

enflasyon raporu

2012-I



İçindekiler

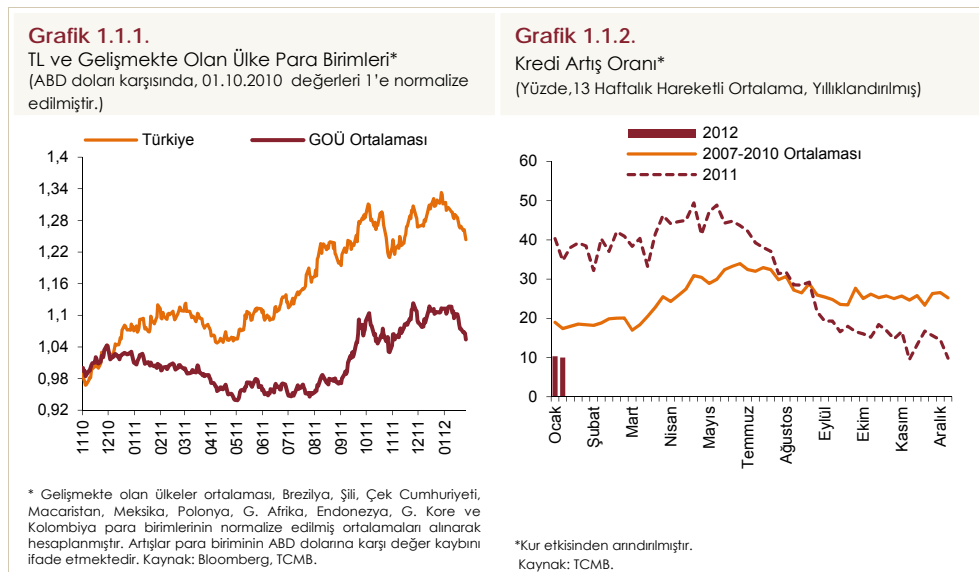
1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar	1
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	4
1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü	8
1.4. Riskler ve Para Politikası	9
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	11
2.1. Küresel Büyüme	12
2.2. Emtia Fiyatları	14
2.3. Küresel Enflasyon	17
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri	18
2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	22
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	33
3.1. Enflasyon	33
3.2. Beklentiler	41
4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ	47
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	48
4.2. Dış Talep	52
4.3. Emek Piyasası	55
5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	75
5.1. Finansal Piyasalar	75
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	84
6. KAMU MALİYESİ	101
6.1. Bütçe Gelişmeleri	102
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	105
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	109
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	109
7.2. Orta Vadeli Görünüm	112
7.3. Riskler ve Para Politikası	116
KUTULAR	
Kutu 2.1. 9 Aralık Kararları ve Euro Bölgesi Borç Krizi	26
Kutu 2.2. Orta Doğu Ülkelerinde Artan Kamu Harcamalarının Ham Petrol Fiyatlarına Olası Etkileri	30
Kutu 3.1. Enflasyon Ana Eğiliminin Temel Bileşenler Analiziyle İncelenmesi	43
Kutu 4.1. Türkiye İçin Gerçek Zamanlı Bir İş Çevrimi Göstergesi	60
Kutu 4.2. Son Dönem Talep Kompozisyonu Gelişmeleri	63
Kutu 4.3. İhracatın İthalatı Karşılama Oranlarına Sektörel Bir Bakış	66
Kutu 4.4. 2005-2007 ve Son Dönem İşsizlik Oranı Gelişmelerinin Sektörel Kaynakları İtibarıyla Karşılaştırması	70
Kutu 5.1. Son Dönemde Likidite Yönetimi ve Etkileri	90
Kutu 5.2. Küresel Kriz Sonrasında Para Politikasının Değişen Rolü	95
Kutu 7.1. 2011 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları	118
Kutu 7.2. 2012 Yılı Tüketici Enflasyonu Üzerinde Baz Etkilerinin Rolü	123

1. Genel Değerlendirme

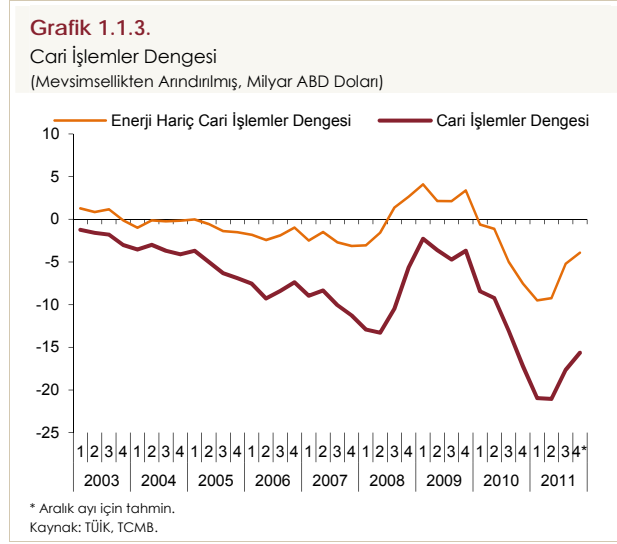
2011 Ekim Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bugüne Euro Bölgesi'nde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişeler, alınan politika tedbirlerine rağmen küresel iktisadi görünümü olumsuz etkilemeye devam etmiştir. Başta Euro Bölgesi ekonomilerinde olmak üzere küresel ölçekte büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu doğrultuda, gelişmiş ülkelerde para politikalarının normalleşme sürecinin uzun bir süre için öteleneyeceğine dair algılamalar güçlenmiştir. 2012 yılının başı itibarıyla risk iştahında görece bir iyileşme gözlemlense de, Euro Bölgesi'ne ilişkin sorunların çözümüne yönelik belirsizlikler sürmektedir. Bu durum, artan bulaşıcılık riski ile birlikte küresel finans piyasalarındaki kırılmanın devam etmesine neden olmakta ve esnek bir para politikası çerçevesinin önemini teyid etmektedir.

1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

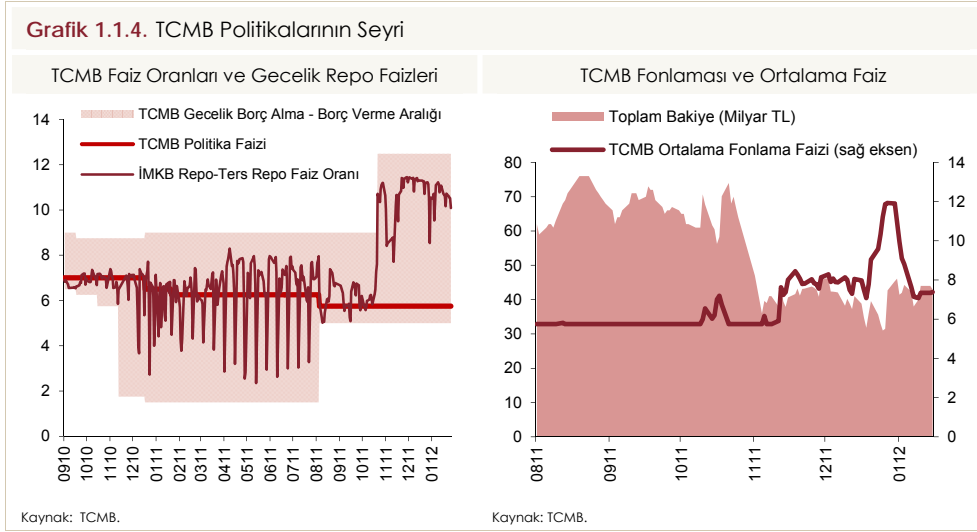
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2011 yılının ilk yarısında artan makro finansal riskler karşısında ekonomiyi kademeli olarak daha sağlıklı bir büyüme kompozisyonuna doğru yönlendirmeyi amaçlamıştır. Bu çerçevede, bir yandan kredilerin makul oranlarda büyümesi için diğer kurumların katkısıyla birlikte gerekli tedbirler alınırken diğer yandan döviz kurunun iktisadi temellerden her iki yönde de aşırı ölçüde sapmasına karşı politikalar uygulanmıştır (Grafik 1.1.1 ve 1.1.2).



2011 yılına ilişkin açıklanan veriler ekonomideki dengelenme sürecinin arzu edilen şekilde gerçekleşmeye başladığına işaret etmiştir. Bu doğrultuda, yılın ikinci yarısında net ihracatın büyümeye katkısı belirgin şekilde artarken cari işlemler dengesinde kayda değer bir iyileşme gözlenmiştir (Grafik 1.1.3).

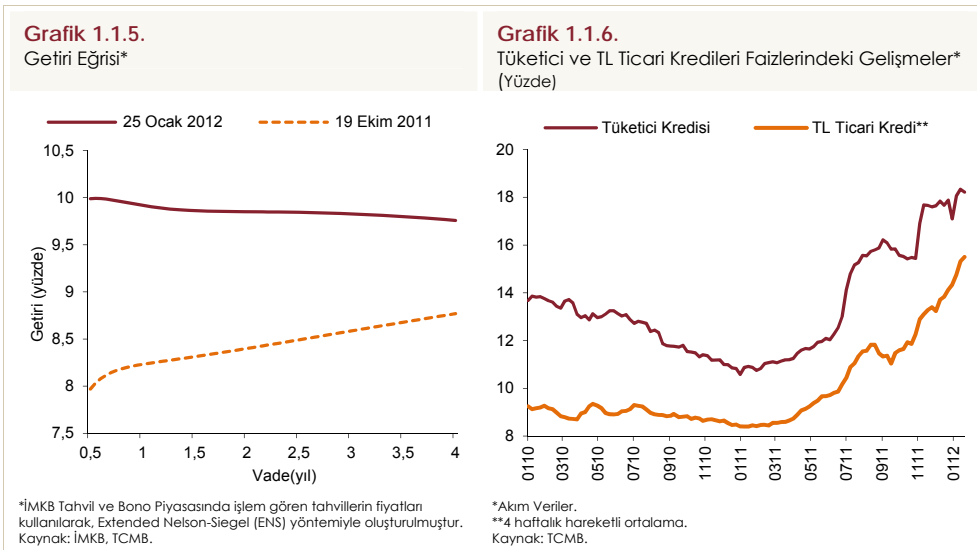


Makro finansal risklerin dengelenmesi konusunda arzu edilen sonuçlar alınmakla birlikte, yılın son çeyreğinde enflasyonda belirgin bir artış gözlenmesi para politikası duruşunun gözden geçirilmesini gerektirmiştir. Ağustos ayından itibaren küresel risk iştahındaki bozulmanın devam etmesi Türk lirasının aşırı değer kaybetmesine yol açarak enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya başlamıştır. Bu gelişmeye ek olarak Ekim ayında fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki yüksek oranlı fiyat ayarlamaları kısa vadede enflasyonda öngörülenin üzerinde bir artışa neden olmuştur. TCMB, bu durumun beklentileri bozmasına izin vermemek için Ekim ayından itibaren para politikasında önemli bir sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu çerçevede, faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiş ve bir hafta vadeli repo ihalesi ile yapılan Türk lirası fonlamanın miktarı gerekli görüldüğünde ayarlanarak ortalama fonlama maliyeti belirgin şekilde artırılmıştır (Grafik 1.1.4).



Para Politikası Kurulu (Kurul), enflasyon görünümünün orta vadeli hedeflerle uyumlu olması için para politikasındaki sıkı duruşun bir müddet daha sürdürülmesi gerektiğini ifade etmiştir. Bunun yanı sıra, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle para politikasında esnekliğin korunmasının uygun olacağı belirtilmiştir.

Mevcut durumda getiri eğrisinde gözlenen aşağı yönlü eğim para politikası duruşunun sıkı olduğuna işaret etmektedir (Grafik 1.1.5). Bunun yanı sıra, Ekim ayından bu yana kredi faizlerinde de kayda değer bir artış görülmüştür (Grafik 1.1.6). Böylelikle yılın son aylarına doğru kredi artış oranı daha makul seviyelere gerilemiştir (Grafik 1.1.2).

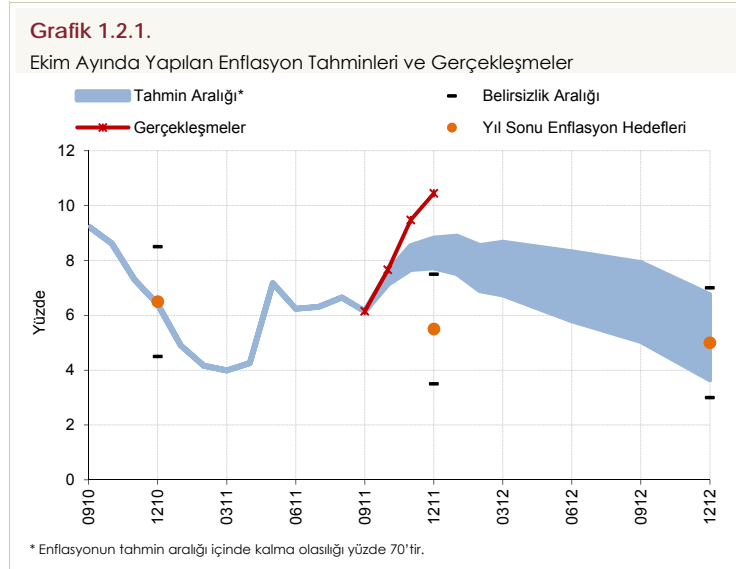


Sonuç olarak yılın son çeyreği parasal ve finansal koşullardaki sıkılaştırmanın devam ettiği ve kredilerdeki yavaşlamanın belirginleştiği bir dönem olmuştur.

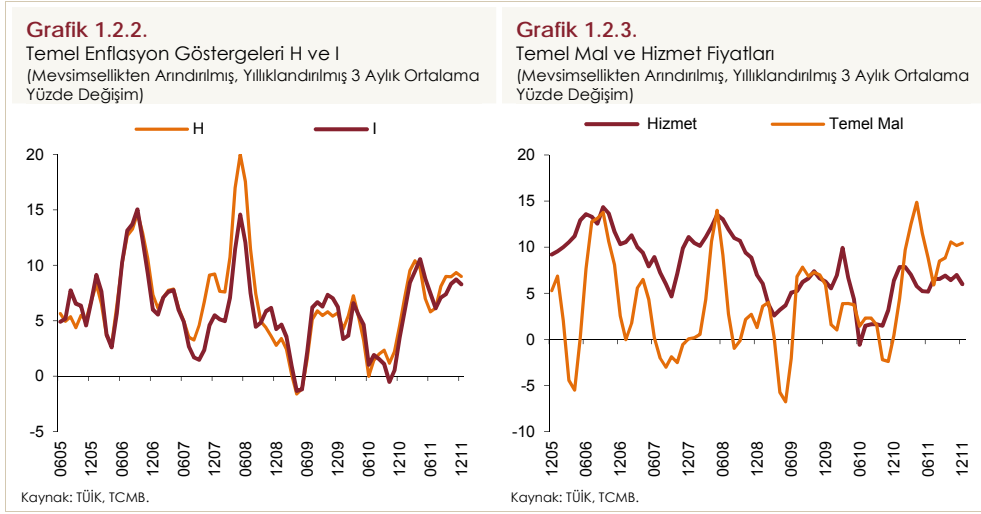
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

2011 yılı sonunda enflasyon yüzde 10,45 seviyesine ulaşarak Ekim ayı tahminlerinin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmiştir. Tahminlerdeki sapmada işlenmemiş gıda fiyatlarında öngörülenin üzerinde gerçekleşen artışlar belirleyici olmuştur. Risk iştahının bozulmaya devam etmesi sonucu Türk lirasında gözlenen değer kaybının sürmesi de kısa vadeli tahminlerin sapmasına yol açan bir diğer unsur olmuştur (Grafik 1.2.1).



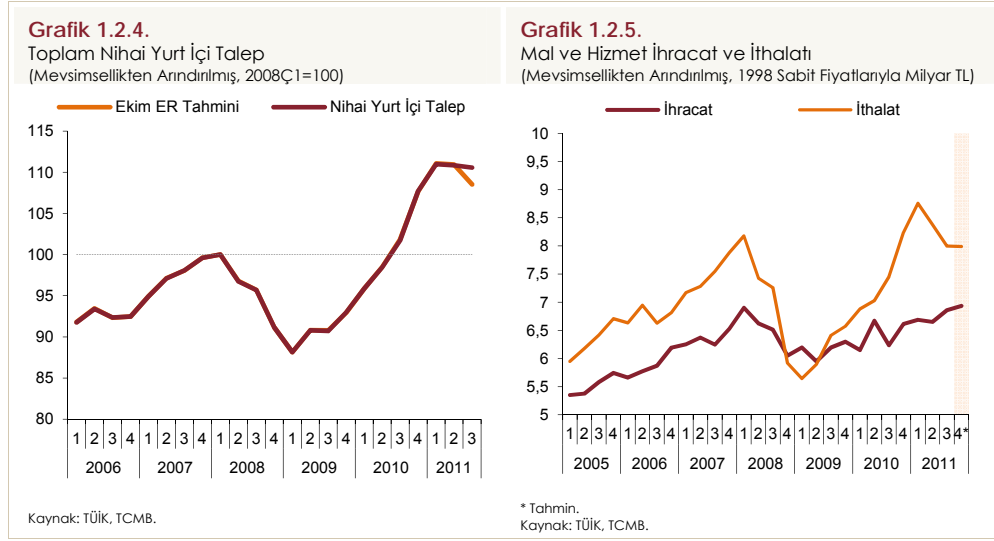
Yılın son çeyreğinde temel enflasyon göstergeleri döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli etkilerine bağlı olarak artış eğilimini korumuştur (Grafik 1.2.2). Bu gelişme esas olarak temel mal fiyatlarındaki artıştan kaynaklanırken hizmet enflasyonu ana eğiliminin ılımlı bir seyir izlemesi ikincil etkilerin sınırlı kaldığına işaret etmiştir (Grafik 1.2.3).



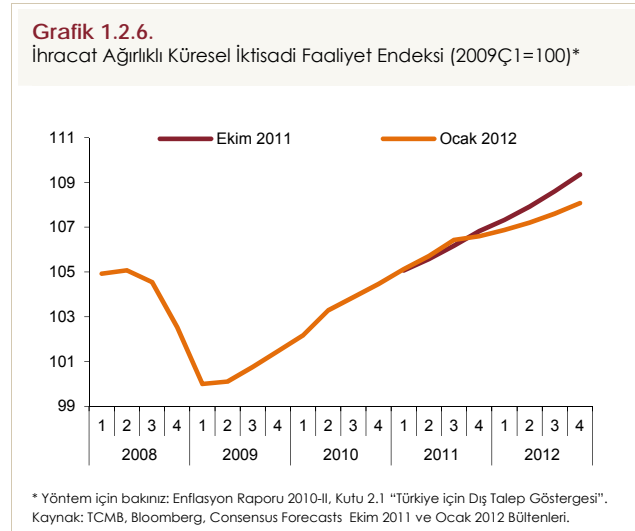
Arz ve Talep Gelişmeleri

Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verileri, 2011 yılının üçüncü çeyreğinde yurt içi nihai talebin Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüme kıyasla daha güçlü olduğuna işaret etmiştir (Grafik 1.2.4). Dolayısıyla, bu döneme ilişkin çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir. Büyümenin kompozisyonundaki dengelenme ise beklendiği şekilde daha belirgin hale gelmiştir (Grafik 1.2.5). Küresel ekonomideki zayıf seyre rağmen ihracat artmaya devam ederken ithal mal ve hizmetlere yönelik talepteki gerileme sürmüştür. Bu doğrultuda, uzun bir aradan sonra ilk defa net dış talep yıllık bazda büyümeye pozitif katkı yapmıştır.

2011 yılının son çeyreğine ilişkin göstergeler yurt içi nihai talebin yatay seyrini koruduğuna işaret ederken ekonomideki dengelenmenin öngörüldüğü şekilde sürdüğünü göstermektedir. Önümüzdeki dönemde parasal sıkılaştırmanın da etkisiyle yurt içi nihai talep büyümesinin sınırlı kalmaya devam etmesi beklenmektedir. Yakın döneme ilişkin kredi ve sipariş verileri bu görünümü desteklemektedir (Grafik 1.1.2). Bu çerçevede, enflasyon tahminleri üretilirken yılın ilk aylarında yurt içi talebin yavaşlamaya devam ettiği bir görünüm esas alınmıştır.



2011 Ekim Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bugüne küresel büyüme tahminleri özellikle Euro Bölgesi kaynaklı olarak belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu doğrultuda, Türkiye için ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksine ilişkin projeksiyonlar da dış talebimizde bir önceki döneme kıyasla daha düşük bir büyüme görünümüne işaret etmiştir (Grafik 1.2.6). Dolayısıyla, tahminler üretilirken dış talebin bir önceki döneme kıyasla daha zayıf seyrettiği bir çerçeve esas alınmıştır.

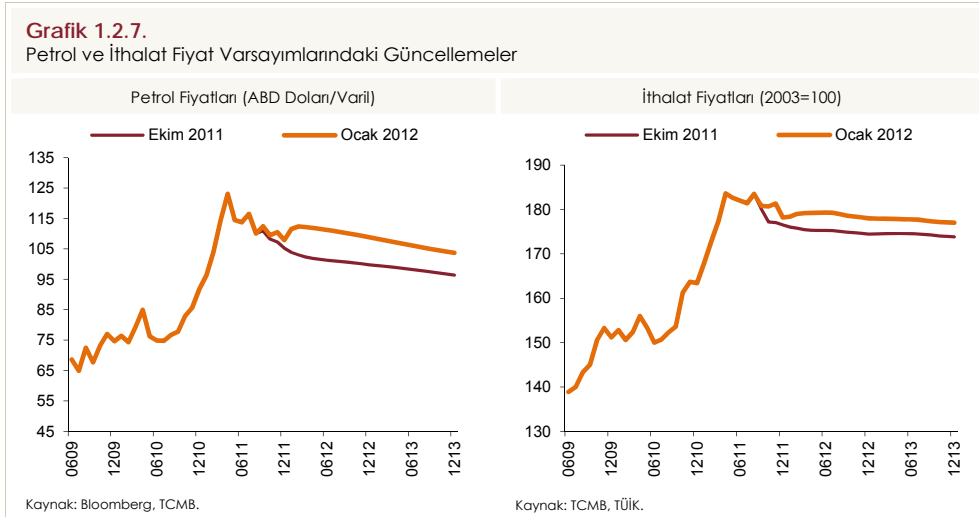


Özetle, çıktı açığı tahminleri üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyetin beklenenden daha güçlü gerçekleşmesi nedeniyle 2011 yılının ikinci yarısı için yukarı yönlü güncellenmiştir. Bununla birlikte, küresel büyüme görünümündeki bozulma nedeniyle, orta vadede toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe

verdiği desteğin bir önceki rapor dönemine kıyasla daha belirgin olacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Emtia ve Gıda Fiyatları

Emtia ve petrol fiyatlarına ilişkin varsayımlar sınırlı oranda yukarı yönlü güncellenmiştir. Bir önceki Rapor'da 100 ABD doları olan petrol fiyatları varsayımı, son dönem gelişmeleri ve vadeli fiyatlar göz önüne alınarak 2012 yılı için 110 ABD dolarına, 2013 yılı için ise 105 ABD dolarına çıkarılmıştır. Aynı doğrultuda, ithalat fiyatlarına dair varsayımlar da sınırlı ölçüde yükseltilmiştir (Grafik 1.2.7). Ayrıca, gıda fiyatlarının yıllık artış oranına ilişkin varsayım tahmin ufku boyunca yüzde 7,5 olarak korunmuştur.

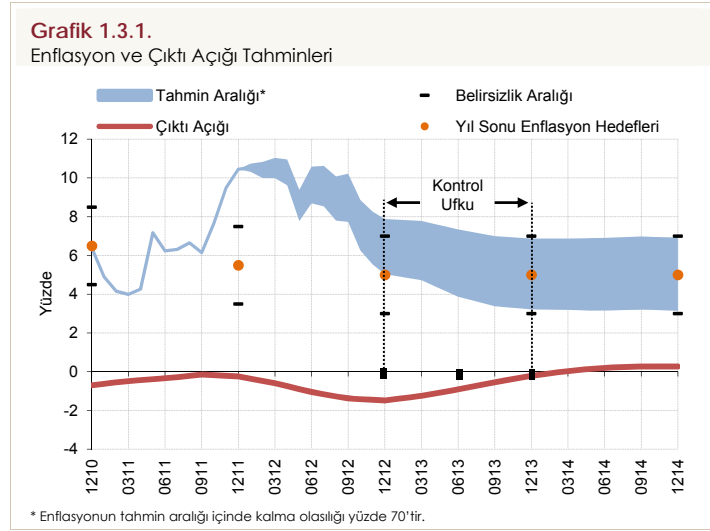


Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Tahminler üretilirken maliye politikasına ilişkin olarak Orta Vadeli Program (OVP) varsayımları temel alınmıştır. Dolayısıyla, faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranında önemli bir değişim olmadığı ve kamu borcunun GSYİH'ye oranındaki düşüşün sürdüğü bir çerçevede esas alınmıştır. Tütün fiyatlarının 2012 yılı boyunca sabit kalacağı, 2013 yılında ise 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerinin ima ettiği oranlarda artacağı varsayılmıştır. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlandırma mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Tahminler üretilirken para politikasındaki sıkı duruşun bir müddet daha devam edeceği; bu doğrultuda kredilerin yıllık büyüme eğiliminin yüzde 15 civarında seyredeceği, Türk lirasının ise ılımlı bir değerlendirme eğilimi sergileyeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 5,1 ile yüzde 7,9 aralığında (orta noktası yüzde 6,5), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,3 ile yüzde 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Sonuç olarak, son üç ay içinde talep ve maliyet unsurlarına ilişkin gelişmeler bir önceki Rapor'a kıyasla önemli bir değişime işaret etmese de başlangıç noktasının daha yüksek bir seviyede oluşması nedeniyle 2012 yılsonu enflasyon tahmini yukarı yönlü güncellenmiştir.

2011 yılında döviz kuru ve emtia fiyatlarındaki birikimli artışlar, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı yükseliş ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki gelişmeler sonucu enflasyon yüksek seviyelere çıkmıştır. Enflasyonun yılın ilk çeyreğinde bu seviyelerini koruyacağı, ikinci çeyrekte ise kademeli bir düşüş eğilimi sergileyeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1). TCMB'nin Ekim ayından bu yana uyguladığı sıkı para politikasının ikincil etkileri sınırlaması ve böylece geçici fiyat hareketlerinin yıllık enflasyon üzerindeki birikimli etkilerinin kademeli olarak ortadan kalkmasıyla enflasyonun aşağı yönlü bir seyir izlemesi beklenmektedir. Bu çerçevede, özellikle 2012 yılının son çeyreğinde enflasyondaki düşüşün belirginleşeceği tahmin edilmektedir.

Para politikasının mevcut durumda yüzde 10,45 olan enflasyonu 12 ay içinde yüzde 5 düzeyine düşürecek şekilde uygulanması iktisadi faaliyette arzu edilmeyen dalgalanmalara yol açacağından hedefe ulaşma sürecinin yaklaşık bir buçuk yıllık bir zaman dilimine yayılması öngörülmektedir. Diğer bir ifadeyle, enflasyonun yüzde 5'lik hedefe 2013 yılının ortalarında ulaşacağı tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1). Öte yandan, önümüzdeki dönemde risk iştahının belirgin şekilde iyileşmesi ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının tekrar hızlanarak Türk lirasındaki değerlenmenin baz senaryodaki varsayımlara kıyasla daha güçlü olması durumunda, 2012 yılının sonunda hedefe ulaşılması mümkün olabilecektir.

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

1.4. Riskler ve Para Politikası

Kısa vadede enflasyonun yüksek seyri sürdürecek olması ikincil etkiler konusunda risk oluşturmaktadır. 2011 yılının son üç ayında tüketici fiyatlarının birikimli artış oranı yüzde 5,66 olmuştur. Söz konusu artış 2012 yılının son çeyreğine kadar yıllık enflasyon hesabının içinde kalacaktır. Bu nedenle önümüzdeki dönemde enflasyonun ana eğilimi hedefle uyumlu seviyelere gerileyecek olsa dahi, 12 aylık birikimli fiyat artışları ile ölçülen enflasyonun yılın son aylarına kadar hedefin belirgin olarak üzerinde seyretmesi yüksek bir olasılıktır. TCMB'nin Ekim ayından itibaren gerçekleştirdiği parasal sıkılaştırma ikincil etkilerin ortaya çıkma olasılığını azaltmış olsa da, önümüzdeki dönemde enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları dikkatle takip edilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün hedefle uyumlu olması için gereken tedbirler alınacaktır.

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin önemini korumaya devam etmesi para politikasında esnek yaklaşımın devamını gerektirmektedir. Rapor'da orta vadeli görünüm sunulurken Euro Bölgesi'ndeki sorunların kademeli bir şekilde çözüleceği ve küresel ekonomide ek bir kötüleşme olmayacağı varsayılmıştır. Bununla birlikte, Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümünün beklenenden uzun ve sancılı olma olasılığı hem küresel büyüme hem de risk iştahına dair aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Öte yandan, çözüme yönelik atılan adımların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde sonuçlandırılması halinde ise küresel ekonomiye dair öngörülenden daha olumlu bir algılama ortaya çıkabilecektir. Böyle bir

durum, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının uyguladığı miktarsal genişleme politikasının da etkisiyle risk iştahını güçlendirerek gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını tekrar hızlandırabilecektir. Dolayısıyla, Euro Bölgesi'ne ilişkin süregelen sorunlar ve buna yönelik tedbirlerin etkililiğine ilişkin belirsizlikler, önümüzdeki dönemde küresel piyasalardaki oynaklığın süreceğine işaret etmektedir. Bu görünüm, birden fazla aracın kullanıldığı esnek para politikası yaklaşımını gerekli kılmaktadır. TCMB, önümüzdeki dönemde küresel ekonomideki gelişmeleri yakından izleyerek üzerine düşen tedbirleri gecikmeksizin almaya devam edecektir.

Önümüzdeki döneme dair bir diğer risk unsuru petrol fiyatlarına ilişkin belirsizliklerdir. Her ne kadar küresel iktisadi görünümün zayıf seyri emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı oluştursa da son dönemde petrol arzına dair sorunların belirginleşmesi, enerji fiyatlarının görünümüne ilişkin yukarı yönlü bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi halinde TCMB, geçici fiyat hareketlerinden kaynaklanan etkilere tepki vermeyecek, ancak beklentilerin bozulmasına müsaade etmeyecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmektedir. Rapor'da baz senaryoda yer alan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almakta, dolayısıyla mali disiplinin devamını öngörmektedir. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilmesine odaklanmaya ve finansal istikrarı gözetmeye devam edecektir. Bu süreçte TCMB ve diğer kurumlarca finansal istikrara yönelik alınan önlemlerin enflasyon görünümü üzerindeki etkileri de dikkatle değerlendirilecektir. Orta vadede mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı destekleyecektir. Bu yönde alınacak mesafe aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

2011 yılı son çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı sınırlı da olsa yavaşlamaya devam etmiş, 2012 yılına dair büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Küresel büyüme tahminlerindeki düşüşün önemli ölçüde gelişmiş ülkelerden kaynaklandığı ve Euro Bölgesi'nin bu düşüşte önemli rol oynayarak diğer ülkelerden ayrıştığı dikkat çekmektedir.

