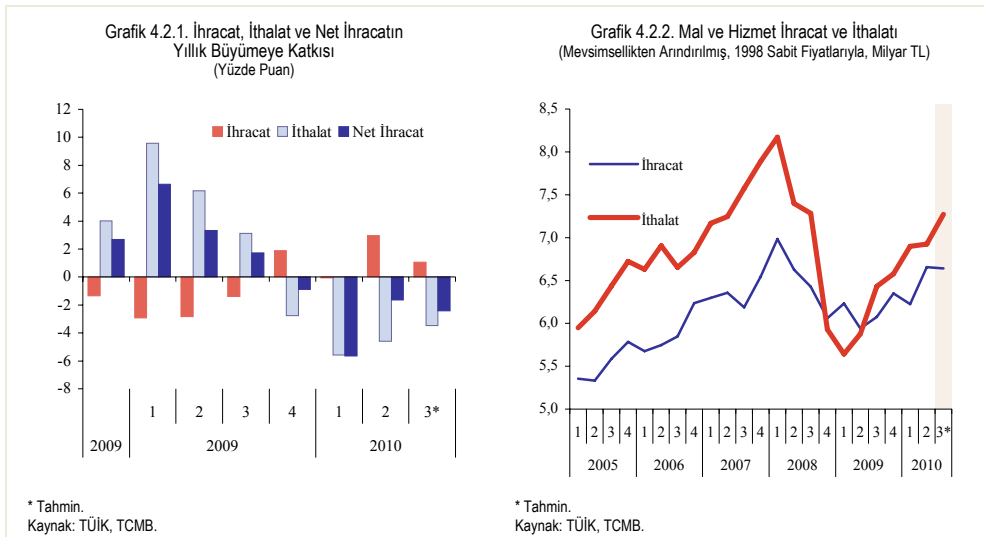
Özetle yılın üçüncü çeyreğinde özel kesim talebindeki istikrarlı toparlanmanın devam etmesi beklenirken (Grafik 4.1.10), son çeyrekte görece olarak bir canlanma gözlenebileceği düşünülmektedir.

İktisadi faaliyette 2009 yılı ikinci çeyreğinden bu yana süregelen istikrarlı toparlanma eğilimine rağmen, stoklarda 2001 krizi sonrasında gözlenene benzer kalıcı bir biriktirme süreci henüz başlamamıştır (Grafik 4.1.11). Bu durum firmaların toplam talebe ilişkin belirsizlik algılamalarının devam ettiğine işaret etmektedir. Nitekim, İktisadi Yönelim Anketi ve PMI göstergeleri de üçüncü çeyrek itibarıyla firmaların stok biriktirme eğiliminin zayıf olduğuna işaret etmektedir (Grafik 4.1.12).



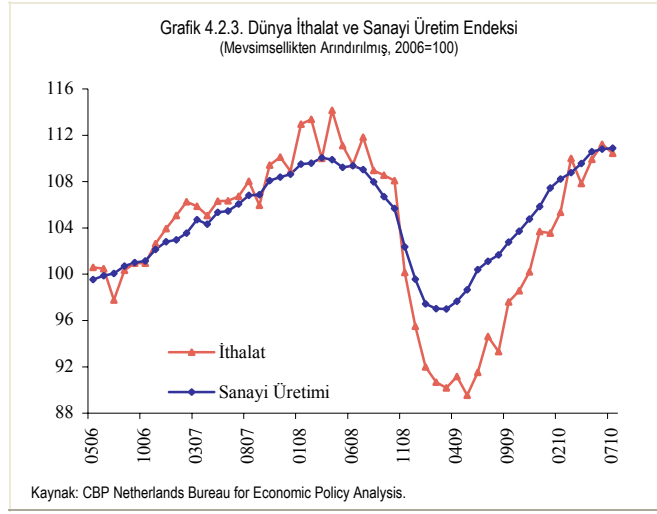
4.2. Dış Talep

Net dış talep görünümü ikinci çeyrekte Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerle büyük ölçüde uyumlu seyretmiştir. İlk çeyrekte yıllık bazda önemli bir değişim göstermeyen mal ve hizmet ihracatı ikinci çeyrekte yüzde 12,1 oranında artış kaydederken, mal ve hizmet ithalatının yıllık artış oranı yüzde 17,8 olarak gerçekleşmiştir. Böylece net ihracatın büyümeye olumsuz katkısı ilk çeyreğe göre daha sınırlı kalmıştır (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde ise, yılın ilk çeyreğinde gerileyen ihracat ikinci çeyrekte belirgin bir artış sergilerken, ithalat bir önceki döneme göre önemli bir değişim göstermemiştir (Grafik 4.2.2).

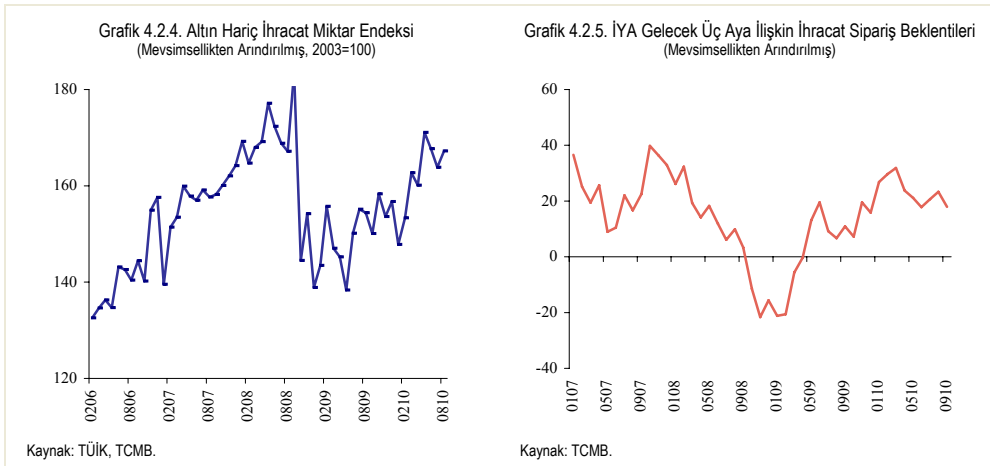


Yakın dönemde açıklanan veriler, ikinci çeyrekte gözlenen ivmelenmenin ardından üçüncü çeyrekte ihracatın duraksadığına işaret etmektedir. Küresel

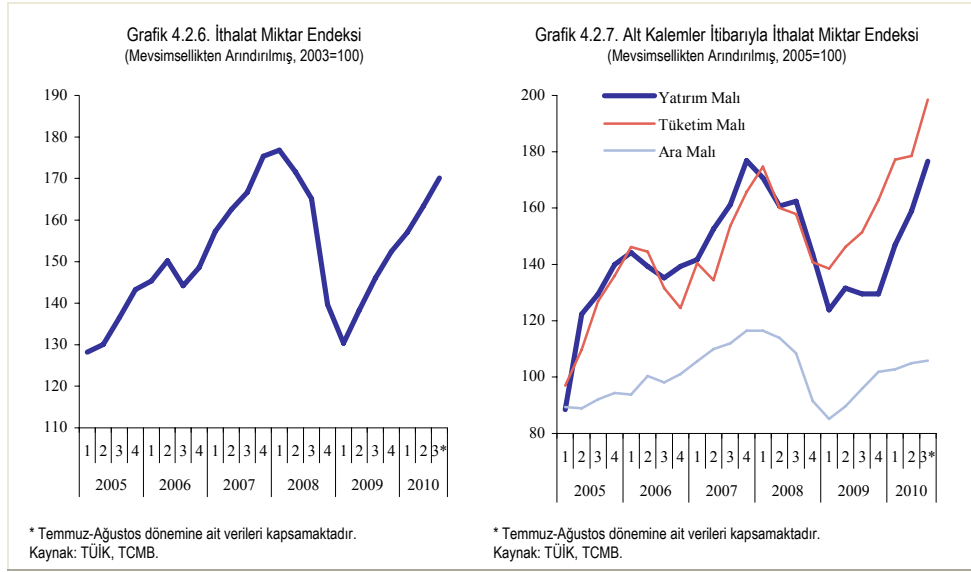
büyümede gözlenen toparlanma Mayıs ayı sonrası yavaşlamıştır (Grafik 4.2.3). Dış talepte görülen bozulmanın etkisiyle, altın hariç tutulduğunda, ihracat miktar endeksi, Haziran ve Temmuz aylarında gerilemiştir (Grafik 4.2.4). Altın hariç ihracat Ağustos ayında bir miktar artış gösterse de Türkiye İhracatçılar Meclisi verileri Eylül ayında bir canlanmaya işaret etmemektedir. Bu çerçevede, mal ve hizmet ihracatının dönemlik büyüme katkısının üçüncü çeyrekte azalması beklenmektedir (Grafik 4.2.2).



Küresel ekonomiye ilişkin görünüm, dış pazarlardaki büyüme yönelik risklerin devam ettiğine işaret etmektedir. Nitekim, gelecek üç ay ihracat sipariş beklentilerinde Mart ayından sonra gözlenen ivme kaybı Eylül ayında da sürmüştür (Grafik 4.2.5). Bu bağlamda, dış talepteki zayıf seyrin kaynak kullanımındaki iyileşmeyi sınırlaması ve toplam talebe ilişkin belirsizlikleri canlı tutmaya devam etmesi beklenmektedir.



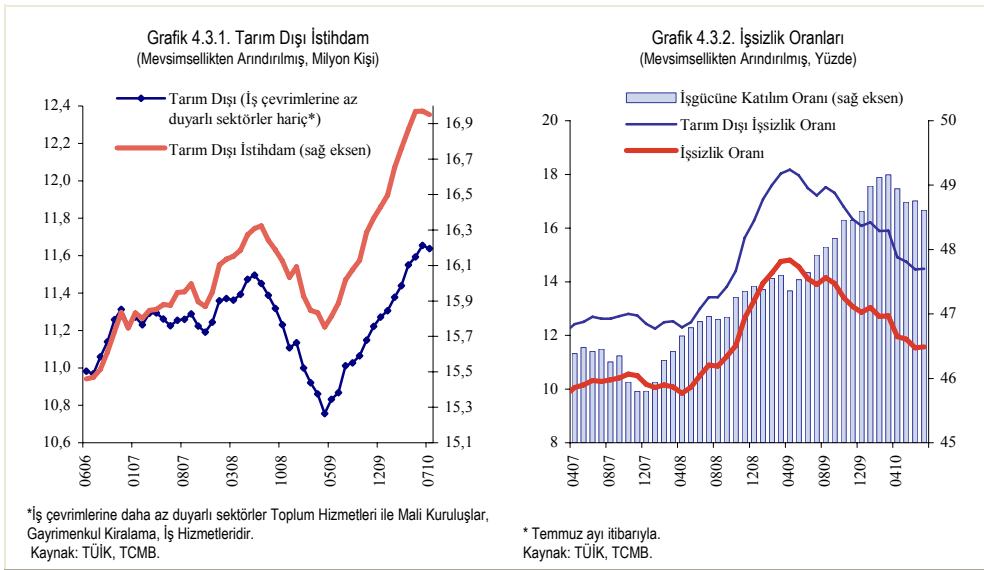
İç talepteki istikrarlı toparlanmaya paralel olarak ithalattaki artış sürmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle ithalattaki hızlı büyüme Temmuz-Ağustos döneminde de devam etmiştir (Grafik 4.2.6). Talep kompozisyonunda iç talep lehine oluşan gelişim ithalat miktar endeksi alt kalemlerinde de gözlenmektedir (Grafik 4.2.7). Üretimdeki yavaşlamaya paralel olarak ara malları ithalatı artışı yavaşlarken, tüketim ve yatırım malları ithalatı kuvvetli seyretmektedir. Önümüzdeki dönemde, dış talepteki zayıf seyir ve iç talepteki istikrarlı toparlanma çerçevesinde net ihracatın büyümeye olumsuz katkısının artacağı düşünülmektedir.



Özetle, küresel ekonomideki sorunların devam etmesi iç ve dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışmayı belirginleştirmektedir. Şöyle ki; gelişmiş ülkelerde toparlanmanın zayıf olması bir yandan küresel faiz oranlarının düşük düzeylerini korumasına neden olarak gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarını güçlendirirken diğer yandan dış talebe ilişkin riskleri beslemektedir. Ülkemizin görece olarak olumlu performansı ile birlikte dış finansmana erişimin kolaylaşmasının, önümüzdeki dönemde de kredi verilebilir fonların artmasını sağlayarak kredi koşullarını desteklemesi beklenmektedir. Bunun yanı sıra, iş gücü piyasasındaki olumlu gelişmelerin ve azalan yurt içi siyasi belirsizliğin tüketici güvenindeki iyileşmeyi desteklemesi öngörülmektedir. Bu çerçevede, para ve maliye politikasının dengeleyici etkileri de göz önüne alındığında, yurt içi talebin dış talebe kıyasla daha istikrarlı bir şekilde toparlanmaya devam etmesi beklenmektedir.

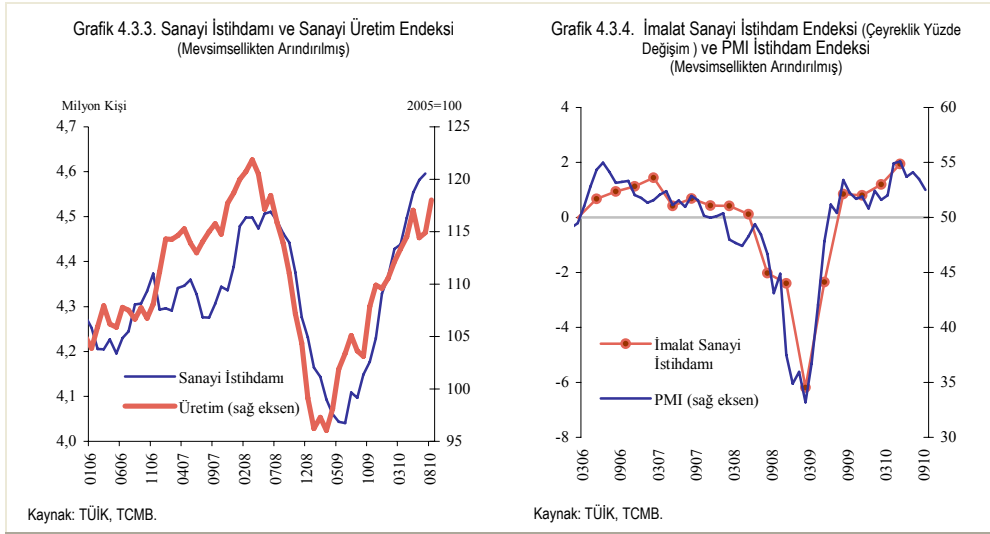
4.3. Emek Piyasası

Tarım dışı istihdamda 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren gözlenen kesintisiz artış 2010 yılı üçüncü çeyreğinin başında duraksamıştır (Grafik 4.3.1). Bu gelişmede hizmet sektörü istihdamındaki gerileme etkili olurken sanayi istihdamındaki toparlanma yavaşlayarak da olsa sürmüştür. Bu dönemde tarım dışı istihdamdaki duraksamaya rağmen, tarım istihdamındaki artış ve katılım oranındaki gerilemenin etkisiyle işsizlik oranı yılın ikinci çeyreğine göre azalmıştır (Grafik 4.3.2).

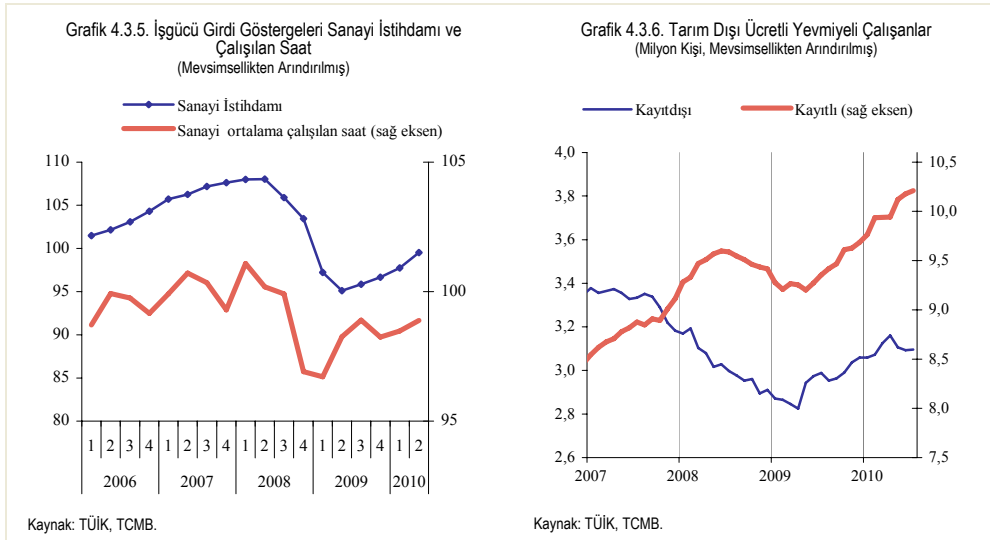


Sanayi istihdamındaki artış Haziran ve Temmuz dönemlerinde yavaşlayarak da olsa devam etmiştir (Grafik 4.3.3). Diğer taraftan bu dönemde tarım dışı istihdamın toparlanmasında hizmet sektörü kaynaklı bir duraksama ön plana çıkmıştır. Hizmet sektörünün detayına bakıldığında, Haziran döneminde mali kuruluş-gayrimenkul ve yardımcı iş hizmetleri, Temmuz döneminde, ticaret sektörü gerilemiştir. Söz konusu dönemlerde istihdamda gözlenen düşüşte farklı alt sektörlerin etkili olması, tarım dışı istihdamdaki gerilemenin kalıcı bir eğilimden ziyade geçici unsurları yansıttığına işaret etmektedir.

PMI istihdam endeksi, sanayi sektörü istihdamının yılın üçüncü çeyreğinde yavaşlamakla birlikte artmaya devam ettiğini göstermektedir (Grafik 4.3.4). Ancak, dış talepteki toparlanmanın gücüne ilişkin belirsizliklerin sanayi istihdamı üzerinde sınırlayıcı bir unsur olmaya devam ettiği not edilmelidir.



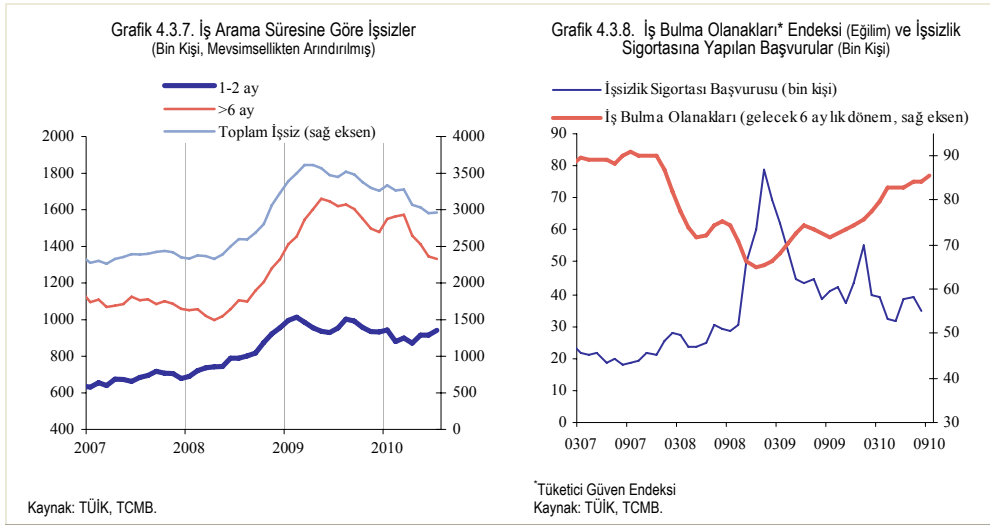
Sanayi sektörü istihdam gelişmelerine ilişkin İşgücü Girdi Göstergeleri de istihdamdaki toparlanmayı teyid etmektedir. Kayıtlı istihdamı ve görece büyük ölçekli firmaları yansıtan söz konusu veri kaynağına göre, sanayi sektörü istihdamı ikinci çeyrek itibarıyla halen kriz öncesi seviyesinin altında kalmakla birlikte artış göstermiştir (Grafik 4.3.5).¹ Sanayi sektöründe ortalama kişi başı çalışılan saat ise son iki çeyrekteki artış eğilimine rağmen kriz öncesi seviyelerinin altında seyretmektedir.



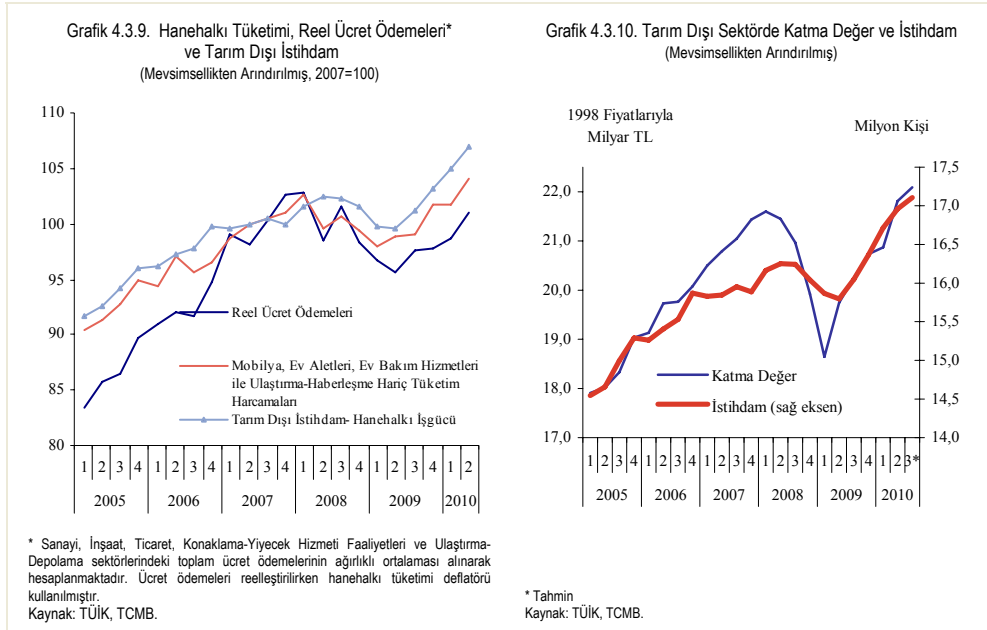
¹ Bakınız Enflasyon Raporu 2010-III, Kutu 4.2.

İktisadi toparlanma sürecinin değerlendirilmesi açısından, istihdamın niteliğindeki değişim de önem taşımaktadır. Kriz sonrası toparlanma sürecinde tarım dışı istihdam artışlarının bir kısmının kayıtdışı kaynaklı olduğu belirtilmelidir (Grafik 4.3.6). Bununla birlikte, son dönemde kayıtlı istihdamın daha hızlı toparlanması istihdam koşullarında iyileşme yönünde olumlu bir sinyaldir.

Son dönemde, ikinci çeyreğe kıyasla işgücü piyasası koşullarına ilişkin diğer önemli göstergelerde de iyileşme gözlenmiştir. İş arama sürelerine göre bakıldığında, 6 aydan uzun süredir iş arayan işsiz sayısının mevsimsellikten arındırılmış olarak gerilediği, 1-2 aydır iş arayanların sayısının ise durağanlaştığı görülmektedir (Grafik 4.3.7). Uzun ve kısa süreli iş arayanlar arasındaki farkın azalması ortalama işsiz kalınan sürenin azaldığına işaret etmektedir. Diğer taraftan, Tüketici Güven Endeksi verilerinden elde edilen iş bulma olanakları endeksi kriz öncesi seviyelerine yaklaşmıştır. Benzer şekilde, İşkur tarafından açıklanan işsizlik sigortasına yapılan başvurular, istihdam kayıplarının azalmasına bağlı olarak gerilemeye devam etmiştir (Grafik 4.3.8).



Firma anketiyle oluşturulan İşgücü Girdi Göstergelerinden elde edilen reel ücret ödemeleri, kademeli toparlanma eğilimini sürdürmüş ve kriz öncesi seviyelerine yaklaşmıştır (Grafik 4.3.9). Yılın üçüncü çeyreğine dair öncü göstergeler ışığında tarım dışı istihdamdaki toparlanmanın yavaşlayarak süreceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.3.10).



Özetle, emek piyasası gelişmeleri gerek istihdam ve işgücü ödemelerindeki artışlar sonucu harcanabilir gelir kanalıyla gerekse işsizlik oranlarındaki düşüş ve iş bulma olanaklarındaki iyileşmeye bağlı olarak beklentiler kanalıyla yurt içi talepteki toparlanmaya destek vermektedir. Bununla birlikte, işsizlik oranlarının bir müddet daha kriz öncesine kıyasla yüksek seviyelerde seyredeceği öngörüsü altında, önümüzdeki dönemde birim işgücü maliyetleri üzerinde belirgin bir baskı hissedilmeyeceği tahmin edilmektedir.

Kutu
4.1

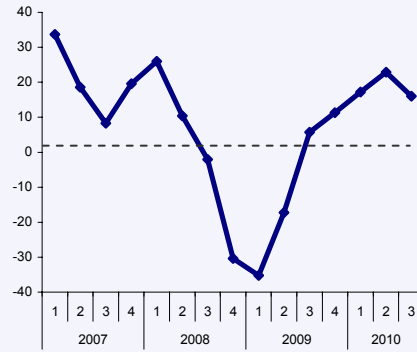
İktisadi Faaliyette Ramazan Ayı Etkisi

Mevsimsel hareketler iktisadi verilerin doğru bir şekilde analiz edilmesini zorlaştırmaktadır. Aynı dönemde tekrar eden hareketler olarak tanımlanan düzenli mevsimselliğin yanında, Hicri takvime bağlı dini bayramların her yıl farklı bir döneme denk gelmesini ifade eden hareketli tatil (moving holiday) kavramı, çalışma günü üzerindeki etkisi bağlamında iktisadi veri analizinde önemli yer tutmaktadır. Bununla birlikte, her yıl Ramazan ayına denk gelen dönemde söz konusu etkilerin de ötesinde, gerek talep kaynaklı etkenler gerekse çalışma saatlerindeki değişiklikler nedeniyle üretim davranışı değişebilmekte ve bu durum iktisadi faaliyetin ana eğiliminin takip edilebilmesini güçleştirmektedir. Nitekim, son dönemde TCMB bünyesinde yapılan bir çalışmada, Ramazan ayının iktisadi faaliyette mevsim ve takvim etkilerinin ötesinde geçici dalgalanmalara neden olabileceğine yönelik bulgular yer almaktadır.²

Atabek-Demirhan (2010) çalışmasında, Ramazan ayının iktisadi faaliyet üzerindeki etkisinin ayrıştırılması amacıyla, bu aya ilişkin deterministik bir değişken oluşturulmuş ve sanayi üretim endeksi için kurulan mevsimsel modellere bu değişken eklenerek Ramazan ayı etkisi sınanmıştır. Ekonometrik bulgular Ramazan ayında iktisadi faaliyetin geçici olarak yavaşladığına işaret etmektedir.