Son üç aylık dönemde Euro Bölgesi borç krizi ağırlaşmaya devam etmiş, sorunlar finans sektöründen reel ekonomiye sirayet etmiştir. Kötüleşen görünüm bölge yöneticilerini yeni tedbirler almaya zorlamış, ancak gerek 9 Aralık tarihli zirvede alınan kararların uygulanabilirliğine ilişkin belirsizlikler, gerekse alınan tedbirlerin sorunları çözmede yeterli olmayabileceğine ilişkin endişeler borç krizinin gündemi belirlemeye devam etmesine neden olmuştur. 9 Aralık kararları, Euro Bölgesi'ndeki iç dengesizliklere yönelik tedbir sunmamakla birlikte, hukuki sorunların aşılacağı varsayımıyla, yeni finansman imkanları sayesinde borç krizinden ağır şekilde etkilenen çevre ülkelere zaman kazandırarak kendi yapısal sorunlarını çözme imkanı vermektedir (Kutu 2.1). Borç krizi nedeniyle sermaye yeterliliği sorunlarıyla karşı karşıya kalan bölge bankacılık sektörünün sermaye yeterlilik rasyolarına ilişkin getirilecek yeni düzenlemelere uyum süreci ise bir başka belirsizlik kaynağı olmaktadır. Bütün bu değerlendirmeler, Euro Bölgesi'ne ilişkin sorunların ancak kademeli ve zamana yayılarak çözülebileceğine işaret etmektedir.

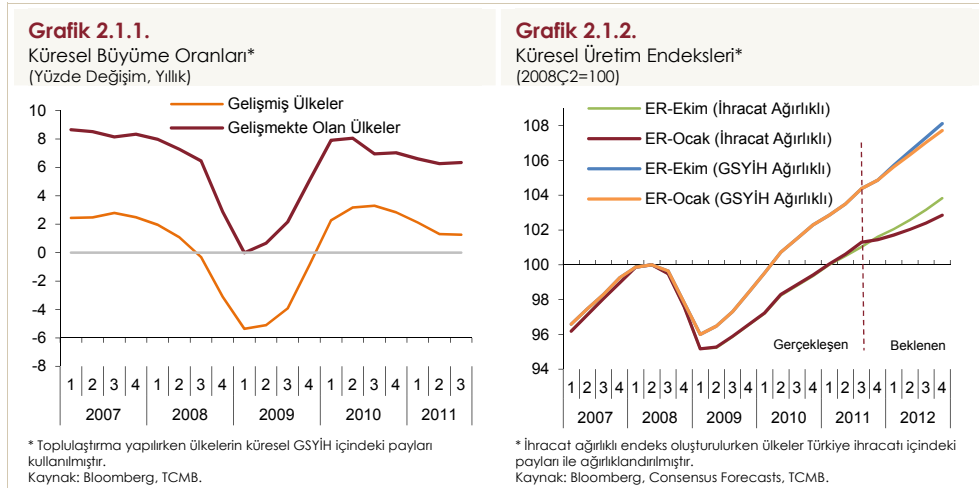
ABD ekonomisinde istihdam ve hanehalkı harcamaları son üç aylık dönemde beklenenden bir miktar daha iyi performans göstermiş, ancak yatırımlarda yavaşlama meydana gelirken, emlak sektörü baskı altında kalmaya devam etmiştir. Bu doğrultuda, ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) iktisadi faaliyeti destekleyici para politikası uygulamasını sürdürmüştü; bu kapsamda kısa vadeli hazine tahvillerinin uzun vadeliyle takasına dayanan niteliksel genişleme paketini devam ettirmiştir. Buna ilaveten, Fed enflasyondaki aşağı yönlü baskı öngörülerine istinaden politika faizlerini en az 2014 yılı sonlarına kadar mevcut düşük seviyelerde tutacağını kamuoyu ile paylaşmıştır. Fed, gerek faizleri uzunca bir süre daha düşük seviyelerde tutarak gerekse genişleme paketlerini devam ettirerek, para politikasının iktisadi faaliyeti destekleyici duruşunun önümüzdeki dönemde de devam edeceğinin altını çizmiştir.

Öncü göstergeler, gelişmekte olan ülkelerin küresel çalkantıdan olumsuz etkilendiğine ve iktisadi faaliyetin bu ülkelerde yavaşlamaya başladığına işaret etmektedir. Her ne kadar gelişmekte olan ülkeler sağlıklı makroekonomik temellere sahip olsa da ticaret, fonlama ve beklentiler kanallarından gelişmiş ülkelerdeki sorunlardan olumsuz etkilenebilmektedirler. Bölgesel olarak incelendiğinde ise Doğu Avrupa ülkelerinin daha sert etkilenmekte oldukları gözlenmektedir. Bu etkilerin önümüzdeki dönemde de süreceği, dolayısıyla gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının tekrar güçlenmesinin zaman alabileceği düşünülmektedir.

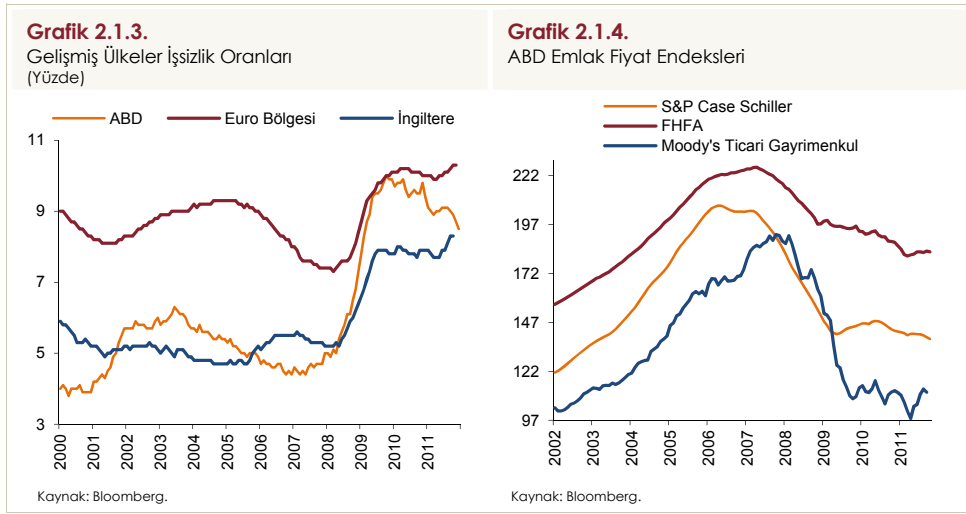
Emtia fiyatlarında gözlenen gerileme eğilimi kesintiye uğramış, son üç aylık dönemde sınırlı da olsa yükselişler gözlenmiştir. Küresel iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya paralel olarak talep beklentilerinin aşağı yönlü güncellenmesi önümüzdeki dönemde emtia fiyatlarındaki artışları sınırlayacak bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, arz yönlü sorunların devam etmesi özellikle petrol piyasasında fiyatlara dair yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

2.1. Küresel Büyüme

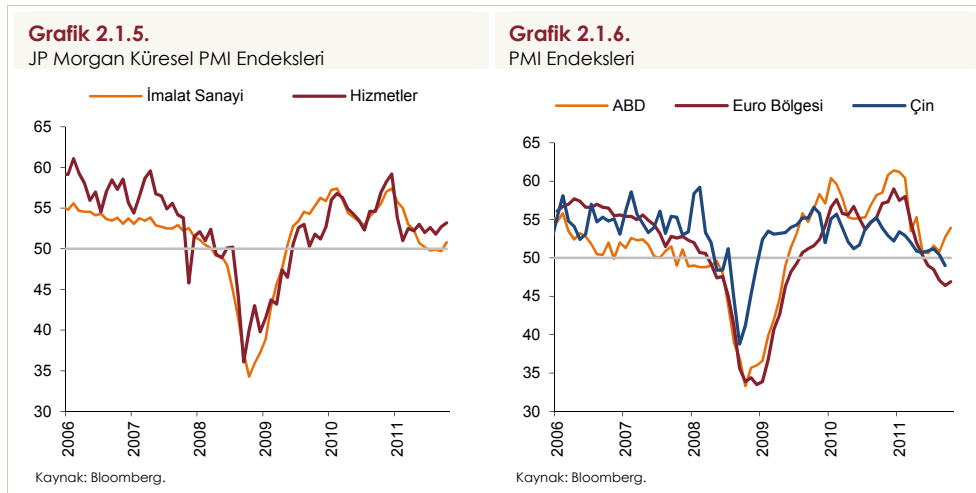
Yılın üçüncü çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetin artış hızının, yıllık bazda ölçüldüğünde, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde bir önceki çeyrek seviyelerinde kaldığı gözlenmektedir (Grafik 2.1.1). GSYİH ağırlıklı küresel üretim endeksi 2012 yılı dış talep görünümünün Ekim Enflasyon Raporu dönemine kıyasla sınırlı miktarda zayıfladığına işaret ederken, ihracat ağırlıklı endeks çok daha zayıf bir görünüme işaret etmektedir. Bu durum ihracat ağırlıklı endekste yüksek ağırlığa sahip Avrupa ülkelerinin büyüme beklentileri açısından diğer ülkelerden ve özellikle ABD'den olumsuz yönde ayrışmasından kaynaklanmaktadır (Grafik 2.1.2).



Euro Bölgesi ülkelerinin mevcut durumları ve yapısal farklılıkları nedeniyle işgücü piyasası dinamikleri ülkeden ülkeye farklılaşmakla birlikte, işsizlik oranları genel itibarıyla artmaya devam etmektedir. ABD işsizlik oranının ise yılın ikinci yarısında başlayan düşüş eğilimini sürdürmesine rağmen, kriz öncesi seviyesinin halen oldukça üzerinde olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.3). Diğer yandan, ABD emlak sektöründe, ticari gayrimenkul fiyatlarında sınırlı bir yükseliş gerçekleşse de, henüz belirgin bir toparlanma gözlenmemektedir (Grafik 2.1.4).



JP Morgan Küresel PMI endekslerinde gözlenen düşüş eğilimi dördüncü çeyrekte önemli ölçüde yavaşlamıştır. Ancak endeksler küresel büyüme açısından zayıf bir görünüm sergilemeye devam etmektedir (Grafik 2.1.5). 2011 yılının son çeyreğinde Euro Bölgesi ve Çin PMI endeksleri nötr seviyenin altında kalırken, ABD PMI endeksi belirgin biçimde yükselmiştir (Grafik 2.1.6).



Ocak ayı Consensus Forecasts bülteninde sunulan küresel büyüme tahminleri incelendiğinde, Ekim Enflasyon Raporu dönemine kıyasla 2012 yılına ilişkin tahminlerin ABD için yükseltildiği, Euro Bölgesi için ise önemli miktarda aşağı çekildiği gözlenmektedir (Tablo 2.1.1).

Bu gelişmeler ışığında, Türkiye ihracatında yüksek paya sahip Euro Bölgesi ülkelerine ilişkin büyüme beklentilerinin Ekim Enflasyon Raporu dönemine kıyasla düşürülmesi nedeniyle, Rapor'un son bölümünde yer alan tahminlerde baz senaryo için dış talep görünümü aşağı yönlü güncellenmiştir.

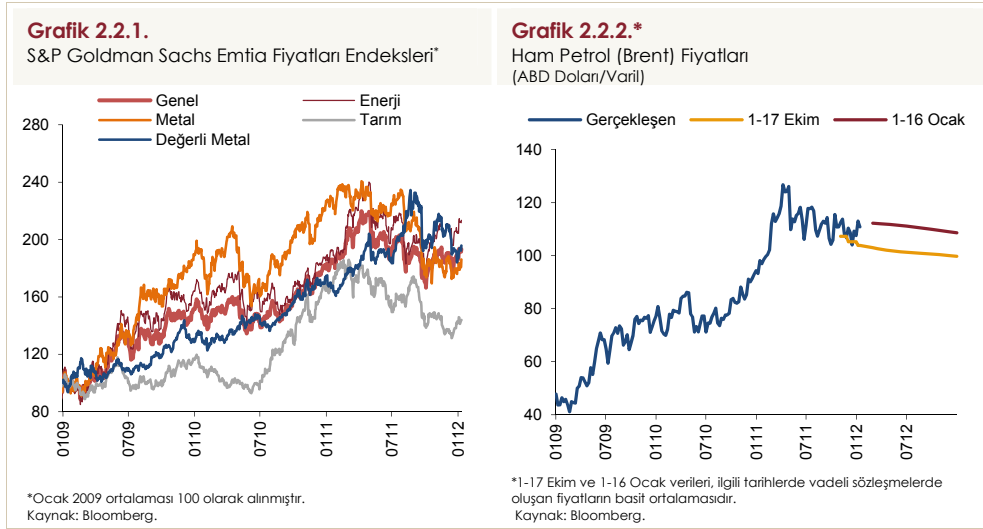
Tablo 2.1.1.
2012 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları

2011 yılının dördüncü çeyreğinde, genel emtia fiyat endeksinde temelde enerji fiyatları kaynaklı sınırlı bir yükseliş gerçekleşmiştir. Endüstriyel metal fiyatları, gerek Euro Bölgesi kaynaklı sorunların gerekse Çin ekonomisinde yavaşlamaya işaret eden verilerin etkisiyle yatay bir seyir izlemektedir. Üçüncü çeyrek içerisinde Euro Bölgesi borç krizi ve ABD'ye ilişkin not indirimi neticesinde tarihi zirve değerlerine ulaşan değerli metal fiyatları, son çeyrekte dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2). Finansal ve jeopolitik risklere rağmen değerli metal fiyatlarında artış gözlenmemesi, artan finansal riskler sebebiyle yatırımcıların varlıklarını daha likit alanlara plase etme eğiliminin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

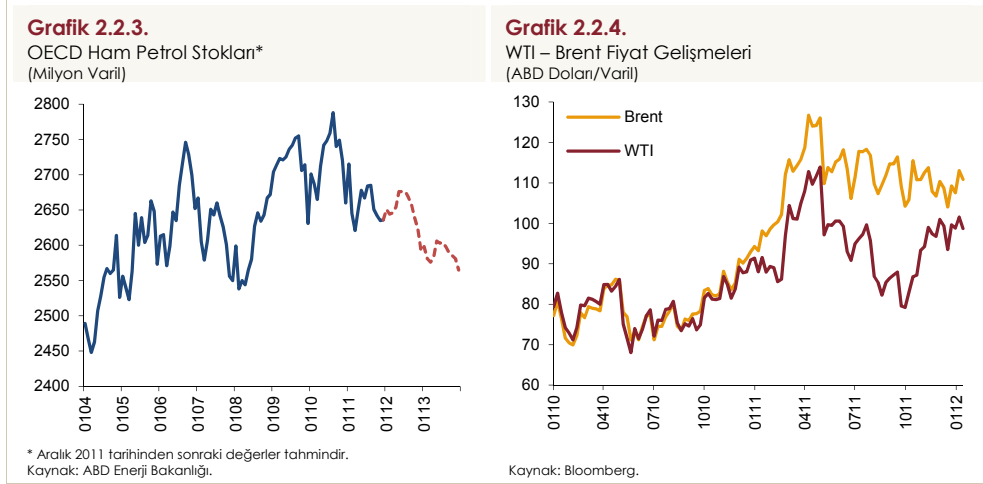


Küresel büyümeye ilişkin tahminlerin düşürülmesi ve ABD'de kış ayları nispeten yumuşak geçmesine rağmen arz gelişmeleri petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaya devam etmektedir. Avrupa tarafından uygulanması düşünülen ekonomik yaptırımlar karşısında, İran'ın Hürmüz Boğazı'nı petrol ticaretine kapatmakla tehdit etmesi petrol fiyatlarını yukarı çekmektedir. Zira, Hürmüz Boğazı, günlük onyediy milyon varillik petrol geçiş kapasitesi ile deniz yoluyla yapılan dünya ham petrol ticaretinin yaklaşık yüzde 35'ini sağlarken özellikle Asya ülkelerinin petrol ihtiyacının karşılanmasında büyük öneme sahiptir. Söz konusu tehdidin gerçekleşmesi, gerek bölgedeki politik riskleri artırması gerekse petrol ticareti için daha maliyetli alternatif güzergahların kullanılmasını gündeme getirmesi bakımından büyük riskler doğurabilecektir. Petrol ticareti güvenliği sağlansa dahi İran üretiminin piyasadan kısmen çekilmesi, diğer üretici ülkelerde kapasite imkanlarının önemli ölçüde daralmasına neden olabilecek ve sektörü daha kırılgan hale getirecektir.

İran kaynaklı sorunların yanı sıra OPEC ülkelerinin üretim seviyesini artırmadaki isteksizlikleri petrol fiyatlarında düşüşü engelleyen bir diğer etkidir (Kutu 2.2). Nitekim, Aralık ayında gerçekleşen olağan OPEC toplantısında alınan kota artırım kararı sadece kota miktarı ile üretim miktarı arasındaki uyumsuzluğu gidermiş, herhangi bir üretim artışına sebep olmamıştır.

Son dönemde enerji endekslerindeki yükselişte, WTI tipi ham petrol fiyatının artması belirleyici olmuştur. Son çeyrekte WTI tipi ham petrol fiyatında meydana gelen artış yüzde 24,7 iken, Brent tipi ham petroldeki artış yüzde 3,1 ile sınırlı kalmıştır. ABD'de stok düşüşleri WTI fiyatlarını yükseltirken, Libya üretiminde

başlayan yükseliş Brent ham petroldeki artışları sınırlamış ve iki referans ürün arasındaki fiyat farkının daralmasına neden olmuştur (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).



Tarım fiyatları dördüncü çeyrekte dalgalı bir seyir izlemiş, yıl sonu itibarıyla bir önceki çeyrek seviyelerine yaklaşmıştır. Ekim alanları ve üretimin artmasına bağlı olarak tarım ürünleri stoklarının artması bu dönem öne çıkan arz yönlü gelişmeler olmuştur. Bu gelişmeler neticesinde tarım ürünleri fiyat tahminleri 2012 yılı için aşağı yönlü güncellense de, başta Arjantin olmak üzere Latin Amerika ülkelerinde gözlenen kuru ve sıcak hava şartları tarım ürünleri fiyatları için önemli bir belirsizlik unsuru olarak görülmektedir (Tablo 2.2.1).

Tablo 2.2.1.

Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri

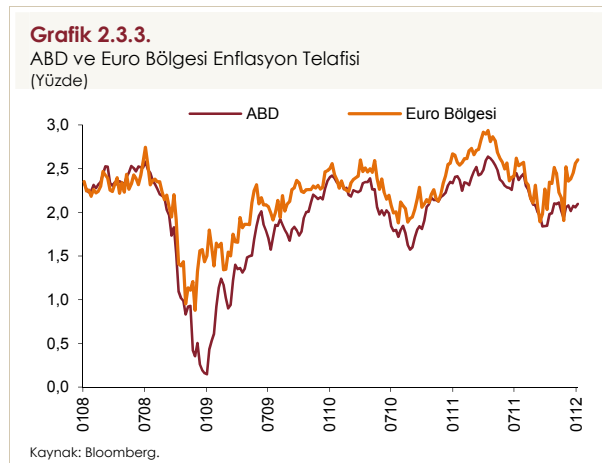
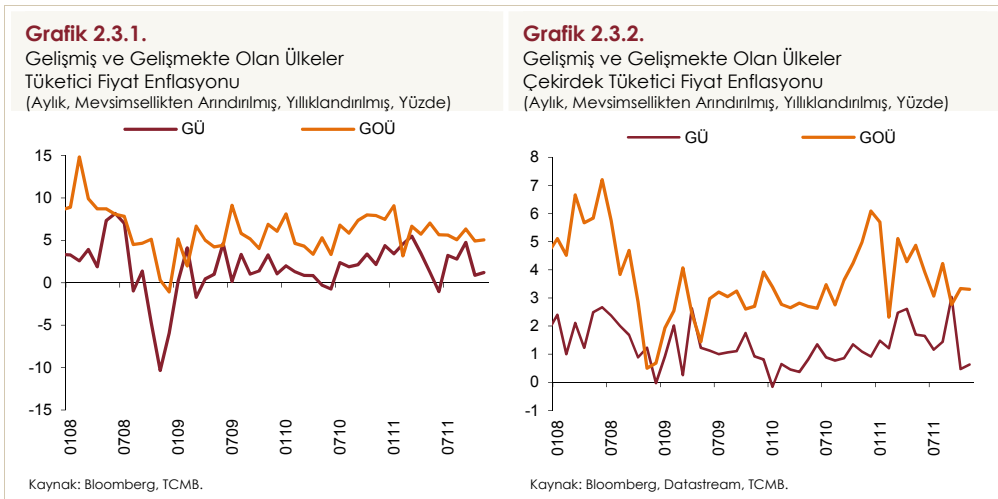
	2009/2010	2010/2011	2011/2012
BUĞDAY (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	167,0	202,1	200,0
Üretim	685,4	651,7	691,5
Tüketim	650,3	653,9	681,4
Dönem Sonu Stoku	202,1	200,0	210,0
MISIR (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	147,3	144,1	128,1
Üretim	819,2	827,4	868,1
Tüketim	822,5	843,4	868,0
Dönem Sonu Stoku	144,1	128,1	128,1
PAMUK (milyon balya)			
Başlangıç Stoku	61,7	44,4	45,4
Üretim	101,7	115,3	122,9
Tüketim	119,0	114,3	110,0
Dönem Sonu Stoku	44,4	45,4	58,4

Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

Sonuç olarak, arz yönlü belirsizlikler devam etse de küresel ekonomideki yavaşlamaya bağlı olarak 2012 yılında emtia fiyatlarının bir önceki yıla kıyasla daha ılımlı bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir.

2.3. Küresel Enflasyon

2011 yılının dördüncü çeyreğinde enflasyon oranları gelişmekte olan ülkelerde yatay bir seyir izlerken, gelişmiş ülkelerde gerilemiştir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Gelişmekte olan ülkelerde son dönemde döviz kurlarındaki artışın ve emtia fiyatlarındaki sınırlı yükselişin enflasyon üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü baskılar, iç talepte gözlenen yavaşlama ile telafi edilmiş, bunun sonucunda mevsimsellikten arındırılmış tüketici ve çekirdek enflasyon oranları bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki seviyelerini korumuştur. Öte yandan, başta Euro Bölgesi ülkeleri olmak üzere gelişmiş ülkelerde süregelen sorunlar nedeniyle iktisadi faaliyetin önemli oranda yavaşlaması, enflasyon oranlarının belirgin biçimde düşüş kaydetmesine neden olmuştur. ABD'de enflasyon telafisi 2011 yılının son çeyreğinde yatay seyrederek Fed'in ekonomideki toparlanmayı destekleyici politikalarını sürdürmesine olanak tanırken, Euro Bölgesi'nde enflasyon telafisinin sınırlı da olsa yükseldiği gözlenmiştir. (Grafik 2.3.3).



2012 yılına ilişkin küresel enflasyon tahminleri geçen Rapor dönemine kıyasla sınırlı oranda gerilemiştir (Tablo 2.3.1). Gelişmiş ekonomilere ilişkin enflasyon beklentileri ABD için aşağı yönlü, Euro Bölgesi için ise yukarı yönlü güncellenmiştir. Asya ve Latin Amerika bölgelerindeki gelişmekte olan ülkelere yönelik enflasyon tahminlerinde ise aynı dönemde gerileme görülmüştür. Özellikle Çin ve Brezilya gibi yükselen ekonomilerde talebin zayıflayacağına yönelik beklentiler enflasyon oranlarının 2012 yılında gerileyeceğine ilişkin algıları güçlendirmektedir. Öte yandan, Türkiye, Macaristan ve Çek Cumhuriyeti'ne ilişkin enflasyon beklentilerindeki artış Doğu Avrupa bölgesi enflasyon tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesinde etkili olmuştur.

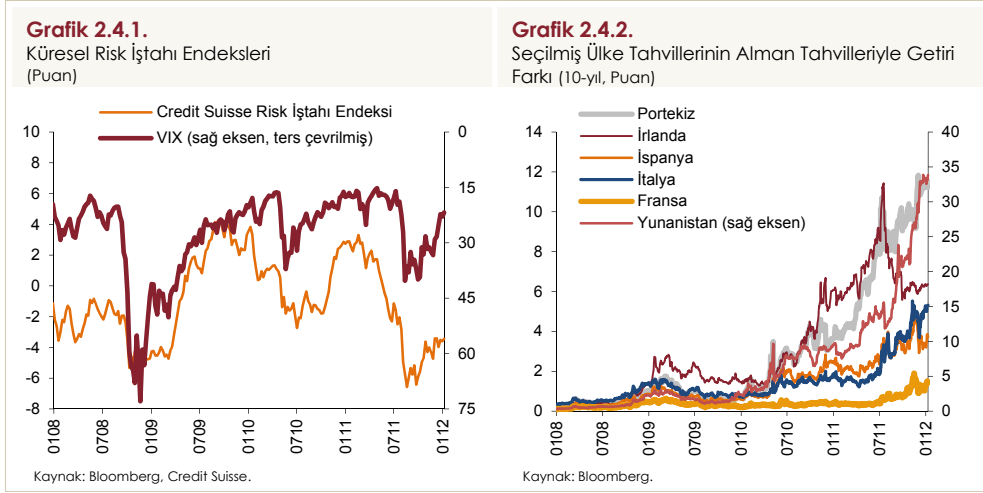
Tablo 2.3.1.
2012 Yılına İlişkin Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

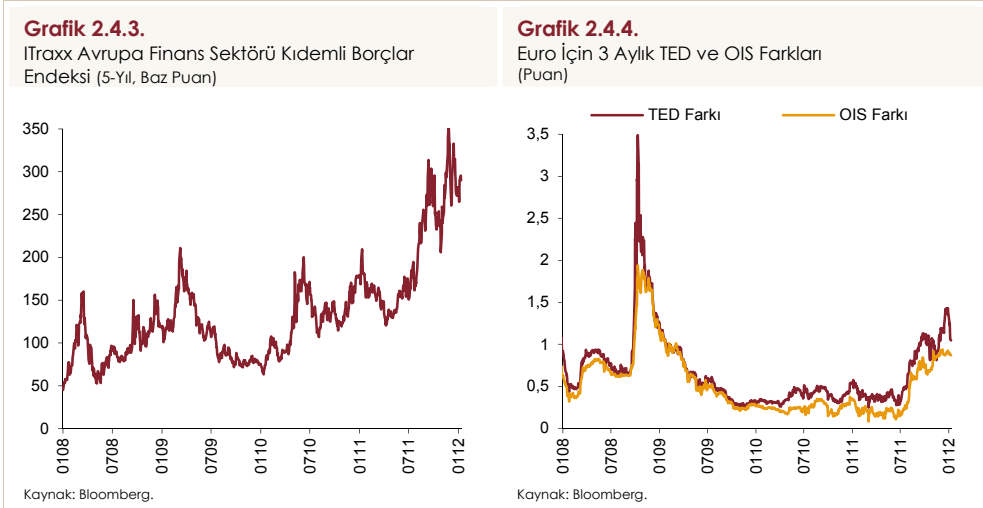
* Aralık ayı tahminidir.
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

Yılın son çeyreğinde Euro Bölgesi borç krizi ağırlaşmış ve finansal piyasalardaki seyrin başlıca belirleyicisi olmaya devam etmiştir. 9 Aralık tarihinde açıklanan tedbir paketi ve ardından Avrupa Merkez Bankası'nın (European Central Bank-ECB) artan müdahaleleri piyasaları rahatlatmış, risk iştahındaki bozulmanın kesintiye uğramasını sağlamıştır (Grafik 2.4.1). Ancak, 9 Aralık kararlarının uygulanmasına ilişkin hukuki belirsizlikler ile alınan tedbirlerin kalıcı bir çözüm getirip getirmeyeceğine ilişkin endişeler, artan ekonomik daralma kaygılarıyla birleşerek borç sorunu yaşayan ülke tahvil getirilerinde belirgin bir iyileşme olmasını engellemiştir (Grafik 2.4.2). Ocak ayı ortalarında bir derecelendirme kuruluşunun, Fransa dahil olmak üzere, birçok Euro Bölgesi ülkesinin kredi notunu düşürmesi beklentiler dahilinde olduğundan, finansal piyasalar üzerinde belirgin bir etki yapmamıştır.

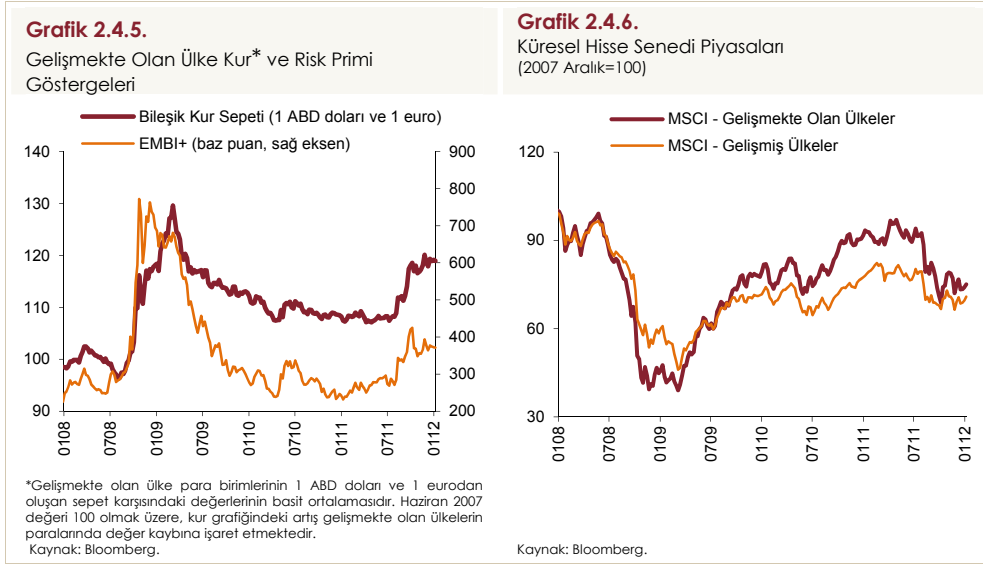


Borç sorununun Avrupa bankacılık sektörü üzerindeki olumsuz etkileri son üç aylık dönemde de devam etmiştir (Grafik 2.4.3). Bu gelişmeye bağlı olarak bankacılık sektörü karşı taraf riskini gösteren TED ve OIS farkları da yüksek seviyelerini korumuştur (Grafik 2.4.4). ECB tarafından gerçekleştirilen, üç yıl vadeli likidite operasyonuna gösterilen yoğun talebe rağmen bankacılık sektörü göstergelerinin belirgin bir toparlanma sergilememesi, sektörün karşı karşıya olduğu tablonun ağırlığına işaret etmektedir. Avrupa'da bankacılık sektörünün sermaye artırımına ilişkin düzenlemelerin ve uygulama tarihinin kesinleşmemiş olması ise sektör için bir başka belirsizlik kaynağı olmaktadır.

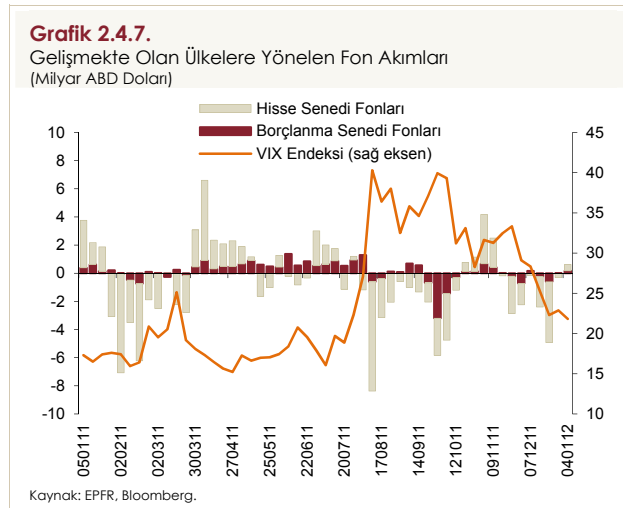


Risk iştahının, gözlenen kısmi toparlanmaya rağmen, düşük seviyelerde seyretmesi, gelişmekte olan ülkeleri olumsuz yönde etkilemeye devam etmektedir. Yılın üçüncü çeyreğine kıyasla daha sınırlı olmakla birlikte, son üç aylık dönemde de gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının yaşanması, bu

ülkelere ait kur ve varlık fiyatlarını olumsuz yönde baskılamaya devam etmiştir (Grafik 2.4.5 ve Grafik 2.4.6).



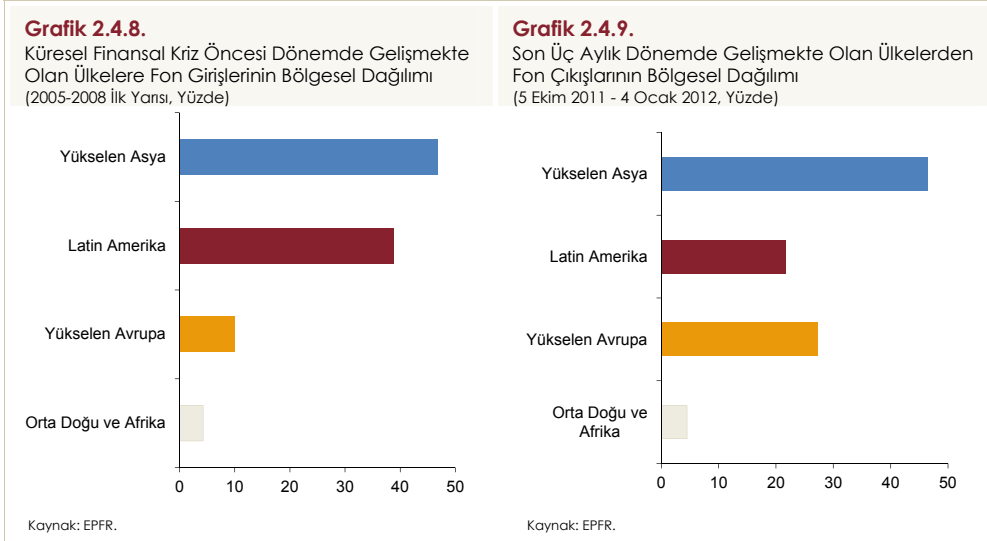
2011 yılının son çeyreğinde gelişmekte olan ülke sermaye hareketleri daha detaylı incelendiğinde, çıkışların ağırlıklı bir şekilde hisse senedi fonlarından gerçekleştiği dikkat çekmektedir (Grafik 2.4.7).



Gelişmekte olan ülkelerde son üç ayda gerçekleşen fon çıkışları 2005-2008 dönemindeki fon girişleri ile karşılaştırıldığında, bölgesel dağılımda önemli farklılaşmalar göze çarpmaktadır (Grafik 2.4.8 ve Grafik 2.4.9)¹. Portföy akımlarında en yüksek pay sahibi Asya ülkelerinden son dönemde yaşanan fon

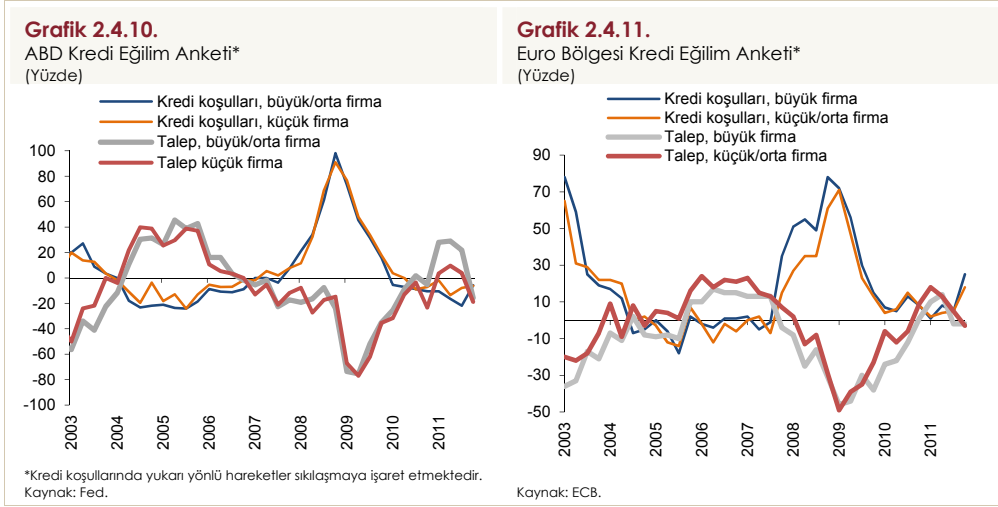
¹ 2005-2008 ortası döneminde toplam girişler 79,3 milyar ABD doları seviyesinde olup, çeyreklik ortalaması 4,4 milyar ABD dolarıdır. 2001 yılı son çeyreğinde ise 10,8 milyar ABD doları çıkış gerçekleşmiştir.

çıkışlarının kriz öncesi dönemdeki fon girişleri ile aynı oranda olduğu gözlenirken, Latin Amerika ülkelerinden çıkışların görece olarak daha az olduğu izlenmektedir. Bu gözlem, yatırımcıların özellikle borç sorunlarının derinleştiği Euro Bölgesi'yle güçlü ticari ve finansal bağlantılara sahip gelişmekte olan ülkelere daha ağırlıklı olarak yatırımlarını çektiklerine işaret etmektedir.



Önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerde büyümeyi destekleyici politikaların sürdürülecek olmasının yanı sıra gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arası büyüme ve faiz farklarının gelişmekte olan ülkelere lehine devam etmesinin portföy akımlarını desteklemesi beklenmektedir. Ancak, gelişmiş ülkelerdeki sorunların çözüm sürecinin uzayacağına yönelik endişelerin önümüzdeki dönemde sermaye akımlarını sınırlayıcı en önemli unsur olmaya devam edeceği düşünülmektedir.

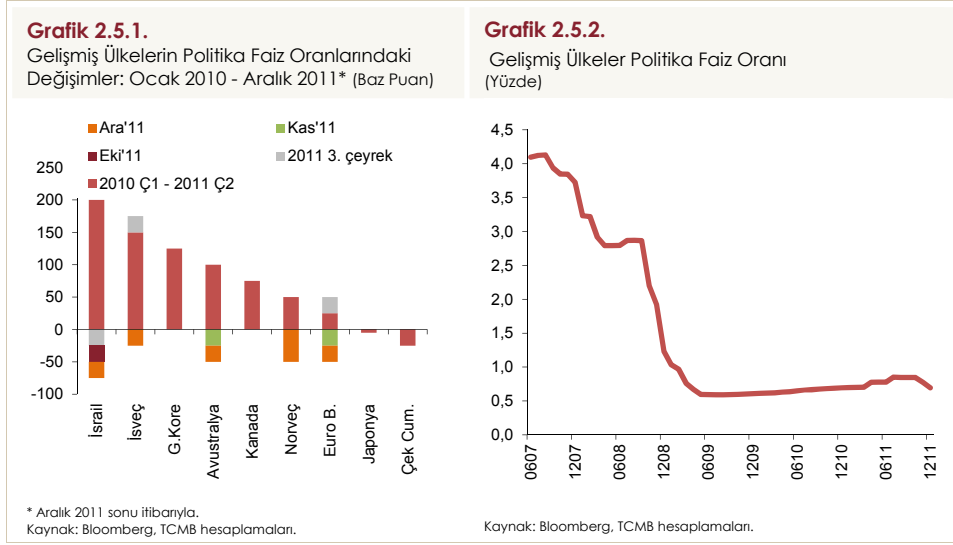
Kredi piyasalarındaki gelişmeler de finansal piyasalardaki olumsuz görünüme benzer bir seyir izlemektedir. Fed Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre ABD'de kredi koşullarındaki gevşeme azalarak da olsa devam etmekte, kredi talebinde de yavaşlama olduğu görülmektedir (Grafik 2.4.10). Öte yandan, ECB Kredi Eğilim Anketi'ne göre Euro Bölgesi kredi koşullarındaki sıkılaşma artarken, kredi talebinde gerileme gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.11).



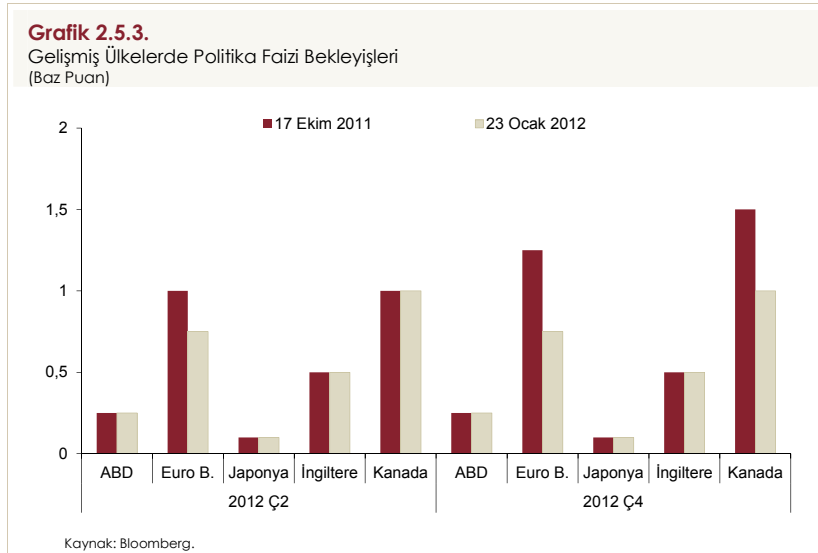
2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Olumsuz seyreden küresel büyüme görünümüne bağlı olarak, geçtiğimiz çeyrekte küresel para politikasında gevşeme sürecine girilmiştir. Hâlihazırda dezenflasyon sürecinin hâkim olduğu gelişmiş ülkelerde gerek politika faizleri düşürülerek gerekse miktarsal genişleme paketleri uzatılarak genişletici para politikası uygulamalarına devam edilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde de çoğunlukla politika faizlerinde indirimle gidilmiştir. Ancak, az sayıda gelişmekte olan ülke merkez bankasının, finansal riskleri dengelemek maksadıyla gerek makro ihtiyati tedbirleri kullanarak gerekse politika faizlerini artırarak sıkı para politikası uygulamaya devam ettiği görülmektedir.

2011 yılının son çeyreğinde, gelişmiş ülkelerde para politikasının bir önceki çeyreğe göre belirgin bir şekilde gevşetildiği gözlenmiştir. ECB başta olmak üzere, bazı gelişmiş ülke merkez bankalarının politika faizlerini düşürdükleri görülmektedir (Grafik 2.5.1). Nitekim, toplulaştırılmış endekslere göre gelişmiş ülkeler politika faizi bir önceki çeyreğe göre 15 baz puanlık düşüş kaydederek yüzde 0,69 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.5.2).



Gelişmiş ülke politika faizlerinin uzunca bir süre daha düşük seyretmesi beklenmektedir. Bir önceki Enflasyon Raporu dönemi ile kıyaslandığında 2012 yıl sonuna ilişkin politika faizi beklentileri ABD, Japonya ve İngiltere için sabit kalırken, Euro Bölgesi ve Kanada için aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 2.5.3). Ayrıca, para politikası kurulu üyelerinin politika faiz tahminlerini düzenli bir şekilde yayımlama kararı alan Fed'in 25 Ocak'ta açıklanan tahminlerine göre, politika faizlerinin en az 2014 yılı sonlarına kadar mevcut düşük seviyelerde tutulması beklenmektedir.

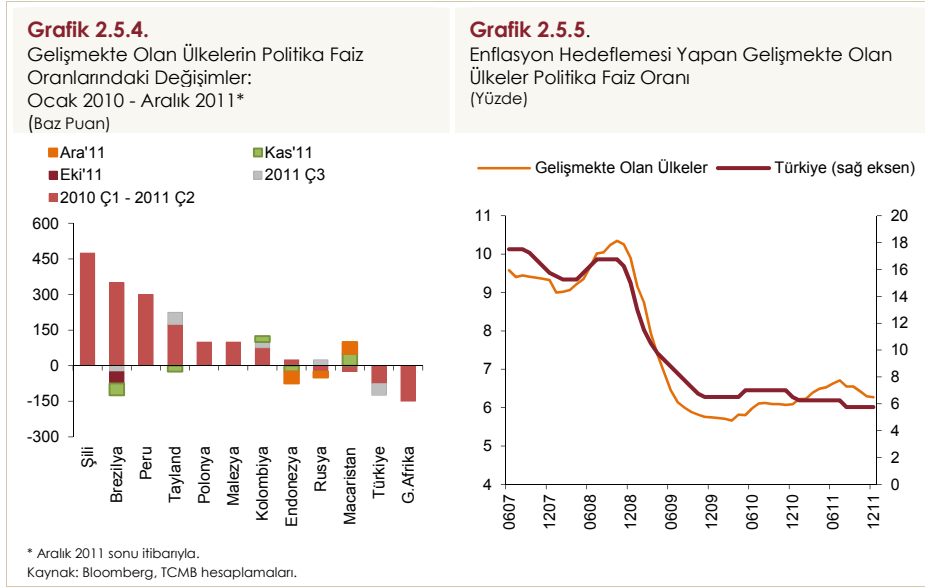


Gelişmiş ülkeler, yılın son çeyreğinde, düşük seyreden politika faizlerine ilaveten, yeni genişleme paketleri açıklamak suretiyle de para politikalarını gevşetmiştir. Sözelimi, Fed ekonomi genelinde borçlanma maliyetlerini

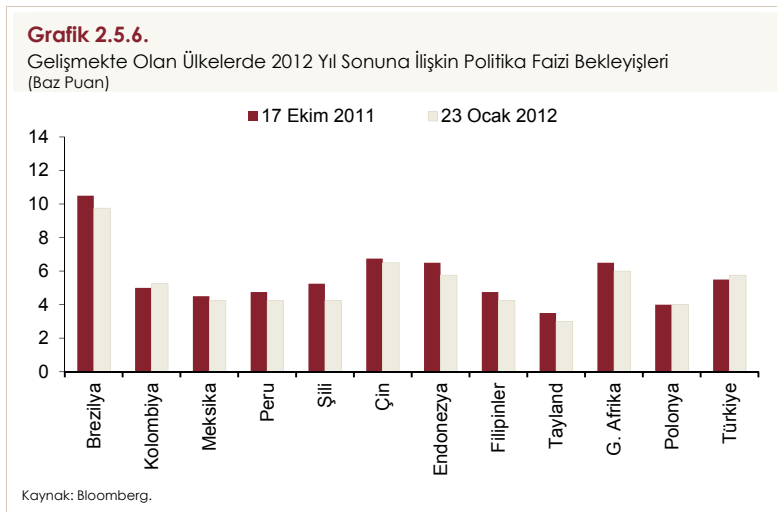
düşürmek için bilanço büyüklüğünü etkilemeyecek şekilde, kısa vadeli tahvillerin satımı ve uzun vadeli tahvil alımını içeren 400 milyar ABD doları tutarında yeni bir paket açıklamıştır. Buna ek olarak, yeni ipoteğe dayalı menkul kıymet alımlarının yapılabileceğine dair sinyaller de verilmektedir. İngiltere Merkez Bankası ise, 6 Ekim tarihli Para Politikası Kurulu toplantısı sonrasında, bankacılık sektörü finansmanındaki sıkıntıların giderilmesine yönelik olarak varlık alım programı miktarının artırıldığını duyurmuştur. Japonya Merkez Bankası'nın varlık alımları ise Ekim ayında açıkladığı program ile uyumlu olarak hız kazanmıştır. ECB, yılın son çeyreğinde gerek geleneksel gerekse geleneksel olmayan politika araçlarını en çok kullanan gelişmiş ülke merkez bankası olarak ön plana çıkmıştır. Öncelikle, Ekim ayı toplantısının ardından, Kasım 2011'de başlayıp Ekim 2012'ye kadar devam edecek olan ve birincil ve ikincil piyasalarda 40 milyar Euro tutarında yeni bir tahvil alım programı açıklamış, 3 aylık ve 1 yıllık likidite sağlama operasyonlarına devam kararı almıştır. Kasım ayında yaptığı 25 baz puanlık faiz indiriminin ardından, Aralık ayında yaptığı toplantıda tekrar 25 baz puanlık bir indirmeye gitmiş, zorunlu karşılık oranlarını yüzde 2'den yüzde 1'e çekmiştir. Yine Aralık ayında, uzun vadeli yeniden finansman imkânları (Long Term Refinancing Operations) kapsamında likidite sıkışıklığını gidermeye yönelik olarak bankacılık sektörüne 3 yıl vadeli 489 milyar euro likidite sağlamıştır. Özetle, geçtiğimiz çeyreğin sonu itibarıyla bakıldığında, gelişmiş ülkeler para politikasının, gerek düşük faiz gerekse uzatılmış genişleme paketleri vasıtasıyla daha da gevşetildiği gözlenmektedir.

Geçtiğimiz çeyrek, gelişmekte olan ekonomilerde de para politikasının genel olarak gevşek seyrettiği bir dönem olmuştur. Birçok ülke merkez bankası, canlı seyreden yurt içi talebe karşın, küresel büyümeye ilişkin aşağı yönlü riskleri ve buna bağlı olarak zayıf seyreden yurt dışı talebi göz önünde bulundurarak politika faizinde indirmeye gitmiştir (Grafik 2.5.4). Nitekim, toplulaştırılmış endekslere göre söz konusu ülke grubu politika faiz oranı yıl sonu itibarıyla bir önceki çeyreğe göre yaklaşık 30 baz puan düşüş kaydetmiş ve yüzde 6,27 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.5.5). Çin Merkez Bankası ise politika faizinde değişikliğe gitmemiş, ancak 2010 yılı başından 2011 yılı ortasına kadar toplam 650 baz puan artırdığı zorunlu karşılık oranlarını Aralık ayında 50 baz puan düşürerek para politikasında gevşeme sürecine girmiştir. Öte yandan, sınırlı sayıda merkez bankasının, çoğunlukla finansal istikrarı korumaya yönelik kaygılar ile sıkı para politikası uygulamaya devam ettiği görülmektedir. Sözgelimi, Macaristan Merkez Bankası, finansman risklerini azaltmak ve yerli para üzerindeki aşağı yönlü baskıyı

hafifletmek amacıyla geçtiğimiz çeyrekte politika faizlerinde toplam 100 baz puanlık artış yapmış, küresel para politikasının oldukça gevşek seyrettiği bir dönemde en sıkı para politikası uygulayan merkez bankalarından birisi olmuştur. Benzer şekilde, Kolombiya da geçtiğimiz çeyrekte politika faizinin artırıldığı gelişmekte olan ülke ekonomilerinden olmuştur. Türkiye’de ise parasal sıkılaştırma faiz koridoru aracılığıyla gerçekleştirilmiştir (Grafik 5.1.7).



Küresel büyümenin yavaşlayacağı ve gelişmiş ülkelerde para politikasının önümüzdeki dönemde daha da gevşetileceği beklentilerine bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelerde 2012 yıl sonu politika faizlerine dair beklentişlerin bir önceki Rapor dönemine göre çoğunlukla aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir (Grafik 2.5.6).



Kutu
2.1

9 Aralık Kararları ve Euro Bölgesi Borç Krizi

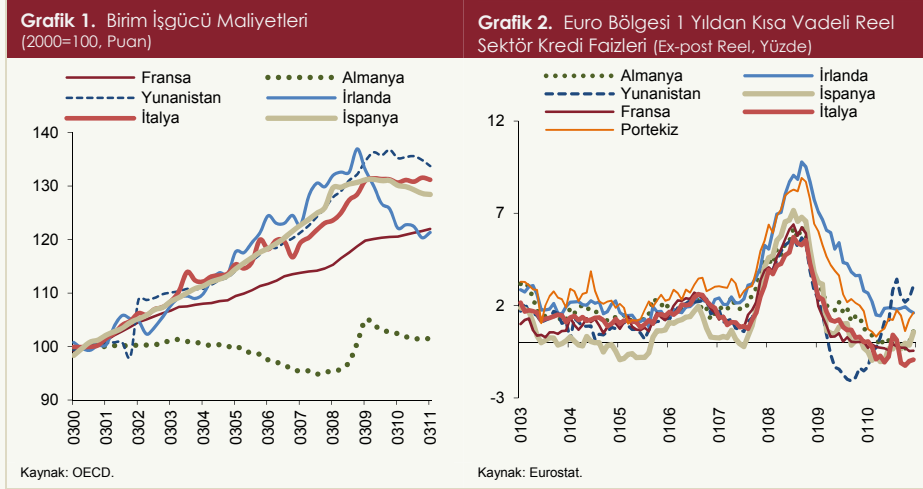
2011 yılı ikinci yarısında daha da ağırlaşan Euro Bölgesi borç krizi bölge siyasetçilerini yeni tedbirler almaya zorlamıştır. 9 Aralık tarihinde son halini alan yeni tedbir paketi öncesi, başta Almanya ve Fransa yöneticileri olmak üzere, bölge siyasetçileri yoğun çaba sarf etmiş ve büyük kararlılık sergilemiştir. Alınan tedbirlerin ana noktaları şu şekilde özetlenebilir:

- İş çevrimine göre düzeltilmiş bütçe açığının GSYİH'ya oranla yüzde 0,5'i aşmaması ve bu hususun anayasal düzenleme ile güvence altına alınması kararlaştırılmıştır. Açığın yüzde 3'ü aşması durumunda otomatik yaptırımlar uygulanacaktır.
- IMF'ye borç krizinde kullanabilmesi için 200 milyar euro tutarında fon sağlanması üzerinde uzlaşmıştır. AB üyesi olmayan ülkelerin katılımıyla miktarın artırılması hedeflenmektedir.
- Avrupa İstikrar Mekanizması'nın (ESM) kuruluşu bir yıl öne çekilmiştir. Sermaye aktarımı geçici olarak kurulan Avrupa Finansal İstikrar Fonu'ndan (EFSF) farklı bir şekilde fiilen yapılacak olan ESM'nin kaynağı 500 milyar euro düzeyinde öngörülmüştür.
- ESM'nin devreye girmesiyle, olası bir borç yapılandırması durumunda özel sektör katılımını zorunlu kılan düzenlemeden vazgeçilmiştir.

Ne var ki, İngiltere ülkede finansal sektörün işleyiş ve denetimine ilişkin taleplerinin kabul edilmemesi nedeniyle üzerinde anlaşılan paketi veto etmiştir. Bu durumda 9 Aralık'ta alınan tedbirlerin Avrupa Birliği'nin (AB) kurumsal yapısı içerisinde uygulanabilirliği tartışılır hale gelmiştir. AB yetkilileri hukuki sorunlara çözüm ararken, Euro Bölgesi üyelerinden İrlanda'nın düzenlemeleri referanduma taşımak zorunda olduğu yorumları bir başka belirsizlik kaynağı olmuştur.

Açıklanan paket, kriz nedeniyle borçlanma maliyetlerinde artış yaşayan sorunlu ülkeler için yeni finansman imkanları sağladığı gibi, getirmek istediği mali disiplin sayesinde bugüne kadar temkinli davranan ECB'ye de daha fazla müdahale etme imkanı tanımaktadır. Kamu maliyesi tedbirleri ve artan finansman imkanları bakımından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilen paket, Euro Bölgesi'ndeki iç dengesizlikleri giderecek ve sorunlu ülkelerin yeniden büyüme patikasına dönmesini sağlayacak yapısal önlemlere ilişkin somut bir adım içermemesi ve sorunların sadece kamu maliyesine ilişkin kısmına yoğunlaşması nedeniyle de eleştirilmektedir. Bu açıdan bakıldığında, küresel kriz öncesi gelişmelerin mercek altına alınarak bölge ülkelerinin hangi dinamikler sonucu baskı altında kaldığının tartışılması, açıklanan paketin kabul edilmesi halinde ne ölçüde faydalı olabileceğinin değerlendirilmesi bakımından yararlı olacaktır.

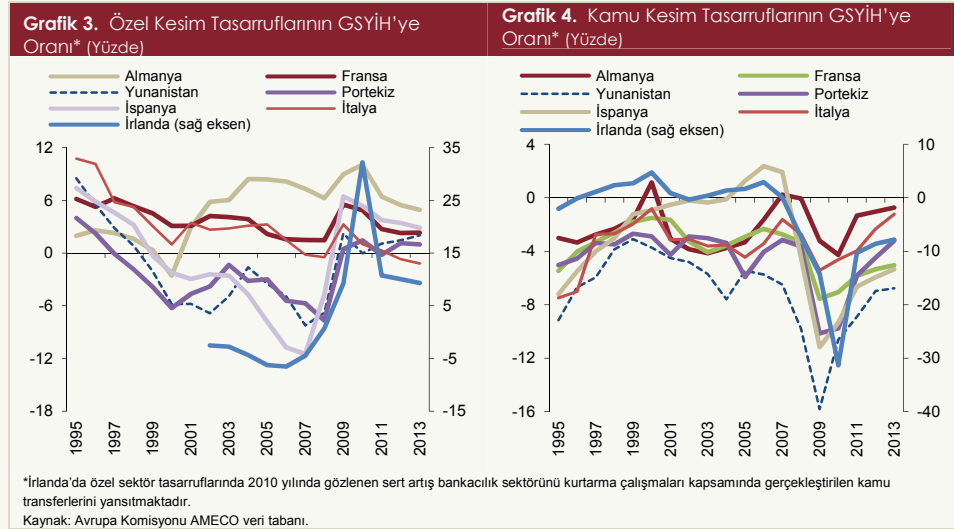
Euro Bölgesi ülkeleri arasında öne çıkan ilk yapısal sorun birbirinden ayrılan enflasyon eğilimleri sonucu nominal ücretlerin hızla uyarlanmasıyla üye ülkeler arasında rekabet gücünün farklılaşmasıdır. İrlanda ve Yunanistan gibi ülkelerde gözlenen reel ücret artışları ise görünümü daha da olumsuzlaştırmıştır. 2008 yılında yaşanan küresel krizin ardından sadece İrlanda'da rekabet gücü kazanımı gerçekleşirken, diğer ülkelerin Almanya ile arasındaki ayrışma devam etmektedir (Grafik 1).



Rekabet gücü sorunlarının yanı sıra parasal birliğe geçilmesiyle kur riskinin ortadan kalkması ve artan sermaye hareketleri sonucu nominal faizler birbirine önemli ölçüde yakınsamıştır. Bunun sonucunda, Yunanistan başta olmak üzere, mevcut durumda sorunlu ülkelerdeki ekonomik birimlerin dönem dönem Almanyadakilerden daha düşük maliyetle borçlanabildikleri gözlenmiştir. Hatta bu ülkelerde görülen reel faizlerin ülkeler arası enflasyon farklılaşması sonucu ekonominin canlı olduğu dönemlerde sıfırın altına dahi gerilemiş olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 2).

Kriz öncesi dönem incelendiğinde artan likidite imkanları, düşük faizler ve rezerv niteliği taşıyan bir paraya sahip olmanın getirdiği avantajlar sonucu harcama disiplininin önemli ölçüde bozulduğu ve bu bozulmanın özel sektörde daha belirgin olduğu dikkat çekmektedir. Borç krizinden en ağır şekilde etkilenen dört çevre ülkesinde (Yunanistan, Portekiz, İrlanda, İspanya) özel sektör tasarruf açığının diğer ülkelerden önemli ölçüde farklılaşmış olduğu da göze çarpmaktadır. Bunun yanı sıra, Euro Bölgesi'nin merkez ülkeleri arasında yer alan İtalya ve Fransa'da da özel sektör tasarruflarının önemli ölçüde gerilediği, İtalya'da küresel krizin hemen öncesinde negatif bölgeye geçmiş olduğu görülmektedir. Almanya'da ise yine

tam ters bir eğilim gözlenmiş, özel sektör tasarrufları euroya geçiş ile birlikte yükselmiştir (Grafik 3). Kamu kesimi tasarrufları incelendiğinde ise çevre ülkeler kategorisinde yer alan İrlanda ve İspanya'nın kriz öncesi dönemde sergiledikleri olumlu performans dikkat çekicidir. Almanya küresel kriz patlak vermeden hemen önce kamu maliyesini dengeye getirmeyi başararak yine diğer ülkelerden ayrılmıştır. Diğer çevre ülkeler ve merkez ülkelerden İtalya ve Fransa ise dönem boyunca mali açık vermeye devam etmiştir (Grafik 4).



Özdeşlik gereği Grafik 3 ve 4'te yer alan sektörel davranışların toplamıyla ilgili ülkenin cari dengesine ulaşılmaktadır. Bu durumda sorun yaşayan ülkelerin kamu maliyelerindeki bozuk yapının giderilememesine ek olarak bozulan özel sektör bilançoları, kolay finansman ve yitirilen rekabet gücü ile birleşerek büyük cari açıkları beraberinde getirmiştir. Bu dönemde euronun ABD dolarına karşı değer kazanması, sorunlu ülkelerin sadece diğer Euro Bölgesi ülkeleri karşısında değil, küresel olarak da rekabet gücünü olumsuz etkilemiştir.

Bu ülkelerin kamu harcamaları daha detaylı incelendiğinde, katı olarak değerlendirilebilecek olan transfer harcamalarının önemli paya sahip olduğu dikkat çekmektedir. Ekim ayında IMF tarafından yayımlanan Küresel Mali Görünüm Raporu'nda yer alan veriler de önümüzdeki yıllarda demografik dönüşüm sonucu bu ülkelerin artan sağlık ve emeklilik sistemi ödemeleri ile karşı karşıya kalacağını ortaya koymaktadır. Bu gelişmeler tedbirlerin hayata geçirilmesinde önemli sorunlarla karşılaşılacağına işaret etmektedir. Özel sektörün harcamalarını kısma başladığı bir ortamda mali konsolidasyona başvurulması ise resesyon kaygılarını daha da artırmaktadır.

Tüm bu gelişmeler birlikte değerlendirildiğinde, Euro Bölgesi'nin içinde bulunduğu krizi sadece kamu maliyesi sorunlarıyla ilişkilendirmek yerinde görülmemektedir. Borç krizi içindeki ülkelerin karşı karşıya oldukları yapısal sorunlar yeniden büyüme eğilimine dönmelerini güçleştirmekte ve güven bunalımının devamına sebep olmaktadır. Büyümenin ve güven ortamının geri gelmemesi ise yatırımcıların finansman sağlama iştahını azaltarak borç dinamiklerini daha da olumsuzlaştırmaktadır. 9 Aralık kararları, bu bağlamda akut hale gelmiş kamu borçlanma sorununu hafifleterek sorun yaşayan ülkelere yapısal sorunlarını çözme konusunda zaman kazandırsa da sorunları kalıcı olarak giderecek yeterlilikte görünmemektedir. Sonuç olarak, bütün bu değerlendirmeler Euro Bölgesi sorunlarının uzun bir süre daha gündemde kalacağına işaret etmektedir.