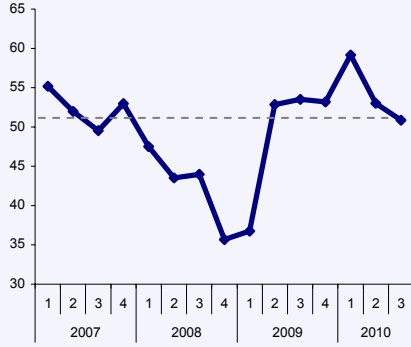
Grafik 1. İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: TCMB.

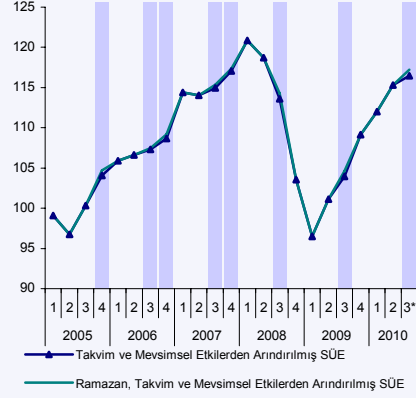
Grafik 2. İYA Üretim Hacmi
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: TCMB.

² Atabek-Demirhan, A. (2010) "Ramazan Ayının Üretim Üzerindeki Etkisi", TCMB Ekonomi Notları, No: 2010-14.

Grafik 3. PMI Üretim Endeksi
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: Markit.

Grafik 4. Ramazan, Takvim ve Mevsimsel Etkilerden
Arındırılmış SÜE

* Temmuz-Ağustos ayları ortalamasıdır.

İktisadi faaliyete ilişkin mevsimsellikten arındırılmış göstergeler, 2010 yılı üçüncü çeyreğinde dönemlik bazda düşüğe işaret etmektedir (Grafik 1-3). Sadece takvim ve mevsim etkileri dikkate alındığında, üretimin Temmuz-Ağustos ayı ortalamasının çeyreklik bazda zayıf bir seyre işaret ettiği gözlenmektedir. Bu gözlemler, ilk bakışta yılın üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyette belirgin bir yavaşlama olduğu izlenimi vermektedir. Ne var ki, düzenli mevsimsel etkilere ek olarak, Atabek-Demirhan (2010) çalışmasında geliştirilen teknik kullanılarak Ramazan ayının üretim üzerindeki sınırlayıcı etkisi arındırıldığında, üçüncü çeyrekte üretimin olumlu bir görünüm sergilediği anlaşılmaktadır (Grafik 4). Bu tespit, aynı zamanda TCMB'nin yılın üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyetteki toparlanmanın devam ettiği yönündeki görüşünü desteklemekte; mevcut iktisadi durum analizlerinde kullanılan sanayi üretimi dönemlik değişim oranları yorumlanırken Ramazan ayı etkisinin dikkate alınmasının önemini ortaya koymaktadır.

Kutu
4.2

Belirsizlik ve İktisadi Faaliyet

Belirsizlik algılamasının yatırım ve tüketim kararlarını olumsuz etkilediği, dolayısıyla iktisadi faaliyet üzerinde aşağı yönlü risk oluşturduğu iktisat yazınında tartışılmaktadır. Diğer bir ifadeyle, üreticilerin artan belirsizlikler karşısında yatırım ve istihdam kararlarını 'bekle-gör' yaklaşımıyla ertelemeleri, özellikle ekonomideki durgunluk dönemlerinin olumsuz etkilerini derinleştirmektedir. Bu çerçevede, Bloom (2009) ve Bloom ve diğerleri (2009) belirsizliklerin iktisadi faaliyet üzerinde önemli etkilerinin olabileceğini göstermişlerdir. Bu kutuda, Türkiye özelinde belirsizlik ve iktisadi faaliyet arasındaki ilişki İktisadi Yönelim Anketi (İYA) verileri kullanılarak incelenmektedir.

İYA, imalat sanayinde faaliyet gösteren firmaların geçmişe dönük değerlendirmelerini, mevcut duruma ilişkin görüşlerini ve geleceğe yönelik beklentilerini içeren bir eğilim anketidir. İYA, TCMB tarafından 1987 yılı Aralık ayından bu yana aylık olarak uygulanmaktadır.³ Anket, 1987–2006 yıllarında İstanbul Sanayi Odası'nın Türkiye'nin birinci ve ikinci 500 büyük sanayi kuruluşu sıralamalarında yer alan firmalara uygulanırken, 2007 yılından bu yana TÜİK'in 2005 bazlı imalat sanayi üretim endeksine konu olan firmalara uygulanmaya başlayarak kapsamı genişletilmiştir.⁴

İYA'da iç ve dış piyasa siparişleri gibi önemli değişkenler için gerek son üç ay gerçekleşmeleri gerekse gelecek üç aya ilişkin beklentilerin yer alması, firmaların öngörü hatalarını inceleme olanağı vermektedir. Tablo 1'de firmaların olası beklenti hataları ve bu hatalara verilen ağırlıklar sunulmuştur. Örneğin, firmanın t zamanında gelecek üç ayda artış (azalış) beklerken, t+3 zamanında son üç ay değerlendirmesinde azalış (artış) veya aynı kaldığını belirtmesi, firmanın t zamanında negatif (pozitif) bir beklenti hatası yaptığını işaret etmektedir. Firmaların beklentilerindeki hataların temel kaynağının ekonomideki belirsizlikler olduğu varsayımı ile bu çalışmada beklenti hata karelerinin ağırlıklı ortalaması bir belirsizlik ölçütü olarak kullanılmıştır.

Tablo 1. Beklenti Hatalarına İlişkin Ağırlıklar

Gelecek üç ay beklentisi (t)	Artacak Aynı kalacak Azalacak	Son üç ay değerlendirmesi (t+3)		
		Arttı	Aynı kaldı	Azaldı
	Artacak	0	-1/2	-1
	Aynı kalacak	1/2	0	-1/2
	Azalacak	1	1/2	0

³ İYA ile ilgili daha fazla bilgi için bakınız www.tcmb.gov.tr.

⁴ 2007 yılında yapılan uluslararası standartlara uyum çalışmaları sonucunda anketin soru ve işyeri kapsamı değiştirilerek Avrupa Birliği Sanayi Anketi'ne tam uyum sağlanmıştır. Bu kutudaki çalışma sadece 2007 öncesi firma verileriyle yapıldığında da benzer sonuçlara ulaşılmaktadır.

Bu kapsamda İYA'da gelecek üç ay beklentileri ile son üç aya ilişkin değerlendirmeleri bulunan iç piyasa siparişleri ve ihracat siparişleri sorularına ilişkin belirsizlik ölçütleri oluşturulmuştur. Bu çalışmada kullanılan İYA soruları Tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2. Çalışmada Kullanılan İYA Soruları

Soru	Beklenti	Değerlendirme
Soru 15	Gelecek üç aydaki iç piyasa sipariş beklentiniz	(Artacak, Aynı Kalacak, Azalacak)
Soru 14	Son üç ayda alınan iç piyasa siparişlerinizin miktarı	(Arttı, Aynı Kaldı, Azaldı)
Soru 11	Gelecek üç aydaki ihracat sipariş miktar beklentiniz	(Artacak, Aynı Kalacak, Azalacak)
Soru 10	Son üç ayda alınan ihracat siparişlerinizin miktarı	(Arttı, Aynı Kaldı, Azaldı)

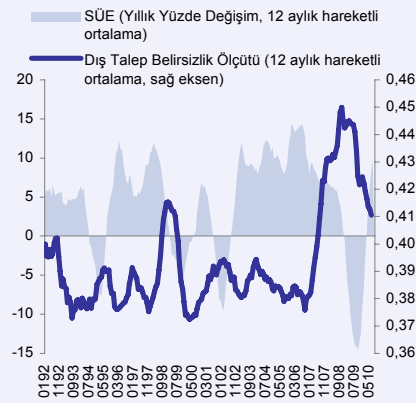
Söz konusu sorulara ilişkin beklenti hataları Grafik 1 ve 2'de sunulmuştur. Grafiklerde beklenti hataları ile Sanayi Üretim Endeksi (SÜE)'ne ait devresel hareketleri daha rahat gözlemleyebilmek amacıyla yıllık yüzde değişimlerin on iki aylık hareketli ortalamaları kullanılmıştır. Buna göre, 1992–2010 yılları arasında yaşanan daralma dönemlerinin hepsinde iç sipariş beklentilerindeki hatalarda belirgin bir artış olduğu dikkat çekmektedir. İhracata ilişkin siparişlerde ise, beklenti hatalarındaki anlamlı artışlar özellikle 1997 Doğu Asya mali krizi, 1998 Rusya krizi ve 2008 küresel kriz gibi dış talepte bozulma yaşanan dönemlerde gerçekleşmiş, diğer daralma dönemlerinde beklenti hatalarında önemli bir değişim görülmemiştir.

Grafik 1. İç Talep Belirsizliği ve Sanayi Üretim Endeksi



Kaynak: TCMB.

Grafik 2. Dış Talep Belirsizliği ve Sanayi Üretim Endeksi



Kaynak: TCMB.

İç ve dış talebe ilişkin beklenti hatalarının son dönem eğilimleri incelendiğinde, aşağı yönlü eğilimin sürmesi, firmaların belirsizlik algılamasında düşüş olduğu şeklinde yorumlanmaktadır. İç talep beklenti hatalarının tarihi ortalamasına yaklaştığı gözlenirken, dış talep beklenti hatalarının aşağı yönlü eğilimine rağmen hala yüksek seviyesini koruması dikkat çekmektedir. Son dönemde özellikle iç talebe yönelik belirsizlik algılamasındaki iyileşme, ertelenmiş istihdam ve yatırım harcamalarının yeniden gündeme alınması için elverişli bir ortam sunmakta ve iktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimini desteklemektedir.

Kaynakça

Bloom, N. (2009), "The Impact of Uncertainty Shocks", *Econometrica*, 77: 623–685.

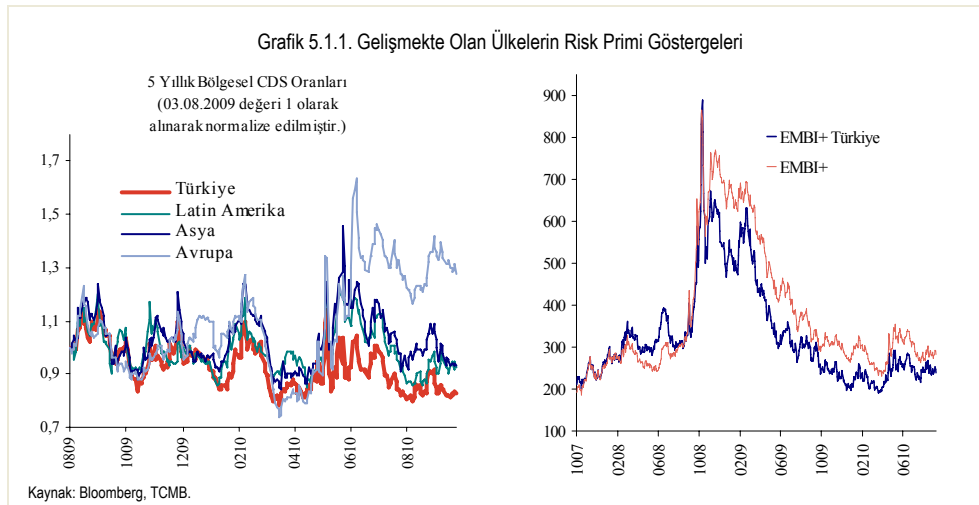
Bloom, N., Floetotto, M. ve N. Jaimovich (2009), "Really Uncertain Business Cycles", mimeo, Stanford University.

5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

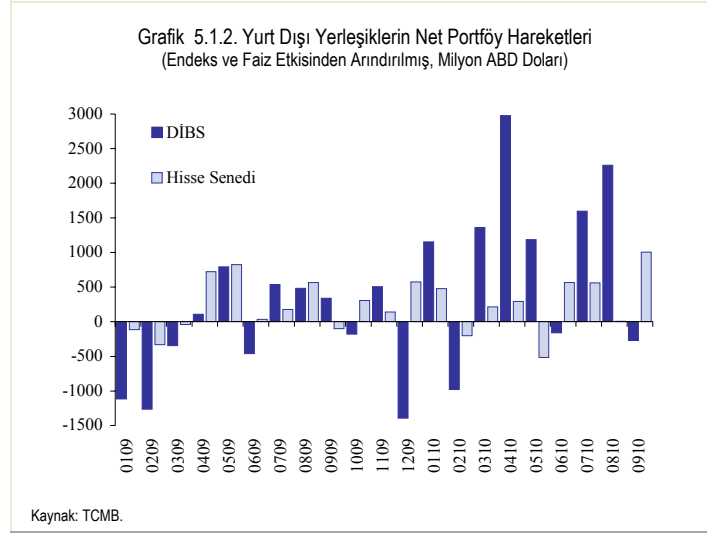
5.1. Finansal Piyasalar

Yılın üçüncü çeyreğinde açıklanan veriler, yeni bir küresel daralma sürecine girilme olasılığının azaldığını, ancak, toparlanma sürecinin önceki çeyreğe kıyasla yavaşlayarak devam ettiğini göstermiştir. Gelişmekte olan ekonomilerdeki istikrarlı toparlanma eğilimine karşın, gelişmiş ekonomilere dair aşağı yönlü riskler bu dönemde de varlığını korumuştur. Nitekim, gelişmiş ekonomilerde, hanehalkının ve şirketlerin bilançolarını iyileştirme süreci devam etmekte, bununla ilintili olarak tasarruf oranları kriz öncesi seviyelerinin ve aynı zamanda uzun dönem ortalamalarının çok üzerinde seyretmektedir. Bu durum, gelişmiş ekonomiler için büyük öneme sahip olan özel tüketimin toparlanmaya verdiği katkıyı sınırlamaktadır. Kredi piyasalarındaki ve istihdam koşullarındaki iyileşmenin yavaş ve istikrarsız olması da bu duruma katkıda bulunmaktadır.

Gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmaya ilişkin aşağı yönlü risklerin varlığını koruması, bu ekonomilerde genişletici para politikası uygulamalarının beklenenden daha uzun süre sürdürülebileceğine dair algılamaları güçlendirmiştir. Bu durum, Avrupa'daki ülke borçluluklarına dair endişelerin azalması ile birlikte yatırımcıların riskli varlıklara yönelme eğilimini artırmış; bunun sonucunda, gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde azalış gözlenmiştir. Bu dönemde, Türkiye'nin risk primi göstergeleri diğer birçok ülkeye kıyasla daha olumlu bir performans göstermiş ve kriz öncesi seviyelerinin altında seyretmeye devam etmiştir (Grafik 5.1.1).



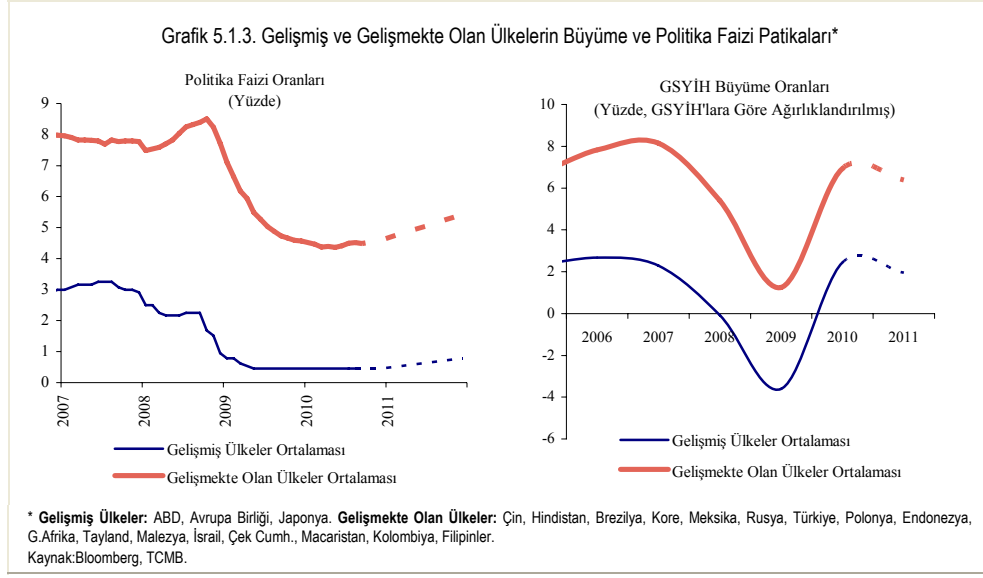
Üçüncü çeyrekte küresel sermayenin riskli varlıklara yönelme eğiliminin artması, gelişmekte olan ekonomilere portföy yatırımları biçiminde sermaye girişlerinin sürmesine yol açmıştır. Bu dönemde, Türkiye’de de gerek tahvil-bono, gerekse hisse senedi piyasalarına sermaye girişlerinin devam ettiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.2).



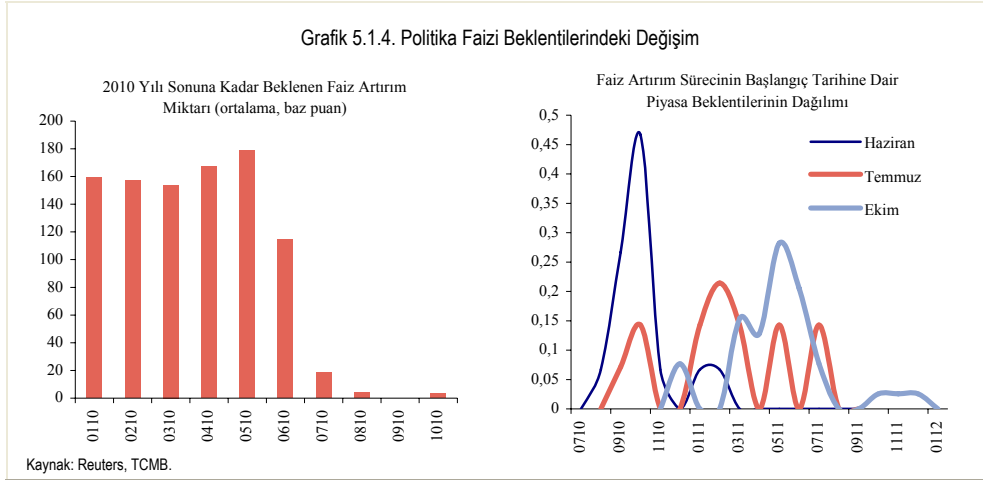
Gelişmekte olan ekonomilere sermaye girişlerinin önümüzdeki dönemde de artarak devam etme olasılığı bulunmaktadır. Sermaye girişlerini destekleyebilecek unsurlardan ilki, kriz sonrası süreçte gelişmekte olan ekonomilere ilişkin risklilik algılamalarında gözlenen iyileşmedir. Birçok gelişmekte olan ülkenin risk primi göstergelerinin kriz öncesi seviyelerinin altında olması ve kredi derecelendirme kuruluşlarının bu ülkelere dair not artırımları, ülke riskliliklerindeki değişimin bir göstergesidir (Grafik 5.1.1). Diğer taraftan, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin toparlanma hızları arasında, gelişmekte olan ekonomiler lehine bir ayrışma gözlenmektedir. Bu ayrışmanın etkisinin, düşen ülke risklilikleriyle beraber önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ekonomilere sermaye girişlerini destekleyici nitelikte olması beklenmektedir (Grafik 5.1.3).

Gelişmiş ülkelerden, gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerini güçlendirebilecek bir diğer unsur ise, bu ülke gruplarının para politikası duruşlarındaki ayrışmadır. Nitekim, gelişmiş ülkelerde uzunca bir süre uygulamada kalması beklenen gevşek para politikalarına karşın, gelişmekte olan ülkelerin para politikalarında normalleşme süreci başlamış bulunmaktadır (Grafik 5.1.3). Bu kapsamda, aralarında TCMB’nin de bulunduğu birçok

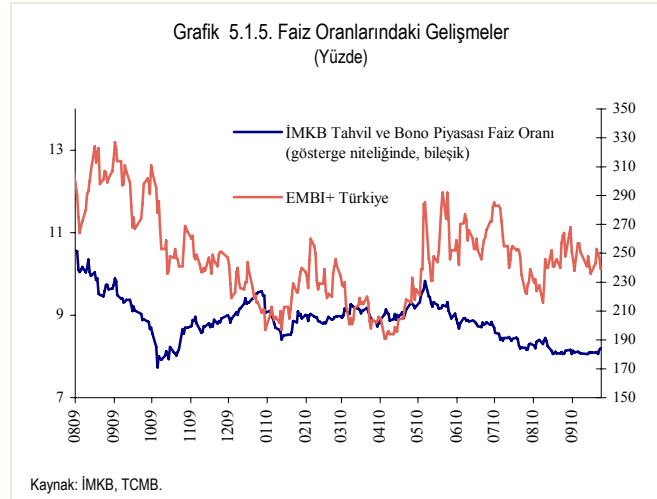
gelişmekte olan ülke merkez bankası, kriz sürecinde uygulamaya koydukları likidite önlemlerini geri çekerken, bazı merkez bankaları faiz artırımlarına başlamışlardır. Gelişmiş ülkelerde faizlerin uzun süre düşük seviyelerde kalması beklenirken gelişmekte olan ülkelerde faizlerin artırılması, faiz farkları kanalıyla bu ülkelere portföy girişlerini teşvik etme potansiyeli taşımaktadır.



Üçüncü çeyrekte, küresel ekonomideki toparlanmanın yavaşlamasının bir sonucu olarak, birçok gelişmekte olan ülkede yıl sonu politika faizi seviyesine dair beklentilerin aşağı yönde güncellendiği gözlenmiştir. Bu dönemde, Türkiye’de de faiz artırımlarının ötelenebileceğine ve daha sınırlı miktarlarda olabileceğine dair beklentiler güç kazanmıştır. TCMB’nin iletişim politikası da bu beklentileri desteklemiştir. Nitekim, beklentilerdeki ötelenme, 2010 yılının Temmuz Enflasyon Raporu’nun ardından belirginleşmiştir. Söz konusu raporda, baz senaryo altında faiz artırımlarının 2011 yılı içinde gerçekleştirilmesinin öngörüldüğü, para politikasını sıkılaştırmanın zamanlaması ve miktarının iktisadi faaliyetin seyrine bağlı olarak değişebileceği, yurt içi iktisadi faaliyetin tekrar durgunluk sürecine girmesi halinde ise politika faizlerinde yeni bir indirim sürecinin söz konusu olabileceği ifade edilmiştir. Rapor’un yayımlanmasından sonraki süreçte, TCMB’nin artan kredibilitésinin de katkısıyla, birçok finansal kuruluşun 2010 ve 2011 yılı sonu politika faizi beklentilerini aşağı yönde güncellediği gözlenmiştir. Bunun yanı sıra, faiz artırımlarının zamanlamasına dair piyasa beklentilerinin birbirine yakınsadığı da dikkat çekmektedir (Grifik 5.1.4).

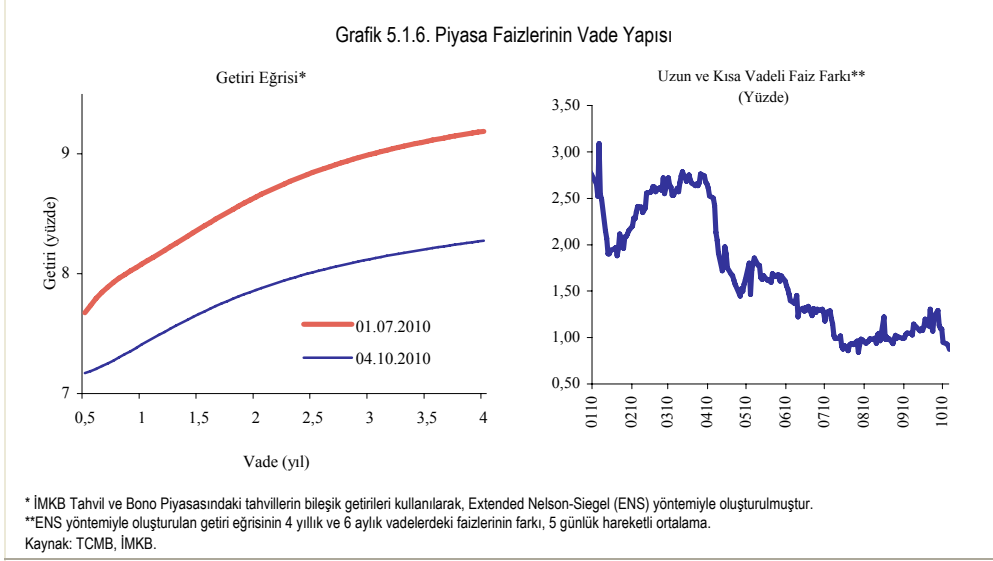


TCMB'nin faiz artırımlarının ötelenebileceğine ve daha sınırlı miktarlarda olabileceğine dair beklentilerin güç kazanması, piyasa faizlerine de yansımıştır. Bunun sonucunda, küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin de katkısıyla, gösterge tahvilin getirisi, yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla düşüş göstermiştir. Bu düşüşte, enflasyon gelişmelerinin TCMB'nin öngörülerini teyid eder nitelikte olmasının sonucunda enflasyon beklentilerinin azalması da etkili olmuştur. Öte yandan, bu dönemde piyasa faizlerinin küresel risk algılamalarına duyarlılığının azaldığı ve yurt içi ekonomiye ilişkin gelişmelerden daha fazla etkilendiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.5).