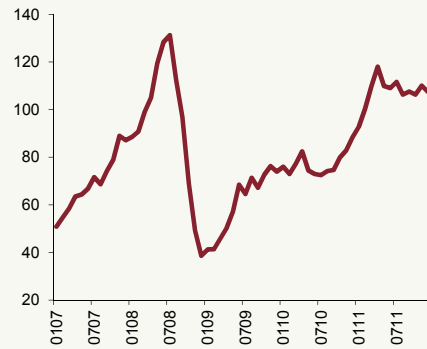
Kutu
2.2

Orta Doğu Ülkelerinde Artan Kamu Harcamalarının Ham Petrol Fiyatlarına Olası Etkileri

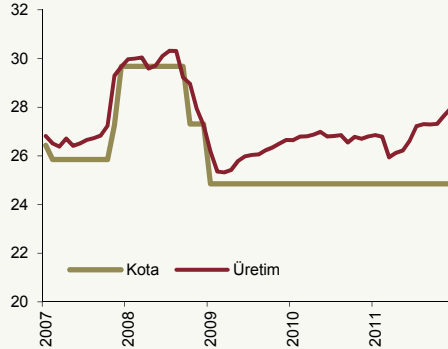
Euro Bölgesi'nde yaşanan borç krizi ve henüz bu sorunun çözümüne ilişkin yol haritası üzerinde bölge ülkeleri arasında tam olarak bir anlaşmaya varılamaması, küresel ekonomik büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesine neden olan en önemli unsur olarak ön plana çıkmaktadır. Bu durumun bir sonucu da emtia fiyatlarının 2011 yılının ikinci çeyreğinden itibaren düşüş eğilimi sergilemesi olmuştur. Ancak emtia endekslerinin en önemli alt kalemi olan enerji alt endeksinde farklı eğilimler gözlenmektedir. Bu kutu, enerji fiyatlarında son dönemde gözlenen dinamiklerin daha iyi anlaşılabilmesine katkıda bulunmak amacıyla, OPEC ülkelerinin arz ve fiyatlama davranışlarına dair bazı hususları incelemektedir.

Küresel Kriz ve Petrol Fiyatları

Küresel finansal krizin giderek yayılması ve derinlik kazanmasıyla birlikte oluşan küresel resesyon beklentileri, 2008 yılının ikinci yarısında ve özellikle son çeyreğinde, başta enerji fiyatları olmak üzere emtia fiyatlarında sert bir düşüşü beraberinde getirmiştir. Bu dönemde Brent tipi ham petrol fiyatı 34 ABD doları/varil seviyesine kadar gerileyerek, 2004 yılının Haziran ayından bu yana en düşük düzeye gelmiştir (Grafik 1). Bu gelişmeler sonucunda, OPEC üyesi ülkeler 2008 yılı Ekim ve Aralık aylarında düzenledikleri toplantılarda üretim kısıntısına gitme kararı almışlardır (Grafik 2). Bir başka deyişle, fiyatların belirli bir seviyenin altına düşmesiyle, OPEC üretim kesintisi stratejisi uygulayarak fiyatlarda gözlenebilecek aşağı yönlü hareketleri engellemeye çalışmıştır.

Grafik 1. Ham Petrol Fiyatı
(OPEC Sepeti, ABD Doları/Varil)

Kaynak: Bloomberg.

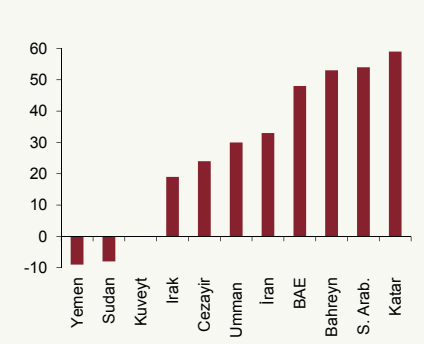
Grafik 2. OPEC Kota ve Üretim Gelişmeleri*
(Milyon Varil/Gün)*Son gözlem 2011 yılı Aralık ayına ait olduğundan, 14 Aralık 2011 tarihli OPEC toplantısında yapılan kota değişikliği grafiğe yansımamıştır.
Kaynak: Bloomberg.

2008 yılında ham petrol fiyatlarında gözlenen sert düşüşler karşısında OPEC'in uyguladığı politika dikkate alındığında, ham petrol fiyatlarında aşağı yönlü hareketi sınırlayan bir direnç noktası olduğu dikkat çekmektedir. Söz konusu direnç noktası zaman zaman OPEC yetkililerinin 'makul' buldukları fiyat seviyesi açıklamaları ile gündeme taşınmaktadır.

Orta Doğu ve Kuzey Afrika'daki Gelişmeler ve Petrol Fiyatları

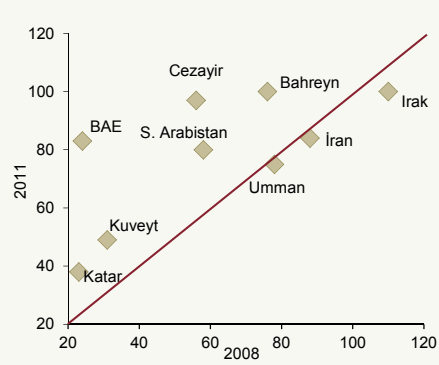
2010 yılının son günlerinde yaşanan sosyal ve siyasal hareketlerin Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkelerine hızlı bir biçimde yayıldığı gözlenmiştir. Söz konusu hareketler bazı ülkelerde geniş kapsamlı protestolarla sınırlı kalırken, birçok ülkede hükümet ve rejim değişikliklerini beraberinde getirmiştir. Rejim değişikliği yaşamayan bölge ülkeleri de kamu harcamalarını artırarak söz konusu hareketlerin önüne geçmeye çalışmışlardır.

Grafik 3. Kamu Harcamalarında Gerçekleşen Yüzde Artış (2008-2011)



Kaynak: 'Bölgesel Ekonomik Görünüm: Orta Doğu ve Orta Asya' Raporu, Ekim, 2011.

Grafik 4. Bölge Ülkeleri için Başabaş Ham Petrol Fiyatları (ABD Doları/Varil)



2011 yılı Ekim ayında IMF tarafından yayımlanan "Bölgesel Ekonomik Görünüm: Orta Doğu ve Orta Asya" raporu, bu ülkelerdeki kamu harcama artışları ve artan petrol fiyatlarının kamu harcamalarını artırmaya ne ölçüde imkan verdiği konusunda bir analiz sunmaktadır. Grafik 3'de 2008 yılından bu yana geçen üç yıllık süreçte gerçekleşen kamu harcama artışları sunulmaktadır. Buna göre, analize dahil edilen 11 ülkeden 8'inde kamu harcama artışı gerçekleşmiş², bu artışlar Birleşik Arap Emirliklerinde yüzde 48, Bahreyn'de yüzde 53, Suudi Arabistan'da yüzde 54, Katar'da ise yüzde 59 seviyelerine ulaşmıştır. Söz konusu rapora göre, Suudi Arabistan'da 2011 yılı Şubat ve Mart aylarında açıklanan yeni harcama paketlerinin büyüklüğü GSYİH'ya oranla yüzde 19 düzeyindedir. Aynı tarihlerde Irak, Kuveyt, Katar ve Cezayir GSYİH'ya oranla yüzde 3-4 aralığında ek harcama paketleri açıklamışlardır.

² Söz konusu ülkelerden Yemen, Sudan, Umman ve Bahreyn OPEC üyesi değildir.

Bu artışlar sonucunda söz konusu ülkelerde mali dengeyi sağlayan başabaş petrol fiyatları³ belirgin bir şekilde yükselmiş, analize dahil edilen dokuz ülkeden altısı 45 derecelik doğrunun önemli ölçüde üstünde yer almıştır (Grafik 4). Diğer bir deyişle, bu ülkelerde 2011 yılında mali dengenin sağlanması için gerekli olan ham petrol fiyatı, 2008 yılına kıyasla önemli ölçüde yükselmiştir. Söz konusu başabaş petrol fiyatlarının OPEC ülkeleri içinde en önemli üretici olan Suudi Arabistan'daki 20 ABD dolar/varil ve Birleşik Arap Emirlikleri'nde gözlenen yaklaşık 60 ABD dolar/varil seviyesinde artması dikkat çekicidir. Grafik 4'te yer alan dokuz ülkenin kamu maliyesini dengeye getiren ortalama petrol fiyatı 2008 yılında 60,4 ABD dolar/varil seviyesindeyken, 2011 yılında 78,4 ABD dolar/varil seviyesine yükselmiştir.

Özetle, talep düşüşü veya arz/talep dengesizliği gibi nedenlerle ham petrol fiyatları gerileme eğilimine girdiğinde, OPEC'in kota seviyesini düşürerek söz konusu fiyat hareketlerini engellemeye çalıştığı bilinmekte, 2008 yılı sonunda yaşanan gelişmelerin bu durumun önemli bir göstergesi olduğu düşünülmektedir. OPEC üretiminin yaklaşık yüzde 65'ini oluşturan beş ülkenin⁴ kamu harcamalarını yerine getirebilmek için ihtiyaç duyduğu başabaş ham petrol fiyatının 80 ABD dolar/varil seviyesinin üzerine yükselmesi, son dönemde küresel ekonomiye dair tahminlerin belirgin olarak aşağı yönlü güncellenmesine rağmen neden enerji fiyatlarının yüksek seviyelerde kaldığına büyük ölçüde ışık tutmaktadır. Bu gözlem ayrıca önümüzdeki dönemde küresel iktisadi faaliyete dair aşağı yönlü risklerin gerçekleşmesi halinde dahi ham petrol fiyatları için pratik bir alt sınırın olduğuna işaret etmektedir.⁵

³ Harcamalar ve petrol dışı gelirler sabitken kamu dengesini sağlayan petrol fiyatı.

⁴ Suudi Arabistan, Irak, İran, BAE ve Cezayir.

⁵ Kamu harcamalarında büyük artış yaşayan OPEC üyesi ülkelerin üretimlerini kısarak, ham petrol fiyatlarına direnç kazandırabilmeleri, örtük olarak, aralarındaki işbirliğinin bozulmayacağı varsayımına dayanmaktadır. OPEC ülkelerinde atıl kapasitenin, başta Suudi Arabistan olmak üzere sınırlı sayıda ülkede yoğunlaşmış olması, bazı üye ülkelerin kota indirimi sonucu üretimlerini kısarken diğerlerinin azalan toplam üretimi kendi üretimleri ile telafi etme imkanı da zayıflatmaktadır. 2011 yılı Aralık ayı itibarıyla, OPEC atıl kapasitesinin yüzde 62'si Suudi Arabistan'a aitken (Libya'daki üretimin geri dönmesi halinde, geçici olarak bu ülkenin üretim kayıplarını telafi etmiş olan Suudi Arabistan'ın yüzde 62 olan payı yüzde 71'e yükselmektedir), diğer üye ülkeler yüzde 38'lik kısmı oluşturmaktadır. Bir başka deyişle, Suudi Arabistan dışındaki OPEC ülkelerinin üretimlerini artırma imkanı oldukça sınırlı görünmektedir. Diğer yandan, 2008 yılı sonundaki kota indiriminin üye ülkelerce uyumlu bir şekilde yerine getirilmiş olması, zaman zaman sorunlar yaşansa da, işbirliğinin güçlü olduğuna işaret etmektedir.

3. Enflasyon Gelişmeleri

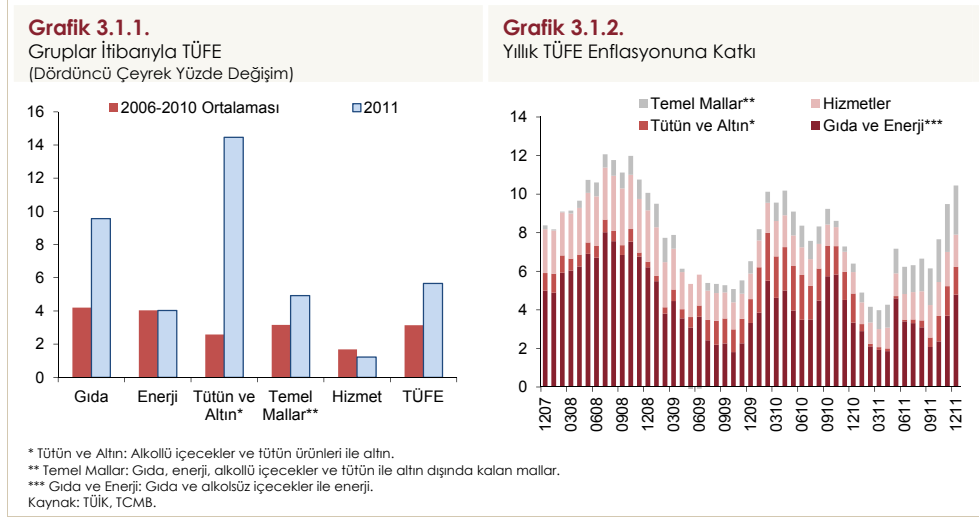
3.1. Enflasyon

2011 yılında tüketici enflasyonu önceki yıla kıyasla 4 puan yükselerek yüzde 10,45 oranında gerçekleşmiştir. Yıl içinde Türk lirasında gözlenen belirgin değer kaybı, özellikle temel mal fiyatlarına yansyarak, tüketici enflasyonundaki yükselişin ana belirleyicisi olmuştur. Toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının azalması ve yıllık gıda enflasyonunun son yıllara kıyasla daha yüksek bir seviyede gerçekleşmesi enflasyondaki artışta belirleyici olmuştur. Bu dönemde hizmet fiyatları, son iki yıla kıyasla daha yüksek bir oranda artsa da yıl genelinde orta vadeli hedeflerle uyumlu bir seyir izlemiştir. Buna ek olarak, yılın son çeyreğinde enerji fiyat ayarlamaları ile bazı ürünlerdeki ÖTV oranlarının yükseltilmesi neticesinde yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda gözlenen artışlar da enflasyona olumsuz katkı yapmıştır. Bu çerçevede 2011 yılında tüketici enflasyonu yüzde 5,5 olan enflasyon hedefinin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmiştir.

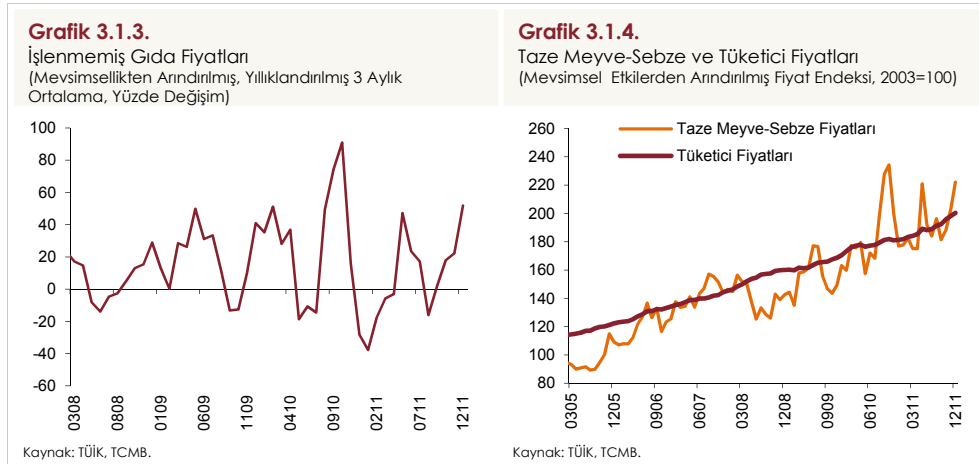
Yılın son çeyreğinde enflasyon Ekim Enflasyon Raporu tahminlerinin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmede işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlar belirleyici olmuştur. Risk iştahının bozulmaya devam etmesi sonucu Türk lirasında gözlenen değer kaybının sürmesi de enflasyonun beklenenden daha hızlı yükselmesine neden olan bir diğer unsur olmuştur. Diğer taraftan, hizmet fiyatları ılımlı seyrini koruyarak temel enflasyon göstergelerindeki yükselişi sınırlamıştır.

Alt gruplar detayında bakıldığında, yılın son çeyreğinde çeyreklik fiyat değişim oranlarının gıda, alkol-tütün ve altın ile temel mallar gruplarında geçmiş yıllar ortalamasının oldukça üzerinde gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 3.1.1). Bu dönemde yıllık enflasyondaki yükselişe en büyük katkı gıda grubundan gelmiştir. Düşük baz ve yüksek fiyat artışlarının etkisiyle yıllık enflasyonu yaklaşık 20 puan yükselen işlenmemiş gıda grubu bu gelişmede belirleyici olmuş; gıda grubunun yıllık enflasyona yaptığı katkı bir önceki çeyreğe kıyasla 2,68 puan yükselmiştir (Grafik 3.1.2). Alkollü içecekler ve tütün grubu fiyatları, Ekim ayında Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) oranlarında yapılan düzenleme ile belirgin oranda artmış; bu grubun enflasyona yaptığı katkı da aynı dönemde 1,11 puan yükselmiştir. Bu gelişmelere ek olarak, Türk lirasındaki değer kaybının gecikmeli yansımaları başta dayanıklı mallar olmak üzere temel mal fiyatları üzerinde etkili olmayı sürdürmüştü ve bu grubun yıllık enflasyona yaptığı katkı ise bu dönemde

0,64 puan yükselmiştir. Diğer taraftan, hizmet fiyatları yılın son çeyreğinde geçmiş yıllar ortalamasının altında bir oranda artış göstererek ılımlı seyrini sürdürmüştür.

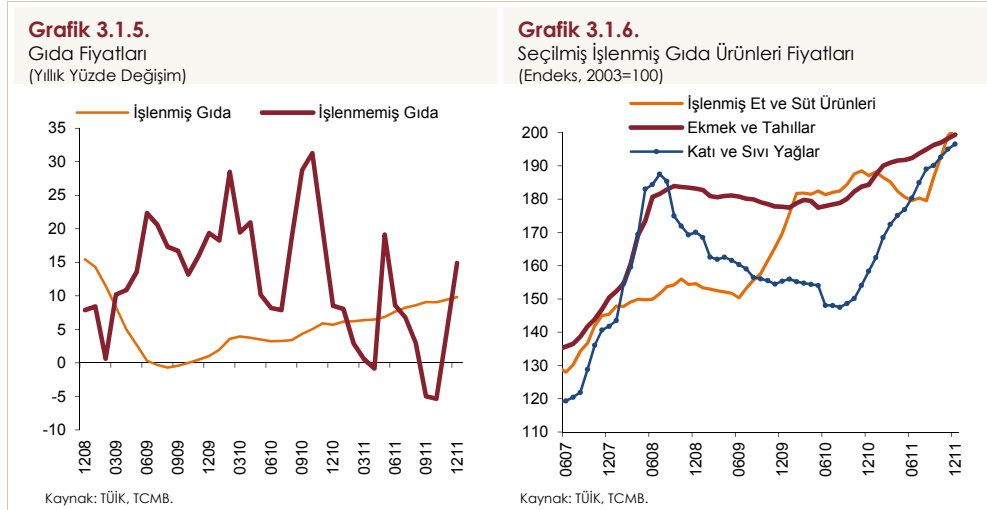


Ekim Enflasyon Raporu'nda gıda enflasyonunun baz etkisi kaynaklı olarak yılın son çeyreğinde belirgin bir artış kaydedeceği belirtilmişti. Ancak, bu dönemde işlenmemiş gıda fiyatlarının yüzde 17,23 oranında artış kaydetmesi ile gıda enflasyonundaki yükseliş öngörülenin de üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.3). Bu gelişmede yılın son çeyreği itibarıyla endeks tarihindeki en yüksek artışı sergileyen taze meyve-sebze fiyatları belirleyici olmuştur (Grafik 3.1.4). Böylelikle, işlenmemiş gıda enflasyonu yıl sonu itibarıyla yıllık TÜFE artış oranının 1,94 puanını oluşturmuştur. Ölçümsel ve yapısal etmenler nedeniyle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki aşırı oynaklığın varlığını sürdürmesi, grup fiyatlarının görünümüne dair önemli bir belirsizlik oluşturmaya devam etmektedir.¹

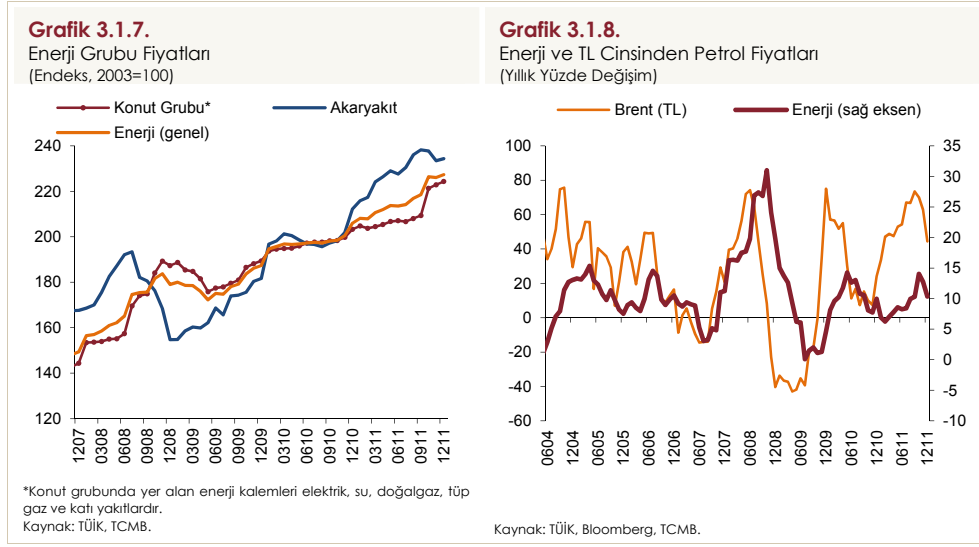


¹ İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklığa ilişkin bilgi 2011 Ocak Enflasyon Raporu Kutu 3.1'de sunulmaktadır. Konuya ilgili detaylı analizler için bkz. TCMB Ekonomi Notları No. 10/15 ve No. 10/16.

İşlenmiş gıda grubunda enflasyon son çeyrekte 0,75 puan artarak yüzde 9,82'ye ulaşmıştır (Grafik 3.1.5). Bu yükselişte süt fiyatlarındaki artış paralelinde, fiyatları bu çeyrekte yüzde 9,60 oranında artan peynir ve diğer süt ürünleri belirleyici olmuştur. Gerek yurt içi gerekse uluslararası gelişmeler paralelinde 2010 Kasım ayından itibaren artış eğiliminde olan ve işlenmiş gıda fiyatlarının yıl içerisindeki yüksek seyirinde etkili olan katı ve sıvı yağlar grubu fiyatlarında ise artışlar yavaşlayarak da olsa sürmüştür (Grafik 3.1.6). Ayrıca, Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki artışın olumsuz etkilerinin işlenmiş gıda grubu geneline yansımalarının devam etmesi ile grup fiyatları yüzde 3,30 ile önceki çeyrekte olduğu gibi bu dönemde de geçmiş yıl ortalamalarının üzerinde artmıştır (Tablo 3.1.1). Sonuç olarak, gıda grubu yıllık enflasyonu 2011 yılında yüzde 12,21 oranı ile son sekiz yıldaki en yüksek yıl sonu seviyesine ulaşmıştır.



Enerji fiyatları yılın son çeyreğinde yüzde 4,03 oranında artmıştır (Tablo 3.1.1). Bu gelişmede elektrik tarifelerinde ve doğalgaz fiyatlarında yapılan artışlar belirleyici olmuştur. Söz konusu artışların yıllık tüketici enflasyonuna katkısı Ekim Enflasyon Raporu'nda belirtildiği üzere yaklaşık 0,5 puan olmuştur. Bu dönemde, katı yakıt fiyatlarındaki belirgin artışlar da enerji fiyatlarını yükseltmiştir. Ayrıca, bazı il belediyelerince tüketici fiyatlarına endekslenen su tarifelerinde de artış gözlenmiştir. Türk lirasındaki değer kaybına karşın, uluslararası petrol fiyatlarındaki gerilemenin etkisiyle yurt içi akaryakıt fiyatları yüzde 1,64 oranında azalmıştır. Böylelikle, dördüncü çeyrekte enerji enflasyonunu sınırlayan tek kalem akaryakıt grubu olmuştur (Grafik 3.1.7). Sonuç olarak, Türk lirası cinsinden petrol fiyatlarının 2011 yılında yaklaşık yüzde 44 oranında artması ile enerji grubu yıllık enflasyonu yüzde 10,36 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.8).



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

	2010		2011			
	IV	Yıllık	I	II	III	IV
TÜFE	1,55	6,40	1,57	1,83	1,07	5,66
1. Mallar	1,64	7,18	1,53	2,05	0,73	7,29
Enerji	3,98	9,96	2,27	1,37	2,34	4,03
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	-0,18	7,02	3,77	-2,46	1,18	9,57
İşlenmemiş Gıda	-3,05	8,52	5,08	-5,79	-1,00	17,23
İşlenmiş Gıda	2,59	5,68	2,61	0,57	3,03	3,30
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	2,21	6,09	-0,68	6,32	-0,36	6,93
Temel Mallar	2,59	1,70	-1,08	7,73	-1,55	4,92
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	-1,06	0,26	4,26	1,85	3,69	1,90
Alkollü İçecek, Tütün ve Altın	0,93	24,61	0,81	1,05	4,38	14,46
2. Hizmetler	1,31	4,24	1,67	1,22	2,02	1,22
Kira	0,98	3,96	1,08	0,99	1,35	1,21
Lokanta ve Oteller	2,30	9,76	1,65	1,80	2,37	2,14
Ulaştırma	1,28	7,04	2,28	2,10	3,07	1,73
Haberleşme	2,23	-3,51	1,96	-1,71	0,35	0,47
Diğer Hizmetler*	0,30	3,57	1,61	2,14	2,56	0,65

* Kira, lokanta ve oteller, ulaştırma ile haberleşme hizmetleri dışında kalan hizmetler.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Temel mal grubu yıllık enflasyonundaki yükseliş eğilimi Türk lirasındaki değer kaybının gecikmeli etkileriyle bu dönemde de sürmüştür (Grafik 3.1.9). Temel mal grubu, tüketici alt kalemleri arasında döviz kuru geçişkenliğinin en yüksek olduğu harcama gruplarından. Nitekim, anılan etkilerle bu grupta 2011 yılı fiyat artışı yüzde 10,09 ile geçmiş yılların oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Bu grupta son çeyrekte fiyat artışlarının alt gruplar geneline yayıldığı gözlenmiştir (Grafik 3.1.10 ve Tablo 3.1.2). Özellikle mobilya, elektrikli ve elektriksiz ev aletleri gibi dayanıklı tüketim malları fiyatlarındaki belirgin artışlar dikkat çekmiştir. Bu gelişmelerde üretici fiyatlarındaki artışlar etkili olmuştur. Bunun yanında yıl genelinde finansman imkânlarındaki uygunluk da dayanıklı tüketim malı talebi kanalıyla fiyat artışlarını desteklemiştir. Tekstil ve hazır giyim ithalatında alınan koruma

önlemlerinin etkisiyle mevsimsel ortalamaların üzerinde seyreden giyim enflasyonu temel mal fiyatlarındaki artışın bir diğer kaynağını oluşturmuştur (Grafik 3.1.10). Ayrıca, giyim ve dayanıklı tüketim malları dışında kalan temel mal fiyatlarındaki artış oranlarının da bu çeyrekte hız kazandığı gözlenmiştir (Tablo 3.1.2).

Tablo 3.1.2.

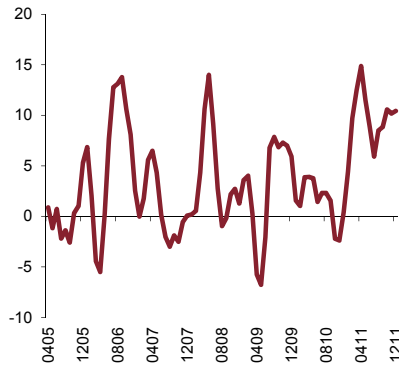
Temel Mal Fiyatları
(3 Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2010		2011			
	IV	Yıllık	I	II	III	IV
Temel Mallar	2,59	1,70	-1,08	7,73	-1,55	4,92
Giyim ve Ayakkabı	9,94	4,72	-12,04	25,08	-12,13	11,72
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	-1,06	0,26	4,26	1,85	3,69	1,90
Mobilya	-1,06	5,94	0,75	5,04	2,88	4,01
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	-0,23	-2,23	2,87	-1,26	0,34	3,29
Otomobil	-1,67	-0,26	6,31	2,29	5,68	0,52
Diğer Dayanıklı Mallar	0,90	1,79	2,15	2,71	1,85	3,00
Diğer	1,18	0,91	1,82	2,09	1,54	3,44

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3.1.9.

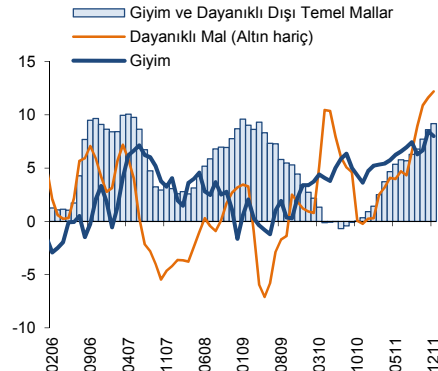
Temel Mal Fiyatları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

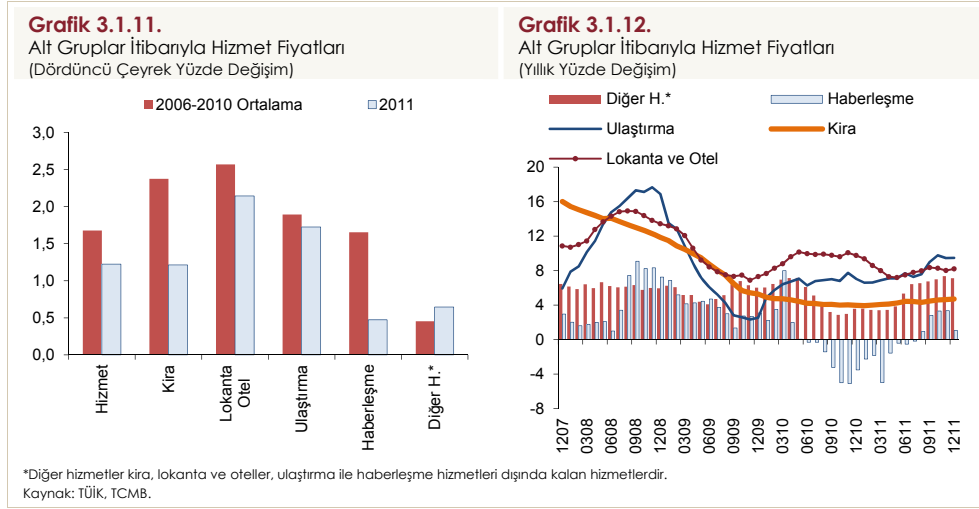
Grafik 3.1.10.

Temel Mal Fiyatları
(Yıllık Yüzde Değişim)

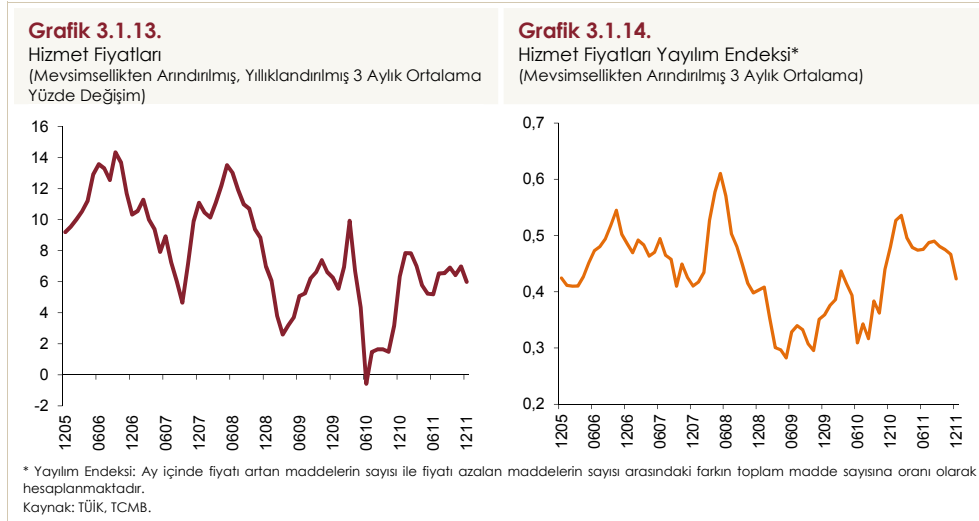


Kaynak: TÜİK, TCMB.