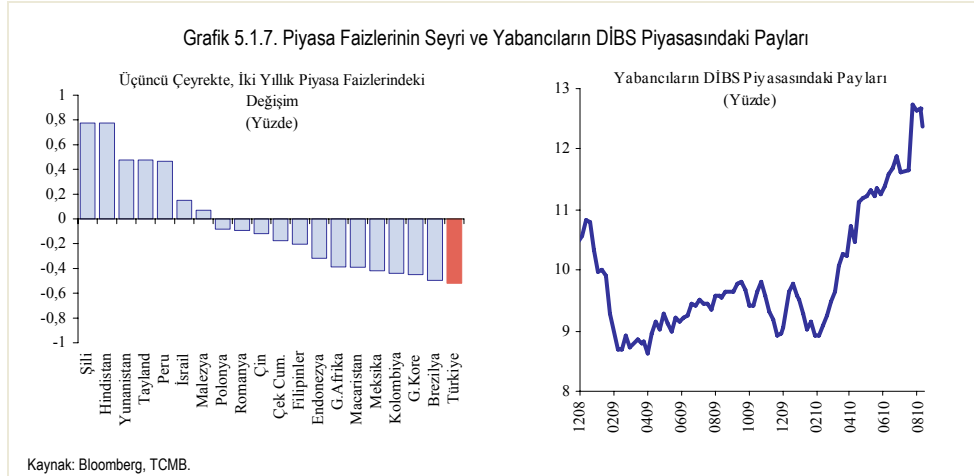


Piyasa faizlerindeki düşüş, uzun vadelerde daha yüksek oranlarda olmak üzere, her vadede gözlenmektedir. Bu dönemde, para politikasına dair beklentilerdeki değişim kısa vadeli faizler üzerinde daha belirgin biçimde etkili olurken, uzun vadelerdeki düşüşün asıl olarak Türkiye'nin riskliliğine dair

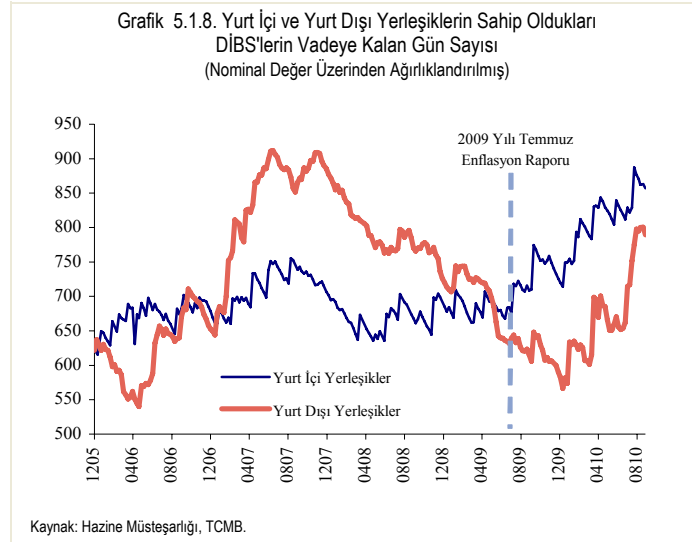
algılamalardaki iyileşmeyi yansıttığı düşünülmektedir. Diğer taraftan, küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, uzun vadeli faizlerin tarihsel olarak en düşük seviyelerinde seyretmeye devam etmesi, Türkiye’de faizlerdeki düşüşün kalıcı olacağı beklentisinin bir göstergesidir. Piyasa faizlerindeki düşüşün uzun vadelerde daha belirgin olmasıyla, getiri eğrisi önceki çeyreğe kıyasla yataylaşmıştır (Grafik 5.1.6).



Türkiye’de orta vadeli faizlerdeki düşüş, gelişmekte olan ülkeler ortalamasının belirgin biçimde üzerindedir. Nitekim, Türkiye, üçüncü çeyrekte, seçilmiş gelişmekte olan ülkeler arasında iki yıllık piyasa faizleri en yüksek miktarda düşen ülke olmuştur. Öte yandan, bu dönemde, piyasa faizlerinin tarihsel olarak en düşük düzeylerinde bulunmasına karşın, tahvil ve bono piyasasındaki yabancı sermaye payının artmaya devam ettiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.7).



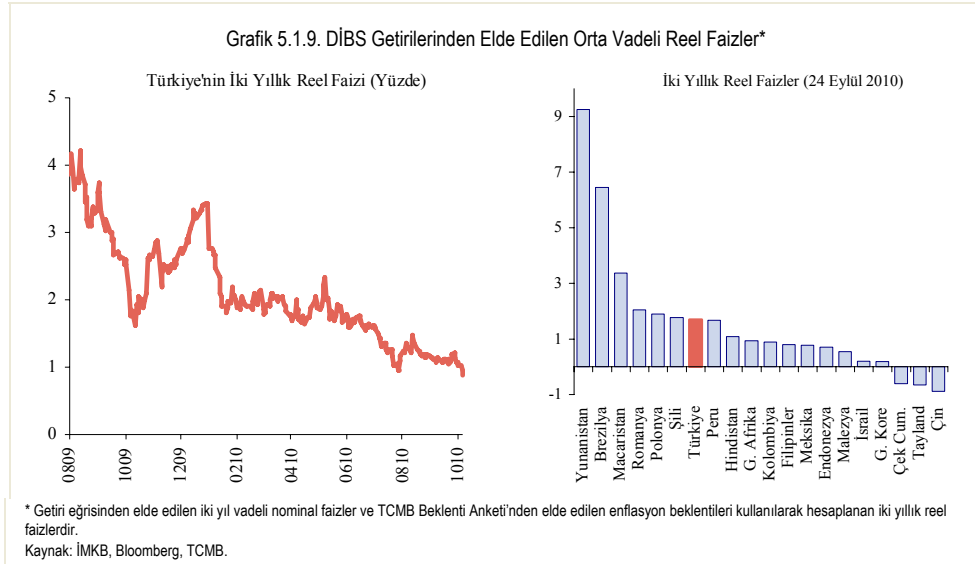
Kriz sonrası süreçte, piyasa faizlerindeki azalışa, yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin portföylerindeki DİBS'lerin ortalama vadeye kalan gün sayılarındaki artış eşlik etmiştir. Yurt içi yerleşiklerin sahipliğindeki DİBS'lerin vadelerindeki artış eğiliminin 2009 yılının Temmuz Enflasyon Raporu'nun ardından belirginleştiği dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.8). Hatırlanacağı üzere, söz konusu Enflasyon Raporu'nda, TCMB, para politikasının geleceğine dair somut bir perspektif sunmuş ve mali disiplinin tesis edilmesi halinde, tahmin ufku boyunca politika faizlerinin tek haneli oranlarda kalabileceğini belirtmiştir. Bu Rapor'la birlikte para politikasından kaynaklanabilecek belirsizliklerin azalması, yatırımcıların daha uzun vadeli DİBS'lere olan taleplerini artırmıştır. Aynı dönemde Orta Vadeli Program'ın da açıklanması, yatırımcıların güvenini pekiştiren bir diğer gelişme olmuştur. Krizle birlikte birçok ülkenin borçlanma vadeleri kısılırken, Türkiye'de bunun tersi bir durumun gözlenmesinin, Türkiye'ye dair risklilik algılamalarındaki kalıcı iyileşmenin bir sonucu olduğu düşünülmektedir.



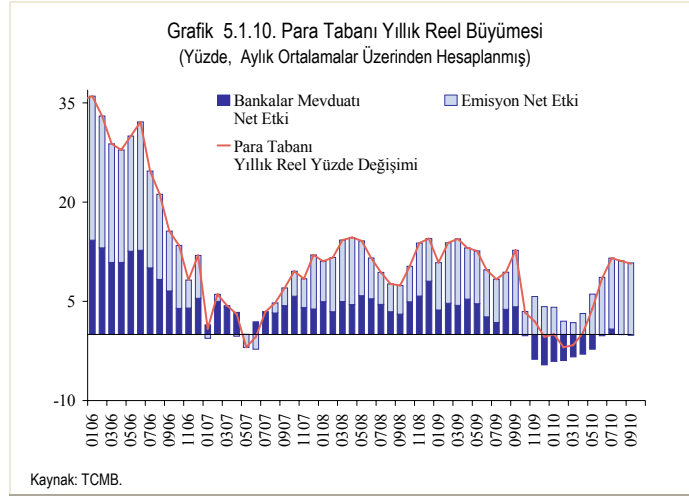
Piyasa faizlerinin düşük seviyelerdeki istikrarlı seyrinde, mali disiplinin tekrar tesisine dair kaygıları azaltıcı yöndeki maliye politikası uygulamalarının da etkili olduğu düşünülmektedir. Nitekim, 2010 yılının geride kalan dönemine ilişkin bütçe gelişmeleri değerlendirildiğinde, iktisadi faaliyetin beklenenden güçlü bir biçimde toparlanmasının sağladığı ek gelir artışının büyük ölçüde kamu borcunun azaltılmasında kullanıldığı görülmektedir. Bundan sonraki süreçte de, mali disiplinin ve borç göstergelerinin piyasa faizleri üzerindeki belirleyiciliğinin artarak devam etmesi beklenmektedir. Bu bağlamda, piyasa faizlerinin düşük seviyelerinin korunabilmesi için, mali disiplini sağlamlaştıracı

uygulamalara kurumsal iyileştirmeler yoluyla devam edilmesinin büyük önem taşıdığı vurgulanmalıdır.

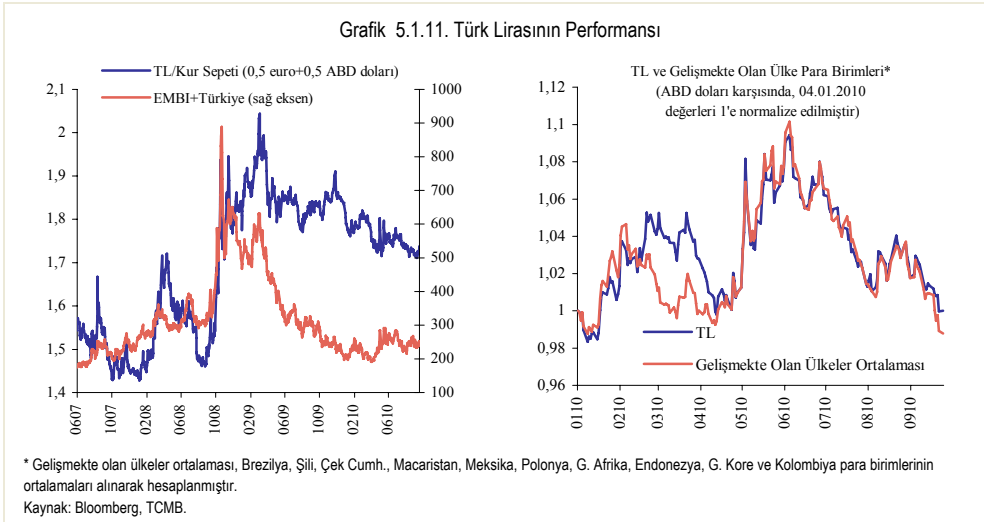
Üçüncü çeyrekte piyasa faizlerindeki düşüş reel faizlere de yansımış, orta vadeli reel faizler tarihsel olarak en düşük seviyelerinde seyretmeye devam etmiştir. Öte yandan, kriz sürecinde ortaya çıkan finansal koşullardaki ek sıkılığın ortadan kalkmasıyla, para politikasının kredi piyasası üzerindeki etkinliğinin arttığı; böylelikle, reel faizlerdeki düşük seviyelerin kredi faizlerine daha belirgin biçimde yansıdığı gözlenmektedir (Grafik 5.2.10). Bununla birlikte, Türkiye’de piyasa faizlerinin reel seviyesinin diğer gelişmekte olan ülkelerden ayrılmadığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.9).



Finansal piyasalarda son dönemde gözlenen dalgalı seyre karşın, politika faizlerinin düşük seviyesinin ve TCMB'nin dengeleyici likidite önlemlerinin de katkısıyla iktisadi faaliyetteki toparlanma süreci devam etmektedir. Bu durum, parasal göstergelere de yansımaktadır. Nitekim, üçüncü çeyrekte, tüketim talebindeki artışın etkisiyle emisyonunda yıllık bazda reel artış gözlenmeye devam etmiştir (Grafik 5.1.10). Öte yandan, TCMB'nin TL zorunlu karşılık oranlarında yaptığı değişikliklerin etkileri arındırıldığında, bankalar mevduatının da yıllık bazda sınırlı oranda arttığı görülmektedir. Özetle, para tabanı gelişmeleri, kriz sonrası süreçte iktisadi faaliyetteki toparlanma ve risk algılamalarında normalleşme eğilimiyle uyumlu bir görünüme işaret etmeye devam etmektedir.

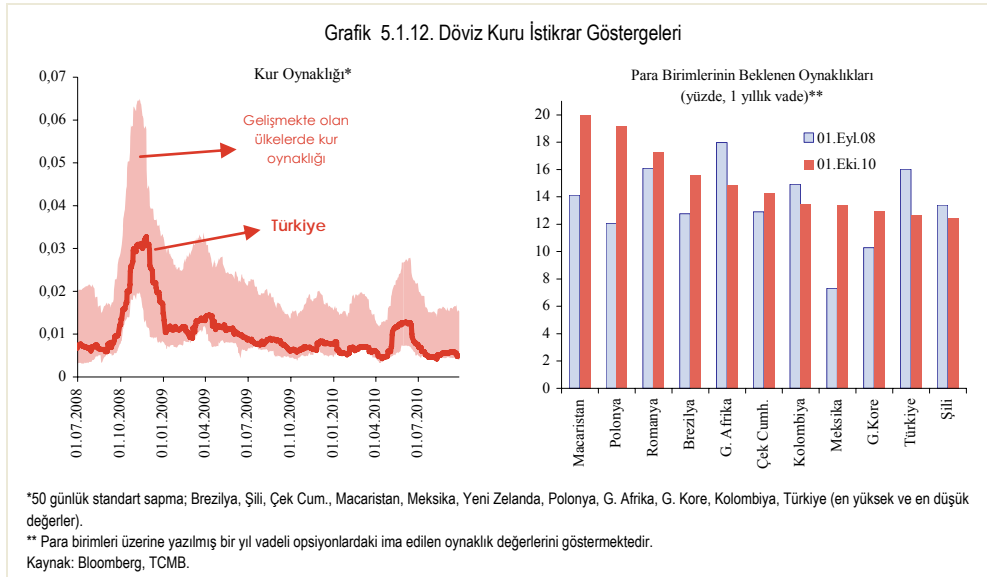


Küresel risk algılamalarının yılın üçüncü çeyreğinde önceki çeyreğe kıyasla iyileşmesi döviz piyasasına da yansımış ve Türk lirası, ABD doları ve eurodan oluşan kur sepeti karşısında değer kazanmıştır. Bu durumun Türkiye'ye özgü koşullardan ziyade küresel eğilimleri yansıttığı ve geçen çeyrekte olduğu gibi bu çeyrekte de Türk lirasının gelişmekte olan ülke para birimleri genel eğiliminden ayrılmadığı gözlenmiştir (Grafik 5.1.11 ve Kutu 5.1).



Öte yandan, tarihsel olarak oynaklığı en yüksek ve küresel risk iştahına en duyarlı para birimlerinden olan Türk lirasının gerek kriz dönemindeki gerekse kriz sonrasındaki görece olarak istikrarlı seyrinin yılın üçüncü çeyreğinde de devam ettiği görülmektedir. Önümüzdeki dönemde, ülkelerin ayrıştırıcı özelliklerinin ön plana çıkacağı, bu bağlamda riskliliği düşük, borç dinamikleri olumlu, iktisadi temelleri sağlam ve yüksek büyüme potansiyeline

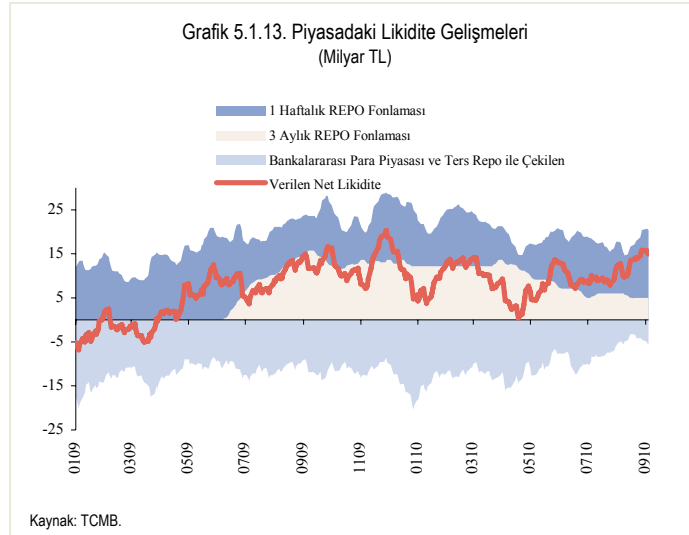
sahip ülkelerin para birimlerinin daha istikrarlı performans sergileyeceği düşünülmektedir. Bu bağlamda, Türk lirasının bundan sonraki süreçte de istikrarlı para birimleri arasında yer alması beklenmektedir. Nitekim, para birimleri üzerine yazılan opsiyonlardan elde edilen ve para birimlerinin opsiyon vadesi boyunca gösterecekleri oynaklığa dair beklentileri yansıtan “ima edilen oynaklık” değerleri de bu duruma işaret etmektedir. Kriz öncesi süreçte ima edilen oynaklığı en yüksek para birimlerinden olan Türk lirası, kriz sonrası süreçte ima edilen oynaklığı en düşük para birimleri arasında yer almaktadır. Bu durumun, kriz sonrası süreçte Türkiye’ye dair algılamalardaki olumlu dönüşümün bir yansıması olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.1.12).



Bu dönemde, genel stratejisi çerçevesinde güçlü döviz rezervi pozisyonuna sahip olmayı amaçlayan TCMB, küresel likidite sorunlarının ortadan kalkmasıyla ve döviz piyasalarının tekrar istikrara kavuşmasıyla 4 Ağustos 2009 tarihinde başladığı döviz alım ihalelerine devam etmiştir. Diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte ülkemize yönelik sermaye girişlerinin de istikrarlı bir biçimde güçlendiğinin gözlenmesiyle 2 Ağustos 2010 tarihinde, rezerv birikiminin hızlandırılması amacıyla ihalelerde alım yapılacak günlük tutar ve opsiyon tutarı 40 milyon ABD dolarına yükseltilmiştir. Bu kapsamda, yılın üçüncü çeyreğinde piyasadan toplam 3,22 milyar ABD doları alınmış ve karşılığında 4,88 milyar TL’lik likidite sağlanmıştır. 4 Ekim 2010 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere, TCMB, uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak likidite koşullarının iyileşmesi ve yurt içine sermaye akışının güçlenmesi durumunda, haftalık alım tutarı haftanın ilk iş günü açıklanmak

koşuluyla, döviz alımlarını hızlandırılabilceğini açıklamıştır. Öte yandan, likidite yönetimi araç çeşitliliğinin ve operasyonel esnekliğinin sürdürülebilmesi amacıyla 23 Aralık 2009 tarihinde başlanan DİBS alım ihalelerine bu çeyrekte de devam edilmiş, bunun sonucunda toplam nominal 1,7 milyar TL DİBS karşılığı piyasaya 1,67 milyar TL'lik likidite sağlanmıştır. Gerek DİBS gerekse döviz alımları likiditeyi artırıcı yönde etkide bulunmuşlardır. 23 Eylül 2010 tarihinde TL zorunlu karşılık oranlarının yüzde 5'ten yüzde 5,5'e çıkarılması ise bankacılık sistemi likiditesini yaklaşık 2,1 milyar TL azaltmıştır. Bunun yanı sıra, Hazine'nin TCMB nezdindeki hesap bakiyesindeki ve para tabanındaki artış da likiditeyi azaltıcı yönde etkide bulunmuştur. Tüm bunların sonucunda, yılın üçüncü çeyreğinde bankacılık sisteminin net likidite açığı artma eğiliminde olmuştur (Grafik 5.1.13).

Önümüzdeki dönemde, gerek Merkez Bankası'nın döviz alımlarının devam etmesi, gerekse Hazine'nin Merkez Bankası nezdindeki hesap bakiyesini azaltması nedeniyle, likidite açığının zaman zaman azalabileceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, kredi koşullarının da normalleştiğini dikkate alan TCMB, mevcut likidite yönetimi genel çerçevesinin etkin olarak uygulanabilmesi için 15 Ekim 2010 itibarıyla, üç ay vadeli repo ihalelerine son vermiştir.



Üçüncü çeyrekte, TCMB, 14 Nisan 2010 tarihinde kamuoyu ile paylaştığı çıkış stratejisini uygulamaya devam etmiştir. Bu çerçevede, teknik faiz ayarlaması sürecinin ikinci adımı kapsamında, Eylül ve Ekim aylarındaki Para Politikası Kurulu toplantılarında bir hafta vadeli ihale faiz oranı ile gecelik

işlemler için ilan edilen borçlanma faizi arasındaki fark toplamda 75 baz puan daha açılmıştır. TCMB, bu kararlar, bankaların kendi aralarında yaptıkları likidite işlemlerini teşvik etmeyi amaçlamaktadır. Böylelikle, bankacılık sistemindeki toplam likiditenin sistemin geneline daha sağlıklı biçimde dağılması sağlanacak, gün sonunda TCMB'ye verilen atıl likidite azalacaktır.

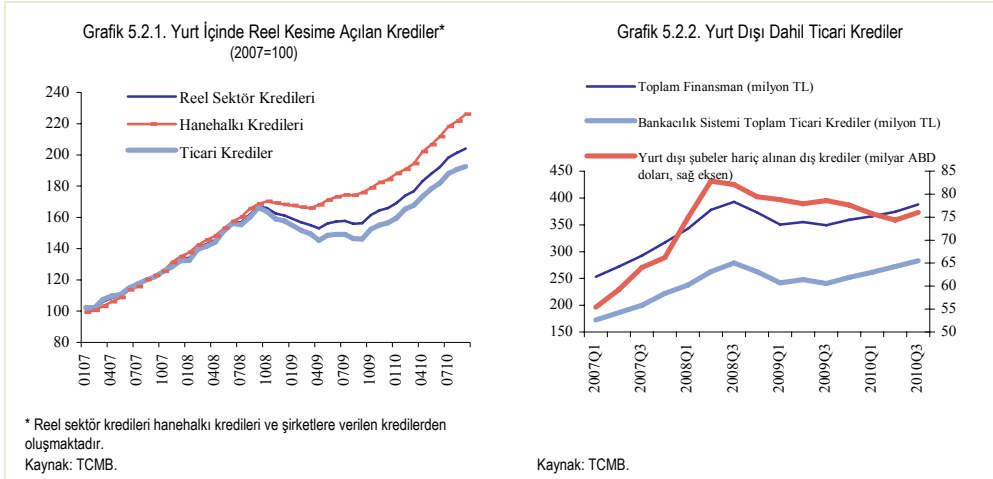
Teknik faiz ayarlamasının yanı sıra, TCMB, çıkış stratejisi kapsamında, 23 Eylül 2010 tarihinde TL ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarını, sırasıyla yarım ve bir puan artırmıştır. Böylelikle, yabancı para zorunlu karşılık oranı kriz öncesi seviyesine, TL zorunlu karşılık oranı ise kriz öncesi seviyesinin yarım puan altı olan yüzde 5,5'e yükselmiştir. Zorunlu karşılık oranlarındaki artışlara ek olarak, TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına da son verilmiştir.

TCMB'nin zorunlu karşılıklara dair aldığı kararı sağlıklı biçimde değerlendirebilmek için, kararların amacının doğru biçimde anlaşılabilmesi büyük önem arz etmektedir. Son dönemde iç ve dış talebin toparlanma hızları arasındaki ayrışma devam etmektedir. Öte yandan, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında gözlenen artış eğilimi, önümüzdeki dönemde bu ayrışmayı güçlendirebilecek niteliktedir. Bu durum, cari denge ve finansal istikrara yönelik risk oluşturma potansiyeli taşımaktadır. Mevcut durumda, finansal istikrara ilişkin endişe yaratacak bir durumun söz konusu olmadığı düşünülmektedir. Ne var ki, gelecekte gündeme gelebilecek makroekonomik ve finansal riskleri şimdiden azaltabilmek amacıyla, çıkış stratejisinin 2010 yılının sonuna kadar tamamlanması; bundan sonraki süreçte de zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi alternatif para politikası araçlarının finansal istikrarın gözetilmesinde daha etkin biçimde kullanımı planlanmaktadır. Zorunlu karşılıklara ilişkin Eylül ayında alınan karar, bu sürecin bir parçasıdır.