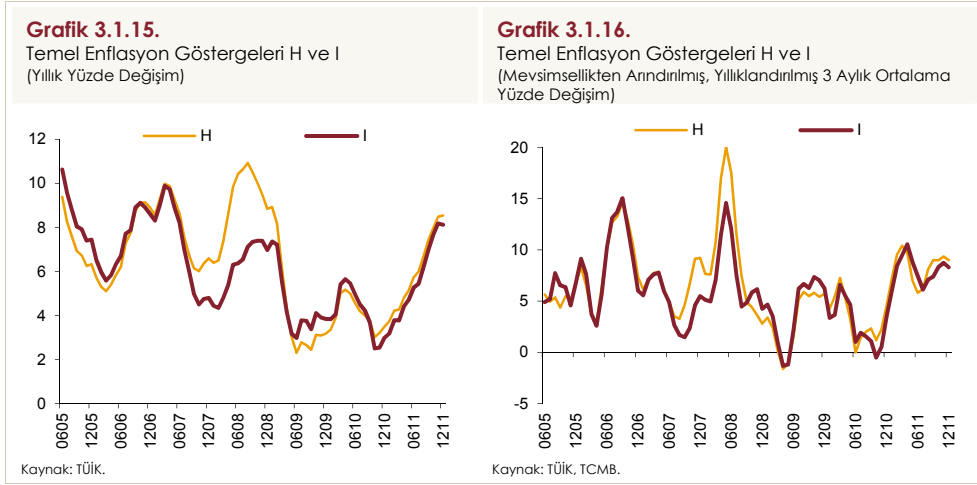
Hizmet fiyatları dördüncü çeyrekte yüzde 1,22 ile geçmiş yıllara kıyasla daha düşük bir oranda artmıştır (Grafik 3.1.11). Alt gruplar açısından bakıldığında bu dönemde kira, lokanta oteller, ulaştırma ve haberleşme hizmetlerinde çeyreklik fiyat artışlarının geçmiş dönemlerin altında gerçekleştiği görülmektedir. Hizmet fiyatlarının yıllık artış oranı ise üçüncü çeyrek sonuna kıyasla haberleşme hizmetlerindeki baz etkisi ile sınırlı bir oranda azalarak yüzde 6,27 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.12). Türk lirasındaki değer kaybının ulaştırma ve diğer hizmetler fiyatlarına yansımaları sürmüş olsa da, yılın son çeyreğinde hizmet fiyatları görece olarak olumlu bir görünüm sunmuştur.



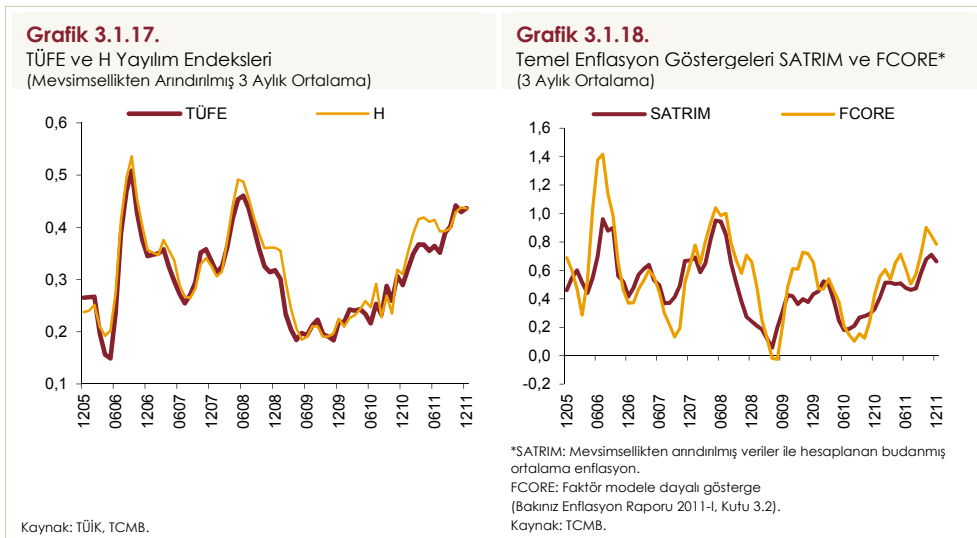
Mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler, hizmet enflasyonunun ana eğiliminin dördüncü çeyrekte kısmen yavaşladığına işaret etmektedir (Grafik 3.1.13). Aynı zamanda fiyat artış eğiliminin ne ölçüde genele yayıldığına dair bilgi içeren yayılım endeksi de bu dönemde aşağı yönlü bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.14).



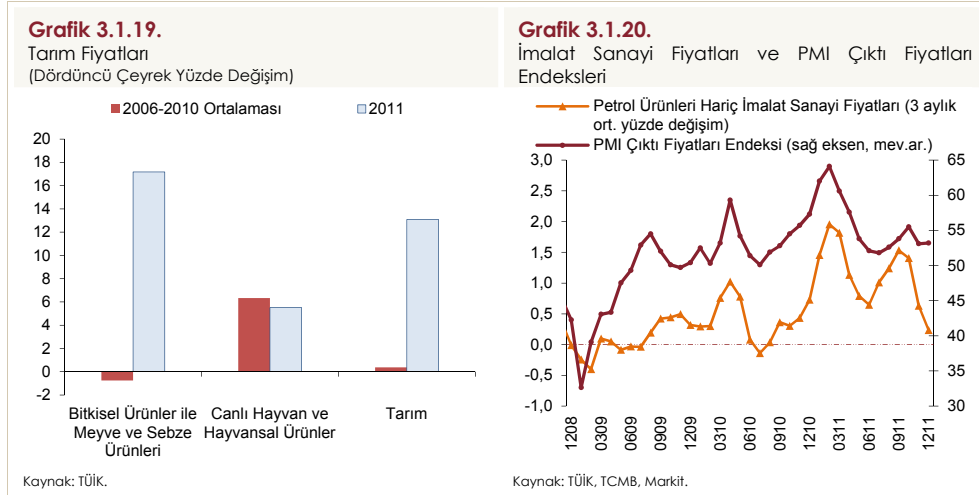
Temel enflasyon göstergelerinden H ve I'nın yıllık artış oranları, temel mal fiyatlarındaki görünümüne paralel olarak dördüncü çeyrekte de yükselmeye devam etmiştir (Grafik 3.1.15). Böylelikle, 2011 sonunda H ve I göstergelerinin yıllık enflasyon oranları 2010 sonuna kıyasla yaklaşık 5 puan yükselerek sırasıyla yüzde 8,54 ve 8,12 olmuştur. Mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler dördüncü çeyreğin genelinde temel fiyat göstergeleri ana eğiliminin artışını sürdürdüğüne işaret ederken, Aralık ayı ile birlikte söz konusu eğilimde bir duraklama gözlenmiştir (Grafik 3.1.16).



TÜFE ve H göstergesine ilişkin yayılım endeksleri, üçüncü çeyrekte sergiledikleri yükselişin ardından bu dönemde yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.17). TCMB bünyesinde takip edilen alternatif çekirdek enflasyon göstergelerinde de son dönemde devam eden artış eğilimi Aralık ayında duraklamıştır (Grafik 3.1.18). Ancak, söz konusu yayılım endeksleri ile çekirdek enflasyon göstergelerinin seviyeleri halen tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmektedir. Diğer taraftan mevsimsellikten arındırılmış enflasyon ve yayılım serilerindeki ortak harekete bakıldığında, enflasyonist baskının çekirdek enflasyonu oluşturan ana gruplar arasında belirgin olarak farklılaştığı vurgulanmalıdır. Bu çerçevede, ana eğilimdeki görece yüksek seyir görece fiyat hareketlerinin etkisiyle hızla yükselen temel mal grubundan kaynaklanırken, hizmet grubunda geçmiş dönemlere kıyasla düşük seviyelerdedir (Kutu 3.1).

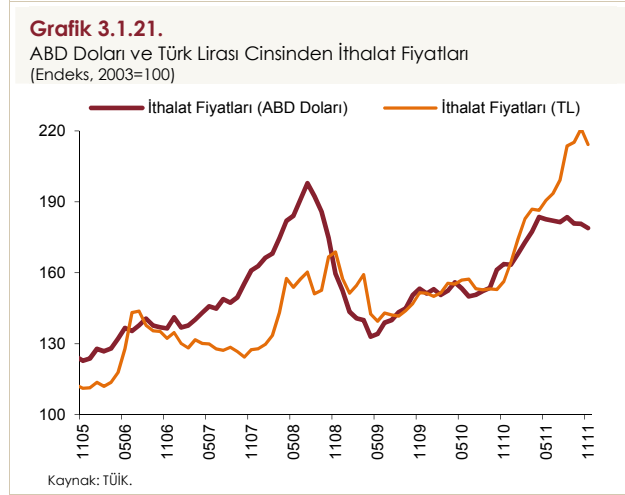


Üretici fiyatları 2011 yılının dördüncü çeyreğinde yüzde 3,28 oranında artarken, yıllık enflasyon yüzde 13,33'e yükselmiştir (Tablo 3.1.3). Tüketici fiyatlarına da eş zamanlı olarak yansıyan taze meyve ve sebze fiyatlarındaki hızlı yükseliş söz konusu artışta belirleyici olmuştur. Tarım fiyatları yüzde 13,09 oranında artmış, mevsimsellikten arındırıldığında ise en yüksek çeyreklik artış oranını kaydetmiştir (Grafik 3.1.19, Tablo 3.1.3). İmalat sanayi fiyatları ise üçüncü çeyrekteki yüksek artışın ardından bu çeyrekte emtia fiyatlarındaki gevşeme ile ılımlı bir oranda (yüzde 0,72) yükselmiştir (Grafik 3.1.20). Genel olarak bakıldığında 2011 yılı, üretici fiyatları üzerinde yoğun maliyet baskılarının egemen olduğu bir yıl olmuştur. Özellikle yüzde 13,42 ile endeks tarihindeki en yüksek yıl sonu enflasyonuna ulaşan petrol hariç imalat sanayi grubu kanalıyla söz konusu baskılar tüketici fiyatlarına da yansımıştır.



Son çeyrek imalat sanayi fiyat gelişmelerinde hammadde fiyatları birincil rol oynamıştır. 2011 yılının ilk üç çeyreğinde yüzde 31,42 oranında artmış olan ana metal fiyatları son çeyrekte uluslararası fiyatlar paralelinde azalmış ve grup yıllık enflasyonu yüzde 24,30'a gerilemiştir. Pamuk fiyatlarındaki keskin düşüş son çeyrekte hızlanmış, buna bağlı olarak tekstil ürünleri imalatında fiyatların gerilediği gözlenmiştir. Böylelikle, ara malı imalatı fiyatları yüzde 0,74 oranında gerilemiştir. İmalat sanayine girdi teşkil eden ürünlerden buğday ile yılın ilk yarısında sıvı yağ fiyatlarının önemli ölçüde yükselmesine yol açan ayçiçeği fiyatları bu dönemde yatay seyretmiştir. Ancak süt fiyatlarında son çeyrekte gözlenen belirgin artışların gıda imalatı fiyatlarını etkilediği gibi süt ve peynir ile katı yağ fiyatları kanalıyla tüketici fiyatlarına da yansıdığı gözlenmiştir. Öte yandan, canlı hayvan fiyatlarındaki ılımlı seyir et ürünleri imalatı fiyatlarındaki gerilemeyi desteklemiştir. Döviz kuru gelişmelerinin birikimli etkisi en net şekilde sermaye mallarının büro aletleri ve bilgisayar imalatı fiyatları üzerinde

gözlenirken, dayanıklı tüketim malı imalat fiyatlarındaki artışa en önemli katkıyı mobilya imalatı grubu sunmuştur.



İmalat fiyatları çeyreklik artış oranının dördüncü çeyrek itibarıyla azaldığı gözlenirken, en belirgin yavaşlama uluslararası gelişmelere duyarlılığına paralel olarak ara malları fiyatlarında gerçekleşmiştir. Buna karşın, özellikle tarım fiyatlarından kaynaklanan yurt içi gelişmeler, imalat sanayi enflasyonundaki yavaşlamayı sınırlamıştır. Sonuç olarak 2011 yılının son çeyreği, uluslararası fiyat gelişmelerine bağlı olarak maliyet baskılarının azaldığı bir dönem olmuştur (Grafik 3.1.21).

Tablo 3.1.3.
ÜFE ve Alt Kalemler
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

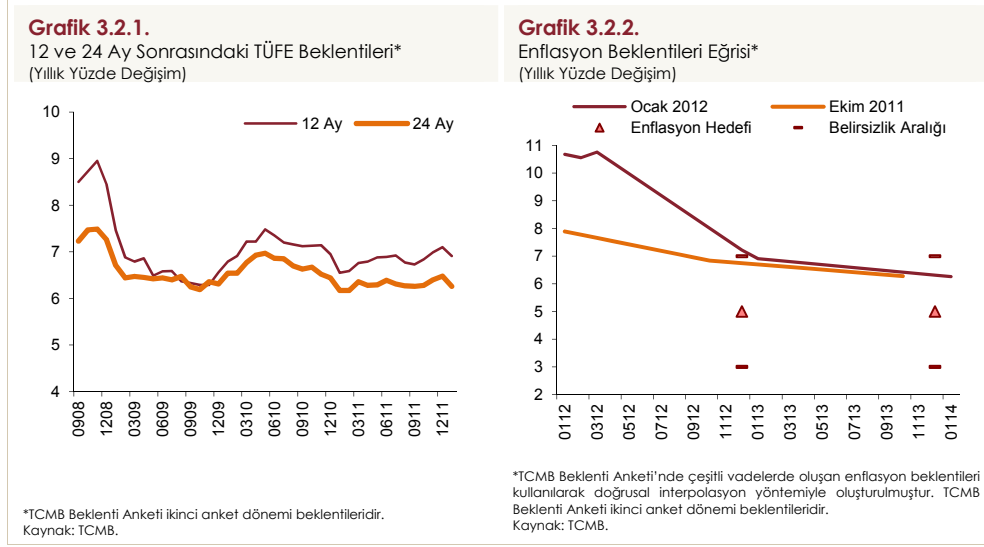
	2010		2011			
	IV	Yıllık	I	II	III	IV
ÜFE	2,21	8,87	5,40	0,77	3,31	3,28
Tarım	0,26	14,52	5,84	-1,73	-6,03	13,09
Bitkisel, Meyve ve Sebze Ürünleri	-3,17	9,20	6,81	-2,67	-9,84	17,18
Canlı Hayvanlar ve Hayvansal Ürünler	8,21	29,85	-1,26	-0,39	2,68	5,51
Sanayi	2,64	7,71	5,31	1,30	5,24	1,48
Madencilik	0,95	7,11	9,70	1,08	4,94	2,93
İmalat	2,86	6,62	6,27	1,98	4,98	0,72
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	2,20	5,92	5,55	1,95	4,67	0,70
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	1,90	3,98	4,85	1,53	4,12	1,39
Elektrik, Gaz ve Su	1,32	18,68	-4,08	-4,73	7,89	7,91

Kaynak: TÜİK, TCMB.

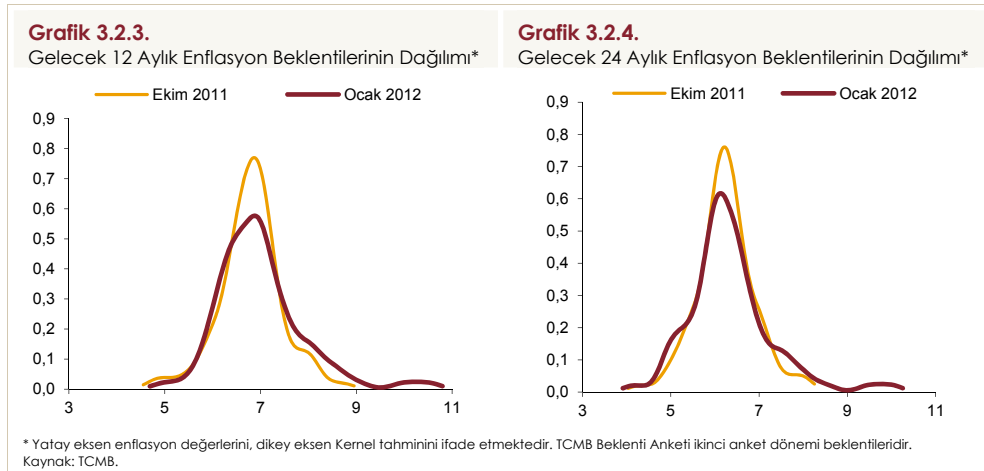
3.2. Beklentiler

2011 yılı ilk üç çeyreğinde görece yatay seyreden yılsonuna ilişkin enflasyon beklentileri, yılın son çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonundaki yükselişe birlikte belirgin bir artış göstermiştir. Ancak 2012 yılı başında orta vadeli beklentiler, enflasyondaki mevcut yüksek seyre karşın tekrar 2011 yılı üçüncü çeyreğindeki seviyelerine gerilemiştir (Grafik 3.2.1). Bu düzeltmede TCMB

tarafından uygulanan ek parasal sıkılaştırmanın ve beklentilerde bozulmaya izin verilmeyeceğine dair yapılan vurgunun etkili olduğu düşünülmektedir. Öte yandan, yakın döneme ilişkin beklentiler bir önceki çeyreğe kıyasla önemli oranda artmıştır (Grafik 3.2.2). Mevcut durumda, enflasyon beklentileri 2012 ve 2013 yıl sonları için belirlenen yüzde 5 düzeyindeki hedefin ima ettiği değerlerin üzerinde seyretmeye devam etmektedir.



Bu dönemde, katılımcıların hem gelecek 12 hem de 24 ay sonrası için enflasyon beklentileri arasındaki uyum Ekim ayına kıyasla belirgin bir oranda azalmıştır (Grafik 3.2.3 ve Grafik 3.2.4).

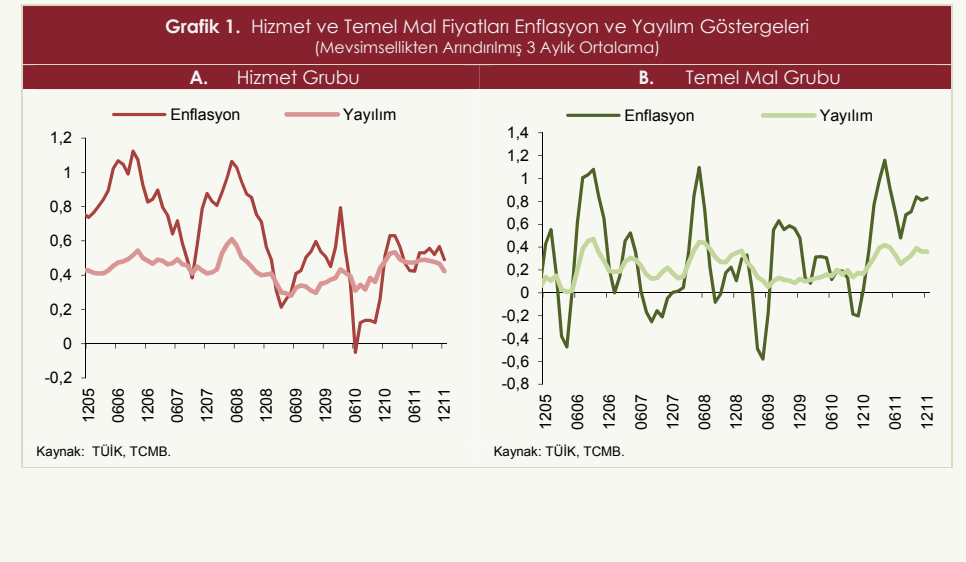


Kutu
3.1

Enflasyon Ana Eğiliminin Temel Bileşenler Analiziyle İncelenmesi

Temel enflasyon gelişmelerini belirli bir dönemdeki fiyatların ortalama değişim oranını ve ürünlerin ne kadarının fiyatının değiştiğini ifade eden farklı toplulaştırılmış endeksler vasıtasıyla takip etmek mümkündür. Fiyatların ortalama değişim oranları enflasyon oranını ifade etmektedir. Yayılım endeksi ise belirli bir sepetteki ürünlerin fiyat değişim sıklığını fiyatları artan ürünlerin oranının fiyatları azalan ürünlerin oranından çıkarılmasıyla ölçmektedir. Bu kutuda fiyat değişimleriyle ilgili dinamiklere ilişkin iki farklı görünüm sunan bu göstergeler kullanılarak temel mal ve hizmet grupları için enflasyon dinamiklerinin temel bileşenleri incelenecektir.²

Ürün bazında yapılan çalışmalar Türkiye'de ortalama fiyat değişimlerinin mutlak değer olarak büyük olduğunu ve fiyat değişimlerinin sıklıkla gözlemlendiğini, öte yandan fiyat azalışlarının artışlar gibi sık olarak gözlemlendiğini ortaya koymaktadır.³ Fiyatlama davranışlarının oldukça esnek ve değişim sıklığının zamana göre farklılık gösterdiği bir ekonomide fiyat değişimlerinin büyüklük boyutu, zaman zaman temel enflasyon dinamiklerine ilişkin net bir görünüm elde edilmesini zorlaştırmaktadır. Bu nedenle enflasyon eğilimi değerlendirilirken temel enflasyon oranı dışında yayılım endekslerinden de yararlanılmaktadır. Yayılım endeksindeki artış (azalış) fiyatı artan ürünlerin oranındaki artışı (azalışı) veya fiyatı azalan ürünlerin oranındaki azalışı (artışı) göstermektedir. Mevsimsellikten arındırılarak takip edilen iki gösterge temel mal ve hizmet grupları için Grafik 1'de sunulmuştur.

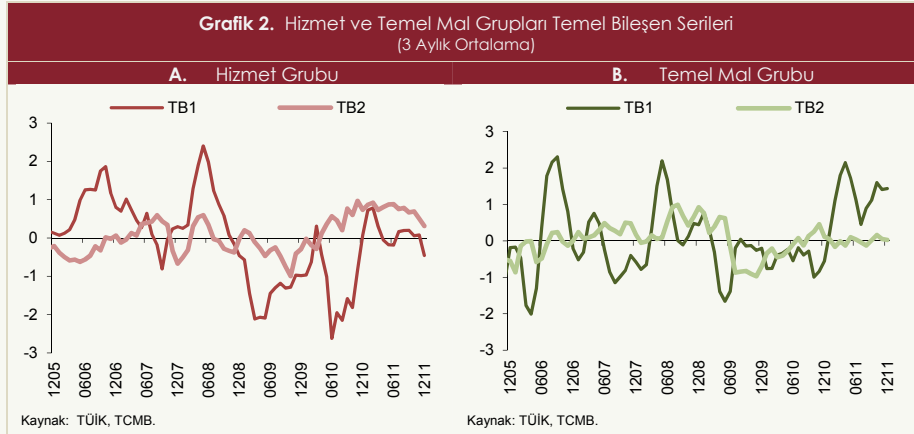


² Bu kutuya konu olan analiz daha ayrıntılı olarak Sevinç (2012)'de sunulmaktadır.

³ Detaylı bilgi için bkz. Özmen ve Sevinç (2011).

Fiyat değişim büyüklüğü ve sıklığı her ne kadar enflasyonun iki farklı boyutuna ışık tutsa da, Grafik 1'in de işaret ettiği gibi bu iki boyut birbiriyle ilişki içindedir. Başka bir deyişle, fiyatların ortalama değişim büyüklüğü arttıkça yayılım endeksi de artış eğilimine girmektedir. Ne az sayıdaki ürüne ait yüksek oranlı fiyat artışları, ne de genele yayılmış olsa da oldukça düşük oranda kalan artışlar gerçek anlamda enflasyonist bir eğilimi ifade edebilir. Diğer bir ifadeyle, mevsimsel etkiler dışlandığında, ancak hem şiddet hem de etki alanı olarak orantı gösteren fiyat artışları enflasyonist eğilimlerin derecesine net bir bilgi sağlamaktadır.

Enflasyon ve yayılım arasındaki ilişkinin temel enflasyon eğilimi bakımından ima ettiği bilgiyi en az kayıpla taşıyabilen bir gösterge türetilmesi önem taşımaktadır. Temel bileşenler analizi bu iki seri arasındaki ortak hareketi gözetken bir değişken sunabilmektedir. Enflasyon ve yayılım endekslerini içeren temel bileşenler analizi sonucunda elde edilen birinci temel bileşen (TB1) şokun şiddet-etki alanı ilişkisini içeren bir gösterge sunmaktadır.



Temel bileşen serileri hizmet ve temel mal grupları için Grafik 2'de sunulmuştur. Buna göre, TB1 serileri son dönemde hizmet ve temel mal grupları için enflasyonist baskıların ayrıştığına işaret etmektedir. Temel mal grubunda son dönemdeki döviz kuru şoklarının etkisi net olarak izlenmektedir. Ayrıca önceki dönemler incelendiğinde döviz kuru şoklarının şiddet-etki alanı düzleminde güçlü bir sinyal oluşturduğu, buna bağlı olarak temel mal grubu enflasyonunda kur kaynaklı ve kısa süreli çıkışlar gözlemlendiği söylenebilir. Diğer taraftan, hizmet fiyatları üzerindeki enflasyonist baskıların 2011 yılı ortalarından itibaren belirgin olarak zayıfladığı şiddet-etki alanı temel bileşeni tarafından teyid edilmektedir. Geçmiş dönemlerle kıyaslandığında, enflasyonist baskıların hizmet grubunda oldukça düşük düzeyde olduğu, temel mal grubunda ise son iki aydaki sınırlı gerilemeye karşın yüksek seviyelerde gerçekleştiği gözlenmektedir. 2011 yılı genelinde ise temel mal grubundaki enflasyonist baskıların tarihi yüksek seviyelerde gerçekleştiği not edilmelidir.

Birinci temel bileşen enflasyon ve yayılım göstergesi arasındaki ilişkiyi gösterirken (bu ilişki değişkenler arasındaki değişkenliğin yaklaşık yüzde 80'ini açıklamaktadır), ikinci temel bileşen bu ilişki dışında kalan değişkenliği temsil etmektedir. Buna göre, TB2 verili bir ay için yayılım endeksiyle doğru, enflasyonla ters orantılı bir ölçü sunmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde, TB2 enflasyon oranına göre düzeltilmiş fiyat artışlarının yayılımını takip eden bir gösterge olarak yorumlanabilir. Enflasyonist baskının takibinde ikinci dereceden kabul edilebilecek bir gösterge olan TB2 sektörel fiyat şoklarının veya ikincil etkilerin yayılım üzerindeki etkisine işaret etmektedir. Bu endeks yalnızca yayılım endeksine bakılarak fark edilmesi güç bir bilgiyi içermektedir.

Analizin bu yanı da kullanıldığında hizmet grubunda ikincil yayılım etkilerinin iktisadi faaliyetteki toparlanmanın hız kazanmasıyla birlikte yükseldiği ve 2011 yılı ile birlikte yüksek düzeylere ulaştığı gözlenmektedir. Ancak, son dönem gelişmeleriyle söz konusu etki bir miktar gerilemiştir (Grafik 2). TB2'deki artış firmalara özgü fiyat şoklarının arttığına işaret edebileceği gibi, hizmet fiyatlarının kriz sonrası dönemde artış yönünde daha esnek (fiyat artış oranlarıyla kıyaslandığında daha sık fiyatlamamanın yapıldığı) bir yapı içerisinde olduğunu da gösterebilir. İkinci yorum hizmet fiyatlarının yakın dönemde gözlenen enflasyonist baskılara karşı sunduğu olumlu direnç ile uyum arz etmektedir. Buna karşın, temel mal grubunda ikincil yayılım etkileri son dönemde gerek hizmet grubuna, gerekse önceki dönemlere kıyasla oldukça düşük düzeyde seyretmiştir. Bu durum TB1'deki keskin yükselişle birlikte değerlendirildiğinde, döviz kuru şoklarının yol açtığı fiyat değişimlerinin ikincil etkilerinin sınırlı kaldığı şeklinde ifade edilebilir.

Sonuç olarak, son dönemde gözlenen görelî fiyat hareketleri hizmet grubunda enflasyonist bir baskı oluşturmadığı gibi, ikincil yayılım göstergelerinde son dönemde aksine bir gerileme kaydedilmiştir. Temel mal grubuna ilişkin göstergeler ise döviz kuruna ilişkin şokların henüz ikincil yayılım etkilerine yol açmadığını doğrulamaktadır. Bu çerçevede, söz konusu şokların önümüzdeki dönemde geri alınmasıyla birlikte birikimli etkilerin tüketici fiyatları üzerindeki yansımaları asgari düzeyde kalırken, enflasyonist baskılar hızla gerileyebilecektir.

Kaynakça

Özmen, M. U. ve O. Sevinç (2011), "Türkiye'de Mikro Verilerle Fiyat Katılığı", TCMB Çalışma Tebliği, No. 11/25.

Sevinç, O. (2012), "Enflasyon Ana Eğiliminin Temel Bileşenler Analiziyle İncelenmesi", TCMB Ekonomi Notları, Yayımlanma aşamasında.

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

2011 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin milli gelir verilerine göre iktisadi faaliyet Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü seyretmiştir. Bu dönemde büyümede yavaşlama olmazken yurt içi talep yataya yakın bir seyir izlemiş, ithalat ise hızla gerilemeye devam etmiştir. Üçüncü çeyrekte ihracat dönemlik bazda artış sergilemiş, böylece net dış talep dönemlik büyümeye iki çeyrek üst üste olumlu katkı yaparken, uzun bir aradan sonra ilk kez yıllık büyümeye de pozitif katkı yapmıştır. Geçmiş tecrübelerin aksine büyümede keskin bir yavaşlama olmaksızın net dış talebin katkısının artması, ekonomide kontrollü bir yavaşlama ile eş anlı olarak talep bileşenlerinde dengelenmeyi amaçlayan para politikası uygulamalarının etkinliğine işaret etmektedir.

2011 yılının son çeyreğine ilişkin veriler iktisadi faaliyetin, bir miktar yavaşlamakla birlikte, gücünü koruduğunu göstermektedir (Kutu 4.1). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle sanayi üretimi Ekim-Kasım döneminde üçüncü çeyreğe göre güçlü bir artış sergilerken, hizmet sektörü istihdamı yukarı yönlü seyrini istikrarlı bir şekilde sürdürmektedir. 2011 yılının ilk çeyreğinin ardından ekonominin görece daha ılımlı bir patikaya yönelmesine karşın yavaşlamanın arzu edilen düzeyde olmaması ve döviz kuru hareketlerine bağlı olarak enflasyonun öngörülenden daha yüksek seviyelere çıkması, Ekim ayından itibaren Merkez Bankası'nın sıkılaştırıcı yönde tedbirler almasını gerekli kılmıştır.