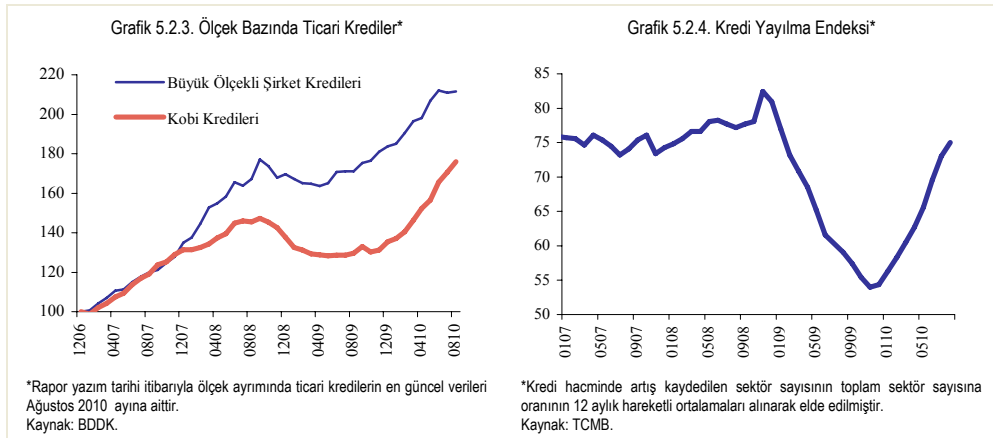
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Kredi piyasalarında 2009 yılının son çeyreğinde başlayan yukarı yönlü eğilim, üçüncü çeyrekte de sürmüştür. Yurt içinde yerleşik bankaların reel kesime açtığı krediler önceki çeyreğe kıyasla sınırlı oranda yavaşlayarak artmaya devam etmiştir. Alt kalemler bazında incelendiğinde, söz konusu yavaşlamanın ticari kredilerde daha belirgin olduğu görülmektedir (Grafik 5.2.1). Kredi genişlemesinde üçüncü çeyrekte gözlenen sınırlı yavaşlamaya karşın, kredi hacminin milli gelire oranı artış eğilimini sürdürmektedir. Öte

yandan, kriz öncesinde şirketler için önemli bir finansman kaynağı haline gelmiş olan yurt dışından sağlanan kredilerde de son dönemde toparlanma işaretleri gözlenmektedir. Nitekim, yurt içi yerleşik bankaların yurt dışı şubelerinden kullanılan krediler hariç tutulduğunda, dış kredilerde, Temmuz ayında 2008 yılının ikinci çeyreğinden beri ilk defa artış gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.2).¹

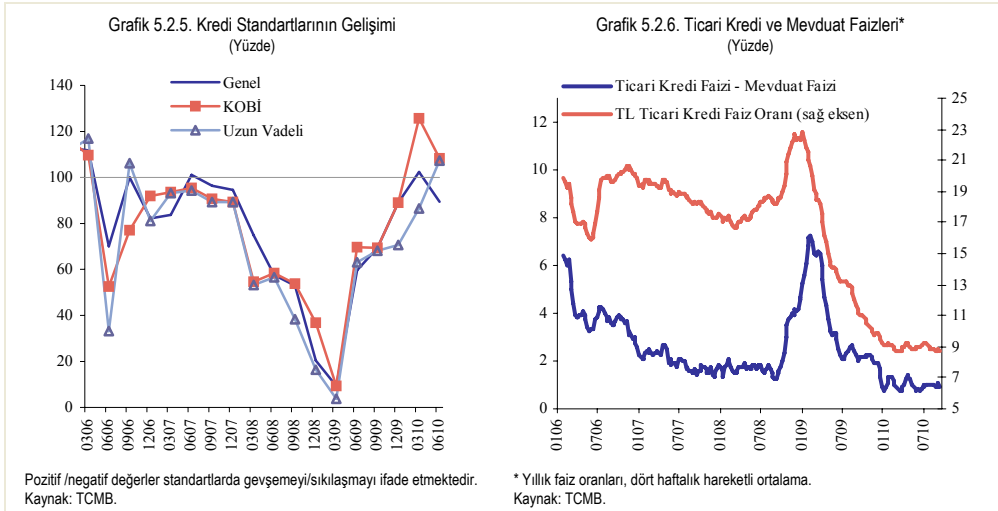


Üçüncü çeyreğin ilk iki ayı itibarıyla, büyük ölçekli şirket kredilerinde bir duraksama gözlenirken, KOBİ kredilerindeki toparlanmanın devam ettiği görülmektedir (Grafik 5.2.3). Öte yandan, bu döneme dair vurgulanması gereken bir diğer husus, kredi genişlemesinden yararlanan sektör sayısının istikrarlı biçimde artmaya devam ediyor oluşudur. Nitekim, krediler için hazırlanan sektörel yayılım endeksi, bu çeyrekte de yukarı yönlü eğilimini sürdürmüştür (Grafik 5.2.4).



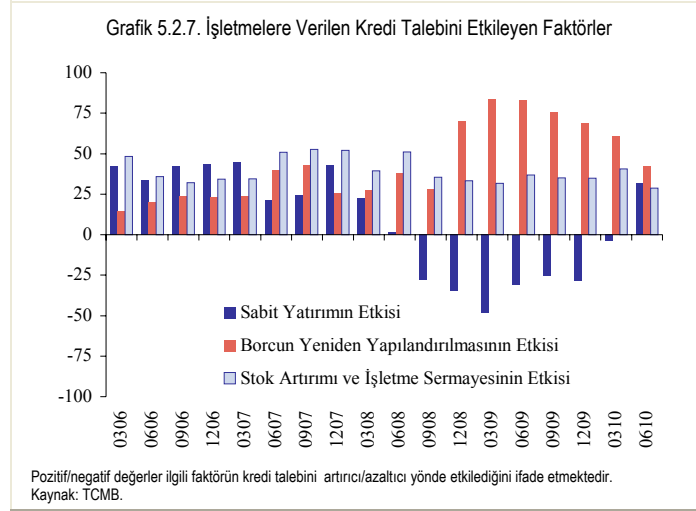
¹ Ödemeler dengesi istatistiklerinde, şirketler kesiminin, yurt içi yerleşik bankaların yurt dışı şubeleri aracılığı ile kullandıkları krediler, yurt dışından sağlanan krediler içinde yer almaktadır.

Krizin finansal piyasalar ve kredi piyasaları üzerindeki etkilerinin azalmasıyla birlikte, bankaların kredi verme eğilimlerinin arttığı gözlenmektedir. Bu kapsamda, kredi arzına dair önemli bilgiler içeren Kredi Eğilim Anketi sonuçları, ticari kredi standartlarında gerek ölçek gerekse vade bazındaki sıkılaşıma eğiliminin ikinci çeyrek itibarıyla sona erdiğini, kredi faizine ve vadesine ilişkin koşul ve kuralların iyileştiğini göstermektedir (Grafik 5.2.5). Öte yandan, ankette, bankaların beklentilerinin, kredi standartlarının önümüzdeki dönemde bir miktar daha gevşeyebileceği yönünde olduğu dikkat çekmektedir. Kredi sıkılığının temel belirleyicisi olan iktisadi faaliyetteki toparlanmanın ve bununla ilintili olarak kredi riski göstergelerindeki iyileşmenin üçüncü çeyrekte de devam etmesi, söz konusu beklentilerin gerçekleşmesi için gerekli koşulları sunmaktadır. Nitekim, ticari kredilerin artış eğiliminde olduğu ve artışın giderek daha fazla sektöre yayıldığı mevcut konjonktürde, ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki farkın tarihsel olarak en düşük düzeylerinde seyretmesi de kredi arzındaki sıkılığın azaldığına işaret etmektedir (Grafik 5.2.6).

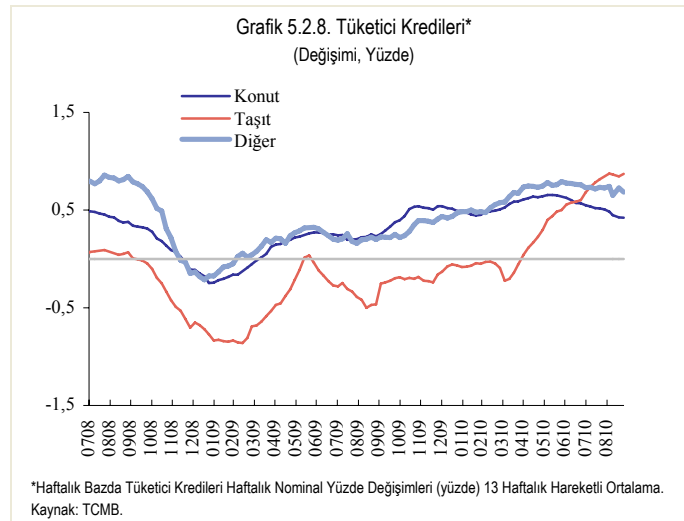


Arz yönlü kısıtların büyük ölçüde ortadan kalkmasıyla, kredi gerçekleştirmelerinin daha çok kredi talebine dair dinamikleri yansıttığı düşünülmektedir. Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre, kriz sonrası süreçte şirketlerin kredi kullanma motivasyonları değişme eğilimindedir. Kriz sürecinde şirketler, ağırlıklı olarak mevcut borçların çevrilmesi ve stok artışları ile işletme sermayesinin finansmanı amacıyla kredi talebinde bulunmaktaydılar. Ne var ki, krizin etkilerinin hafiflemesiyle borcun çevrilmesi amaçlı kredi talebi azalış eğilimine girerken, yatırım amaçlı kredi talebinin arttığı gözlenmektedir (Grafik 5.2.7). Gerek ankette bankacılık kesiminin uzun vadeli kredi talebinin

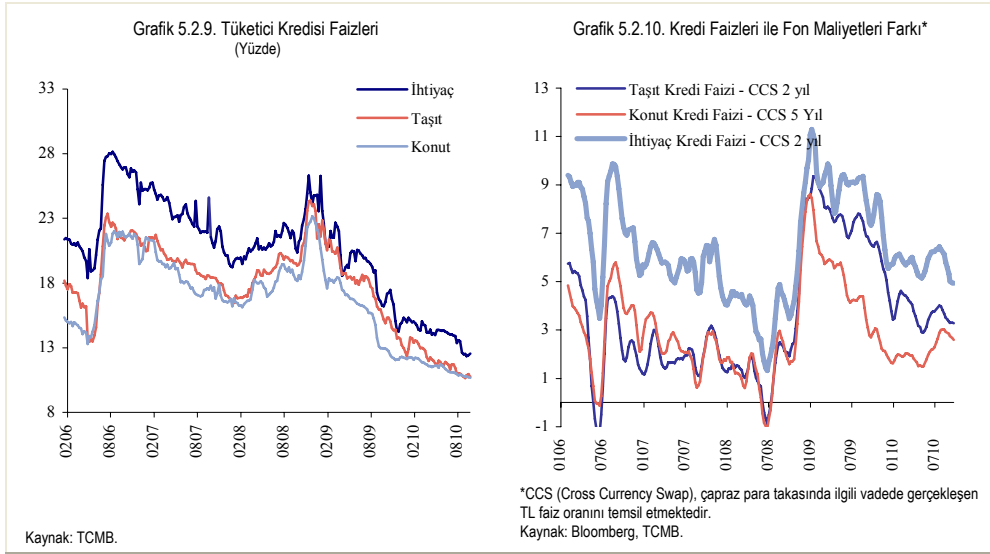
arttığını belirtmesi gerekse orta ve uzun vadeli kredilerin toplam krediler içindeki payının artış eğiliminde olması bu gözlemi destekler niteliktedir. Öte yandan, yılın ilk yarısına dair GSYİH verilerinin ve iktisadi faaliyete dair diğer göstergelerin yatırım talebinde artışa işaret etmesi, yatırım amaçlı kredi talebindeki toparlanma ile uyumlu bir görünüme işaret etmektedir.



Ticari kredilerin artış eğilimindeki yavaşlamaya karşın, tüketici kredilerindeki yüksek oranlı artışın yılın üçüncü çeyreğinde de devam ettiği gözlenmektedir. Öte yandan, bu dönemde tüketici kredisi alt kalemlerinin artış eğilimlerindeki ayrışma dikkat çekmektedir. Buna göre, konut kredilerindeki artış yavaşlarken, taşıt kredilerindeki ivmelenme devam etmektedir. “Diğer krediler” alt kalemi ise yüksek oranlı artış eğilimini sürdürmektedir (Grafik 5.2.8).



Üçüncü çeyrekte, artış eğilimini koruyan tüketici kredilerinin faizlerinde azalış gözlenmiştir (Grafik 5.2.9). Bu azalışın, bir yandan Türkiye’de uzun vadeli faizlerdeki düşüşü, diğer yandan ise Kredi Eğilim Anketi’nin işaret ettiği üzere rekabetteki ve kredi verme eğilimindeki artışı yansıttığı düşünülmektedir. Nitekim, tüketici kredi faizlerinin fon maliyetini büyük ölçüde temsil ettiği düşünülen ilgili vadelerdeki para takası işlemlerinde gerçekleşen faiz oranlarındaki hızlı düşüşün kısmi ve gecikmeli olarak söz konusu faiz oranlarına yansıdığı görülmektedir (Grafik 5.2.10).



Finansal Piyasalar Bölümü’nde ayrıntılandırıldığı gibi, TCMB, 23 Eylül 2010 tarihinde aldığı kararla TL ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarını artırmış, bunun yanı sıra zorunlu karşılıkları daha etkili bir politika aracı olarak kullanabilmek amacıyla TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına da son vermiştir. Söz konusu uygulamayla ilgili fonların bankalara olan maliyeti artacaktır. Bu durumun kredi faizlerinin yükselmesine ve dolayısıyla kredi talebi üzerinde bir miktar daraltıcı etkiye sahip olması olası görünmektedir.

Özetle, kredi piyasalarındaki toparlanma eğilimi üçüncü çeyrekte de devam etmiştir. İktisadi faaliyetlerdeki canlanma ve belirsizliklerin azalması kredi talebindeki artışı beraberinde getirirken, kredi arzındaki sıkılığın da bu dönemde azaldığı gözlenmiştir. Kredi arzındaki sıkılığın azalması, para politikasının kredi faizleri ve dolayısıyla iktisadi faaliyet üzerindeki etkinliğini de artıran bir gelişmedir.

Öte yandan, krediler ve iç talepteki toparlanma dış talepteki zayıf seyir ile birleştiğinde cari açık hızlı bir artış eğilimine girmiştir. Önümüzdeki dönemde, cari açığın finansmanında doğrudan yabancı yatırımların payının kriz öncesine kıyasla düşük seviyelerde kalması beklenmektedir. Buna ek olarak, kamu kesiminin dış borçlanmasının da cari açığa kıyasla önemli bir artış göstermesi beklenmemektedir. Bu gelişmeler, kredi genişlemesinin sürdürülebilmesi için portföy yatırımı ve özel sektörün dış borçlanması şeklinde sermaye girişlerinin önemini daha da artırmaktadır. Gerek gelişmekte olan ülkelere dair risk iştahının görece olarak artmaya devam etmesi gerekse gelişmiş ülkelerdeki parasal genişlemenin sürmesi önümüzdeki dönemde bankaların yurt dışı finansmana ulaşımında bir sıkılaşma yaşanmayacağına işaret etmektedir. Bu çerçevede önümüzdeki dönemde kredi kanalının iç talebe verdiği desteğin süreceği tahmin edilmektedir. Bu durum, aynı zamanda iç talep ve dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışmanın devam edebileceği anlamına geldiğinden zorunlu karşılık oranlarının aktif bir politika aracı olarak kullanılmasını gerektirebilecektir.

Kutu
5.1Döviz ve Sermaye Piyasalarında Finansal Bulaşıcılık Etkisi:
Türkiye Uygulaması

Finansal bulaşıcılık, bir ekonomide ortaya çıkan finansal krizin başka bir ekonominin krize girme olasılığını artırması olarak tanımlanmaktadır. Literatürdeki çalışmalar farklı bulaşıcılık tanımlarını tartışmaktadır. Yaygın olarak kullanılan bulaşıcılık tanımlarından birisi de değişim bulaşıcılığıdır (shift-contagion).² Bu tanıma göre, kriz dönemlerinde varlık fiyatları arasındaki eşanlı etkileşimdeki artış, ortak şokların ülkeler üzerindeki etkilerinde yapısal bir değişim olmasından kaynaklanmaktadır.³

Kriz dönemlerinde dışsal şoklardan kaynaklanan kırılganlığı hafifletmek amacıyla alınan önlemlerin etkili olabilmesi için aktarım kanallarının iyi anlaşılması gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle finansal bir şokun, sadece kriz dönemlerinde ortaya çıkan kanallarla mı yoksa her durumda etkili olabilecek kanallarla mı aktarıldığının ayırılabilmesi doğru politika önlemlerinin alınması açısından önem arz etmektedir. Örneğin, ampirik çalışmalar bazı ekonomilerde kriz dönemlerindeki şok aktarımının her koşulda etkili olan kanallar aracılığıyla gerçekleştiğini tespit etmiştir. Böyle durumlarda dışsal şoklardan kaynaklanan kırılganlığı hafifletmek amacı ile alınan kısa vadeli önlemlerin (döviz müdahalesi, sıkı para politikası vb.) etkili olmadığı savunulmaktadır.⁴

ABD'nin ipotekli konut piyasasında 2007-2008 yıllarında başlayan kriz, tüm küresel ekonomiyi olumsuz etkilemiş, ekonomi ve finans literatüründe en çok tartışılan konulardan birisi olmuştur. Küresel krizin etkileri bir çok ekonomide farklı derecelerde hissedilmiştir. Yukarıda ileri sürülen çerçeve, bu etkinin ülkeler arasında farklılık gösterip göstermediğinin daha ayrıntılı incelenmesini gerektirmektedir. Bu bağlamda bu kutuda, literatürde yer alan teorik ve ampirik çalışmalar çerçevesinde Türkiye'nin son küresel krizde ortak şoklardan görece etkilenme derecesinin farklılaşıp farklılaşmadığı (değişim bulaşıcılığı) test edilmektedir. Türkiye'nin de dahil olduğu geniş bir ülke grubuna, 2002:01-2010:08 dönemi verileri kullanılarak Gravelle ve diğerleri (2006) çalışmasındaki metod uygulanmıştır. Bu yöntemde ortak şokun yüksek oynaklık rejiminde olduğu dönemler finansal krizler olarak tanımlanmaktadır.

² Kriz literatüründe en sık rastlanan tanımlar arasında değişim bulaşıcılığının yanı sıra saf bulaşıcılık (pure contagion) da sayılabilir. Saf bulaşıcılık, münferit (idyosenkratik) şokların aktarımı ile ilişkili olup, değişim bulaşıcılığında amaç ortak şokların aktarımını incelemektir. Bulaşıcılık tanımları ve aktarım kanalları ile ilgili detaylar için bakınız Dornbusch ve diğerleri (2000); Moser (2003); Pericoli ve Sbracia (2003).

³ Forbes ve Rigobon (2001) değişim bulaşıcılığı terimini öneren ve yaygınlaşmasını sağlayan çalışmadır.

⁴ Bakınız Forbes ve Rigobon (2002).

Modelde iki farklı ekonomideki (Türkiye ve diğer ülke ekonomisi) varlık getirileri denklem (1)'de gösterildiği üzere sabit terim (μ_i), ortak şok (z_{ct}) ve münferit (idyosenkratik) şok (z_{it}) tarafından açıklanmaktadır. Ortak ve münferit şokların beklenen değerleri ve korelasyonları sıfır olarak alınmıştır. Bu nedenle sabit terim beklenen getiri olarak da adlandırılabilir.

$$r_{it} = \mu_i + \sigma_{cit} z_{ct} + \sigma_{it} z_{it} \quad i = 1, 2 \quad (1)$$

Yapısal şokların katsayıları (σ_{cit} ve σ_{it}) getiriler üzerindeki etkilerini göstermektedir. Bu şokların varyansları bire normalize edilmiştir. Dolayısıyla, söz konusu katsayılar şokların standart sapmaları olarak da değerlendirilebilir. Katsayılar oynaklığın yüksek olduğu dönemlerde değişebilmektedir. Bu katsayılardaki değişim Markov rejim geçişi yaklaşımı ile şu şekilde ifade edilmektedir:

$$\sigma_{cit} = \sigma_{ci}(1 - S_{ct}) + \sigma_{ci}^* S_{ct} \quad (2)$$

$$\sigma_{it} = \sigma_i(1 - S_{it}) + \sigma_i^* S_{it} \quad (3)$$

Burada, $S_{it} = (0, 1)$, $i = 1, 2, c$ normal dönemlerde sıfır, türbülans dönemlerinde bir değerini almaktadır. Yıldız ile işaretlenenler yüksek oynaklık rejimindeki katsayılarıdır. Modelde ayrıca ortak şokun bulunduğu rejime bağlı olarak beklenen getirinin de zaman içerisinde değişmesine olanak tanınmıştır. Örneğin, beklenen getiriler oynaklığın düzeyine bağlı olarak risk priminde meydana gelen değişimlerden etkilenebilmektedir.

$$\mu_{it} = \mu_i(1 - S_{ct}) + \mu_i^* S_{ct} \quad i = 1, 2 \quad (4)$$

Herhangi iki varlık arasındaki etkileşimin zaman içerisindeki değişimini incelemek için ortak şokun (σ_{cit}) katsayısı kullanılmaktadır. Örneğin, finansal kriz dönemlerinde iki varlık arasındaki eşzamanlı hareketteki artışın standart kanallarla aktarılan daha büyük ortak şoklardan kaynaklandığını varsayalım. Bu durumda gerek σ_{c1t} gerekse σ_{c2t} kriz dönemlerinde daha büyük değer alacaktır. Ancak her ikisi de ortak şokun büyüklüğüne paralel olarak artacak ve söz konusu katsayıların oranı ($\sigma_{c1} / \sigma_{c2}$) krizin başlangıcından önce ve sonra farklılık göstermeyecektir. Öte yandan, değişim bulaşıcılığında görüldüğü gibi, kriz dönemlerinde ortak şokların iki ülkeye aktarımında yapısal bir değişim olduğu varsayıldığında, katsayıların oranı kriz dönemlerinde normal dönemlere göre farklılık gösterecektir. Bu farklılık, başka bir deyişle değişim bulaşıcılığı, aşağıda belirtilen boş ve alternatif hipotezler kullanılarak test edilmektedir:

$$H_0 : \frac{\sigma_{c1}^*}{\sigma_{c2}^*} = \frac{\sigma_{c1}}{\sigma_{c2}} \text{ ve } H_1 : \frac{\sigma_{c1}^*}{\sigma_{c2}^*} \neq \frac{\sigma_{c1}}{\sigma_{c2}} \quad (5)$$

Kullanılan veri seti Türkiye, diğer gelişmekte olan ülkeler ve gelişmiş ülkelerin haftalık hisse senedi ve kur getirilerinden oluşmaktadır. Son dönemde yaşanan ve küresel nitelik taşıyan krizlerin etkilerine odaklanmak ve gelişmekte olan ülkelerde 1990'ların sonu ve 2000'lerin başında yaşanan krizleri dışarıda bırakmak amacıyla örneklem 2002:01-2010:08 dönemini kapsamaktadır.

Sermaye piyasalarına ve döviz kurlarına ilişkin elde edilen tahmin sonuçları Tablo 1 ve 2'de özetlenmektedir. Ortak şokların katsayıları⁵ örneklemde yer alan ülkeler ve ülke grupları için anlamlıdır ve yüksek oynaklık dönemlerinde artış göstermektedir.⁶

Tablo 1. Hisse Senedi Piyasası Tahminleri ve Bulaşıcılık Testleri

Ülkeler/Ülke Grupları	σ_{c1}	σ_{c2}	σ_{c1}^*	σ_{c2}^*	LR-SC
Avrupa	1,55***	3,82***	8,21***	10,18***	3,61*
Euro Bölgesi	1,40***	4,46***	8,03***	8,91***	3,85**
Gelişmekte Olan Avrupa	3,22***	3,39***	10,09***	8,06***	9,14***
İngiltere	1,80***	2,79***	8,51***	9,80***	4,45**
Japonya	1,30***	2,48***	3,26***	5,43***	0,01
Gelişmekte Olan Asya	1,99***	2,84***	6,06***	8,39***	0,03
Amerika	1,47***	2,54***	6,48***	10,73***	0,00
Latin Amerika	3,23***	3,50***	16,18***	14,76***	0,82

Not: *,** ve *** sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeylerindeki istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 2. Döviz Piyasası Tahminleri ve Bulaşıcılık Testleri

Ülkeler	σ_{c1}	σ_{c2}	σ_{c1}^*	σ_{c2}^*	LR-SC
Euro Bölgesi	1,07***	0,59***	1,91***	0,67*	1,05
Gelişmekte Olan Avrupa					
Bulgaristan	1,04***	1,61***	1,93***	0,69***	0,92
Macaristan	1,04***	1,03***	2,99***	2,96***	0,00
Polonya	1,19***	0,90***	3,70***	2,80***	0,00
Romanya	0,66***	0,68***	2,43***	1,79***	1,53
İngiltere	0,75***	0,75***	3,33***	3,17***	0,04
Japonya	0,01	0,01	0,02	0,02	0,00
Gelişmekte Olan Asya					
Endonezya	0,31**	0,46***	0,98***	1,48***	0,00
Filipinler	0,13*	0,83***	0,66***	1,25***	0,89
Güney Kore	0,72	0,65	3,72***	3,26***	0,00
Latin Amerika					
Brezilya	1,00***	1,12***	3,23***	3,61***	0,00
Şili	1,09***	0,61***	4,13***	1,90**	0,01
Meksika	0,76***	0,85***	4,00***	3,37***	1,09
Güney Afrika	1,18***	1,27***	3,61***	3,96***	0,00

Not: *,** ve *** sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeylerindeki istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

⁵ Ortak şokun katsayıları diğer ülke için σ_{c1} Türkiye için σ_{c2} dir.

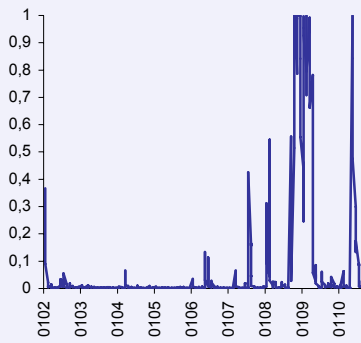
⁶ Bir istisna Japonya ve Türkiye'nin döviz kurlarının ortak şokuna ilişkin katsayılarıdır. Bu katsayılar, gerek kriz dönemlerinde, gerekse normal zamanlarda istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Ortak şokların katsayılarındaki değişimin finansal bulaşıcılığa işaret edip etmediğini anlamak için tabloların son sütunlarında değişim bulaşıcılığı testlerine yer verilmiştir. Değişim bulaşıcılığı testleri, sermaye piyasalarını etkileyen krizlerde Türkiye'nin euro bölgesi, İngiltere ve özellikle de gelişmekte olan Avrupa ülkelerinden belirgin biçimde ayrıştığını göstermektedir. İstatistiksel analiz sonuçları göstermektedir ki, son dönemdeki krizlerin Türkiye'deki hisse senedi piyasası üzerine etkileri Avrupa'ya göre daha hafif olmuştur. Örneğin, gelişmekte olan Avrupa ülkeleri ve Türkiye sermaye piyasaları için hesaplanan $\sigma_{c1}^* / \sigma_{c2}^*$ oranı 1.25 iken, $\sigma_{c1} / \sigma_{c2}$ oranı 0.95 olup, bu iki oran birbirinden istatistiksel olarak farklıdır. Öte yandan, döviz piyasasına ilişkin değişim bulaşıcılığı testi sonuçları bu krizlerin Türkiye üzerindeki etkilerinin diğer ülkelerden anlamlı bir şekilde farklılaşmadığını ortaya koymaktadır. Bir diğer ifadeyle, Türkiye'nin döviz piyasası kriz döneminde ortak şoklara verdiği tepki bağlamında diğer ülkelerden ayrışmamıştır.