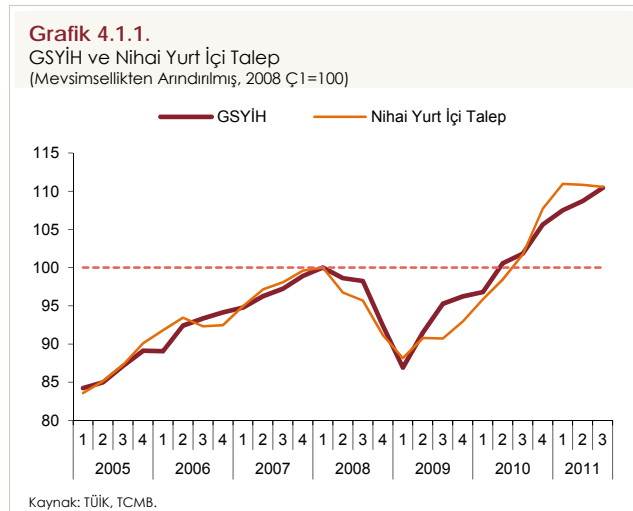
Ekim ayından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırmanın ve süregelen küresel sorunların etkisiyle önümüzdeki dönemde iç talebin yavaşlayacağı tahmin edilmektedir. Nitekim yakın dönemde tüketici kredilerindeki yavaşlama eğiliminin giderek daha belirgin hale geldiği gözlenmektedir. Öte yandan, 2012 yılına ilişkin küresel eğilimler, ekonomilerin büyük bir bölümünde yavaşlamaya işaret etmektedir. Bu görünüm altında, 2012 yılında toplam talep koşullarının enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmayacağı tahmin edilmektedir. Dış talepteki zayıf seyre karşın cari dengede süregelen düzeltmenin önümüzdeki dönemde de devam edeceği öngörülmektedir.

4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

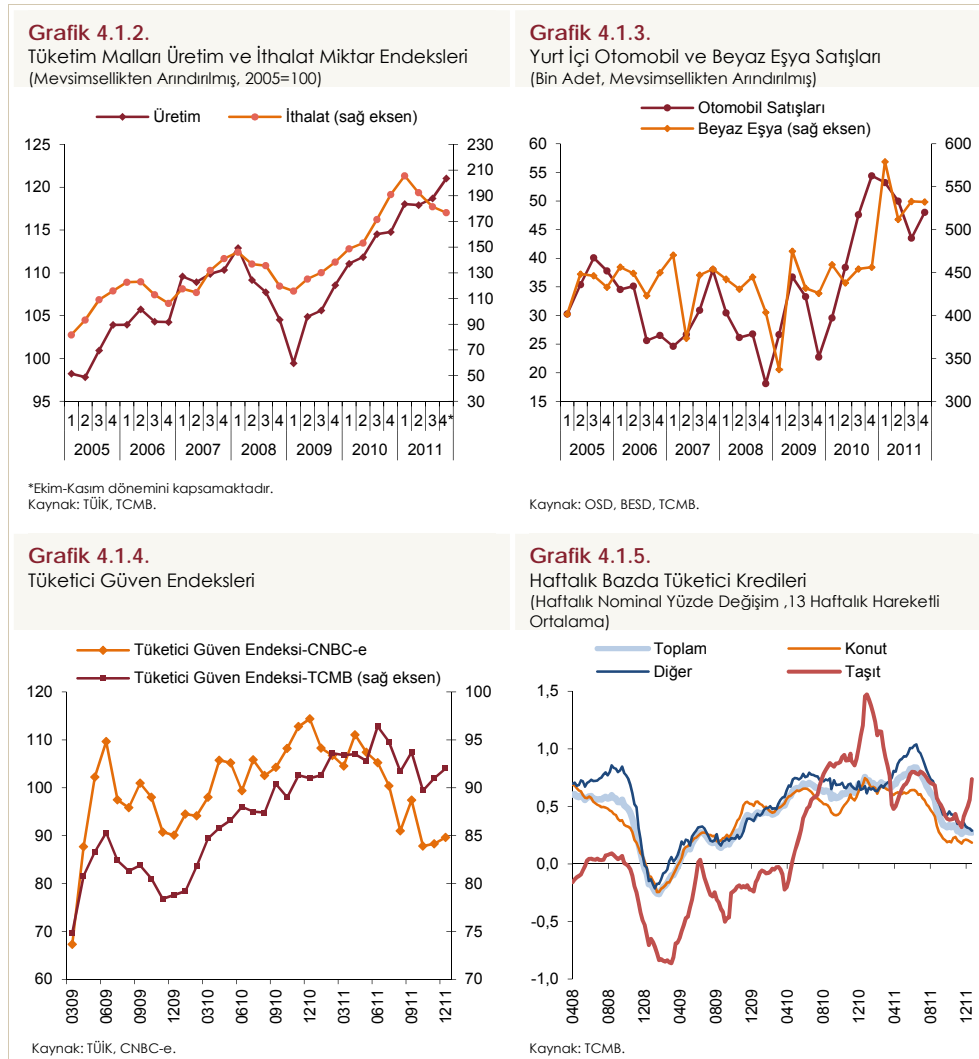
TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre GSYİH 2011 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 8,2 oranında artış kaydetmiştir. Özel kesim talebi yıllık büyümeye bu çeyrekte de yüksek oranlı katkıda bulunurken net dış talebin uzun bir süre sonra ilk kez pozitif katkı yapması talep bileşenlerindeki dengelenmenin güçlenerek sürdüğünü göstermektedir. Üçüncü çeyrekte kamu talebi yılın ilk yarısına kıyasla daha güçlü seyrederken, özel yatırımların katkısı yüksek seviyelerde olmakla birlikte önceki dönemlere kıyasla belirgin biçimde azalmıştır.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, GSYİH'nin üçüncü çeyrekte dönemlik bazda yüzde 1,7 oranında arttığı görülmektedir (Grafik 4.1.1). Özel tüketim talebi bir önceki çeyrekteki gerilemenin ardından yeniden artış kaydetmiş ve yılın ilk çeyreğindeki seviyesine ulaşmıştır. Öte yandan özel makine-teçhizat yatırımlarındaki keskin düşüş dikkat çekmiştir. Bu gelişmede dış kaynaklı belirsizlik algılamalarındaki artışın ve TL'deki değer kaybının önemli rol oynadığı düşünülmektedir.

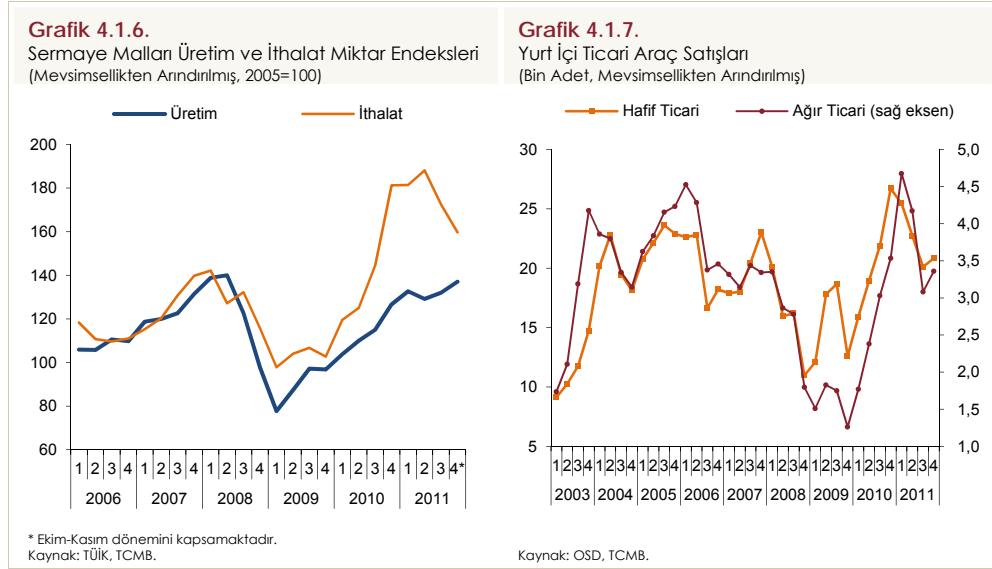
Üçüncü çeyrekte kaydedilen yüksek oranlı çeyreklik büyümeye karşın toplam nihai yurt içi talep yataya yakın seyrini korumuştur (Grafik 4.1.1). Buna karşılık, net dış talebin çeyreklik büyümeye pozitif katkısı üçüncü çeyrekte güçlenerek sürmüştür. Gerek nihai yurt içi talebin yatay seyri gerekse iç ve dış talep arasındaki dengelenme sürecinin devamı, Merkez Bankası'nın para politikası uygulamalarının etkilerinin belirginleştiğine işaret etmektedir.



Yılın dördüncü çeyreğine ilişkin veriler, nihai yurt içi talebin ılımlı bir artış sergilediğine işaret etmektedir. Özel tüketim talebine ilişkin göstergelerden tüketim malları üretimi Ekim-Kasım döneminde yukarı yönlü bir seyir izlerken tüketim malları ithalatında ikinci çeyrekte başlayan düşüş eğilimi korunmuştur (Grafik 4.1.2). Öte yandan, yurt içi otomobil satışlarında üçüncü çeyrekteki sert düşüşün ardından bu çeyrekte toparlanma gözlenmiş, beyaz eşya satışları yataya yakın bir seyir izlemiştir (Grafik 4.1.3). Gerek beyaz eşya gerekse otomobil satışları yılın ilk çeyreğinde ulaştıkları seviyenin altında, ne var ki geçmiş dönem ortalamalarının belirgin biçimde üzerinde seyretmektedir. Tüketici güven endeksleri düzey itibarıyla yurt içi talebin ılımlı seyrine uyum arz etmektedir (Grafik 4.1.4). Öte yandan, tüketici kredilerindeki yavaşlama eğilimi giderek belirginleşmektedir (Grafik 4.1.5).



Öncü göstergeler, tüketim talebinin yanı sıra yatırım talebinde de bir önceki çeyreğe göre ılımlı bir artışa işaret etmektedir. Ekim-Kasım dönemine ait veriler sermaye malları üretiminde sınırlı bir artış, ithalatında ise düşüş olduğunu göstermektedir (Grafik 4.1.6). Diğer taraftan, iç piyasaya yapılan hafif ve ağır ticari araç satışlarındaki daralma eğiliminin dördüncü çeyrekte yerini sınırlı bir artışa bıraktığı görülmektedir (Grafik 4.1.7).

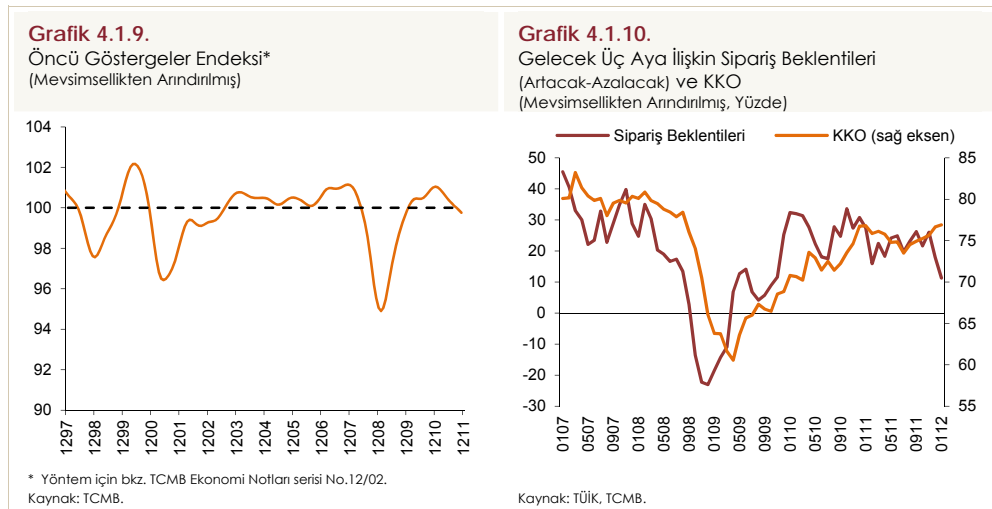


Tüketim ve sermaye malları üretimi artarken ithalatının azalmasının vurgulanması gereken bir gelişme olduğu düşünülmektedir. Zira genelde birbirine yakın hareket eden mal-hizmet ithalatı ile nihai yurt içi talebin son dönemde belirgin biçimde ayrışması yerli kaynak kullanımında artışa işaret etmektedir. Bu durum Merkez Bankası'nın dengeleyici para politikalarının sonucunda Türk lirasında gözlenen değer kaybının etkisiyle, ithal mal ve hizmetlerden yurt içinde üretilenlere doğru talep kaymasının bir göstergesidir (Kutu 4.2).

Özetle, son dönemde açıklanan verilerden elde edilen bilgiler toplulaştırıldığında dördüncü çeyrekte yurt içi talebin dönemlik bazda sınırlı bir artış sergilediği tahmin edilmektedir (Grafik 4.1.8).

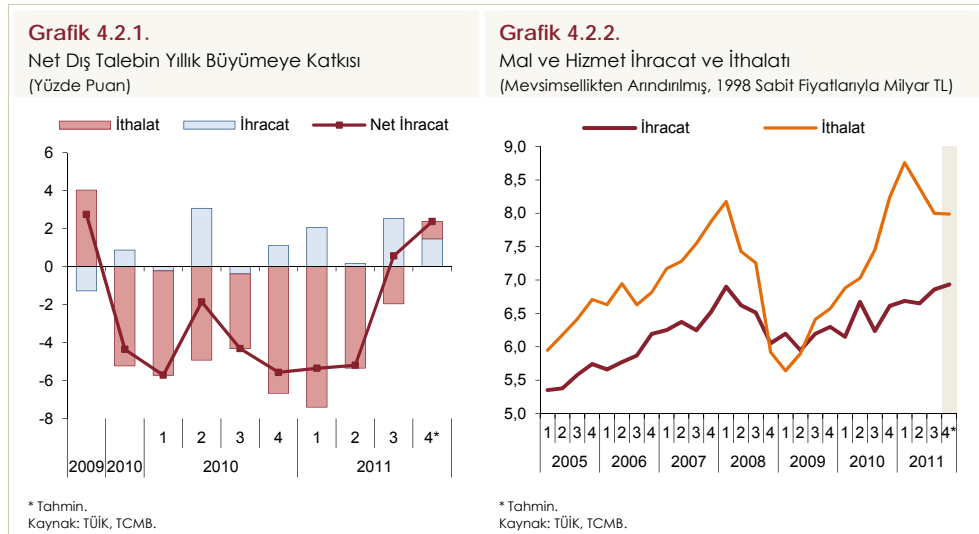


2011 yılının ilk çeyreğinin ardından ekonominin görece daha ılımlı bir patikaya yönelmesine karşın yavaşlamanın arzu edilen düzeyde olmaması ve döviz kuru hareketlerine bağlı olarak enflasyonun öngörülenden daha yüksek seviyelere çıkması, Ekim ayından itibaren Merkez Bankası'nın sıkılaştırıcı yönde tedbirler almasını gerekli kılmıştır. Bu tedbirlerin de katkısıyla yurt içi talebin önümüzdeki dönemde daha da yavaşlaması ve ılımlı bir büyüme eğilimine girmesi beklenmektedir. Seçilmiş öncü göstergelerin toplulaştırılmasıyla türetilen endeks, öngörülen yavaşlamanın ilk sinyallerini vermektedir (Grafik 4.1.9). İmalat sanayi sipariş beklentilerinin Aralık ve Ocak aylarında özellikle iç piyasa kaynaklı olmak üzere hızla gerilemesi yılın ilk çeyreğinde kapasite kullanımını sınırlayacaktır (Grafik 4.1.10). Takip eden dönemde ekonomideki yavaşlamanın kontrollü bir şekilde süreceği, iç ve dış talep arasındaki dengelenmenin devam ederek cari dengedeki normalleşme sürecine katkıda bulunacağı tahmin edilmektedir.



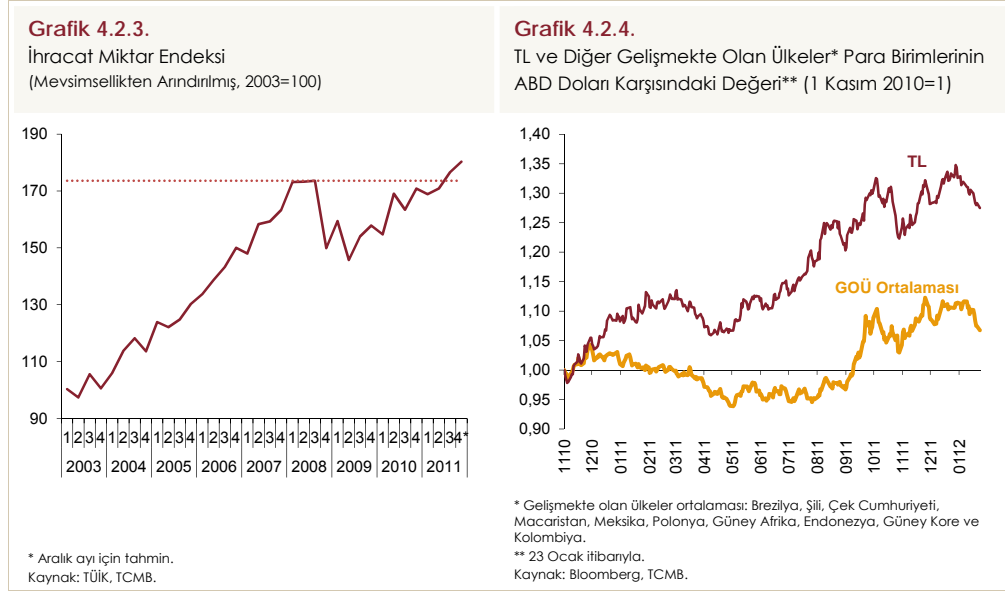
4.2. Dış Talep

2011 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin dış talep gelişmeleri Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerden daha olumlu gerçekleşmiştir. Öngörülere kıyasla mal ve hizmet ihracatı daha güçlü seyrederken, ithalat talebi daha zayıf gerçekleşmiştir. Mal ve hizmet ithalatı yıllık büyüme oranları ilk çeyrekte itibaren kademeli olarak yavaşlamış, ilk çeyrekte yüzde 27,3 olan ithalat yıllık büyümesi üçüncü çeyrekte yüzde 7,3 oranına gerilemiştir. İkinci çeyrekte durma noktasına gelen mal ve hizmet ihracatı üçüncü çeyrekte yıllık yüzde 10,8 oranında artmıştır. Böylelikle, 2009 yılı üçüncü çeyreğinden itibaren yıllık büyümeye katkısı negatif olan net dış talep bu dönemde pozitif katkı yapmıştır (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle değerlendirildiğinde ithalat talebi dönemlik bazda hızla gerilerken, ihracat talebi Avrupa'da sorunların derinleşmesine rağmen artmıştır (Grafik 4.2.2). Sonuç olarak, net dış talebin dönemlik büyümeye katkısı ikinci çeyreğin ardından üçüncü çeyrekte de pozitif olarak gerçekleşmiş, iç ve dış talep arasındaki dengelenme güçlenerek sürmüştür.



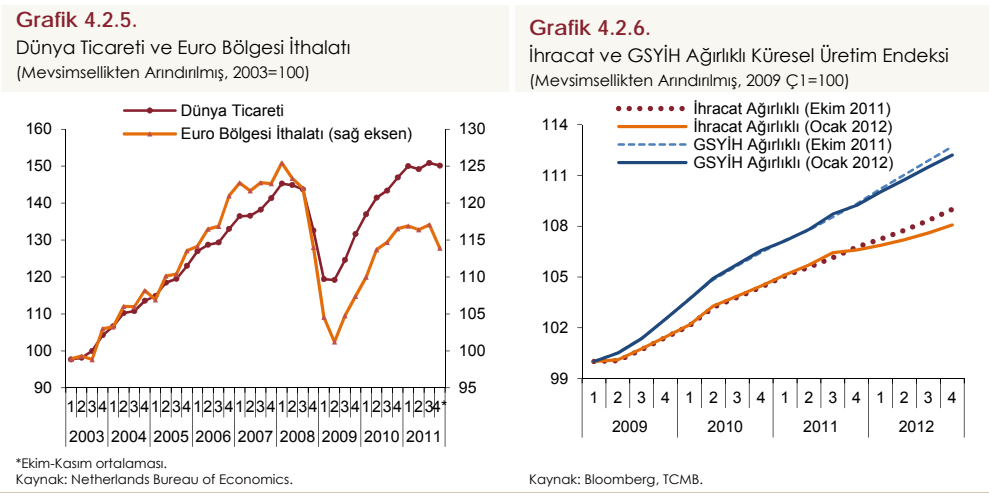
Kriz sonrası süreçte geçmiş eğilimine kıyasla daha yavaş bir büyüme sergileyen ihracat miktar endeksi kademeli toparlanmasını sürdürmektedir. Son çeyreğe ilişkin veriler küresel ölçekte yaşanan olumsuzluklara rağmen mal ihracatının dönemlik bazda artış kaydettiğine işaret etmektedir (Grafik 4.2.3). Bu gelişmede, döviz kurunun sağladığı rekabet avantajının yanı sıra iç talepteki yavaşlama ile birlikte yoğunlaşan yeni pazar arayışlarının etkili olduğu düşünülmektedir. Diğer gelişmekte olan ülke para birimleri ile karşılaştırıldığında, 2010 yılının Kasım ayından bu yana ABD dolarına karşı Türk lirasındaki değer

kaybının daha yüksek oranda olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 4.2.4). Bu çerçevede, kur kanalının ihracata verdiği desteğin önümüzdeki dönemde de devam edeceği öngörülmektedir.

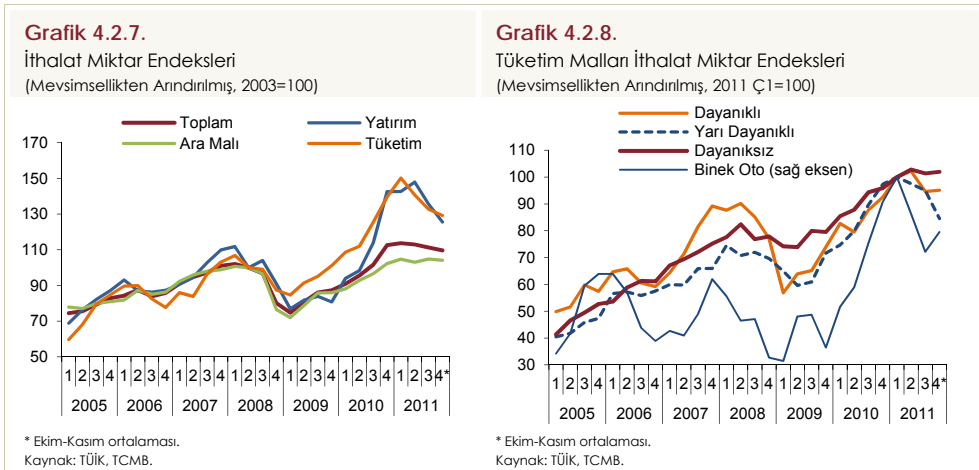


Buna karşılık, Euro Bölgesi ekonomilerinde Ağustos ayında derinleşmeye başlayan sorunların çözümüne yönelik belirsizlikler canlılığını korumaktadır. Türkiye'nin ana ticaret ortağı olan Euro Bölgesi ekonomilerinde ithalat talebinin son çeyrekteki düşüşü ihracat imkânlarımızın sınırlanması açısından önem arz etmektedir (Grafik 4.2.5). Ayrıca, ABD ekonomisindeki büyüme görünümüne ilişkin zayıf seyir devam etmektedir. Gelişmiş ekonomilerdeki belirsizlikler, dünya ticaretini sınırlarken küresel ölçekte tüketici ve yatırımcı güvenini olumsuz etkilemektedir.

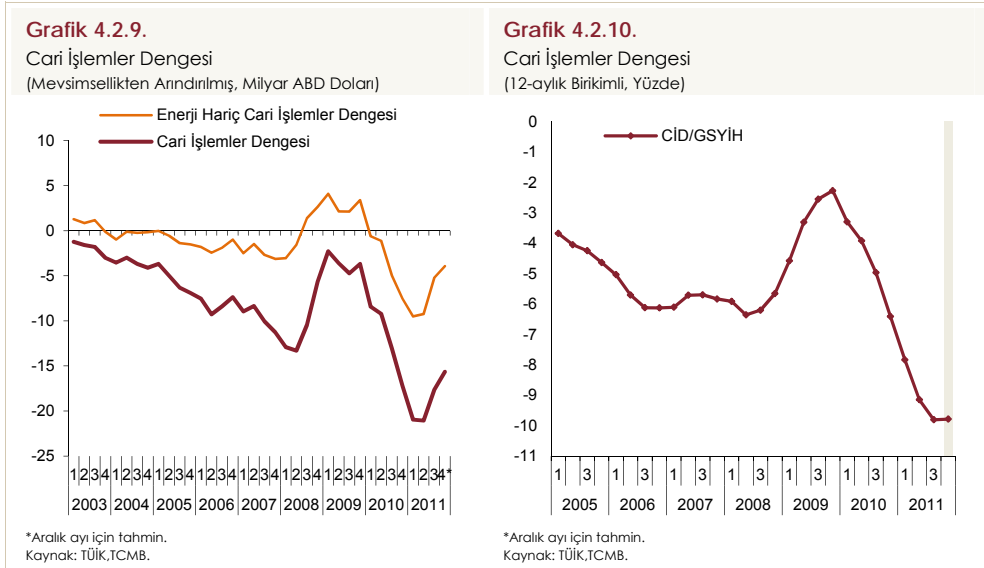
GSYİH ağırlıklı küresel üretim endeksinin bir önceki enflasyon raporu dönemine göre aşağı yönlü güncellenmesi dış ekonomilerdeki olumsuz görünümü teyid etmektedir. Öte yandan, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksindeki aşağı yönlü güncellenmenin görece fazla olması ihracat imkânları açısından daha da olumsuz bir görünüme işaret etmektedir (Grafik 4.2.6). Bu çerçevede, döviz kuru hareketlerinin sağladığı rekabet avantajı ve pazar çeşitlendirmesine rağmen küresel sorunların dış talebi sınırlamaya devam edeceği öngörülmektedir.



2011 yılı başından itibaren kademeli biçimde yavaşlayan ithalat miktar endeksi bu eğilimini Ekim-Kasım döneminde de sürdürmüştü ve üçüncü çeyreğe göre gerilemiştir. İthalat miktar endeksi anılan dönem için alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, ara malları ithalatındaki gerilemenin sınırlı kaldığı, buna karşılık tüketim ve yatırım malları ithalatındaki düşüşün belirgin olduğu görülmektedir (Grafik 4.2.7). Talep kompozisyonunda dengelenmeyi amaçlayan para politikası tedbirlerinin etkisini daha iyi gözleyebilmek amacıyla ithalat verilerinin alt gruplar itibarıyla incelenmesi yararlı olacaktır. Buna göre, kur ve finansman koşullarına duyarlı göstergelerden yatırım malları, binek otomobilleri, yarı dayanıklı ve dayanıklı mallar ithalatı 2011 yılı ilk çeyrek düzeylerinin altında seyretmiştir. Öte yandan, cari gelire, dolayısıyla istihdam koşullarına görece daha duyarlı olan dayanıksız tüketim mallarına yönelik ithalat talebindeki yavaşlama daha sınırlı kalmıştır (Grafik 4.2.8). Bu gelişmeler çerçevesinde, son çeyrekte mal ve hizmet ithalatındaki düşüşün, sınırlı da olsa, sürdüğü tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.2).

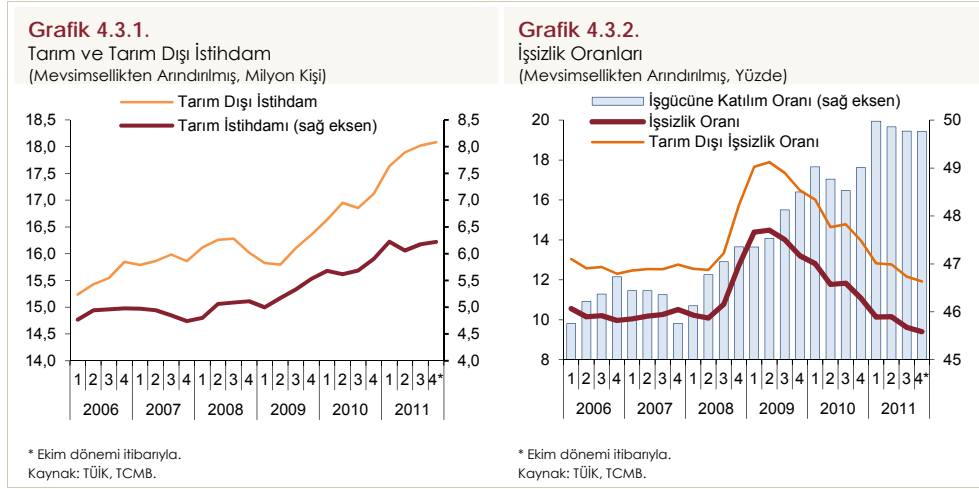


Özetle, yılın son çeyreğinde net dış talebin gerek dönemlik gerekse yıllık büyümeye olumlu katkı yaptığı tahmin edilmektedir. İç ve dış talepteki dengelenmenin belirginleşmesiyle birlikte mevsimsellikten arındırılmış cari dengede görülen iyileşmenin son çeyrekte yıllıklandırılmış verilere de yansıdığı tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.9 ve Grafik 4.2.10). Yakın döneme ilişkin göstergeler 12-aylık cari dengede yılın son çeyreğinde gözlenmeye başlayan düzeltmenin 2012 yılı ilk çeyreğinde de devam edeceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte cari işlemler dengesinin uzun dönemde arzulanan düzeylere çekilebilmesi için parasal tedbirlerin yanı sıra yapısal tedbirlere de ihtiyaç duyulduğu vurgulanmalıdır (Kutu 4.3).



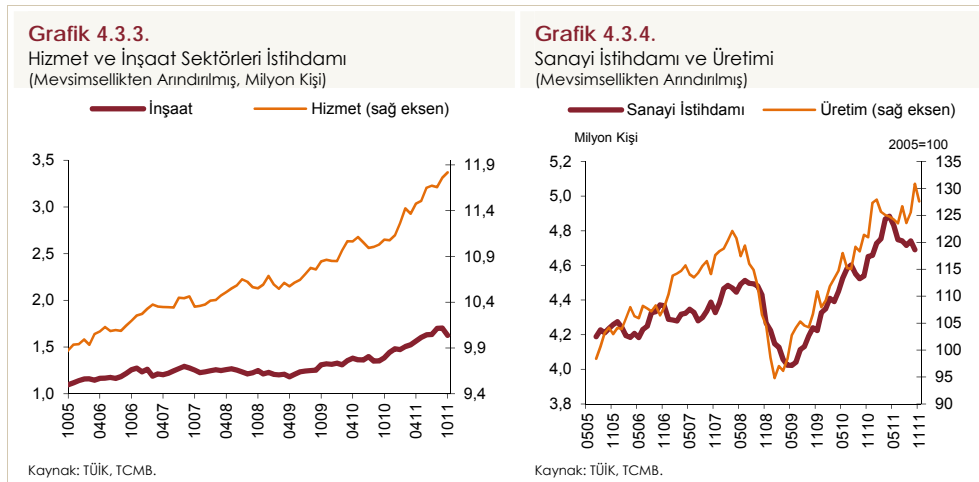
4.3. Emek Piyasası

2011 yılı üçüncü çeyrek istihdam gelişmeleri Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüm ile büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış sanayi istihdamı öngörüler dâhilinde gerilerken, tarım dışı istihdam artış hızı geçtiğimiz çeyreğe kıyasla yavaşlamıştır. Ayrıca bu dönemde, tarım istihdamı bir miktar artarak kriz öncesi döneme göre yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 4.3.1). Bu çerçevede, 2011 yılı ilk çeyreğinde kriz öncesi düzeyine dönen işsizlik oranı, yılın üçüncü çeyreğinde azalmaya devam etmiş, Ekim dönemi itibarıyla kriz öncesi seviyesinin oldukça altında bir seviyeye inmiştir (Grafik 4.3.2).