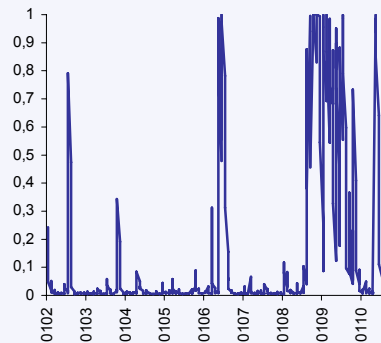
Markov rejim geçişi modeli ile içsel olarak elde edilen kriz dönemleri, temel olarak ABD'de yaşanan emlak piyasası krizini ve Avrupa'da yaşanan borç krizini içermektedir. Örneğin, euro bölgesi ve Türkiye'nin sermaye piyasalarını etkileyen ortak şokun model tarafından belirlenen yüksek oynaklık dönemleri Grafik 1'de verilmektedir.⁷ Gelişmekte olan Avrupa ve Türkiye'de sermaye piyasalarını ortak etkileyen şokların yüksek oynaklık dönemleri ise Grafik 2'de gösterilmektedir. Söz konusu kriz dönemleri Grafik 1'deki ile paralellik göstermekle beraber daha fazla sayıda ortak kriz yaşandığına işaret etmektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelere ABD kaynaklı emlak piyasası krizinin etkilerinin daha uzun süreli olduğu görülmektedir.

Sonuç olarak, bu kutuda yer alan ampirik bulgular, 2001 krizi sonrasında hayata geçirmiş olduğu yapısal önlemlerle sağlam bir finansal sisteme sahip olan Türkiye'nin, son küresel krizden görece olarak daha az etkilendiğini teyid etmektedir.

Grafik 1. Euro Bölgesi ve Türkiye'deki Sermaye Piyasalarını Etkileyen Ortak Şokun Rejim Geçiş Olasılığı



Grafik 2. Gelişmekte Olan Avrupa ve Türkiye'deki Sermaye Piyasalarını Etkileyen Ortak Şokun Rejim Geçiş Olasılığı



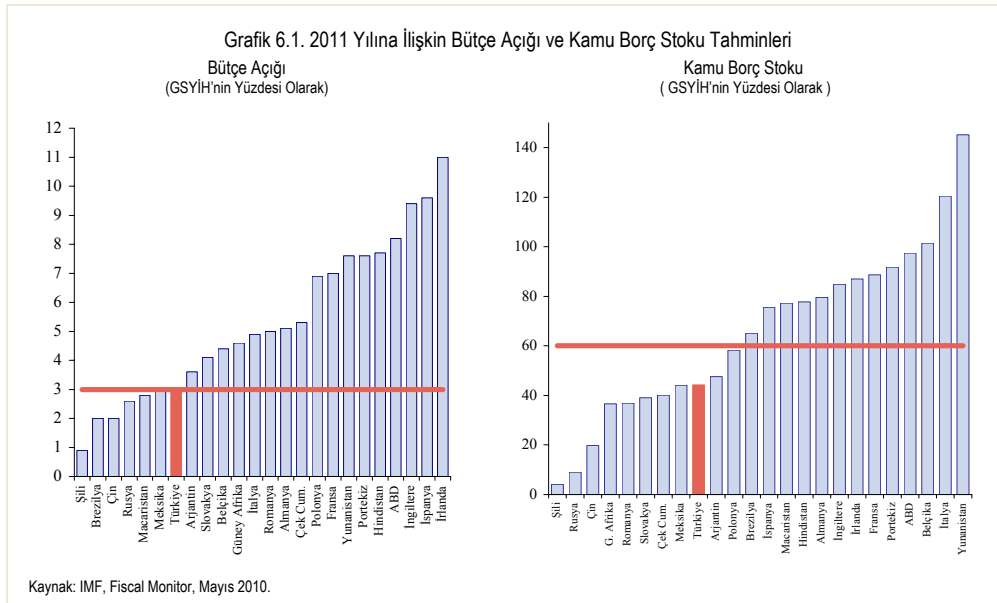
⁷ Yüksek oynaklık dönemleri, model tarafından belirlenen rejim geçiş olasılığının yüksek olduğu dönemlerdir.

Kaynakça

- Dornbusch, R., Park, Y. ve S. Claessens, 2000. Contagion: Understanding how it spreads. *The World Bank Research Observer*, 15 (2), 177-197.
- Forbes, K.J. ve R.J. Rigobon, 2001. Measuring contagion: Conceptual and Empirical Issues. *International Financial Contagion* (editörler S. Claessens ve K.J. Forbes), Kluwer Academic Publishers, Boston.
- Forbes, K.J. ve R.J. Rigobon, 2002. No contagion, only interdependence: Measuring stock market co-movements. *Journal of Finance*, 57 (5), 2223-2261.
- Gravelle, T., Kichian, M., ve J. Morley, 2006. Detecting shift-contagion in currency and bond markets. *Journal of International Economics*, 68 (2), 409-423.
- Moser, T., 2003. What is international financial contagion? *International Finance*, 6 (2), 157-178.
- Pericoli, M. ve M. Sbracia, 2003. A primer on financial contagion. *Journal of Economic Surveys*, Vol: 17 (4), 571- 607.

6. Kamu Maliyesi

Küresel ekonomik kriz nedeniyle iktisadi faaliyette ortaya çıkan daralmanın kamu gelirlerini belirgin olarak azaltması ve krizin etkilerini hafifletmeye yönelik olarak uygulanan geniş kapsamlı mali teşvik paketleri, küresel ölçekte kamu mali açığının ve borç stokunun artmasına yol açmıştır. Bütçe açığı ve borç stoklarındaki yükselişler gelişmiş ülkelerde daha belirgin olmuştur. Aralarında Türkiye'nin de yer aldığı bir çok yükselen piyasa ekonomisi ise, uyguladıkları mali teşvik programlarının görece olarak daha küçük çaplı olması, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın bu ülkelerde daha hızlı gerçekleşmesi ve küresel krizin başlangıç sürecinde görece düşük bütçe açığı ile borç stoku seviyelerine sahip olmaları nedeniyle kamu maliyesi dengeleri açısından daha olumlu bir görünüm sergilemektedir (Grafik 6.1).



Ülkemizde ise 2010 yılında gerek iktisadi faaliyetteki toparlanmanın öngörülenden daha hızlı gerçekleşmesi gerekse faiz giderlerindeki düşüşler kamu maliyesi dengelerini olumlu etkilemektedir. Ekonomideki hızlı büyüme eğilimine ve yapılan vergi ayarlamalarına bağlı olarak artan vergi gelirleri bütçe performansındaki iyileşmenin temel kaynağını oluştururken, faiz dışı harcamaların artış hızının görece olarak yavaşlaması ve iç borçlanma faiz oranlarındaki gerilemeye bağlı olarak faiz giderlerinin belirgin olarak azalması da kamu maliyesi dengelerine olumlu katkıda bulunmuştur.

2011-2013 dönemini kapsayan OVP Ekim ayında kamuoyuna açıklanmıştır. OVP’de sunulan kamu maliyesine ilişkin göstergeler, ekonominin öngörülenden daha erken ve güçlü bir biçimde toparlanmasının da katkısıyla 2010 yılında ortaya çıkan iyileşmenin, önümüzdeki dönemde de devam edeceğine işaret etmektedir (Tablo 6.1). Bu dönemde izlenecek maliye politikası hedefi; büyümeye istikrar kazandırmak, istihdamı artırmak ve kamu dengelerini iyileştirmek olarak belirlenmiştir. Diğer taraftan, bu hedefle uyumlu olarak önümüzdeki üç yıllık dönemde bütçe açığı ile borç stokunun milli gelire oranının azaltılacağı vurgulanmıştır.

OVP’ye göre, faiz dışı bütçe harcamalarının 2010 yılından itibaren kademeli olarak azaltılması öngörülmektedir. Bunun yanı sıra, iç borçlanma faizlerinde yaşanan düşüşle birlikte faiz giderlerinde de azalma beklenmektedir. Vergi gelirlerinin ise vergi denetimlerinin güçlendirilmesi ve vergi tabanının genişletilmesine yönelik yasal ve idari düzenlemelerle artırılması amaçlanmaktadır. Bütçe açıklarının aşamalı olarak azaltılmasıyla birlikte kamu borcunun GSYİH’ye oranının da 2010 yılından itibaren düşüş eğilimine gireceği öngörülmektedir (Tablo 6.1).

Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi ve AB Tanımlı Borç Stoku
(GSYİH'nin Yüzdesi Olarak)

	2009	2010*	2011**	2012**	2013**
Bütçe Gelirleri	22,5	23,0	23,0	22,9	22,5
Bütçe Giderleri	28,0	27,0	25,7	25,3	24,2
Bütçe Dengesi	-5,5	-4,0	-2,8	-2,4	-1,6
Bütçe Gelirleri (Program Tanımlı)	21,0	21,8	21,8	21,7	21,6
Faiz Dışı Harcamalar (Program Tanımlı)	22,5	22,5	21,8	21,3	20,8
Faiz Dışı Denge (Program Tanımlı)	-1,5	-0,7	0,0	0,4	0,8
Toplam Kamu Faiz Dışı Dengesi (Program Tanımlı)	-1,1***	-0,2	0,3	0,7	1,0
AB Tanımlı Nominal Borç Stoku	45,5	42,3	40,6	38,8	36,8

* Tahmin.

** Hedef.

*** Gerçekleşme tahmini.

Kaynak: Orta Vadeli Program (2011-2013).

OVP hedefleri önümüzdeki dönemde maliye politikasında sınırlı bir sıkılaştırma öngörmektedir. Bu çerçevede, Rapor’un son bölümünde yer alan orta vadeli tahminler oluşturulurken kamu harcamalarının OVP’de yer alan hedefler doğrultusunda seyredeceği, GSYİH büyümesinin beklenenden daha güçlü olması durumunda ortaya çıkabilecek mali alanın ise büyük ölçüde kamu borcunun azaltılmasında kullanılacağı varsayılmıştır. Diğer bir ifadeyle önümüzdeki dönemde maliye politikasının kademeli olarak sıkılaştırılacağı ve kamu harcamalarının iç talebe yaptığı katkının tedricen azalacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Bu gelişmeler, orta vadede enflasyon üzerinde kamu

sektöründen kaynaklanan bir baskı oluşmayacağına işaret etmekle birlikte, mali disiplinin kalıcılığının sağlanabilmesi ve Türkiye'nin diğer ülkelerden olumlu yönde ayrılmaya devam edebilmesi açısından, mali çerçevenin OVP'de öngörülen kurumsal ve yapısal iyileştirmelerle güçlendirilmesinin kritik önem taşıdığı vurgulanmalıdır.

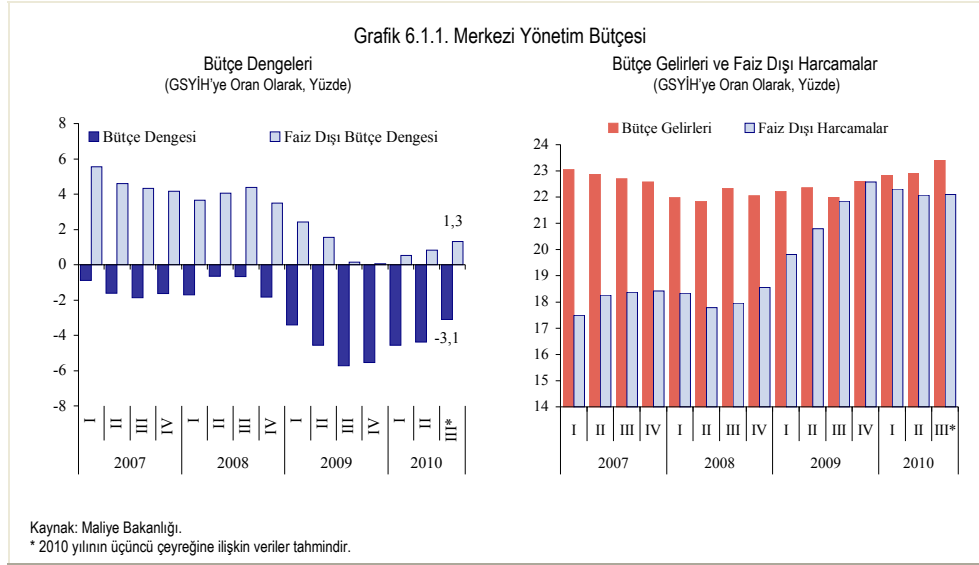
6.1. Bütçe Gelişmeleri

Merkezi yönetim bütçesi 2010 yılının ilk üç çeyreğinde 21,3 milyar TL açık verirken, faiz dışı denge 18 milyar TL fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). İktisadi faaliyetlerdeki canlanmaya bağlı olarak artan vergi gelirleri ve faiz giderlerindeki düşüş, bütçe performansındaki iyileşmenin temel kaynağını oluşturmaktadır. Buna ilaveten, faiz dışı harcamalardaki artış hızının da görece yavaşlaması, bütçe açığındaki düşüşe katkıda bulunmuştur.

Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri (Milyar TL)				
	Ocak-Eylül 2009	Ocak- Eylül 2010	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	197,2	208,8	5,9	72,8
Faiz Giderleri	45,5	39,3	-13,7	69,2
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	151,7	169,5	11,8	73,6
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	156,4	187,5	19,9	79,2
I. Vergi Gelirleri	125,3	153,8	22,7	79,6
II. Vergi Dışı Gelirler	26,5	27,9	5,1	76,2
Bütçe Dengesi	-40,8	-21,3	-	42,4
Faiz Dışı Denge	4,7	18,0	282,7	274,2

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Merkezi yönetim bütçe dengesi ve faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranlarının, 2010 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla 2009 yılının aynı dönemine göre belirgin olarak iyileştiği, ancak 2007 ve 2008 yıllarının aynı dönemlerindeki performansının gerisinde kaldığı gözlenmektedir (Grafik 6.1.1). Merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının vergi gelirlerindeki yüksek performansa bağlı olarak 2009 yılının son çeyreğinden itibaren istikrarlı artış eğilimini koruduğu, merkezi yönetim faiz dışı harcamalarının GSYİH'ye oranının ise, 2009 yılının sonuna göre bir miktar gerilediği dikkat çekmektedir (Grafik 6.1.1).



Merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderleri 2010 yılının ilk üç çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 11,8 oranında artmıştır. Faiz dışı harcamalar içindeki ana kalemlerden cari transferler ve personel giderleri sırasıyla yüzde 10,7 ve yüzde 11,3 oranında artarken, mal ve hizmet alım giderleri yüzde 2,1 oranında azalmıştır. Bu azalışta, kamu personeli sağlık giderlerinin genel sağlık sigortası kapsamında karşılanması nedeniyle sağlık giderlerinde oluşan azalma ile yeşil kartlıların sağlık giderlerinde ortaya çıkan düşüş etkili olmuştur. Diğer yandan, Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK)'na devlet primi giderlerinde gerçekleşen yüzde 56 oranındaki yüksek oranlı artış dikkat çekmektedir. Söz konusu artışta, 2010 yılı Ocak ayından itibaren genel sağlık sigortası kapsamına alınan kamu personelinin genel sağlık sigortası ödemelerinin başlatılması etkili olmuştur. Sermaye giderlerinde gözlenen yaklaşık yüzde 19 düzeyindeki artış ise, 2010 yılında kamu yatırımlarının GSYİH büyümesine olumlu katkı yapacağına işaret etmektedir (Tablo 6.1.2).

Tablo 6.1.2. Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları
(Milyar TL)

	Ocak-Eylül 2009	Ocak-Eylül 2010	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	151,7	169,5	11,8	73,6
1. Personel Giderleri	42,6	47,4	11,3	78,6
2. SGK Devlet Primi Giderleri	5,1	8,0	56,0	72,2
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	17,3	17,0	-2,1	67,3
a) Savunma-Güvenlik	5,7	5,6	-2,2	61,0
b) Sağlık Giderleri	5,1	3,8	-25,9	79,4
4. Cari Transferler	70,2	77,7	10,7	76,0
a) Görev Zararları	2,8	2,7	-4,6	62,3
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	41,3	43,1	4,5	74,7
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	3,8	5,0	28,9	88,4
d) Gelirden Ayrılan Paylar	16,1	19,8	22,9	82,9
5. Sermaye Giderleri	10,3	12,2	18,7	64,6
6. Sermaye Transferleri	2,2	2,8	29,7	82,9

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2010 yılının ilk üç çeyreğinde merkezi yönetim genel bütçe gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 19,6 oranında yükselmiştir. Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüzde 22,7, vergi dışı gelirler ise yüzde 5,1 oranında artmıştır (Tablo 6.1.3). Özellikle tüketime dayalı vergilerde görülen yüksek oranlı artışlar, 2009 yılının ilk çeyreğindeki daralmanın yarattığı baz etkisinin kısmi yansımaları olmakla birlikte, 2009 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyette ortaya çıkan canlanmanın 2010 yılının ilk dokuz ayı itibarıyla sürdüğüne işaret etmektedir. Diğer yandan, teşebbüs ve mülkiyet gelirlerindeki düşüşler nedeniyle, vergi dışı gelirler önceki yılın aynı dönemine göre sınırlı oranda artmıştır. Söz konusu gelişmede, 2009 yılının Şubat ayında işsizlik sigortası fonundan bütçeye aktarılan 1,3 milyar TL tutarındaki sermaye gelirinin yarattığı baz da etkili olmuştur.

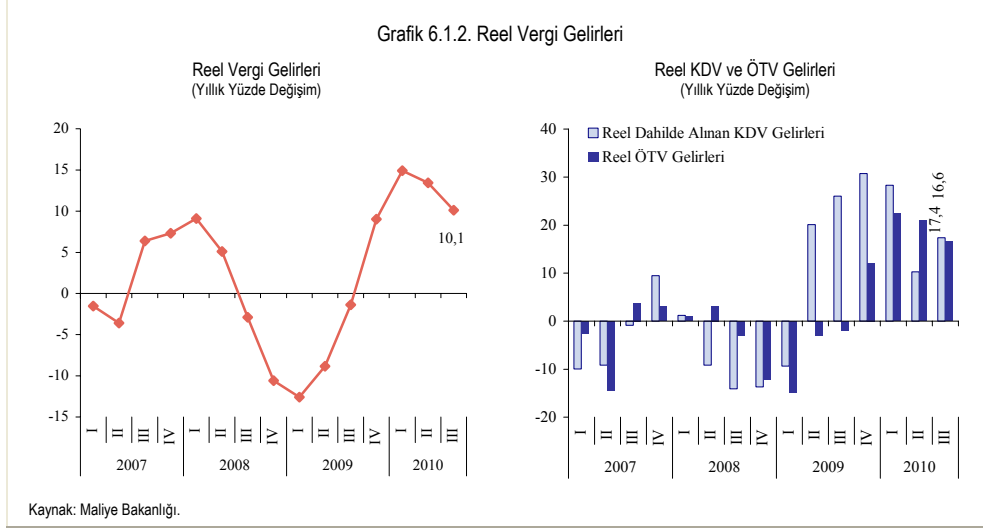
Tablo 6.1.3. Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri
(Milyar TL)

	Ocak-Eylül 2009	Ocak-Eylül 2010	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Genel Bütçe Gelirleri	151,9	181,7	19,6	79,0
I-Vergi Gelirleri	125,3	153,8	22,7	79,6
Gelir Vergisi	28,5	29,9	4,8	72,0
Kurumlar Vergisi	12,1	15,0	24,1	83,2
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	15,2	19,5	28,4	86,2
Özel Tüketim Vergisi	31,7	41,3	30,3	75,5
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	18,6	25,5	37,3	84,8
II-Vergi Dışı Gelirler	26,5	27,9	5,1	76,2
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	8,5	8,3	-3,1	122,3
Faizler, Paylar ve Cezalar	15,6	15,8	0,8	88,5
Sermaye Gelirleri	1,4	2,3	58,1	21,5

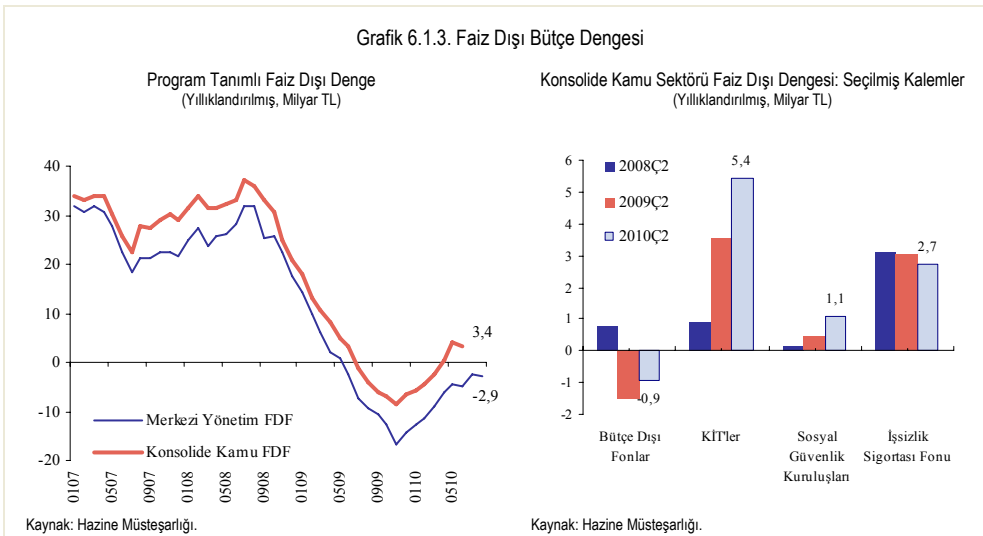
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Reel vergi gelirlerinde, 2008 yılının üçüncü çeyreğinde başlayan yıllık daralma eğilimi, özel tüketim talebindeki canlanmayla birlikte 2009 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren yerini belirgin bir artış eğilimine bırakmıştır. Baz etkisinin de katkısıyla 2010 yılının ilk çeyreğinde yüksek oranda artan vergi gelirleri, 2010 yılının üçüncü çeyreğinde bir miktar yavaşlayarak önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak yüzde 10,1 oranında artmıştır (Grafik 6.1.2). Söz konusu artışta 2010 yılının başında akaryakıt ve tütün ürünlerinden alınan maktu vergi oranlarına yapılan zamlar da etkili olmuştur. Bu çerçevede, 2010 yılının üçüncü çeyreğinde, Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) ve dahilde alınan Katma Değer Vergisi (KDV) tahsilatı önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak sırasıyla yüzde 16,6 ve yüzde 17,4 oranında yükselmiştir (Grafik 6.1.2). 2010 yılının ilk yarısında vergi gelirlerinde görülen yüksek oranlı artışların, baz etkisinin azalmasıyla birlikte yılın ikinci yarısından itibaren yavaşlama eğilimine girdiği gözlenmektedir. Bununla birlikte, vergi gelirlerinin iktisadi faaliyetteki canlanmaya paralel olarak yılın tamamında olumlu görünümünü

sürdüreceği ve OVP’de öngörülen seviyenin üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.



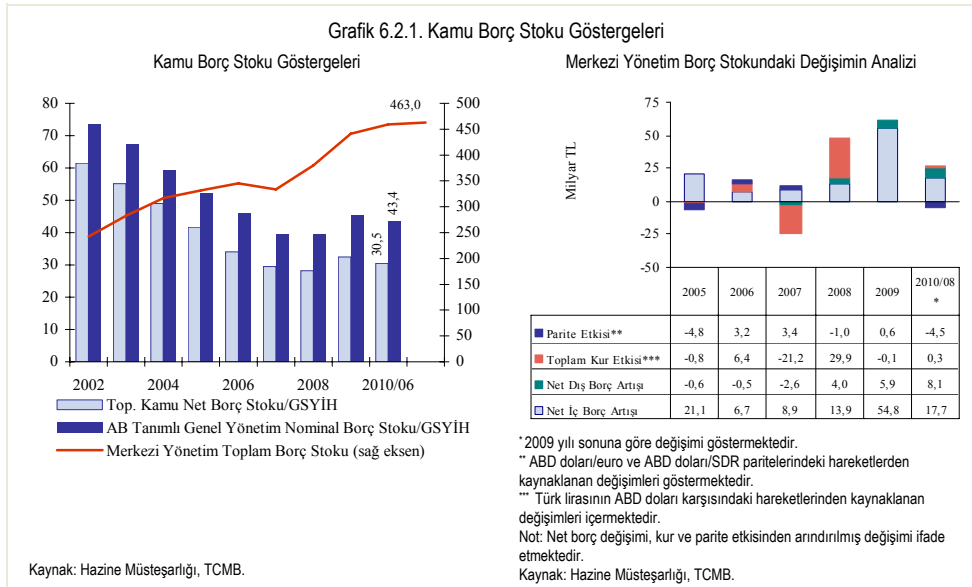
Konsolide kamu sektörü ve merkezi yönetim faiz dışı dengesinde 2009 yılının son çeyreğinden itibaren başlayan iyileşme eğilimi yılın ilk yarısı itibarıyla devam etmiştir (Grafik 6.1.3). Bununla birlikte, 2010 yılının Haziran ayında daha çok sosyal güvenlik açığı finansmanı kaynaklı faiz dışı harcamalardaki artış nedeniyle bu eğilimin duraksadığı görülmektedir. Öte yandan, Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT)’nin, sosyal güvenlik kuruluşlarının ve bütçe dışı fonların faiz dışı dengesinin 2010 yılının ikinci çeyreğinde önceki yıla göre iyileştiği, İşsizlik Sigortası Fonu’nun faiz dışı dengesinin ise bir miktar gerilediği dikkat çekmektedir (Grafik 6.1.3).



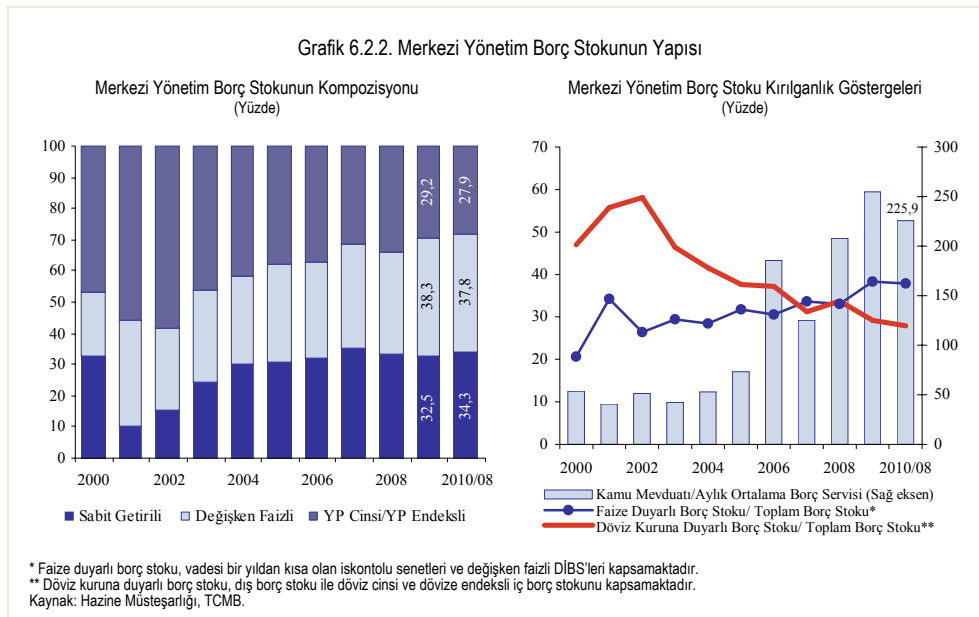
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

2009 yılının son çeyreğinden itibaren iktisadi faaliyetin öngörülenden daha hızlı toparlanmasının kamu maliyesi dengeleri üzerinde yarattığı iyileştirici etki, düşen reel faizlerle beraber kamu sektörünün borçlanma ihtiyacını önemli oranda azaltmış ve bu durum 2010 yılının ilk üç çeyreği itibarıyla kamu borç stoku göstergelerini olumlu yönde etkilemiştir. Söz konusu dönemde kamu borç oranlarında iyileşme yaşandığı, borçlanmanın reel maliyetinin önemli oranda düştüğü, borcun ortalama vadesinin uzadığı ve borç stoku içinde TL cinsinden borcun payının arttığı görülmektedir.

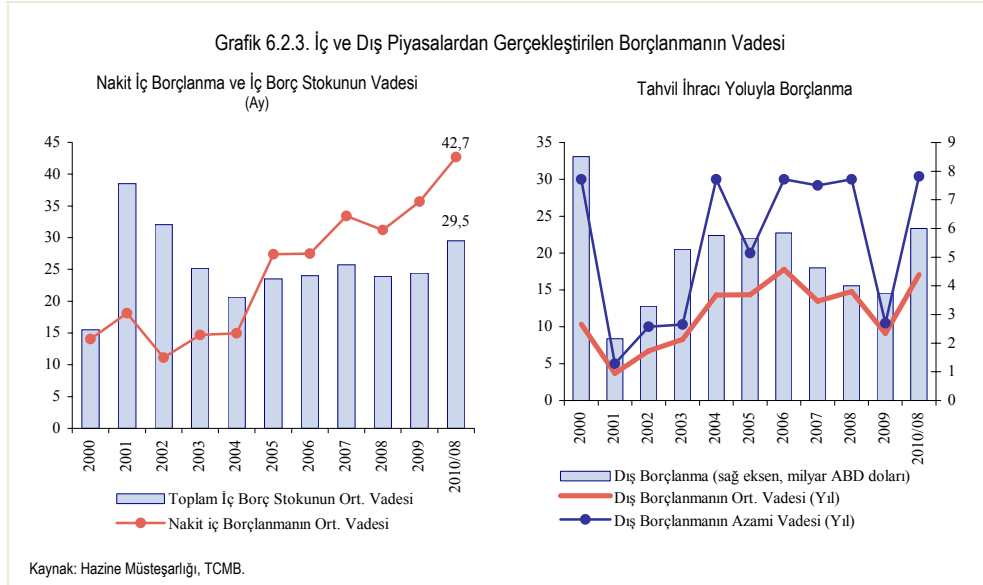
2010 yılı Ağustos ayı itibarıyla, merkezi yönetim borç stoku 2009 yılı sonuna göre yüzde 4,9 oranında sınırlı bir artış göstererek 463 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Merkezi yönetim borç stokundaki değişimin alt bileşenleri incelendiğinde, net iç borç ve net dış borç değişimlerinin merkezi yönetim borç stokunu sırasıyla, 17,7 milyar TL ve 8,1 milyar TL tutarında artırdığı görülmektedir. Diğer yandan, 2010 yılının ilk sekiz ayında ABD dolarının euro karşısında önemli ölçüde değer kazanması ile beraber parite değişimleri merkezi yönetim borç stokunu 4,5 milyar TL azaltıcı yönde etkilemiştir (Grafik 6.2.1). Bu gelişmeler çerçevesinde, 2010 yılının ilk yarısı itibarıyla borç oranları 2009 yılının sonuna ve 2010 yılının ilk çeyreğine göre gerilemiştir. Toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı ilk çeyreğe göre 1,4 puan düşerek yüzde 30,5'e, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı ise 1,6 puan düşerek yüzde 43,4'e inmiştir (Grafik 6.2.1).



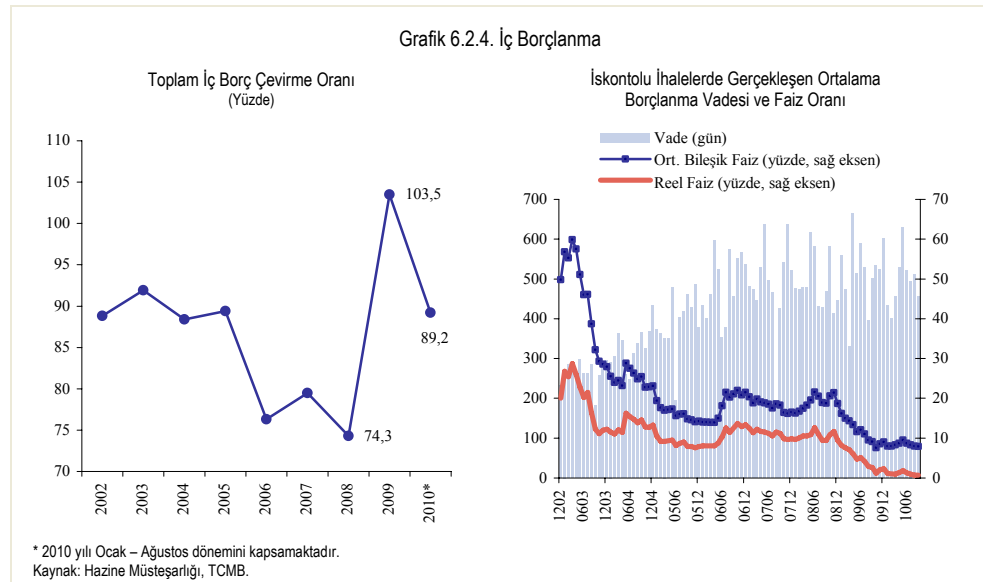
2003 yılından bu yana stratejik ölçütler çerçevesinde uygulanan borç ve risk yönetimi politikalarının ve sağlanan makroekonomik istikrarın katkısıyla kamu sektörü borç portföyünün likidite ve döviz kuru risklerine karşı duyarlılığı önemli ölçüde azalmıştır. 2010 yılının Ağustos ayı itibarıyla merkezi yönetim borç stoku içinde döviz kuruna duyarlı (döviz cinsinden ve dövize endeksli) borç senetlerinin payı 2009 yıl sonuna göre azalırken, sabit faizli borç senetlerinin payının arttığı göze çarpmaktadır (Grafik 6.2.2). 2010 yılı Hazine finansman programına göre, piyasa koşullarına bağlı olarak, döviz cinsi iç borç itfalarının azami yüzde 50'si oranında döviz cinsi iç borçlanma yapılması ve TL cinsi borçlanmanın sabit faizli enstrümanlarla gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Bu çerçevede, merkezi yönetim borç stokunun kompozisyonu Hazine Müsteşarlığı'nın yayınladığı finansman stratejisi ile uyumlu bir yapı arz etmektedir.



Likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak, kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı 2010 yılının Ağustos ayında yüzde 225,9 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.2). Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesinin 2009 yılı ortalamasına göre uzamasına paralel olarak toplam iç borç stokunun ortalama vadesi de 2010 yılının Ağustos ayında 29,5 aya çıkmıştır (Grafik 6.2.3). Ayrıca, 2010 yılının Ağustos ayı itibarıyla tahvil ihracı yoluyla 6 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli dış borçlanma gerçekleştirilmiş ve söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 2009 yılına göre 8 yıl artarak 17,1 yıl olmuştur (Grafik 6.2.3).



İskontolu Hazine bonusu ihalelerinde aylık ağırlıklı ortalama reel faizler 2009 yılının başından itibaren hızlı bir şekilde gerileyerek, 2010 yılının Eylül ayında yüzde 0,7'ye düşmüştür (Grafik 6.2.4). İç borçlanmanın gerek ortalama vadesindeki artış, gerekse maliyetinin yakın geçmişteki en düşük seviyelerine gerilemiş olması kamu borcunun sürdürülebilirliği ile ilgili endişeleri büyük ölçüde geri plana itmiştir.



2002 yılından itibaren yüzde 100'ün altında seyreden toplam iç borç çevirme oranı, 2008 yılında yüzde 74,3 seviyesine kadar gerilemiştir. Ancak, 2009 yılında oluşan yüksek bütçe açığının büyük ölçüde iç borçlanma yoluyla finanse edilmesi, bu oranın yüzde 103,5 düzeyine çıkmasına neden olmuştur. İç borç çevirme oranı 2010 yılının ilk sekiz ayında yüzde 89,2'ye kadar gerilemekle birlikte (Grafik 6.2.4), bu oranın yılın geri kalanında bir miktar yükselmesi beklenmektedir. Nitekim, Hazine Müsteşarlığı'nın Ekim-Aralık 2010 dönemine yönelik olarak açıkladığı iç borçlanma stratejisine göre iç borç çevirme oranının yılın son çeyreğinde yüzde 93,4'e yükseleceği öngörülmektedir.

7. Orta Vadeli Öngörüler

Bu bölümde öncelikle, TCMB'nin son dönemde izlediği para politikası çerçevesi ile bu doğrultuda alınan para politikası kararları konusunda bilgi verilmektedir. Daha sonra, tahminlere temel oluşturan varsayımlar özetlenmekte, bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon ve çıktı açığı tahminleri ile para politikası görünümü önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

7.1. Para Politikası

Küresel kriz ekonomi politikalarının şekillendirilmesine ilişkin olarak önemli sonuçlara yol açmıştır. Para politikası bağlamında meydana gelen başlıca dönüşüm, merkez bankalarının finansal istikrar konusunda daha duyarlı olmaları gerektiği algılanmasının güçlenmesi olmuştur. Nitekim, yaşanan finansal krizle birlikte giderek merkez bankaları finansal istikrarı daha açık şekilde gözeten politikalar izlemeye başlamıştır.

Bu dönüşümle birlikte çoğu merkez bankasının birincil amacı olan fiyat istikrarını sağlamaya yönelik kullanılan politika faiz oranlarının, finansal istikrarı da sağlamada yeterli olamayabileceği anlaşılmıştır. Bu doğrultuda finansal kuruluşların münferit olarak denetim ve gözetime tabi tutulmasına ilaveten, sistemik finansal risklerin gözetilerek finansal istikrar kavramına makro açıdan da yaklaşılmasının önemi vurgulanmaya başlamıştır. Bu çerçevede TCMB, zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi alternatif araçların daha etkin biçimde kullanılabilmesini belirtmiştir.

TCMB'nin uygulamakta olduğu para politikası, fiyat istikrarı ile finansal istikrarın birbirlerini dışlayıcı olmadığı, bilakis bunların birbirini tamamlayıcı olduğu bir çerçeve dahilinde şekillenmektedir. Nitekim, düzgün işleyen bir finansal sistemin varlığı para politikasının aktarım mekanizmasını da güçlendirmektedir. Bu nedenle, TCMB Kanunu'nda da belirtildiği şekilde, para politikası araçları her iki amaca da ulaşmayı temin edecek şekilde kullanılmaktadır.

Buna karşın, ekonomide fiyat istikrarı için gerekli olan faiz seviyesi ile finansal istikrar için gerekli olan faiz seviyesinin birbirleriyle uyumlu olmadığı durumlar oluşabilmektedir. Böyle bir durumunda, TCMB'nin fiyat istikrarını

sağlayacak şekilde belirlediği politika faiz oranı finansal istikrar için gerekli olan orandan farklı olabilmektedir. Dolayısıyla, para politikasının finansal istikrarı tesis etme çabalarını diğer araçlarla desteklemesi daha etkili olmaktadır.

Önümüzdeki dönemde Türkiye ekonomisinin küresel ekonomik gelişmeler doğrultusunda yeni bir konjonktür içinde bulunacağı düşünülmektedir. Gelişmiş ekonomilerdeki zayıf iktisadi faaliyetin ve genişletici para politikalarının süreceği beklentisinin giderek güçlenmesi, yüksek büyüme vadeden ve sağlam iktisadi temellere sahip gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının son dönemde artmasına neden olmaktadır. Artan sermaye girişlerinin sonucu olarak gelişmekte olan ülkelerde borçlanma eğiliminin artması ve varlık fiyatları balonlarının oluşması riski bulunmaktadır. Ülkemize özgü gelişmeler bu etkilerin daha belirgin yaşanmasına neden olabilecektir.

Son dönemlerde iktisadi faaliyetteki toparlanmanın beklenenden de olumlu seyretmesi, kredi derecelendirme kuruluşlarından not artırımına dair gelen işaretler, referandum sürecinin sona ermesiyle siyasi belirsizliğin azalması ve güncellenen Orta Vadeli Program'ın mali disiplinin süreceğine işaret etmesi gibi gelişmeler ülkemize yönelik sermaye girişlerinin sürebileceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla, ileride finansal istikrara ilişkin oluşabilecek risklere karşı hazırlıklı olunması gerekmektedir. TCMB'nin yakın dönemde zorunlu karşılıklara ilişkin aldığı önlemler ile likidite yönetimine dair yaptığı değişiklikler, bir yandan kriz ortamından normal koşullara geçişi yansıtırken diğer yandan önümüzdeki dönemde hakim olacağı tahmin edilen yeni konjonktüre yönelik bir hazırlık niteliği taşımaktadır.

Son Dönemde Alınan Para Politikası Kararları

Yılın ikinci çeyreğinde GSYİH güçlü bir artış gösterirken, güncel veriler iktisadi faaliyetin toparlanmaya devam ettiğine işaret etmektedir. Dış talebe ilişkin belirsizlikler önemini korurken iç talep görece olarak daha güçlü bir görünüm sergilemektedir. İmalat sanayinde kapasite kullanımının kriz öncesi seviyelere ulaşmasının zaman alacağı tahmin edilmektedir. İstihdam koşullarındaki iyileşme devam etmekle beraber işsizlik oranları halen yüksek seviyelerde bulunmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde temel (çekirdek) enflasyon göstergelerinin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini sürdüreceği

tahmin edilmektedir. Bu değerlendirmeler doğrultusunda TCMB, Temmuz Enflasyon Raporu'ndan bu yana politika faiz oranlarının bir süre daha mevcut düzeylerde tutulması ve uzun süre düşük düzeylerde seyretmesi gerektiği yönündeki para politikası duruşunu korumuştur.

Bu gelişmelere bağlı olarak iç ve dış talebin büyüme hızlarının belirgin olarak ayrışması söz konusu olmuştur. Toplam talep kompozisyonundaki bu ayrışmanın cari işlemler dengesi ve finansal istikrara yönelik riskler açısından dikkatle değerlendirilmesi gerekmektedir. İç talebin dış talebe kıyasla daha yüksek oranda büyüdüğü bir ortamda cari açığın artmaya devam etmesi ve yurt içi iktisadi birimlerin bilanço kalitesinin bozulması söz konusu olabilecektir.

TCMB, bu gelişmelerin henüz finansal istikrara ilişkin belirgin bir kaygı oluşturacak düzeye gelmediği, ancak “çıkış stratejisi” kapsamındaki düzenlemelerin hayata geçirilmesi için uygun bir zemin oluşturduğu değerlendirmesinde bulunarak, kriz döneminde devreye sokulan geçici likidite tedbirlerinin geri çekilmesi sürecini büyük ölçüde tamamlamıştır. Bu çerçevede, piyasadaki likidite koşullarının da öngörüldüğü şekilde gelişmesiyle Eylül ayında teknik faiz ayarlaması sürecinin ikinci adımının atılarak bir hafta vadeli ihale faiz oranı ile gecelik işlemler için ilan edilen borçlanma faizi arasındaki farkın 25 baz puan artırılacak şekilde ayarlanmasına karar verilmiştir. Buna ilaveten, Ekim ayında Türk lirası piyasasının daha etkin çalışmasına katkıda bulunmak amacıyla gecelik borçlanma faiz oranları 50 baz puan daha indirilmiştir.

TCMB, döviz likiditesine ilişkin sağlanan imkanların kontrollü ve aşamalı olarak kriz öncesi seviyelere getirilmesi hedefi çerçevesinde, yabancı para zorunlu karşılık oranını Temmuz ve Eylül aylarında yapılan düzenlemelerle yüzde 11 düzeyine yükseltmiştir. Ayrıca, uluslararası likidite koşullarında gözlenen iyileşme ve bankacılık sisteminin döviz likiditesindeki artış dikkate alınarak, 15 Ekim'den itibaren TCMB'nin Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlemlerine son verilmiştir.

TL piyasasına yönelik olarak ise kredilerde görülen artışlar da dikkate alınarak Eylül ayında Türk parası zorunlu karşılık oranı 0,5 puan artırılarak yüzde 5,5 düzeyine yükseltilmiştir. Buna ek olarak, gelecekte zorunlu karşılık oranlarının makroekonomik ve finansal riskleri azaltıcı araçlardan biri olarak daha aktif bir şekilde kullanılabilmesini sağlamak amacıyla Türk parası zorunlu

karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir. Diğer taraftan, üç ay vadeli repo ihalelerine ihtiyacın azaldığı dikkate alınarak, 15 Ekim tarihi itibarıyla bu ihalelere son verilmiştir. Çıkış stratejisi çerçevesinde aşamalı teknik faiz ayarlaması sürecinin tamamlanmasıyla birlikte temel fonlama aracının bir hafta vadeli repo ihaleleri olması, buna karşın kısa vadeli diğer borç verme ve borçlanma imkanlarının gecelik vadeli olması nedeniyle, benzer nitelikteki likidite yönetimi araçları arasındaki vade uyumunu sağlamak amacıyla, 15 Ekim tarihinden itibaren açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara tanınan repo imkanının sadece gecelik vadede kullanırılmasına karar verilmiştir.

Öte yandan, diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte, Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin daha istikrarlı bir şekilde güçlenmesi sebebiyle 2 Ağustos'ta alınan kararla günlük döviz alım ihale tutarında değişiklik yapılarak, günlük ihalelerde alınacak döviz miktarı artırılmıştır. 1 Ekim'de ise, bir taraftan döviz rezervlerini kuvvetlendirmek amacıyla ülkemize yönelik sermaye akımlarından daha etkin bir şekilde faydalanmak, diğer taraftan akımların değişkenliğine karşı daha esnek olabilmek amacıyla döviz alım ihalelerinde yöntem değişikliğine gidilmesine karar verilmiş ve 4 Ekim'den itibaren uygulamaya geçilmiştir. Bu çerçevede, uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak likidite koşullarının iyileşmesi ve yurt içine sermaye akışının güçlü seyretmesi durumunda döviz alımlarının hızlandırılabilmesi için TCMB düzenli döviz alım ihalelerinde alımı yapılan tutarı artırabilecektir. Döviz alımlarının hızlandırılmasına karar verilmesi durumunda bir hafta içerisinde ilave alımı yapılabilecek en fazla tutar haftanın ilk işgününde belirlenerek kamuoyuna duyurulacaktır. Bu doğrultuda yakın dönemde gerçekleştirilen haftalık ilave ve toplam döviz alım tutarları aşağıdaki tabloda özetlenmektedir (Tablo 7.1.1).

Tablo 7.1.1. Yeni Döviz Alım İhale Yöntemi Sonrası Döviz Alım Tutarları
(Milyon ABD Doları)

Dönem	İlave Alım Miktarı	Toplam Döviz Alımı
4-8 Ekim 2010	300	500
11-15 Ekim 2010	400	560
18-22 Ekim 2010	500	700
Toplam	1.200	1.760

Kaynak: TCMB.

7.2. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Yılın ikinci çeyreğine ilişkin açıklanan milli gelir verileri, Temmuz Enflasyon Raporu'nda aynı dönem için iktisadi faaliyete yönelik ortaya koyulan görünüme kıyasla bir miktar daha güçlü bir büyüme eğilimine işaret etmektedir. Bu dönemde iktisadi faaliyet hızlı bir toparlanma sergilemiş ve kriz öncesi düzeyini aşmıştır. Kamu inşaat yatırımlarında bir önceki çeyreğe kıyasla yüksek oranlı artış gözlenirken, kamu harcamaları hariç GSYİH'nin, daha ılımlı ve istikrarlı bir toparlanma eğilimi sergilediği görülmüştür. Bu dönemde, yıllık büyümeye en yüksek katkı özel yatırımlardan gelmiş ve özel yatırımlar öngörülenden daha güçlü seyretmiştir. Net dış talebin olumsuz katkısının bir önceki döneme göre daha sınırlı kaldığı ve tahminlerimizle uyumlu gerçekleştiği gözlenmiştir.

Tüketici fiyat enflasyonu 2010 yılının üçüncü çeyreğinde, Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerin 0,8 puan üzerinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde hizmet ve temel mal enflasyonunun öngörülerden daha olumlu gerçekleşmesine karşın, gıda enflasyonunun öngörülerin çok üzerinde artış kaydetmesi, söz konusu sapmaya yol açmıştır. Nitekim gıda hariç tüketici fiyatları bu dönemde yüzde 1 oranında azalmış ve gıda dışı yıllık enflasyon yüzde 6,9 olmuştur.

Gıda fiyatları yıllık artış oranı 2010 yılı ikinci çeyreğinde keskin bir düşüş göstererek yüzde 5,62'ye gerilerken, üçüncü çeyrekte yüzde 15,33 oranında artış kaydetmiş ve Temmuz Enflasyon Raporu'nda çizilen görünümün oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. İşlenmemiş gıda fiyat gelişmeleri söz konusu artışın temel belirleyicisi olmuştur. Bir önceki çeyrekte keskin bir gerileme kaydeden işlenmemiş gıda grubu fiyatlarında, üçüncü çeyrekte endeks tarihinin en yüksek fiyat artışı gözlenmiştir. Bu gelişmede taze meyve-sebze fiyatları belirleyici olurken, et fiyatlarındaki artış eğiliminin devam etmesi grup fiyatlarının yükselişinde etkili olan bir diğer unsur olmuştur.

Temel mal grubu enflasyonunda ise, 2010 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki Rapor döneminde ortaya koyulan görünüme göre daha olumlu bir seyir gözlenmiştir. Geçen yılın aynı döneminde dayanıklı tüketim mallarında uygulanan geçici vergi indirimlerinin kısmen geri alınmasının oluşturduğu yüksek baz etkili olmakla birlikte, söz konusu vergi etkisinden arındırıldığında da grup yıllık enflasyonundaki azalış devam etmektedir.

Benzer şekilde, hizmet grubu yıllık enflasyonundaki azalış da yılın üçüncü çeyreğinde sürmektedir. İkinci çeyrekte olduğu gibi bu çeyrekte de ön ödemeli tarifelerdeki rekabetin artmasıyla cep telefonu görüşme ücretlerinin düşmeye devam etmesi ve kira yıllık enflasyonunun azalış eğilimini yavaşlayarak da olsa koruması, hizmet grubu enflasyonunun aşağı yönlü eğilimini devam ettirmesinde etkili olmuştur. Dolayısıyla, yılın üçüncü çeyreğinde de temel enflasyon göstergelerindeki belirgin yavaşlama devam etmiştir.

Uluslararası petrol fiyatlarında yılın üçüncü çeyreğinde önemli bir değişim gözlenmemiştir. Dolayısıyla, Brent tipi ham petrol varil fiyatının 2010 yılında 80 ABD doları civarında gerçekleşeceği varsayımı korunmuştur (Tablo 7.2.1).

Tablo 7.2.1. Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemenin Kaynakları

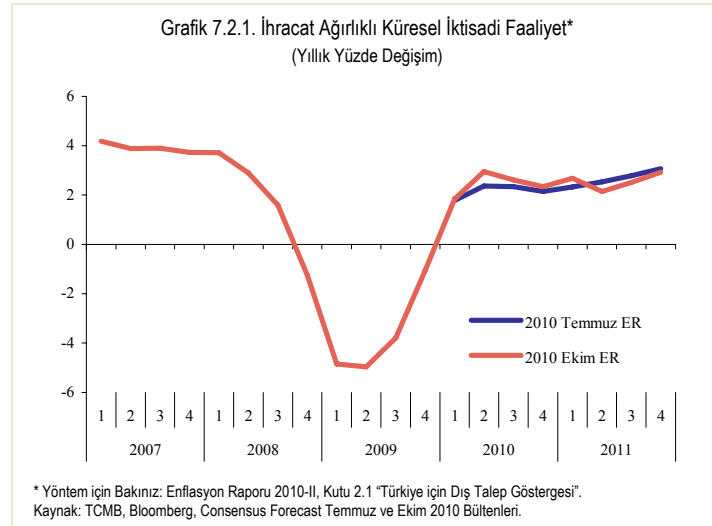
	Temmuz 2010 ER				Ekim 2010 ER			
Çıktı açığı	2010 Ç1: -4,7				2010 Ç1: -4,7			
	2010 Ç2: -3,4				2010 Ç2: -2,6			
	2010 Ç3: -2,6				2010 Ç3: -2,0			
Gıda fiyatları	2010: %7,5				2010: %10,5			
	2011: %7				2011: %7			
	2012: %7				2012: %7			
Yönetilen/ yönlendirilen fiyatlar ve vergiler	2010 yılı enflasyonuna 1,9 puanlık katkı				2010 yılı enflasyonuna 1,9 puanlık katkı			
Petrol fiyatları	2010: 80 ABD doları				2010: 80 ABD doları			
	2011: 85 ABD doları				2011: 85 ABD doları			
	2012: 90 ABD doları				2012: 90 ABD doları			
Euro bölgesi büyüme tahminleri ¹	2010		2011		2010		2011	
	CF	WEO	CF	WEO	CF	WEO	CF	WEO
	1,1	1,0	1,4	1,3	1,6	1,7	1,4	1,5

¹ Consensus Forecasts (CF), Temmuz 2010 ve Ekim 2010 bültenleri (yıllık ort. büyüme, yüzde);
World Economic Outlook (WEO), Temmuz 2010 ve Ekim 2010 bültenleri.