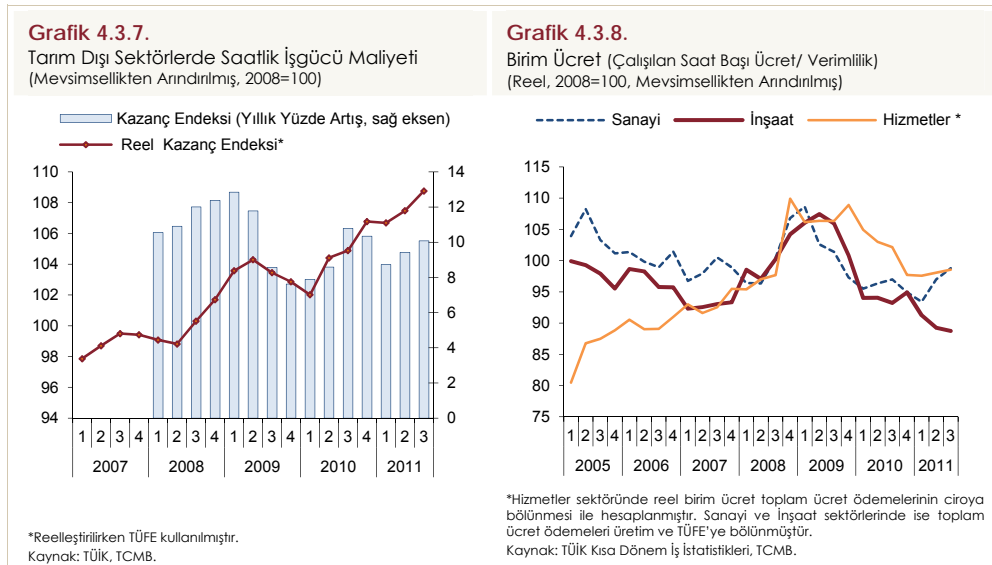
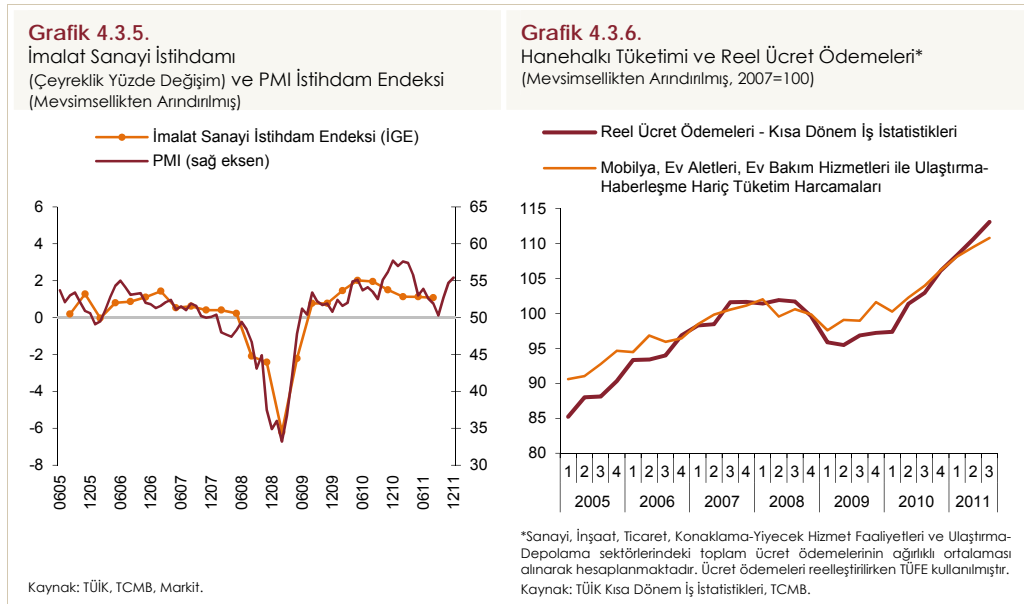


2011 yılı üçüncü çeyreğinde, mevsimsellikten arındırılmış tarım dışı istihdamına hizmet ve inşaat sektörleri olumlu katkı sağlarken sanayi istihdamı olumsuz katkı yapmıştır (Grafik 4.3.3 ve Grafik 4.3.4). Eylül-Ekim dönemlerinde sanayi istihdamı bir miktar gerilemiş, hizmet istihdamı süregelen artış eğilimini korumuştur. 2011 yılı genelinde hizmet ve inşaat sektörleri istihdamı 2005-2007 dönemi ortalamalarının üzerinde artış göstermektedir. Söz konusu sektörlerde gözlenen güçlü istihdam artışları işsizlik oranının 2011 yılında hızla gerilemesinde önemli rol oynamıştır (Kutu 4.4).

2011 yılı inşaat sektörü gelişmeleri incelendiğinde, üçüncü çeyrekte katma değerdeki yavaşlamaya karşın istihdamın hızlı artış eğilimini koruduğu görülmektedir. Eylül-Ekim dönemlerinde ise, yıllık bazda artış oranı hala yüksek olmakla birlikte, mevsimsellikten arındırılmış inşaat istihdamının gerileyerek son dönem katma değer gelişmeleri ile daha uyumlu bir görünüm sergilemeye başladığı gözlenmektedir.

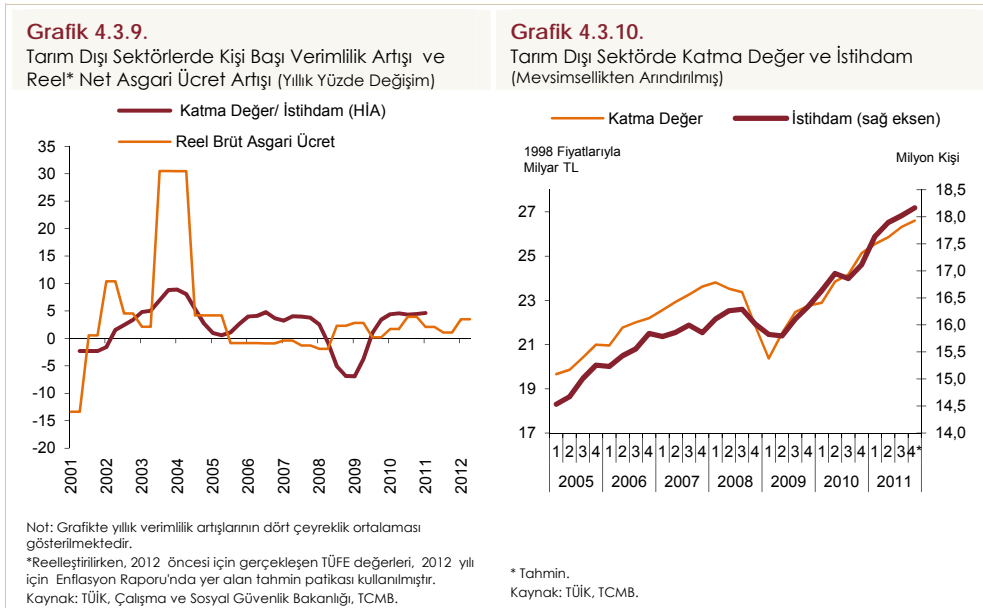


Sanayi sektörü gelişmeleri incelendiğinde, yılın ilk çeyreğinden itibaren zayıf seyreden üretimin son çeyrekte toparlandığı gözlenmektedir. Benzer şekilde, PMI istihdam göstergesinde 2011 yılı başından itibaren gözlenen gerileme eğilimi Ağustos ayında tersine dönmüştür. Anılan gösterge Kasım ve Aralık aylarında artarak, son çeyrekte istihdam koşullarında iyileşmeye işaret etmektedir. Bu çerçevede sanayi istihdamının son çeyrekte artacağı ancak ABD ve Euro Bölgesi'ndeki iktisadi görünüme ilişkin belirsizlikler dikkate alındığında istihdam koşullarındaki iyileşmenin kademeli olarak gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 4.3.5).



Emek piyasası gelişmeleri iç talep görünümü açısından değerlendirildiğinde, 2011 yılının üçüncü çeyreğinde reel ücret ödemelerinin özellikle cari dönem gelirine duyarlı gruplara yönelik talebi desteklemeye devam ettiği görülmektedir (Grafik 4.3.6). Ücretler maliyet unsuru olarak incelendiğinde ise, 2011 yılının üçüncü çeyreğinde İşgücü Maliyeti Endeksleri kapsamında yayımlanan tarım dışı saatlik reel kazanç endeksinin bir önceki çeyreğe göre arttığı gözlenmektedir (Grafik 4.3.7). Bununla birlikte, verimlilik gelişmelerini de içeren reel birim ücretler bu dönemde sadece sanayi sektöründe belirgin biçimde yükselmiştir (Grafik 4.3.8). Ancak, bu artış temelde sanayi üretiminin zayıf seyretmesinden kaynaklanmıştır. Reel birim ücretler inşaat sektöründe bir önceki döneme göre azalırken hizmetler sektöründe ise düşük bir oranda artmıştır. Bu çerçevede, 2011 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla fiyatlar üzerinde işgücü kaynaklı maliyet baskısının oluşmadığı düşünülmektedir.

2012 yılı için geçerli olacak asgari ücret rakamları açıklanmıştır. Buna göre, 16 yaşını dolduranlar için brüt aylık asgari ücret, 2012 yılının ilk dönemi için 886,5 TL, ikinci dönemi için 940,5 TL olarak belirlenmiştir. Söz konusu rakamlar, nominal ve reel olarak sırasıyla yüzde 11,9 ve yüzde 2,3'lük yıllık ortalama artışa işaret etmektedir. Son dönemde tarım dışı sektörlerde ortalama kişi başı verimlilik artışı yüzde 4,5 seviyelerindedir (Grafik 4.3.9). 2012 yılı için verimlilik artışlarında benzer bir yapının sürmesi halinde reel ücret artışının fiyatlar üzerinde baskı oluşturmayacağı düşünülmektedir.



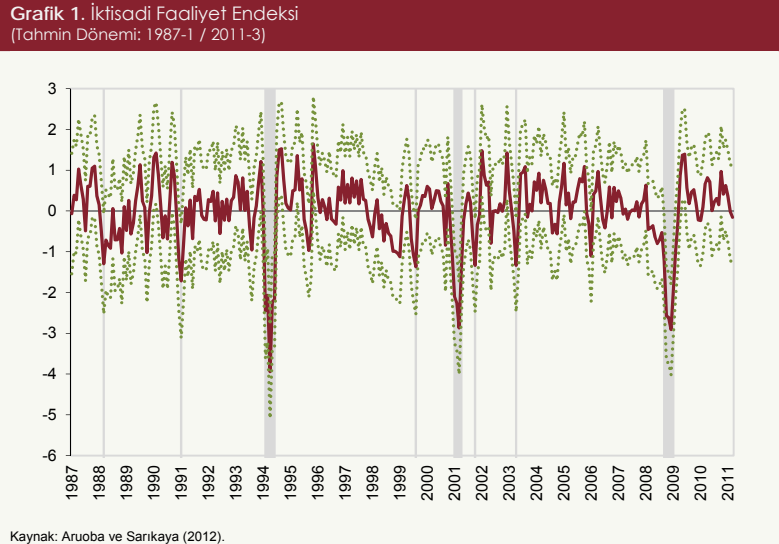
Özetle, 2011 yılı Temmuz-Eylül döneminde istihdamın hizmet ve inşaat sektörlerinde güçlü bir şekilde artmasına karşın sanayi sektöründe kötüleşmesiyle birlikte tarım dışı istihdam artışı sınırlanmıştır. Ekim döneminde sanayi sektörünün yanı sıra, uzunca bir süredir güçlü seyreden inşaat sektörü istihdamı da gerileyerek tarım dışı istihdamın azalmasına neden olmuştur. Yılın son çeyreğine ilişkin öncü göstergeler sanayi istihdamında olumlu bir görünüme işaret etmektedir. İnşaat sektörü istihdamında gerileme beklense de sanayi istihdamındaki azalma eğiliminin duracağı ve hizmet sektöründeki artışların etkisiyle tarım dışı istihdamın yılın son çeyreğinde üçüncü çeyreğe yakın bir oranda artacağı tahmin edilmektedir (Grafik 4.3.10). Önümüzdeki yıla ilişkin öngörüler, iktisadi faaliyette beklenen yavaşlamanın istihdam imkânlarını sınırlayacağı yönündedir.

Kutu
4.1

Türkiye İçin Gerçek Zamanlı Bir İş Çevrimi Göstergesi

İktisadi faaliyete ilişkin göstergeler enflasyon hedefleyen merkez bankaları için karar alma sürecinin önemli girdileri arasındadır. Mevcut durum tespitinin yanında gelecek döneme ilişkin eğilimleri de içeren görünümün sağlıklı bir şekilde ortaya konulması, iktisadi faaliyetin genişleme, daralma, ısınma, soğuma evrelerinin ölçüm ve tahminini gerektirmektedir. Ne var ki, iktisadi görünümü özetleme konusunda tek bir gösterge yeterli olmamakta, bütüncül bir yaklaşıma ihtiyaç duyulmaktadır.

Nitekim Lucas (1977) iş çevrimlerini birden fazla değişkenin etkileşimi ve ortak hareketini içeren dinamik bir oluşum olarak tanımlamaktadır. Bu düşünceden hareketle Aruoba, Diebold ve Scotti (2009) iş koşullarını, kilit değişkenlerin sürükleyicisi olan -ancak gözlenemeyen- ortak bir bileşen (faktör) şeklinde modellemektedir. Böylelikle ABD ekonomisini temsil gücü yüksek olduğu düşünülen seçilmiş bir dizi göstergenin içerdiği ortak eğilim, bir dinamik faktör modeli eşliğinde tahmin edilmektedir. Philadelphia Fed tarafından düzenli olarak yayımlanan bu endeksin tarihsel olarak ABD ekonomisindeki dönüş noktalarını yakalamadaki başarısı kadar gerçek zamanlı (real-time) özelliklerinin de politika karar alma sürecinde fayda sağladığı tecrübe edilmiştir.¹

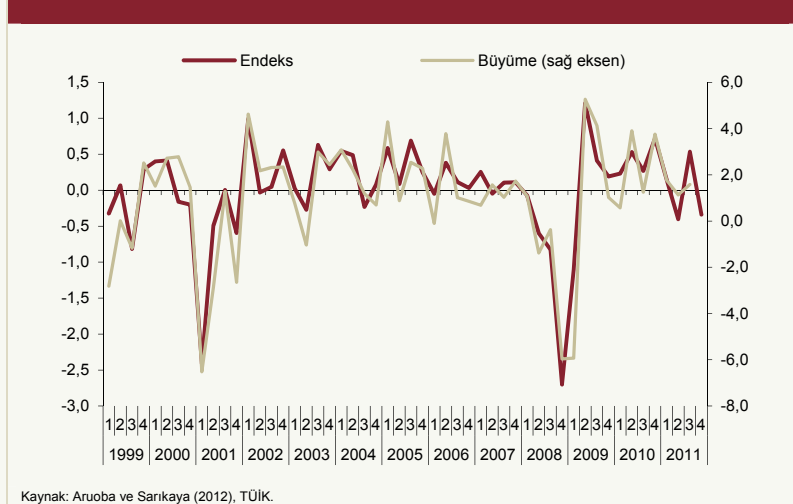


¹ ABD ekonomisi için yayımlanan endeks için bkz. <http://www.philadelphiafed.org/research-and-data/real-time-center/business-conditions-index/>

Bu kutuda, Aruoba, Diebold ve Scotti (2009) çalışmasındaki ile aynı yöntemle dayanan aylık frekansta bir dinamik faktör modeli kullanılarak Aruoba ve Sarıkaya (2012) tarafından Türkiye ekonomisi için yapılan çalışmanın bulguları ışığında iktisadi faaliyetteki son dönem eğilimleri değerlendirilecektir. 1987-2011 dönemini kapsayan ve yöntem itibarıyla farklı frekanslarda yayımlanan göstergelerin bir arada değerlendirilmesine olanak tanıyan çalışma, sanayi üretimi, ara malı ithalatı, elektrik üretimi, istihdam ve GSYİH verilerini istatistiksel olarak en uygun (optimal) şekilde toplulaştırarak aylık bazda bir iktisadi faaliyet göstergesi türetmektedir.

Yukarıda tanımlanan beş değişkenin ortak eğilimini yansıttığı düşüncesinden hareketle türetilen faktör (iktisadi faaliyet göstergesi) Grafik 1'de sunulmaktadır. Bordo çizgi faktörü, yeşil çizgiler ise yüzde 95'lik güven aralığını ifade eden standart hata bantlarını göstermektedir. Hata bantlarının artan veri belirsizliğinin bir yansıması olarak örneklem sonunda genişlemesi, yakın dönem gelişmelerine ilişkin değerlendirmelerde temkinli bir yaklaşım gerektirmektedir. Göstergenin sıfırın üzerinde (altında) aldığı değerler büyüme (daralma) dönemlerini ifade ederken, mutlak büyüklükler büyüme (daralma) hızına ilişkin bilgi vermektedir. Endeksin istikrarlı bir şekilde aynı yönde seyretmesi iş çevriminin hangi fazında bulunulduğuna dair resmi netleştirmektedir. Sıfırın altında uzun soluklu bir seyir ekonominin daralma eğilimine girdiği sinyali verirken, endeksin çoğunlukla pozitif alanda hareket ettiği dönemler istikrarlı bir büyüme sürecine işaret etmektedir.

Grafik 2. Endeks (Üç Aylık Ortalama) ve Büyüme (Çeyreklik)



Endeks, geçmiş çalkantı/durgunluk dönemlerinin tespiti ve bunların karşılaştırmalı analizine imkân tanımaktadır. Endeks tahminindeki hata payını da dikkate alarak üst sınırın sıfırın altına düştüğü dönemleri daralma olarak nitelediğimizde, Grafik 1'de yer alan gri bölgelerin genişliği çalkantıların ne denli ciddi olduğu konusunda yol gösterecektir. Zira, herhangi bir krizin derinliği, endeks üst sınırının sıfırın altında değer almasının yanında bu değer ne kadar süreyle gözlemlendiğine de bağlıdır. Buna göre, Türkiye ekonomisinde 1994, 2001 ve 2008-09 krizleri en derin durgunluk dönemleri olarak öne çıkmaktadır.

İş çevrimlerinin tarihsel muhasebesi bir kenara, ileriye dönük bir perspektifle karar alan politika yapıcılar açısından endeksin güncel bilgi içeriği ön plândadır. Türetilen endeks keskin daralma ve takip eden hızlı toparlanma dönemleri hariç tutulduğunda [-1, 1] aralığında değer almaktadır. Tarihsel büyüme performansı ile eşleştirildiğinde 1'e yakın endeks değerlerinin iktisadi faaliyette güçlü bir eğilime işaret ettiği söylenebilir. Türetilen endeks ile dönemlik büyüme oranlarının ilişkilendirildiği Grafik 2'ye göre 2010 yılının ikinci ve dördüncü çeyrekleri buna örnek teşkil etmektedir. Bu dönemlerdeki güçlü büyüme eğilimi ile kıyaslandığında 2011 yılının başından itibaren daha ılımlı bir seyir izleyen endeks, son çeyrekte iktisadi faaliyetin bir önceki döneme göre yavaşladığı yönünde sinyal vermektedir.

Kaynakça

- Aruoba, S.B., Diebold, F.X. ve Scotti, C. (2009), "Real-Time Measurement of Business Conditions," *Journal of Business and Economic Statistics*, 27(4), 417-427.
- Aruoba, S.B. ve Sankaya, Ç. (2012), "Türkiye İçin Bir Reel İktisadi Faaliyet Göstergesi," TCMB Çalışma Tebliği Serisi, yayım sürecinde.
- Lucas, R.E. (1977), "Understanding Business Cycles," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 5(1), 7-29.

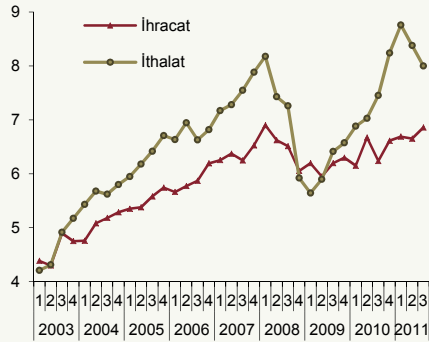
Kutu
4.2

Son Dönem Talep Kompozisyonu Gelişmeleri

Küresel krizin ardından iç talep, genişletici para ve maliye politikalarının etkisiyle güçlü bir biçimde toparlanmış; ne var ki, küresel büyüme ve dolayısıyla dış talep zayıf seyrini sürdürmüştür. 2010 yılı sonlarına doğru, gelişmiş ekonomilerdeki aşırı genişletici para ve maliye politikası uygulamaları ile bol likidite koşullarının sermaye girişlerini teşvik etmesi bir yandan kredi kanalıyla iç talebi daha da canlandırırken, diğer yandan TL'nin aşırı değerlenmesine yol açarak ithal mallara olan talebi desteklemiştir. Bu ortamda küresel talebin zayıf seyretmeye devam etmesi, iç ve dış talebin toparlanma hızlarının ayrışmasına ve dış ticaret dengesinin bozulmasına yol açmıştır (Grafik 1 ve 2).

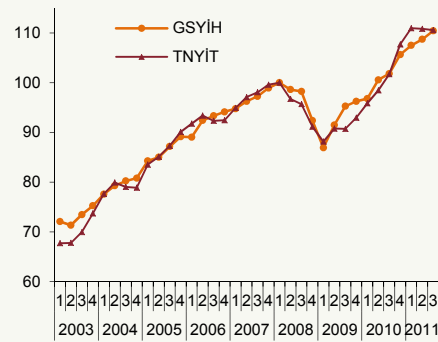
İç ve dış talep arasındaki ayrışmanın ekonomi üzerinde makro finansal riskler oluşturmasının önüne geçmek amacıyla Merkez Bankası 2010 yılı son çeyreğinden itibaren, politika faizi, zorunlu karşılıklar ve diğer likidite araçlarının eşgüdümü biçimde kullanılmasını kapsayan yeni bir politika bileşimini uygulamaya koymuştur. Uygulanan politikanın temel amacı, aşırı kredi kullanımını sınırlayarak ve TL'deki spekülasyon sermaye girişi kaynaklı aşırı değerlenmenin önüne geçerek talep kompozisyonunda dengelenmeyi sağlamak, böylelikle ekonomide yumuşak inişi ve cari açığın daha makul düzeylere inmesini sağlamak olmuştur.

Grafik 1. Mal ve Hizmet İthalatı ile Mal ve Hizmet İhracatı
(1998 Fiyatlarıyla, Milyar TL, Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak:TÜİK, TCMB.

Grafik 2. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep
(1998 Fiyatlarıyla, 2008Ç1=100, Mevsimsellikten Arındırılmış)

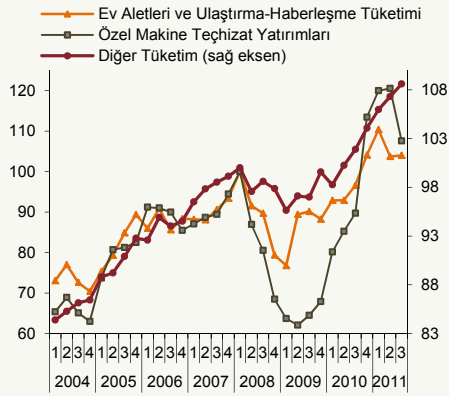


Kaynak:TÜİK, TCMB.

Uygulanan dengeleyici para politikasının iç talep üzerindeki etkileri 2011 yılı içinde belirgin biçimde görülmeye başlamıştır. Nitekim, GSYİH'deki artış eğilimine karşın, nihai yurt içi talep 2011 yılının ikinci ve üçüncü çeyreklerinde yataya yakın bir seyir izlemiş, mal ve hizmet ithalatı ise belirgin biçimde gerilemiştir. Merkez Bankası'nın uygulamaya koyduğu politika bileşimine bağlı olarak talep kompozisyonunda gözlenen dengelenmenin daha iyi anlaşılması için, analizin geri kalanında yurt içi talepteki yatay seyrin ve ithalattaki gerilemenin kaynakları incelenmektedir.

Tüketim harcamalarının alt kalemleri incelendiğinde, kur ve finansman koşullarına duyarlı olan, dolayısıyla Merkez Bankası'nın sıkılaştırıcı politikalarının doğrudan hedef aldığı iç talep bileşenlerinde son dönemde belirgin bir yavaşlama eğilimi gözlenmektedir (Grafik 3). Bu eğilim özel makine teçhizat yatırımları ile mobilya, ev aletleri ve ulaştırma-haberleşme tüketiminde açık bir biçimde gözlenebilmektedir. Öte yandan, daha çok cari dönem gelire, dolayısıyla istihdam gelişmelerine duyarlı olduğu düşünülen diğer tüketim harcamaları istikrarlı artış eğilimini korumakta ve büyümeye katkıda bulunmaya devam etmektedir. Özetle, ithal bileşeni görece daha yüksek olan kalemlerde başta TL'deki birikimli değer kaybı olmak üzere kredi maliyetlerindeki artışın da etkisiyle yavaşlama gözlenirken, gıda ve hizmet gibi ithalat bileşeni görece daha düşük olan kalemlerde talep artmaya devam etmiştir. Böylece, ithalat hızla azalırken geçmiş tecrübelerin aksine iktisadi faaliyette keskin bir düşüş görülmeden artış eğilimi devam edebilmiştir.

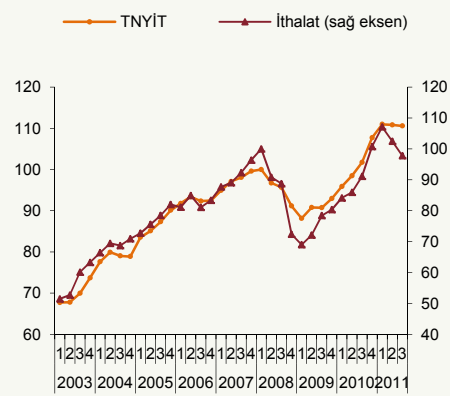
Grafik 3. Yurt İçi Tüketim Alt Kalemleri ve Özel Makine Teçhizat Yatırımları
(Mevsimsellikten Arındırılmış 2008Ç1=100)



*Diğer tüketim: Gıda, giyim, konutta ilgili harcamalar (konut, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar), sağlık, eğlence-kültür, eğitim, lokanta-otel, çeşitli mal ve hizmet.

Kaynak: TÜİK, TCMB.

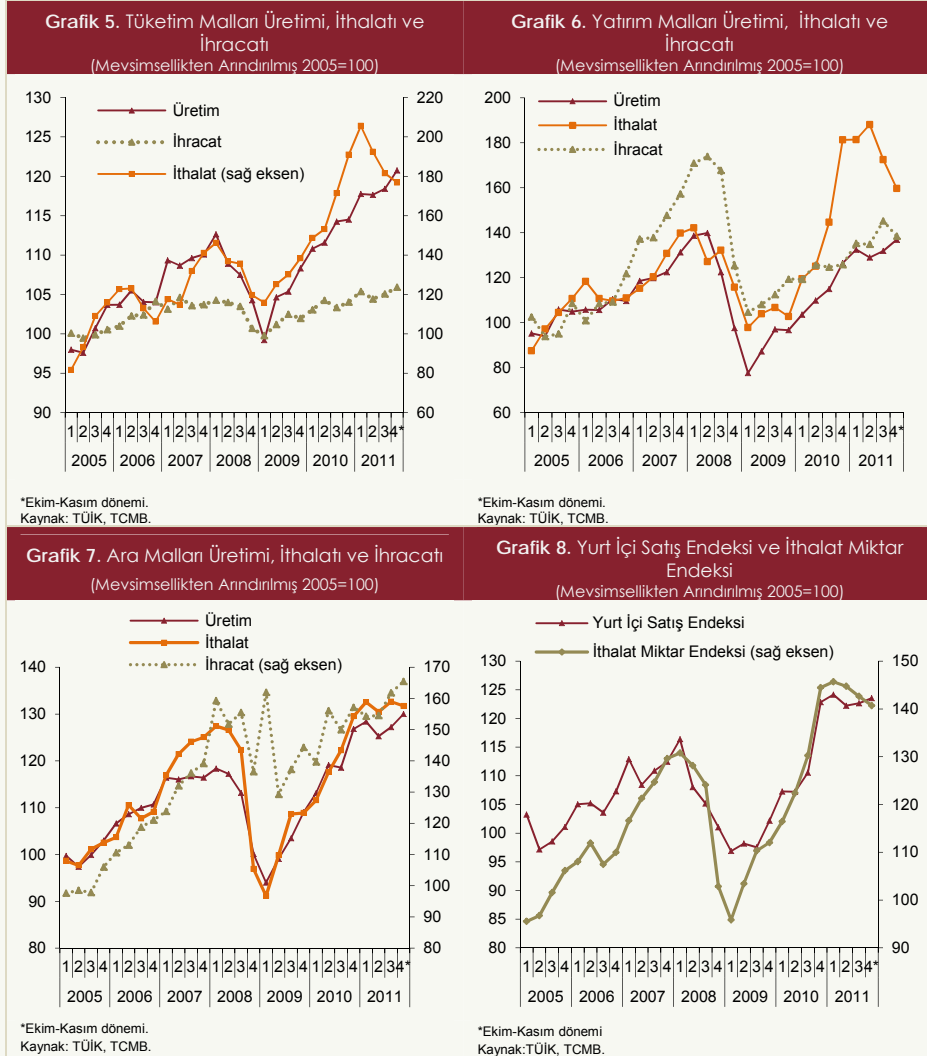
Grafik 4. Toplam Nihai Yurt İçi Talep ve Mal ve Hizmet İthalatı
(Mevsimsellikten Arındırılmış 2008Ç1=100)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

İç ve dış talep arasındaki dengeleme sürecinde önemli bir başka unsur, Merkez Bankası'nın dengeleyici para politikalarının sonucunda TL'de gözlenen değer kaybının etkisiyle iç talebin ithal mal ve hizmetlerden yurt içinde üretilenlere doğru kaymasıdır. Nitekim, genelde birbirine yakın hareket eden mal ve hizmet ithalatı ile nihai yurt içi talep son dönemde belirgin biçimde ayrılmıştır (Grafik 4). Bu durum, nihai yurt içi talebin yerli bileşeninin payının arttığına işaret etmektedir. Nitekim, son dönemde tüketim, yatırım ve ara malları sınıflamasında her bir grupta üretim artarken, ithalatta ters yönlü bir eğilim gözlenmektedir (Grafik 5, Grafik 6 ve Grafik 7). Özetle, yurt içi talep bileşenlerinde ithal mallardan yerli mallara yönelik bir talep kayması gözlenmekte, son çeyreğe ilişkin veriler bu eğilimin devam

ettiğine işaret etmektedir (Grafik 8).² Hal böyleyken, son dönemde ihracat artışlarının da üretimi desteklemesi yeniden dengelenmeyi güçlendirmektedir.



Özetle, para politikası uygulamaları bir taraftan iç talebi yavaşlatırken diğer taraftan talep kompozisyonunda dengelenmeyi sağlamaktadır. Nitekim, para politikası uygulamalarının devreye girmesiyle 2011 yılının ilk çeyreğindeki artışın ardından mal-hizmet ithalat ve ihracatı arasındaki fark daralmaya başlamıştır. Bu dönemde ithalat hızlı bir biçimde gerilerken ihracat artış eğilimini korumuştur. Bunun sonucunda net ihracatın büyümeye pozitif katkısı yılın üçüncü çeyreğinde hızlı bir biçimde artmıştır.