Meyve-sebze fiyatlarında yılın son çeyreğinde kaydedilecek düzeltme ile yıllık gıda enflasyonunun önümüzdeki dönemde tekrar azalış göstereceği tahmin edilmekle birlikte, yıl sonu itibarıyla bir önceki Rapor dönemindeki varsayımın üzerinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. Bu bağlamda, 2010 yıl sonuna ilişkin yüzde 7,5 olan gıda enflasyonu varsayımımız yukarı yönlü güncellenerek yüzde 10,5'e yükseltilmiştir. 2011 ve 2012 yıllarına ilişkin gıda enflasyonu varsayımımızda ise bir değişiklik yapılmamış ve söz konusu dönem için yüzde 7 olarak korunmuştur (Tablo 7.2.1).

Türkiye'nin görece olumlu performansı ile birlikte dış finansmana erişimin kolaylaşmasının, önümüzdeki dönemde de kredi verilebilir fonların artmasını sağlayarak kredi koşullarını destekleyeceği tahmin edilmektedir. Bunun yanı sıra, iş gücü piyasasındaki olumlu gelişmeler ve azalan yurt içi siyasi belirsizliğin etkisiyle tüketici güvenindeki iyileşmenin sürmesi beklenmektedir. Dolayısıyla, para ve maliye politikalarının dengeleyici etkisiyle birlikte, önümüzdeki dönemde, yurt içi talepte gözlenen istikrarlı toparlanmanın bir önceki Rapor dönemi öngörülerinden daha olumlu bir çerçevede devam edeceği tahmin edilmektedir.

Bununla birlikte, küresel ekonomiye ilişkin görünüm, dış pazarlardaki büyümeye yönelik risklerin devam ettiğine işaret etmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında büyüme dinamikleri açısından gözlenen belirgin ayrışma sürmüştür; küresel büyümeyi geliştirmekte olan ülkelerin sürüklemeye devam ettiği gözlenmiştir. Diğer bir ifadeyle, Türkiye'nin ağırlıklı olarak ihracat yaptığı gelişmiş ülkelerdeki toparlanma daha yavaş gerçekleşmektedir. Nitekim, TCMB bünyesinde oluşturulan ihracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi, 2010 yılı ikinci çeyreği itibarıyla ticaret ortaklarımızın büyümesinin halen kriz öncesi seviyesinin altında seyrettiğine işaret etmektedir (Grafik 7.2.1).

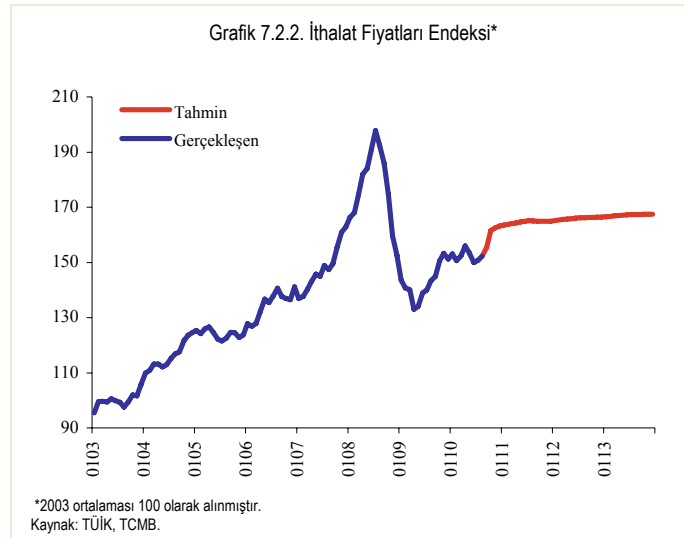


ABD ekonomisinde, toparlanmanın yavaş olacağına dair algıların güçlenmesine bağlı olarak, 2011 yıl sonu büyüme tahmininde belirgin olarak aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır. Bununla birlikte, euro bölgesi için Almanya'nın olumlu büyüme performansına karşın, ihracata dayalı büyümenin sürdürülebilirliğine ilişkin kaygılar ve çevre ülke ekonomilerindeki

kırılganlıkların devam etmesi nedeniyle bir önceki Rapor dönemindeki tahminlerde önemli bir değişiklik yapılmamıştır. Bu çerçevede, Türkiye'nin ihracat yaptığı ülkelere dair büyüme tahminleri kullanılarak hesaplanan ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi tahmini de 2011 yılı için belirgin bir değişim göstermemiştir (Grafik 7.2.1). Dolayısıyla, tahminler üretilirken dış talep koşullarının bir önceki Rapor dönemine kıyasla belirgin bir değişiklik göstermediği bir çerçeve esas alınmıştır.

Bu değerlendirmeler doğrultusunda, tahminler üretilirken, dış talepteki zayıf seyre karşın iç talepte öngörülen canlanma eğilimi dolayısıyla, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkının bir önceki Rapor dönemine göre azaldığı bir çerçeve esas alınmıştır. Bu bağlamda, orta vadeli öngörüler üretilirken kullanılan çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.2.1).

Gelişmiş ülkelerin genişletici para politikası uygulamalarının devam edeceği beklentisinin güçlenmesi, son dönemde emtia fiyatlarında hızlı artışlara yol açmıştır. Bununla birlikte, Ekim ayı itibarıyla, vadeli piyasada ham petrol fiyatlarının Temmuz Enflasyon Raporu'ndaki varsayımlar ile uyumlu seyrettiği görülmektedir. Bu çerçevede, tahminler üretilirken petrol fiyatlarına ilişkin bir önceki Rapor döneminde yapılan varsayımlar korunmuştur (Tablo 7.2.1). Bunun yanı sıra, yılın son çeyreğinde ithalat fiyatlarının bir önceki döneme kıyasla belirgin olarak daha yukarıda gerçekleşeceği, sonrasında ise kademeli artışlar göstereceği varsayılmıştır (Grafik 7.2.2). İthalat fiyatlarına ilişkin varsayımlar oluşturulurken vadeli emtia fiyatları referans alınmıştır (Kutu 7.1).



2010 yılı üçüncü çeyreğinde, Avrupa'daki ülke borçluluklarına dair endişelerin azalması ile birlikte yatırımcıların riskli varlıklara yönelme eğilimi artmış; gelişmekte olan ekonomilere portföy biçiminde sermaye girişleri hızlanmıştır. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde azalış gözlenirken Türkiye'nin risk primi göstergeleri diğer birçok ülkeye kıyasla daha olumlu bir performans sergilemiş ve kriz öncesi seviyelerinin altında seyretmeye devam etmiştir. Önümüzdeki dönemde de küresel toparlanma kompozisyonunun gelişmekte olan ekonomiler lehine olacağı tahmin edilmekte; düşen ülke risklilikleriyle beraber gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin devam etmesi beklenmektedir.

2010 yılı üçüncü çeyreğinde düşen risk primiyle birlikte TCMB'nin kriz süresince uyguladığı politikalar sonucunda elde ettiği kredibilite artışı, piyasa faizlerinin aşağı yönlü eğiliminin devam etmesine yol açmıştır. Piyasa faizlerindeki düşüş yılın üçüncü çeyreğinde reel faizlere de yansımış, orta vadeli reel faizler tarihsel olarak en düşük seviyelerinde seyretmeye devam etmiştir. Ayrıca, kriz sürecinde ortaya çıkan finansal koşullardaki ek sıkılığın ortadan kalkmasıyla, para politikasının kredi piyasası üzerindeki etki gücü artmış, reel faizlerdeki düşük seviyeler kredi faizlerine daha belirgin biçimde yansımıştır.

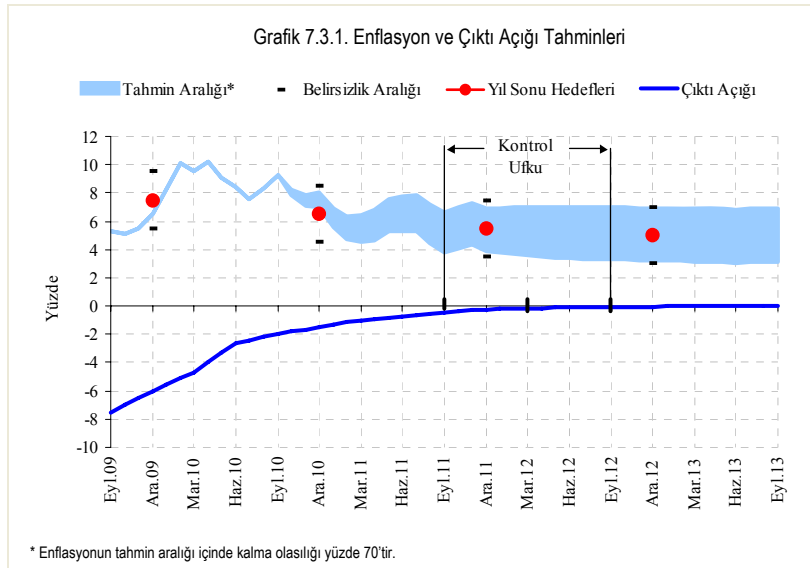
Bu dönemde, kredi genişlemesinden yararlanan sektör sayısı istikrarlı biçimde artmaya devam ederken bankaların kredi verme eğilimlerinin güçlendiği gözlenmiştir. Ayrıca, borcun çevrilmesi amaçlı kredi talebinde azalış gözlenirken, yatırım amaçlı kredi talebinde artış olmuştur. Önümüzdeki dönemde de beklentiler, kredi standartlarının bir miktar daha gevşeyebileceği yönündedir. Bu çerçevede, tahminler üretilirken finansal sıkılığın azaldığı, kredi piyasasındaki normalleşme sürecinin devam ettiği ve kredi talebindeki genişlemenin sürdüğü bir makroekonomik görünüm esas alınmıştır.

Son olarak, kamu maliyesinin görünümü için Ekim ayında güncellenen OVP projeksiyonları temel alınmıştır. Bu doğrultuda, 2010 yılının kalanında kamu harcamalarında geçici bir hızlanma olacağı, 2011 yılından itibaren ise faiz dışı harcamaların milli gelire oranının kademeli olarak gerileyeceği öngörülmüştür. İktisadi faaliyetin OVP'de öngörülenden daha güçlü seyretmesi halinde ortaya çıkabilecek mali alanın ise, dengeleyici maliye politikası yaklaşımı ile uyumlu olarak, kısmen kamu borcunun azaltılmasında kullanılacağı varsayılmıştır. Bu çerçevede, borcun milli gelire oranındaki

düşüşün devam ettiği, risk priminde ise tahmin ufku boyunca önemli bir değişim olmadığı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

7.3. Orta Vadeli Görünüm

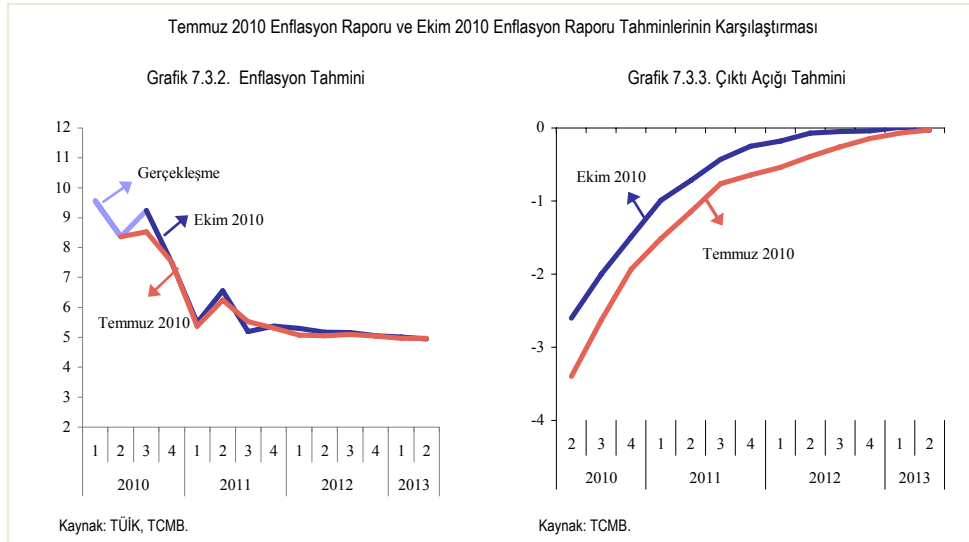
Bir önceki bölümde yer alan varsayım ve öngörüler doğrultusunda güncellenen tahminlere göre, yılın kalan döneminde çıkış stratejimizde öngörülen tedbirlerin tamamlandığı, politika faizlerinin ise bir süre daha mevcut düzeylerde tutularak 2011 yılının son çeyreğinden itibaren sınırlı artışlar gösterdikten sonra tahmin ufku (üç yıl) boyunca tek haneli düzeylerde kaldığı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2010 yılı sonunda yüzde 7 ile yüzde 8 aralığında (orta noktası yüzde 7,5), 2011 yılı sonunda ise yüzde 3,9 ile 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,4) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun 2012 yılı sonunda ise yüzde 5,1 düzeyine düşeceği öngörülmektedir (Grafik 7.3.1).



Gıda fiyatı varsayımlarındaki 2010 sonuna ilişkin yapılan yukarı yönlü güncelleme, enflasyonun ana eğilimine ilişkin olumlu seyir ile telafi edilmiş, bu çerçevede 2010 yıl sonu enflasyonu tahmini Temmuz 2010 Enflasyon Raporu'na kıyasla değiştirilmemiştir (Grafik 7.3.2). Enflasyonun önümüzdeki iki çeyrek boyunca belirgin bir düşüş göstereceği ve 2011 yılının ikinci yarısından itibaren orta vadeli hedeflerle uyumlu düzeylere geleceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.3.1).

Yukarıda belirtilen varsayımlar doğrultusunda üretilen çıktı açığı tahminleri Grafik 7.3.1’de sunulmaktadır. Son dönemde açıklanan verilerin iktisadi faaliyette yılın ikinci yarısında daha ılımlı bir büyüme sürecine girildiğine işaret etmesi, çıktı açığı tahminlerimizin Temmuz 2010 Enflasyon Raporu’na göre yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur (Grafik 7.3.3). Temel olarak iç talepteki güçlü toparlanma görünümünden kaynaklanan bu güncellemeyle, çıktı açığının enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkı bir önceki Rapor dönemine kıyasla azalmıştır. Çıktı açığındaki bu güncellenmenin tahminler üzerindeki yukarı yönlü etkisi, enflasyonun ana eğilimindeki aşağı yönlü güncelleme ile büyük ölçüde telafi edilmiş, dolayısıyla orta vadeli enflasyon tahminleri ve para politikasının duruşu bir önceki Rapor dönemine kıyasla önemli bir farklılık göstermemiştir.

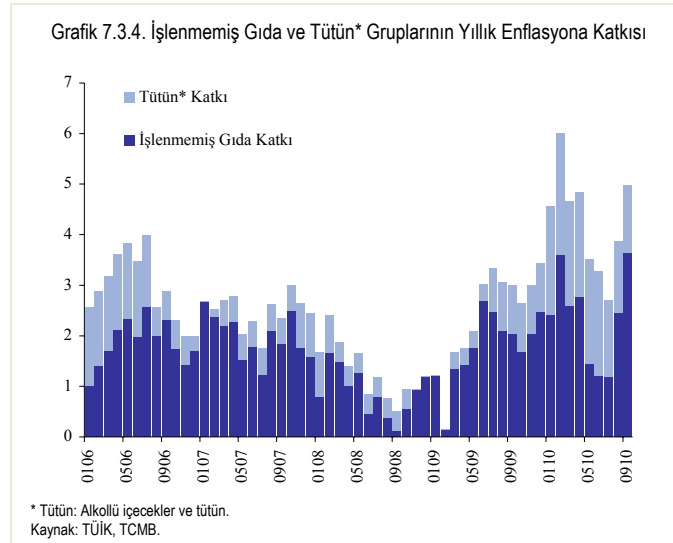
Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni verinin ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikasının görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar, TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.



Enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerle uyumlu ve istikrarlı bir seyir izlemeye devam edeceği öngörülse de, önümüzdeki bir yıl boyunca enflasyonun seyrinde baz etkilerinin büyük ölçüde belirleyici olacağı belirtilmelidir. Söz konusu etkilerin doğru anlaşılması, kamuoyunun enflasyon gelişmelerini sağlıklı yorumlamasına katkıda bulunarak beklenti yönetimini etkinleştirecektir. 2010 yılının son çeyreğinde enflasyonun, bir önceki yılın

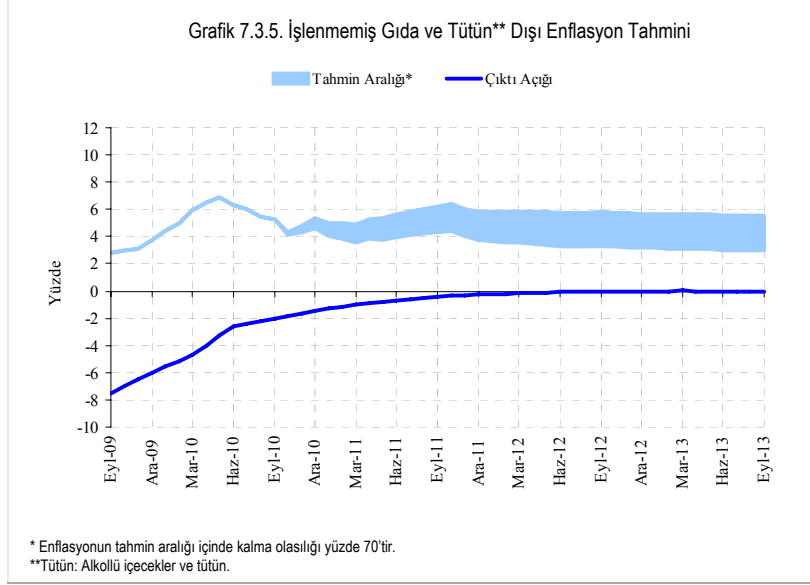
aynı dönemde gıda ve enerji fiyatlarında gözlemlenen yüksek artışların ve dayanıklı mal grubunda yapılan vergi indirimlerinin geri alınmasının oluşturduğu baz etkisi nedeniyle kayda değer bir azalış göstereceği tahmin edilmektedir. 2011 yılının ilk iki ayında, 2010 yılının başında yapılan vergi artışlarının 1,9 puanlık katkısının büyük ölçüde ortadan kalkmasıyla enflasyondaki düşüş belirgin olarak devam edecektir. 2011 yılının geri kalanında, gıda fiyat hareketlerinden kaynaklanan baz etkilerinin enflasyon seyirinde belirleyici olması, bu bağlamda yıllık enflasyonun 2011 yılının ikinci çeyreğinde yükselmesi, üçüncü çeyreğinde ise düşmesi beklenmektedir.

İşlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen dalgalı seyir ile tütün ürünlerine ilişkin vergi ayarlamaları gibi para politikası kontrolü dışındaki unsurlar, tüketici enflasyonunun oynaklığını artırarak önemli bir tahmin belirsizliği oluşturmakta, bu durum enflasyonun ana eğiliminin doğru anlaşılmasını ve beklenti yönetimini zorlaştırmaktadır (Grafik 7.3.4). Bu bağlamda, tahminler oluşturulurken söz konusu kalemlere ilişkin yapılan varsayımların ve bu kalemleri dışlayan enflasyon tahminlerinin kamuoyu ile paylaşılması, şeffaflık ve öngörülebilirlik bakımından faydalı olacaktır.



Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde yıllık enflasyon 2010 yıl sonu için yüzde 17, 2011 ve 2012 yıl sonları için yüzde 9 olarak varsayılmıştır. Tütün ve alkollü içecekler grubu endeksi yıllık artış oranının ise 2010 yılı sonunda yüzde 24 düzeyinde, 2011 ve 2012 yıllarında enflasyon hedefleriyle uyumlu seviyelerde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon

tahminleri Grafik 7.3.5'te sunulmaktadır. Söz konusu kalemler hariç tutularak hesaplanan enflasyon göstergesinin 2011 yılının ilk yarısında baz etkileri nedeniyle dalgalı bir seyir izleyeceği, orta vadede ise yüzde 4'ün bir miktar üzerinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir.



TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslaması

İktisadi birimlerin, geçici unsurların farkındalığıyla hareket ederek enflasyonun orta vadeli eğilimine odaklanmaları, sözleşme ve planlamalarında enflasyon hedeflerini esas almaları büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, referans teşkil etmesi açısından, TCMB'nin mevcut enflasyon tahminlerinin diğer iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri ile kıyaslanması önem taşımaktadır. 2010 yıl sonuna ilişkin enflasyon tahminlerimizin mevcut enflasyon beklentileri ile büyük ölçüde uyumlu olduğu görülmektedir. Öte yandan, daha uzun vadeler incelendiğinde, enflasyon beklentilerinin güncellenen tahminlerimizin yaklaşık 1,5 puan üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.3.1).

Tablo 7.3.1. TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2010 Yıl Sonu	7,5	7,6	6,5
12 Ay Sonrası	5,6	7,1	5,7
24 Ay Sonrası	5,1	6,7	5,1

*Ekim 2. dönem anketi.

**2010, 2011 ve 2012 yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB.

7.4. Riskler ve Para Politikası

Küresel iktisadi faaliyete ilişkin gelişmeler, yurt içi enflasyon ve para politikasının görünümü açısından belirleyici konumunu korumaktadır. Son dönemlerde küresel iktisadi faaliyete dair öncü göstergelerdeki zayıflama eğilimi sürmekte, özellikle ABD ekonomisinde aşağı yönlü risklerin henüz ortadan kalkmadığına dair algılamalar güçlenmektedir. Bunun yanı sıra, gelişmiş ülkelerde gerek kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarındaki sorunların devam etmesi gerekse olası mali konsolidasyonun etkilerine yönelik belirsizlikler, küresel ekonominin toparlanma hızına ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Küresel ekonomide öngörülenden daha uzun süreli bir yavaş büyüme dönemi yaşanması halinde, baz senaryoda 2011 yılının son çeyreğinde başlaması öngörülen parasal sıkılaştırma ötelenebilecektir. Küresel ekonomideki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde politika faizlerinde yeni bir indirim süreci söz konusu olabilecektir. Diğer yandan, iktisadi faaliyette beklenenden daha hızlı bir toparlanma olması durumunda ise parasal sıkılaştırma daha erken bir dönemde gündeme gelebilecektir.

Küresel ekonomideki zayıf görünüm bir yandan dış talepteki toparlanmayı geciktirirken diğer yandan gelişmiş ülkelerin genişletici para politikalarını sürdürmelerine neden olarak sermaye akımlarını hızlandırmakta ve iç talepteki canlanmayı beslemektedir. Önümüzdeki dönemde sermaye girişlerinin devam etmesi halinde iç ve dış talepteki ayrışmanın daha da belirgin hale gelme olasılığı bulunmaktadır. Bu duruma yönelik risklerin sınırlanması bakımından kısa vadeli faizler dışında ek politika araçlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde iç ve dış talep arasındaki ayrışmanın hızlı kredi genişlemesi ve cari dengedeki bozulma ile bir arada ortaya çıkarak finansal istikrara ilişkin kaygıları gündeme getirmesi halinde, para politikası oluşturulurken zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi alternatif araçlar daha etkin biçimde kullanılabilir.

Son dönemde gıda ve emtia fiyatları hızlı bir artış eğilimi göstermiştir. Toplam talebin henüz enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturacak düzeye gelmemiş olması ve Türk lirasının güçlü konumu, gıda ve emtia fiyatlarındaki artışların temel mal ve hizmet fiyatları üzerindeki yansımalarını sınırlamaktadır. Bununla birlikte, gıda ve emtia fiyatlarındaki artışların uzun sürmesi halinde ikinci aşama etkilerin ortaya çıkması riski bulunmaktadır.

Önümüzdeki dönemde böyle bir riskin gerçekleşmesi ve fiyatlama davranışlarını bozarak orta vadeli enflasyon hedeflerine ulaşılmasını tehdit etmesi halinde politika faizlerinin baz senaryoda öngörülenden daha erken artırılması söz konusu olabilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam etmektedir. Mevcut konjonktürde iç ve dış talep arasındaki ayrışmaya bağlı olarak artan cari açığın getirdiği risklerin sınırlanması bakımından kamu tasarruflarının artırılması, dolayısıyla mali disiplinin sürdürülmesi büyük önem taşımaktadır. Güncellenen OVP'nin içerdiği orta vadeli perspektif, bu yönde atılmış önemli bir adım olarak değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, enflasyon tahminleri üretilirken kamu harcamaları için OVP projeksiyonları esas alınmış, vergi ayarlamalarının ise enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu gerçekleşeceği varsayılmıştır. Mali duruşun bu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilmesine odaklanmaya devam edecektir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin yerine getirilmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

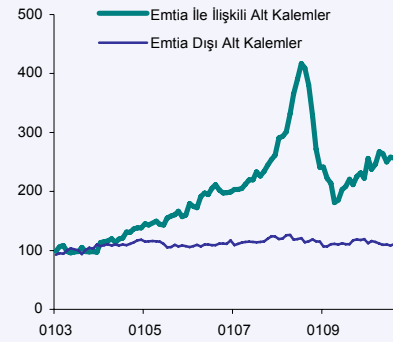
Kutu
7.1

İthalat Fiyatları Projeksiyonu

İthalat fiyatlarının seyrine dair öngörüler, enflasyon tahminleri için önemli bir girdi oluşturmaktadır. Ancak, ithalat fiyat endeksinin en önemli belirleyicilerinden biri olan emtia fiyatlarının oynak yapısı, söz konusu endekse ilişkin ileriye yönelik projeksiyon yapılmasını güçleştirmektedir. Bu kutunun amacı orta vadeli enflasyon tahminlerimizde kullanılmak üzere bir ithalat fiyatları projeksiyonu oluşturmaktır. İthalat fiyatlarına alt kalemler bazında bakıldığında emtia fiyatlarına duyarlı alt kalemlerin oldukça oynak bir yapı sergilediği, diğer alt kalemlerin ise yatay bir seyir izlediği görülmektedir (Grafik 1). Dolayısıyla, ithalat fiyatları projeksiyonu oluşturulurken, ithalatın alt kalemleri emtia ve emtia dışı olarak sınıflandırılmıştır. Bu çerçevede, emtia fiyatları ile ilişkili alt kalemler için vadeli piyasalarda işlem gören temel emtia fiyatları kullanılmış, emtia dışı alt kalemler için ise yatay bir seyir öngörülmüştür.

TÜİK tarafından aylık bazda açıklanan İthalat Birim Değer Endeksi (İBDE)'nin emtia fiyatları ile birlikte hareket ettiği düşünülen alt grupları ve bu kalemlerin ilişkilendirildikleri emtia kalemleri Tablo 1'de sunulmaktadır. Grafik 2, 3 ve 4'te görüleceği üzere, Tablo 1'de yer alan, İBDE'nin seçilmiş alt kalemlerinin endeks değerleri ve ilişkilendirildikleri emtia fiyatları yakın bir seyir izlemektedir. Dolayısıyla, Tablo 1'de yer alan alt kalemlerin ileriye yönelik fiyat projeksiyonları, ilişkilendirildikleri emtianın vadeli fiyatları kullanılarak oluşturulmaktadır. Ancak, ithalat kalemleri ile doğrudan ilişkili emtianın her biri için vadeli piyasanın mevcut olmaması nedeniyle, İBDE'nin alt kalemleri tahmin edilirken sadece petrol, alüminyum, mısır, pamuk gibi vadeli işlemleri olan emtialar kullanılabilir. Bununla birlikte, benzer grupta yer alan emtianın genelde beraber hareket etmesi nedeniyle bu durum pratikte önemli bir kısıt oluşturmamaktadır.

Grafik 1. İthalat Fiyat Endeksi Alt Kalemleri

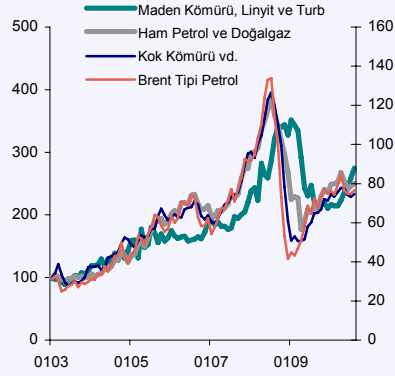


Kaynak: TCMB.

Tablo 1. İthalat Birim Değer Endeksi Alt Kalemleri ve İlişkilendirildikleri Emtialar

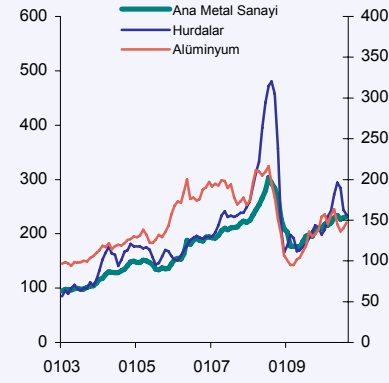
İBDE Alt Kalemleri	İlgili Emtia
Tarım ve Ormancılık	Mısır
Gıda Ürünleri ve İçecek	Pamuk
Maden Kömürü, Linyit ve Turb	
Ham Petrol ve Doğalgaz	Brent Tipi Petrol
Kok Kömürü, Rafine Edilmiş Petrol Ürünleri ve Nükleer Yakıtlar	
Ana Metal Sanayi	Alüminyum
Hurdalar	

Grafik 2. Brent Tipi Ham Petrol Fiyatı ve İlgili İBDE Alt Kalemleri



Kaynak: TCMB.

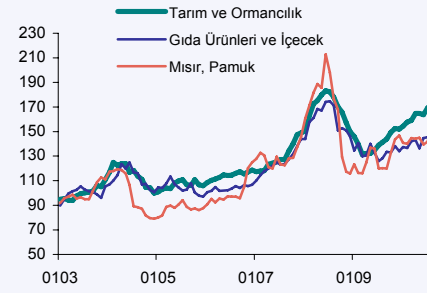
Grafik 3. Alüminyum Fiyatı ve İlgili İBDE Alt Kalemleri



Kaynak: TCMB.

İBDE'nin emtia dışı alt kalemleri kullanılarak elde edilen toplulaştırılmış endeksin ise, tarihsel fiyat gelişmeleri göz önüne alınarak yatay seyredeceği öngörülmektedir. Son olarak, emtia ile ilişkilendirilen alt kalemler ve emtia dışı alt kalemler için ayrı ayrı oluşturulan fiyat projeksiyonları toplulaştırılarak ithalat fiyat projeksiyonu elde edilmektedir

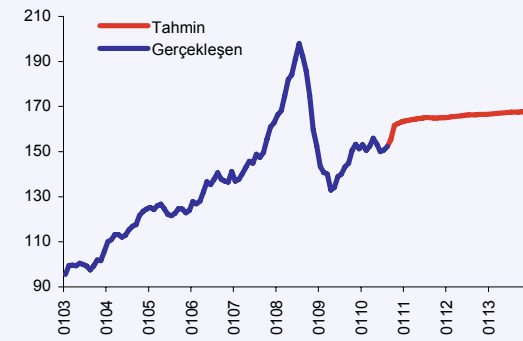
Grafik 4. Ağırlıklandırılmış Mısır ve Pamuk Fiyatı ve İlgili İBDE Alt Kalemleri



Kaynak: TCMB.

(Grafik 5). Endüstriyel metal ve tarım emtia fiyatlarında son dönemde gözlenen artışların önümüzdeki dönemde yavaşlayacağını tahmin ediliyor olması ve küresel büyüme görünümünün zayıf seyri çerçevesinde vadeli piyasalarda oluşan emtia fiyatlarında sınırlı artışlar öngörülmektedir. Bu doğrultuda, enflasyon tahminleri oluşturulurken tahmin ufku boyunca ithalat fiyatlarında sınırlı artışların meydana geleceği bir görünüm esas alınmaktadır.

Grafik 5. İthalat Fiyatları Projeksiyonu



Kaynak: TCMB.

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME	
Grafik 1.1.1. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	2
Grafik 1.2.2. Gruplar İtibarıyla TÜFE	2
Grafik 1.1.3. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	2
Grafik 1.1.4. Çekirdek Enflasyon Göstergeleri	2
Grafik 1.3.1. Piyasa Faizlerinin Vade Yapısı	4
Grafik 1.3.2. DİBS Getirilerinden Elde Edilen Orta Vadeli Reel Faizler	4
Grafik 1.3.3. Tüketici Kredisi Faizleri	5
Grafik 1.3.4. Ticari Kredi ve Mevduat Faizleri	5
Grafik 1.3.5. İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet	6
Grafik 1.3.6. İthalat Fiyatları Endeksi	8
Grafik 1.3.7. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	9
Grafik 1.3.8. Çıktı Açığı Tahmini	10
Grafik 1.3.9. Enflasyon Tahmini	10
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	
Grafik 2.1.1. Toplaştırılmış Büyüme Oranları	15
Grafik 2.1.2. İhracat ve GSYİH Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	15
Grafik 2.1.3. Gelişmiş Ülkeler İşsizlik Oranları	16
Grafik 2.1.4. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Sanayi Üretim Endeksi	17
Grafik 2.1.5. JP Morgan Küresel PMI Endeksleri	17
Grafik 2.2.1. S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	18
Grafik 2.2.2. Ham Petrol (Brent) Fiyatları	18
Grafik 2.3.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	19
Grafik 2.3.2. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	19
Grafik 2.4.1. OIS Spread	20
Grafik 2.4.2. Seçilmiş Ülkelerin CDS Gelişmeleri	21
Grafik 2.4.3. Seçilmiş Ülke Tahvillerinin Alman Tahvilleriyle Getiri Farkı	21
Grafik 2.4.4. Küresel Risk İştahı Endeksleri	21
Grafik 2.4.5. Gelişmekte Olan Ülke Kur ve Risk Primi Göstergeleri	21
Grafik 2.4.6. Küresel Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	22
Grafik 2.4.7. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerde Net Sermaye Akımları	22
Grafik 2.4.8. ABD Kredi Hacmi Alt Kalemleri	22
Grafik 2.4.9. Euro Bölgesi Kredi Hacmi Alt Kalemleri	22
Grafik 2.4.10. Fed Kredi Gelişmeleri Anket Sonuçları	23
Grafik 2.4.11. ECB Kredi Gelişmeleri Anket Sonuçları	23
Grafik 2.5.1. Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Eylül 2007-Eylül 2010	24
Grafik 2.5.2. Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Eylül 2007-Eylül 2010	24
Grafik 2.5.3. 2010 Yılı Sonuna İlişkin Politika Faizi Beklentileri, 23 Temmuz 2010 ve 12 Ekim 2010 Tarihleri İtibarıyla	25
Grafik 2.5.4. Gelişmiş Ülkeler Politika Faiz Oranı	26
Grafik 2.5.5. Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler Politika Faiz Oranı	26
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	
Grafik 3.1.1. Gruplar İtibarıyla TÜFE	31
Grafik 3.1.2. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	31
Grafik 3.1.3. Gıda Fiyatları	32
Grafik 3.1.4. Hayvansal Gıda Ürünleri Fiyatları	32
Grafik 3.1.5. TÜFE ve Gıda Endeks Seviyeleri	33
Grafik 3.1.6. Enerji ve Petrol Fiyatları	34
Grafik 3.1.7. Enerji Grubu Fiyatları	34
Grafik 3.1.8. Temel Mal Grubu Fiyatları	35
Grafik 3.1.9. Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	36
Grafik 3.1.10. Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	36
Grafik 3.1.11. Hizmet Fiyatları	36
Grafik 3.1.12. Yemek ve Ulaştırma Hariç Hizmet Fiyatları	36
Grafik 3.1.13. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	37
Grafik 3.1.14. Yemek ve Ulaştırma Hariç Hizmet Fiyatları	37

Grafik 3.1.15. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	37
Grafik 3.1.16. TÜFE Yayılım Endeksi	38
Grafik 3.1.17. Temel Enflasyon Göstergesi H Yayılım Endeksi	38
Grafik 3.1.18. Tarım Fiyatları	38
Grafik 3.1.19. İmalat Sanayi Fiyatları ve PMI Çıktı Fiyatları Endeksleri	38
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	39
Grafik 3.2.2. Enflasyon Beklentileri Eğrisi	39
Grafik 3.2.3. Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	40
Grafik 3.2.4. Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	40

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1. Dönemler İtibarıyla GSYİH Yıllık Büyüme Oranı ve Talep Unsurlarının Büyümeye Katkıları	48
Grafik 4.1.2. GSYİH	48
Grafik 4.1.3. Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	49
Grafik 4.1.4. Yurt İçi Otomobil Satışları	49
Grafik 4.1.5. Haftalık Bazda Tüketici Kredileri	49
Grafik 4.1.6. Tüketici Güven Endeksleri	49
Grafik 4.1.7. Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	49
Grafik 4.1.8. Özel Yatırımlar/GSYİH Oranı	49
Grafik 4.1.9. İYA Gelecek 12 Ayda Yatırım Harcaması Beklentisi	50
Grafik 4.1.10. Özel Kesim Talebi	50
Grafik 4.1.11. Stok Değişimi	51
Grafik 4.1.12. İYA ve PMI Stok Göstergeleri	51
Grafik 4.2.1. İhracat, İthalat ve Net İhracatın Yıllık Büyümeye Katkısı	51
Grafik 4.2.2. Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	51
Grafik 4.2.3. Dünya İthalat ve Sanayi Üretim Endeksi	52
Grafik 4.2.4. Altın Hariç İhracat Miktar Endeksi	52
Grafik 4.2.5. İYA Gelecek Üç Aya İlişkin İhracat Sipariş Beklentileri	52
Grafik 4.2.6. İthalat Miktar Endeksi	53
Grafik 4.2.7. Alt Kalemler İtibarıyla İthalat Miktar Endeksi	53
Grafik 4.3.1. Tarım Dışı İstihdam	54
Grafik 4.3.2. İşsizlik Oranları	54
Grafik 4.3.3. Sanayi İstihdamı ve Sanayi Üretim Endeksi	55
Grafik 4.3.4. İmalat Sanayi İstihdam Endeksi ve PMI İstihdam Endeksi	55
Grafik 4.3.5. İşgücü Girdi Göstergeleri Sanayi İstihdamı ve Çalışılan Saat	55
Grafik 4.3.6. Tarım Dışı Ücretli Yevmiyeli Çalışanlar	55
Grafik 4.3.7. İş Arama Süresine Göre İşsizler	56
Grafik 4.3.8. İş Bulma Olanakları Endeksi (Eğilim) ve İşsizlik Sigortasına Yapılan Başvurular	56
Grafik 4.3.9. Hanehalkı Tüketimi, Reel Ücret Ödemeleri ve Tarım Dışı İstihdam	57
Grafik 4.3.10. Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam	57

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1.1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Risk Primi Göstergeleri	63
Grafik 5.1.2. Yurt Dışı Yerleşiklerin Net Portföy Hareketleri	64
Grafik 5.1.3. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme ve Politika Faizi Patikaları	65
Grafik 5.1.4. Politika Faizi Beklentilerindeki Değişim	66
Grafik 5.1.5. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	66
Grafik 5.1.6. Piyasa Faizlerinin Vade Yapısı	67
Grafik 5.1.7. Piyasa Faizlerinin Seyri ve Yabancıların DİBS Piyasasındaki Payları	67
Grafik 5.1.8. Yurt İçi ve Yurt Dışı Yerleşiklerin Sahip Oldukları DİBS'lerin Vadeye Kalan Gün Sayısı	68
Grafik 5.1.9. DİBS Getirilerinden Elde Edilen Orta Vadeli Reel Faizler	69
Grafik 5.1.10. Para Tabanı Yıllık Reel Büyümesi	70
Grafik 5.1.11. Türk Lirasının Performansı	70
Grafik 5.1.12. Döviz Kuru İstikrar Göstergeleri	71
Grafik 5.1.13. Piyasadaki Likidite Gelişmeleri	72
Grafik 5.2.1. Yurt İçinde Reel Kesime Açılan Krediler	74
Grafik 5.2.2. Yurt Dışı Dahil Ticari Krediler	74
Grafik 5.2.3. Ölçek Bazında Ticari Krediler	74

Grafik 5.2.4. Kredi Yayılma Endeksi	74
Grafik 5.2.5. Kredi Standartlarının Gelişimi	75
Grafik 5.2.6. Ticari Kredi ve Mevduat Faizleri	75
Grafik 5.2.7. İşletmelere Verilen Kredi Talebini Etkileyen Faktörler	76
Grafik 5.2.8. Tüketici Kredileri	76
Grafik 5.2.9. Tüketici Kredisi Faizleri	77
Grafik 5.2.10. Kredi Faizleri ile Fon Maliyetleri Farkı	77

6. KAMU MALİYESİ

Grafik 6.1. 2011 Yılına İlişkin Bütçe Açığı ve Kamu Borç Stoku Tahminleri	85
Grafik 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçesi	88
Grafik 6.1.2. Reel Vergi Gelirleri	90
Grafik 6.1.3. Faiz Dışı Bütçe Dengesi	90
Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri	91
Grafik 6.2.2. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	92
Grafik 6.2.3. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	93
Grafik 6.2.4. İç Borçlanma	93

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Grafik 7.2.1. İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet	101
Grafik 7.2.2. İthalat Fiyatları Endeksi	102
Grafik 7.3.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	104
Grafik 7.3.2. Enflasyon Tahmini	105
Grafik 7.3.3. Çıktı Açığı Tahmini	105
Grafik 7.3.4. İşlenmemiş Gıda ve Tütün Gruplarının Yıllık Enflasyona Katkısı	106
Grafik 7.3.5. İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini	107

Tablolar

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1. Büyüme Tahminleri	16
Tablo 2.3.1. Enflasyon Tahminleri	20

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	34
Tablo 3.1.2. Temel Mal Fiyatları	35

6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi ve AB Tanımlı Borç Stoku	86
Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	87
Tablo 6.1.2. Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	88
Tablo 6.1.3. Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	89

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.1.1. Yeni Döviz Alım İhale Yöntemi Sonrası Döviz Alım Tutarları	98
Tablo 7.2.1. Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemenin Kaynakları	100
Tablo 7.3.1. TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	107

Geçmiş Enflasyon Raporlarında Yayımlanan Kutular

2010-III

- 2.1. 2010 Yılı İkinci Çeyreğinde Gelişmekte Olan Ekonomilerde Para Politikası Duruşunun Belirleyicileri
- 3.1. Enflasyonun "Ana Eğilim"i
- 4.1. İç ve Dış Piyasaya Yönelik Kapasite Kullanım Oranları
- 4.2. İstihdam Koşullarına İlişkin Gözlemler
- 4.3. Tarım Dışı İstihdam ve Üretim Gelişmeleri Açısından 2000-2001 ve 2008-2009 Krizlerinin Karşılaştırılması
- 6.1. Bütçe Açığı ve Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler: Uluslararası Karşılaştırma
- 7.1. Eylül 2008-Temmuz 2010 Döneminde Para Politikası

2010-II

- 2.1. Türkiye İçin Dış Talep Göstergesi
- 3.1. Gıda Fiyatlarındaki Artışlarda Et Fiyatlarının Rolü
- 4.1. Küresel Kriz, Dış Talep Şokları ve Türkiye Ekonomisi
- 5.1. Para Politikası Kararlarının Piyasa Faizleri Üzerine Etkisi
- 5.2. Türkiye'de Para Politikasının Kriz Sonrası Süreçte Çıkış Stratejisi
- 6.1. Mali Kural: Genel Çerçeve ve Türkiye İçin Planlanan Uygulama
- 7.1. Yakın Dönem Enflasyon Gelişmeleri Sonrasında İletişim Politikası ve Enflasyon Beklentileri

2010-I

- 1.1. 2009 Yılı Sonu Enflasyon Tahminlerinin Geriye Dönük Bir Muhasebesi
- 3.1. Türkiye'de İşlenmemiş Gıda Enflasyonunda Oynaklık: Durum Tespiti
- 3.2. Baz Etkileri ve 2010 Yılı Enflasyon Görünümüne Yansımaları
- 5.1. Merkez Bankasının DİBS Alımlarının Piyasa Getirileri Üzerindeki Etkileri
- 5.2. Banka Kredileri Eğilim Anketi ve Kredi Gelişmeleri
- 5.3. Firma Mali Yapısı ve Kredi Aktarım Mekanizması
- 7.1. 2008 Yılındaki Hedef Revizyonu Öncesi ve Sonrasında Enflasyon Beklentileri

2009-IV

- 2.1. ABD ve EURO Bölgesinde Deflasyon Riski
- 2.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları: İİF 2009-2010 Tahminleri
- 3.1. Dayanıklı Tüketim Malı Fiyatları 2009 Yılı Seyri: Vergi Düzenlemelerinin Etkisi
- 4.1. Finansal Stres ve İktisadi Faaliyet
- 5.1. Banka Kredileri Eğilim Anketi ve Kredi Gelişmeleri

2009-III

- 2.1. Küresel Durgunluklar ve Ekonomi Politikaları
- 3.1. Geçici Vergi Düzenlemelerinin Tüketici Fiyatları Üzerine Etkisi
- 4.1. İhracattaki Ana Eğilimin Takibi: Çekirdek Göstergelere İhtiyaç Var mı?
- 5.1. Kriz Sürecinde Ülke Riskliliğinin Politika Faizlerine Etkisi
- 6.1. Küresel Krizin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Mali Dengeleri Üzerine Etkileri

2009-II

- 1.1. Küresel Krizin Etkisini Hafifletmeye Yönelik Olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarafından Alınan Önlemler
- 2.2. 2008 Kasım Döneminden Bugüne Uygulanan Ön Yüklemeli Para Politikası ve Etkileri
- 2.1. Küresel Ekonomiye İlişkin Beklentiler
- 4.1. İstihdamdaki Ana Eğilimin Takibi: Çekirdek Göstergelere İhtiyaç Var mı?
- 5.1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Risk Primlerindeki Değişimler ve Faiz Kararları
- 5.2. Küresel Kriz ve Finansal Aracılık

2009-I

- 2.1. Küresel Ekonomiye İlişkin Beklentiler
- 7.1. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hesap Verme Mekanizması

2008-IV

- 3.1. Bitkisel Üretim Tahminleri ve Fiyat Gelişmeleri
- 3.2. Petrol Fiyatları Üzerine Ampirik Bulgular
- 4.1. Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynakları

2008-III

- 2.1. Küresel Enflasyon Gelişmeleri ve Para Politikası Tepkileri
- 3.1. Gıda Fiyatlarında Orta Vadeli Öngörüler
- 4.1. 2008 Yılı'nın İlk Çeyreğinde İktisadi Faaliyette Hızlanma Var mı? Mevsimsel Unsurlar ve Çalışılan İş Günü Sayısının Milli Gelir Verilerine Etkisi
- 5.1. Likidite Gelişmeleri ve Para Politikası Referans Faiz Oranı

2008-II

- 2.1. Küresel Enflasyondaki Son Dönem Gelişmeleri
- 3.1. Son Dönem Gıda Fiyat Gelişmeleri
- 4.1. Milli Hesaplar Güncellemesi
- 5.1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Risk Primi Oynaklığı ve Risk İştahı Esnekliği Üzerine Değerlendirme

2008-I

- 2.1. Yuan'ın Değer Kazanması ve Olası Gelişmeler Üzerine Kısa Bir Değerlendirme

2007-IV

- 5.1. Getiri Eğrileri ve Para Politikası Kararları

2007-III

- 3.1. Son Dönem Tarımsal Hammadde Fiyatları Gelişmeleri
- 4.1. 2001 Yılı Sonrası Türkiye'nin İhracat Performansındaki Yapısal Değişim

2007-II

- 3.1. Ücretler ve Hizmet Enflasyonu
- 5.1. Enflasyona Endeksli Tahvillerin Enflasyon Beklentilerine İlişkin İçerdiği Bilgiler

2007-I

- 3.1. Dayanıklı Tüketim Malları Fiyatlarının Mayıs Ayı Sonrası Seyri
- 3.2. Yurt İçi Fiyatlarda Çin Etkisi
- 6.1. 2007 Yılı Hazine Finansman Programı

2006-IV

- 2.1. Türkiye'ye Yönelik Sermaye Akımlarını Belirleyen Unsurlar: Yapısal VAR Analizinden Sonuçlar
- 2.2. Emtia Piyasaları
- 7.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi, Hesap Verebilirlik ve IMF Şartlılığı

2006-III

- 3.1. Fiyat Seviyesi ve Enflasyonun Olası Şoklar Karşısındaki Davranışları
- 4.1. Firmaların Fiyatlandırma Davranışlarının İncelenmesine Yönelik Anket Çalışması Sonuçları
- 4.2. Uluslararası Enerji Fiyat Artışları ve Cari İşlemler Hesabına Etkileri
- 5.1. Türkiye'de Firmaların Borç Yapıları

2006-II

- 2.1. Uluslararası Altın Fiyat Gelişmeleri ve TÜFE Üzerine Etkileri
- 3.1. Görelî Fiyat Farklılaşması, Verimlilik ve Reel Kur
- 6.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Hesap Verebilirlik ve IMF Şartlılığı

2006-I

- 2.1. Çekirdek Enflasyonun Ölçümünde Özel Kapsamlı TÜFE Göstergelerinin Kullanımı
- 2.2. Türkiye'de Döviz Kurundan Fiyatlara Geçişkenlik:Yeni Endeks ile Birlikte Geçişkenlik Değişti mi?
- 3.1. İmalat Sanayinde Verimlilik Gelişmeleri
- 5.1. Maliye Politikasına İlişkin Taahhütler
- 6.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Hesap Verebilirlik

Kısaltmalar

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	Uluslararası Ödemeler Bankası
BTK	Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu
CDS	Kredi İflas Takası
CCS	Para Takası
CEEMEA	Doğu Avrupa, Ortadoğu ve Afrika
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EMBI	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
Fed	Amerikan Merkez Bankası
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IIF	Uluslararası Finans Enstitüsü
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KİT	Kamu İktisadi Teşekkülleri
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
Kurul	Para Politikası Kurulu
OECD	Uluslararası İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
MSCI	Morgan Stanley Hisse Senedi Endeksi
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
OVP	Orta Vadeli Program
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
PMI	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TİM	Türkiye İhracatçılar Meclisi
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TL	Türk İirası

2010 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları, Enflasyon Raporu ve Finansal İstikrar Raporu Takvimi		
PPK Toplantıları	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
14 Ocak 2010 (Perşembe)	26 Ocak 2010 (Salı)	
16 Şubat 2010 (Salı)		
18 Mart 2010 (Perşembe)		
13 Nisan 2010 (Salı)	29 Nisan 2010 (Perşembe)	
18 Mayıs 2010 (Salı)		26 Mayıs 2010 (Çarşamba)
17 Haziran 2010 (Perşembe)		
15 Temmuz 2010 (Perşembe)	27 Temmuz 2010 (Salı)	
19 Ağustos 2010 (Perşembe)		
16 Eylül 2010 (Perşembe)		
14 Ekim 2010 (Perşembe)	26 Ekim 2010 (Salı)	
11 Kasım 2010 (Perşembe)		
16 Aralık 2010 (Perşembe)		7 Aralık 2010 (Salı)