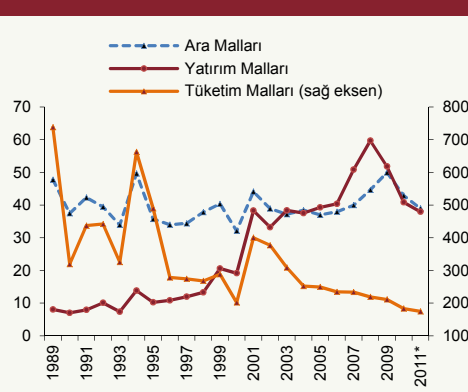
² Yurt içi satış endeksinin hesaplanması ile ilgili detaylar için bakınız: H.Ç. Akkoyun, İ. Bozok ve B. Şen-Doğan "İç ve Dış Talebe İlişkin Alternatif Göstergeler: Yurt İçi ve Yurt Dışı Satış Endeksleri", TCMB Ekonomi Notları, 2011-17, <http://www.tcmb.gov.tr/research/ekonominoftari/2011/tr/EN1117.pdf>.

Kutu
4.3

İhracatın İthalatı Karşılama Oranlarına Sektörel Bir Bakış

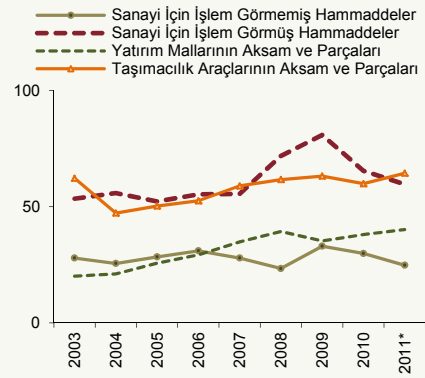
Merkez Bankası tarafından makro-finansal risklere karşı alınan önlemlerin de etkisiyle cari açığa düşüş başlamıştır.³ Öte yandan, cari açığın konjonktürel etkilerin yanı sıra yapısal unsurlardan da kaynaklandığı bilinmektedir. Bu çerçevede bu kutuda, cari açığın yapısal tarafına işaret etmek amacıyla, dış ticaret dengesindeki gelişmeler ihracatın ithalata oranlanmasıyla elde edilen karşılama oranı şeklinde sektörel bazda değerlendirilmiştir.⁴

Grafik 1. İhracatın İthalatı Karşılama Oranları (Yüzde)



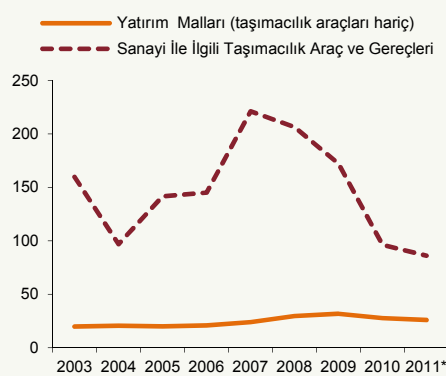
*Ocak-Kasım dönemi için hesaplanmıştır.
Kaynak: TÜİK.

Grafik 2. Seçilmiş Ara Malları Kalemlerinde İhracatın İthalatı Karşılama Oranları (Yüzde)



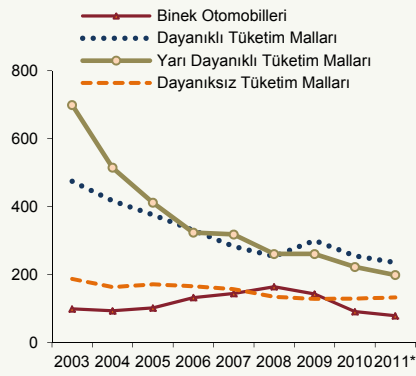
*Ocak-Kasım dönemi için hesaplanmıştır.
Kaynak: TÜİK.

Grafik 3. Yatırım Malları Kalemlerinde İhracatın İthalatı Karşılama Oranları (Yüzde)



*Ocak-Kasım dönemi için hesaplanmıştır.
Kaynak: TÜİK.

Grafik 4. Seçilmiş Tüketim Malları Kalemlerinde İhracatın İthalatı Karşılama Oranları (Yüzde)



*Ocak-Kasım dönemi için hesaplanmıştır.
Kaynak: TÜİK.

³ Bakınız Kutu 4.2, ile Grafik 4.2.9 ve Grafik 4.2.10.

⁴ Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından ihracat ve ithalat verileri ABD doları cinsinden (cari fiyatlarla) çeşitli sınıflandırmalarda açıklanmaktadır. Karşılama oranları, Geniş Ekonomik Grupların Sınıflandırması (GEPS) ve fasıllara göre ihracat kapsamında hesaplanmıştır.

Karşılama oranları ara malları, yatırım malları ve tüketim malları olarak ayrı ayrı değerlendirildiğinde 1989 yılından bu yana ara mallarında karşılama oranının yüzde 40 civarında hareket ettiği görülmektedir (Grafik 1). Yatırım malları için karşılama oranı 2001 öncesi ve sonrası dönemlerde belirgin şekilde farklılaşmıştır. Tüketim malları için ise 2001 sonrası azalış eğilimi dikkat çekmektedir. Enerji ithalatını da içeren ara mallarında ihracatın ithalatı karşılama oranının düşük olması beklenen bir durumdur. Buna karşın, yatırım mallarında karşılama oranının enerji ithalatını da içeren ara mallarından dahi düşük olabilmesi dikkat çekmektedir. Tüketim mallarında dış ticaret dengesi pozitif olsa da karşılama oranında düşüş eğilimi gözlenmektedir.

2001 sonrası ekonomimizdeki yapısal dönüşüm dikkate alınarak karşılama oranları 2003-2011 dönemi için daha detaylı analiz edilmiştir (Grafik 2, Grafik 3 ve Grafik 4). Son dönem gelişmelerini sektörel bazda daha detaylı değerlendirebilmek amacıyla, dış ticaret verileri fasıllar çerçevesinde incelendiğinde (ihracat ve ithalat 98 fasılda sunulmaktadır), ihracatımızda en yüksek paya sahip ilk dört sektörün 2011 Ocak-Kasım dönemi itibarıyla net ithalatçı konumda olduğu görülmektedir (Tablo 1). Örümüş ve örülmemiş giyim eşyaları, demir veya çelikten eşya ve meyve-sebze kalemleri ihracat içinde görece yüksek paya sahip olan net ihracatçı kalemlerdir.

Kriz sonrası dönemde karşılama oranlarındaki düşüşte ve dolayısıyla dış ticaret açığındaki artışta, sektörlerin iş çevrimlerinden farklı ölçüde etkilenmesinin de rolünün olduğu düşünülmektedir. Örneğin, 2003-2009 döneminde net ihracatçı olan *yatırım ile ilgili taşımacılık araçları* (hafif ticari gibi) ve *binek otomobil* sektörlerinin son iki yılda net ithalatçı olmasının söz konusu kalemlerin iş çevrimlerine görece daha duyarlı olmasından kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Zira, yurt içi talebin güçlü seyri gerek ticari gerekse binek araç talebini olumlu etkilerken, küresel ekonomideki sorunların devamı bahsedilen sektörlerle yönelik talebi sınırlamaktadır. Bu durum, iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı belirginleştirmektedir. Bu bağlamda, Merkez Bankası tarafından alınan dengeleyici önlemlerle bu kalemlere yönelik yurt içi talep kontrol altına alınmaktadır. Öte yandan, çevrimlere duyarlı olmaları nedeniyle küresel kriz ve sonrası dönemlerde ihracatımızı önemli ölçüde sınırlayan bu kalemlerin küresel sorunların hafiflemesiyle ihracat artışına oldukça güçlü katkı yapma potansiyeli taşıdıkları not edilmelidir.

Tablo 1. Karşılama Oranları*
(Yüzde)

	Karşılama Oranı			İhracat Payı			İthalat Payı		
	2003-2009 Ortalaması	2010	2011	2003-2009 Ortalaması	2010	2011	2003-2010 Ortalaması	2010	2011
Motorlu kara taşıtları, traktör, bisiklet, motosiklet ve diğer	111,7	102,9	92,5	13,1	12,1	11,7	7,9	7,2	7,0
Kazan: makina ve cihazlar, aletler, parçaları	36,8	44,3	42,3	7,4	8,3	8,5	13,3	11,5	11,2
Demir ve çelik	60,0	54,2	54,3	7,9	7,7	8,3	8,6	8,7	8,5
Elektrikli makina ve cihazlar, aksam ve parçaları	57,4	51,4	51,8	7,0	6,6	6,5	8,0	7,9	7,0
Örme giyim eşyası ve aksesuarları	2109,2	767,5	752,4	8,5	6,8	6,3	0,3	0,5	0,5
Mineral yakıtlar, mineral yağlar ve müstahsalları, mumlar	12,4	11,6	12,2	3,8	3,9	4,9	19,3	20,7	22,3
Demir veya çelikten eşya	234,7	246,6	226,0	3,8	4,3	4,3	1,1	1,1	1,1
Örülmemiş giyim eşyası ve aksesuarları	902,5	299,1	266,4	5,8	4,1	3,8	0,5	0,8	0,8
Plastik ve plastikten mamul eşya	33,3	38,2	36,0	2,5	3,3	3,4	4,9	5,2	5,3
Yenilen meyvalar, kabuklu yemişler, turuncgöl ve kavun kabuğu	1349,0	1107,7	1015,1	2,8	3,1	2,8	0,1	0,2	0,2
İnciler, kıymetli taş ve metal mamulleri, madeni paralar	80,8	123,4	49,1	2,8	3,3	2,7	3,2	1,6	3,1
Kauçuk ve kauçuktan eşya	84,2	81,7	77,4	1,4	1,7	2,0	1,1	1,3	1,4
Tuz, kükürt, toprak ve taşlar, alçıklar ve çimento	476,0	798,6	564,4	1,6	2,2	1,9	0,2	0,2	0,2
Aluminyum ve aluminyum eşya	71,8	77,0	70,1	1,3	1,7	1,7	1,2	1,3	1,4
Mensucattan mamul diğer eşya, kullanılmış eşya, paçavralar	2678,7	1251,8	1045,1	2,4	1,6	1,6	0,1	0,1	0,1
Mobilyalar, aydınlatma, reklam lambaları, prefabrik yapılar	188,6	165,3	146,9	1,4	1,6	1,5	0,5	0,6	0,6
Pamuk, pamuk ipliği ve pamuklu mensucat	61,6	42,8	51,8	1,6	1,3	1,4	1,7	1,8	1,6
Sebze, meyva, bitki parçaları, sert kabuklu yemiş konserveleri	2644,0	2370,4	1796,3	1,4	1,3	1,2	0,0	0,0	0,0
Halılar ve diğer dokumaya elverişli maddeden yer kaplamaları	532,3	698,3	805,6	0,9	1,1	1,2	0,1	0,1	0,1
Örme eşya	371,3	340,1	281,5	0,8	1,1	1,1	0,2	0,2	0,2
Dokumaya elverişli suni ve sentetik lifler	82,1	74,1	72,5	1,2	1,1	1,1	0,9	0,9	0,8
Bakır ve bakırdan eşya	34,1	32,2	33,8	0,7	0,9	1,1	1,4	1,8	1,7
Kağıt ve karton: kağıt hamurundan kağıt ve kartondan eşya	35,7	43,2	44,4	0,8	1,1	1,0	1,5	1,5	1,3
Sentetik ve suni devamsız lifler	71,4	53,6	53,0	1,2	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0
Gemiler, suda yüzen taşıt ve araçlar	242,2	106,5	85,9	1,5	1,0	1,0	0,5	0,6	0,6
Metal cevherleri, cüruf ve kül	87,8	129,8	95,9	0,5	1,1	0,9	0,4	0,5	0,5
İnorganik kimyasal müstahsallar, organik, inorganik bileşikler	47,4	65,4	70,1	0,5	0,8	0,9	0,7	0,8	0,7
Taş, alçı, çimento, amyant, mika vb maddelerden eşya	297,5	240,2	204,0	0,9	0,9	0,8	0,2	0,2	0,2
Değirmencilik ürünleri, malt, nişasta, inülin, buğday gluteni	2218,8	1364,5	1618,3	0,5	0,6	0,8	0,0	0,0	0,0
Yenilen sebzeler ve bazı kök ve yumrular	830,0	351,1	289,4	0,8	1,0	0,8	0,1	0,2	0,2
Esasını hububat, un, nişasta, süt teşkil eden müstahzarlar	454,3	475,1	504,8	0,5	0,7	0,8	0,1	0,1	0,1
Hayvansal ve bitkisel yağlar ve bunların müstahzarları	56,2	46,3	62,3	0,6	0,4	0,7	0,7	0,5	0,7
Cam ve cam eşya	164,8	146,5	137,0	0,9	0,8	0,7	0,3	0,3	0,3
Seramik mamulleri	288,0	201,7	193,1	0,8	0,7	0,7	0,2	0,2	0,2
Sabunlar, yüzey aktif organik maddeler, yıkama-yağlama maddesi	118,7	108,4	93,4	0,6	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3

*2011 yılı verileri Ocak-Kasım dönemi için hesaplanmıştır. Tablodaki kalemler, 2011 yılı Ocak-Kasım döneminde ihracat içindeki paylara göre sıralanmıştır. Ortalamalar, ilgili dönemin aritmetik ortalaması şeklinde hesaplanmıştır. 98 fasıl olarak yayımlanan verilerden seçilen tabloda sunulan 35 kaleme, toplam ihracatın yaklaşık yüzde 90'ını oluşturmaktadır.
Kaynak: TÜİK.

Son yıllarda, ihracatımızın yaklaşık beşte birini oluşturan dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketim kalemlerinin karşılama oranlarında istikrarlı düşüş gözlenirken, makine teçhizat kalemini içeren *taşımacılık araçları hariç yatırım mallarında* karşılama oranı yüzde 30'un altında seyretmektedir. Buna karşın, *taşımacılık araçlarının parçaları ve yatırım araçları parçaları* gibi yan sanayi kalemlerinin karşılama oranlarında artış eğilimi gözlenmektedir. Ayrıca, *sanayi için işlem görmüş hammaddeler* kaleminde karşılama oranı görece yüksek düzeylerde seyretmektedir. Yurt içi ve yurt dışında farklı iş çevrimi fazlarının (genişleme ve daralma gibi) etkili olduğu 2003-2011 döneminde bu sektörlerde gözlenen farklı eğilimleri açıklamada, yapısal unsurların da önemli olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda, cari işlemler dengesinin uzun dönemde arzulan düzeylere çekilebilmesi için para politikası uygulamaları gibi talep yönetimine yönelik tedbirlerin yanında sektöre özgü dinamikleri de dikkate alan arz yönlü politikaların da önemli olduğu düşünülmektedir.⁵

Özetle, Merkez Bankası tarafından alınan önlemler, özellikle kur ve finansman koşullarına ve iş çevrimlerine daha duyarlı kalemlerde etkili olarak, iç ve dış talep arasında dengelenmeye katkıda bulunmakta ve cari açığın daha makul seviyelere gelmesine destek vermektedir. Ancak, gerek dış ticaret açığında yapısal nedenlerin önemli rol oynaması gerekse sektörlerin ithalat talebinin farklı saiklerden kaynaklanması makro tedbirlerin yanında sektörlere özgü gelişmeleri de dikkate alan mikro tedbirlerin önemine işaret etmektedir.

⁵ Sektörel bazda ithalat talebi ile ilgili bir çalışma için bakınız Ş. Saygılı, C. Cihan, C. Yalçın ve T. Hamsici "Türkiye İmalat Sanayinin İthalat Yapısı", 2009. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/2009/kitaplar.php>

Kutu
4.4

2005-2007 ve Son Dönem İşsizlik Oranı Gelişmelerinin Sektörel Kaynakları İtibarıyla Karşılaştırması

İşsizlik oranları son dönemde beklentilerin de ötesinde hızla gerileyerek 2005 yılından bu döneme en düşük seviyesine ulaşmıştır. Bu kutuda, son dönemde işsizlik oranlarında gözlenen azalmanın nedenleri sektörel kaynakları itibarıyla incelenmektedir. Bu amaçla, ekonominin kriz sonrası toparlanma sürecinin büyük ölçüde tamamlandığı 2010 yılı ikinci yarısı ve 2011 yılına ilişkin işgücü piyasası hareketleri, işsizlik oranlarının sadece sınırlı miktarda gerilediği 2005-2007 dönemi ile kıyaslanmaktadır. Ele alınan iki dönemin önemli bir ortak özelliği her birinde yüksek oranda büyüme kaydedilmiş olmasıdır. 2005-2007 döneminde yıllıklandırılmış ortalama çeyreklik tarım dışı katma değer artış oranı yüzde 7,2 olurken, 2010 ikinci yarısı ve 2011 yılı için bu oran yüzde 8,2 oranında gerçekleşmiştir.

Tablo 1. İşsizlik Oranındaki Aylık Ortalama Değişimin Bileşenleri
(Yüzde Puan, Mevsimsellikten Arındırılmış)

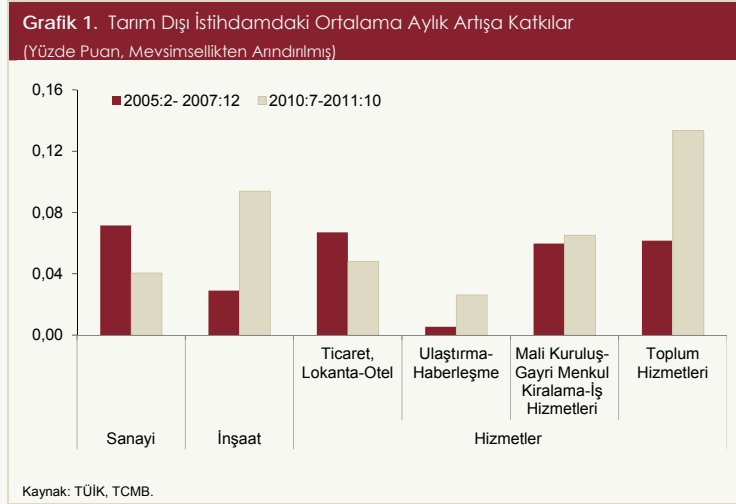
	İşsizlik Oranı Fark (Toplam Dönemlik) (1)	İşsizlik Oranı Fark (Aylık Ortalama) (2)=(3)+(4)	İşgücü Artışının Etkisi (Aylık Ortalama) (3)		İstihdam Artışının Etkisi (Aylık Ortalama) (4)	
			Tarım (3a)	Tarım Dışı (3b)	Tarım (4a)	Tarım Dışı (4b)
<i>İşsizlik Oranı</i>						
2005:2-2007:12	-0,078	-0,002	-0,100	0,181	0,110	-0,196
2010:7-2011:10	-2,073	-0,130	0,106	0,157	-0,125	-0,270
<i>Tarım Dışı İşsizlik Oranı</i>						
2005:2-2007:12	-0,847	-0,024		0,231		-0,255
2010:7-2011:10	-2,434	-0,152		0,200		-0,352

Kaynak:TÜİK, TCMB.

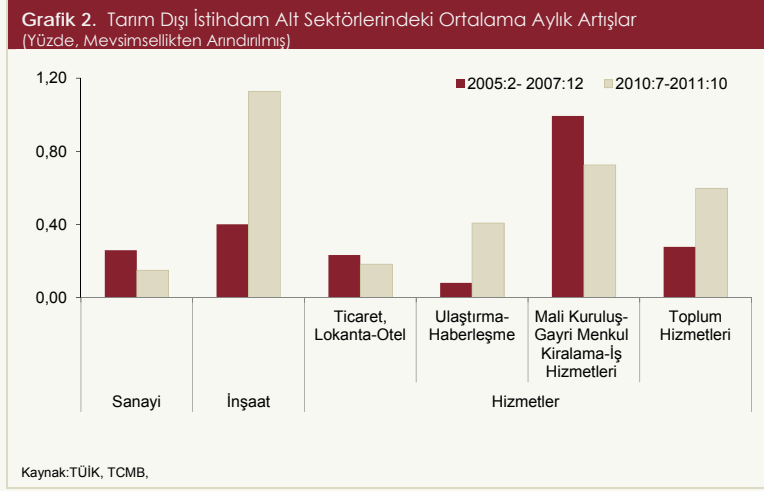
Tablo 1'de toplam ve tarım dışı işsizlik oranlarındaki değişimin kaynakları gösterilmektedir. İşsizlik oranındaki değişim, işgücüne katılım ve istihdam artışının etkisi olmak üzere ayrıştırılmıştır. Buna göre, 2005-2007 döneminde işsizlik oranı toplamda sadece 0,078 puan azalmıştır. Söz konusu dönemde tarım ve tarım dışı olmak üzere toplam istihdam artışı nüfus artışından gelen işgücü arzını ancak karşılamıştır. Diğer taraftan, aynı dönem için tarım dışı işsizlik oranındaki gerileme daha belirgin olmuş ve bu azalış toplamda 0,847 puan olarak gerçekleşmiştir. Tarım dışı sektörlerde, katılım oranı ve nüfus artışındaki artışlara bağlı olarak işgücü arzındaki artışın işsizliğe aylık ortalama etkisi 0,231 puan olurken, istihdam artışının etkisi -0,255 puan olarak gerçekleşmiş ve net etki tarım dışı işsizlik oranını azaltıcı yönde olmuştur. Mevsimsel etkilerden arındırılmış verilerle, 2005 yılı başında yüzde 13,3 olan tarım dışı işsizlik oranı 2007 yılı sonunda yüzde 12,5'e gerilemiştir.

2010:7-2011:10 döneminde işsizlik oranlarında gözlenen azalma 2 puanın üzerindedir. Söz konusu dönem 2005:2-2007:12 dönemi ile karşılaştırıldığında önemli farklılıklar gözlenmektedir. Öncelikle yakın dönemde işsizlik oranları üzerinde tarım dışı istihdam artışının etkisi daha güçlüdür. Ayrıca tarım sektöründe de işgücü ve istihdam artışları gözlenmiştir. Bahsi geçen farklılıklar içerisinde ön plana çıkan tarım dışı istihdamdan gelen etkidir. Son dönemde işsizlik oranlarının daha hızlı gerilemesinin başlıca nedeni tarım dışı istihdam artışının daha güçlü olmasıdır. Tarım istihdamındaki artış büyük ölçüde işgücü artışı ile dengelendiği için, tarım işsizlik oranındaki değişim sınırlı miktarda olmakta, dolayısıyla tarım istihdamındaki artışın toplam işsizlik oranı üzerinde belirgin bir yansıması olmamaktadır.⁶

2005-2007 döneminde mevsimsel etkilerden arındırılmış tarım dışı istihdamdaki ortalama aylık artış yüzde 0,29 iken, 2010:7-2011:10 döneminde bu oran yüzde 0,41 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu iki dönem için tarım dışı istihdam artışına katkılar sektörel düzeyde incelendiğinde, son dönemde tarım dışı istihdam artışının görece yüksek olmasında inşaat ve toplum hizmetleri sektörlerinin rol oynadığı görülmektedir (Grafik 1). Grafik 2'de tarım dışında yer alan sektörlerin aylık ortalama artış hızları gösterilmektedir. İnşaat ve toplum hizmetleri sektörlerinin tarım dışı istihdamda yaptıkları katkının yanı sıra, bu sektörlerdeki artışların da yüksek olduğu gözlenmektedir.

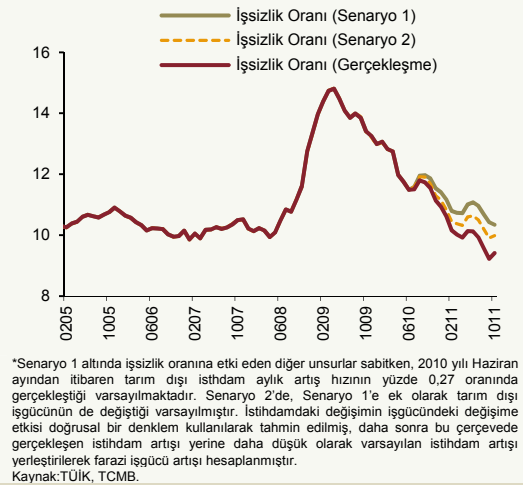


⁶ 2008 yılı sonundan itibaren tarım işgücünün toplam işgücü içerisindeki payı artış göstermiş ve henüz eski seviyesine dönmemiştir. İşgücünde tarım lehine olan bu değişim, tarım işsizlik oranı tarım dışına göre oldukça düşük olduğu için, toplam işsizlik oranını azaltıcı yönde etki etmektedir. Ancak bu kanalla gelen etki sınırlı düzeydedir.



Bu noktada, inşaat ve toplum hizmetleri sektörlerindeki artışın işsizlik oranı üzerindeki etkisinin gösterilmesi faydalı olacaktır. Grafik 3'te, işsizlik oranına etki eden diğer unsurlar değişmezken, 2010 yılı Haziran ayından itibaren tarım dışı istihdam artış hızının 2005-2007 ortalama düzeyine yakın bir oranda gerçekleştiği, diğer bir ifadeyle inşaat ve toplum hizmetleri sektörlerinde bahsi geçen yüksek oranlı artışların yaşanmadığı bir senaryo altında işsizlik oranı hesaplanmıştır (Senaryo 1). Buna göre, 2011 Ekim dönemi itibarıyla senaryo kapsamında oluşturulan işsizlik oranı gerçekleşen işsizlik oranının 1,1 puan üzerine çıkarak yüzde 10,5 olmaktadır. Bu senaryo altında işsizlik oranına etki eden diğer unsurların gerçekleşmeye göre farklılaşmadığı varsayılmıştır. Ancak, tarım dışı sektörlerde gözlenen bir olgu işgücü ve istihdam arasındaki yüksek pozitif yönlü bağıntıdır. Bu etkileşim dikkate alınarak, istihdamdaki düşük oranlı artış tarım dışı işgücüne de yansıtıldığında (Senaryo 2), 2011 Ekim dönemi itibarıyla işsizlik oranı gerçekleşen işsizlik oranının 0,6 puan üzerine çıkarak yüzde 10 olmaktadır.

Grafik 3. İnşaat ve Toplum Hizmetleri Sektörlerindeki Ek İstihdam Artışının İşsizlik Oranına Etkisi : Senaryo Analizi*
(Mevsimsellikten Arındırılmış)



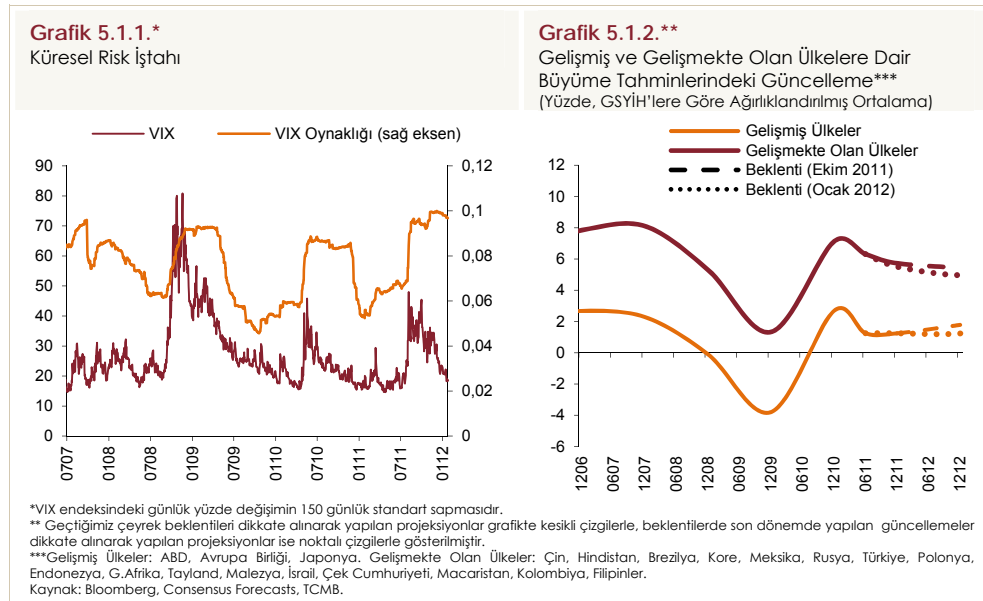
Toplum hizmetlerinin detayına bakıldığında ise son dönemde gözlenen güçlü artışların kamu yönetimi ve savunma, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri ile eğitim sektörlerinden geldiği görülmektedir.

Özetle, istihdamda son dönemde gözlenen iyileşmenin sektörler geneline yayılan bir gelişme olmadığı dikkat çekmektedir. Sanayi, sanayi ile bağlantılı hizmet kalemleri ve mali kuruluş, gayrimenkul kiralama ve iş hizmetleri sektörleri tarım dışı istihdama katkı anlamında kriz öncesine benzer bir eğilim sergilerken, işsizliğin kriz öncesi hızlı büyüme dönemlerinin dahi altına inmesinde inşaat ve toplum hizmetleri gibi yurt içi kredi koşullarına duyarlı ve/veya kamu sektörü ile görece olarak daha yakın ilişkisi olan sektörlerdeki istihdam artışları etkili olmuştur.

5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

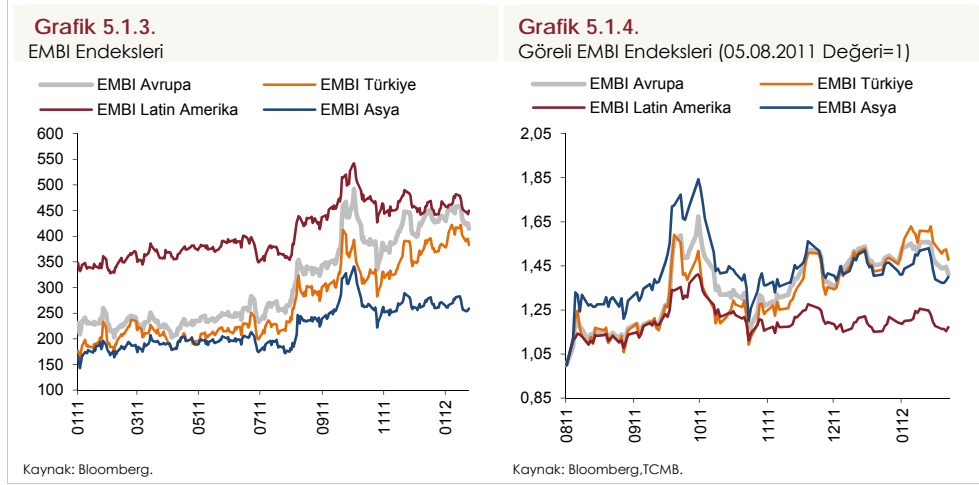
5.1. Finansal Piyasalar

Yılın son çeyreğinde açıklanan veriler küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü risklerin devam ettiğine işaret etmektedir. Euro Bölgesi'ndeki kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişelerin devam etmesi ve sorunların İtalya ve İspanya gibi bölgenin büyük ekonomilerinde de belirginleşmesi aşağı yönlü risklerin artmasında etkili olmuştur. Euro Bölgesi'ndeki bazı ülkelerin ve bankaların kredi notlarının düşürülmesi de sorunların büyümesine katkıda bulunmuştur. Küresel riskleri azaltmak amacıyla gelişmiş ülke merkez bankaları birbirleriyle gerçekleştirdikleri para takaslarının sürelerini uzatmış ve maliyetlerini düşürmüşlerdir. Ayrıca Avrupa Merkez Bankası bölge ekonomisini canlandırmak amacıyla Euro Bölgesi'ndeki bankalara 3 yıl vadeli repo fonlama imkanı tanımış ve tahvil alım programını sürdürmüştür. Alınan önlemlere rağmen küresel risk iştahının oynaklığının tarihsel olarak yüksek seviyelerde seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.1). Öte yandan, 2011 yılının son çeyreğinde gelişmiş ülkelere yaşanan sorunlar gelişmekte olan ülkelere de olumsuz olarak yansımış ve büyüme beklentileri aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 5.1.2).

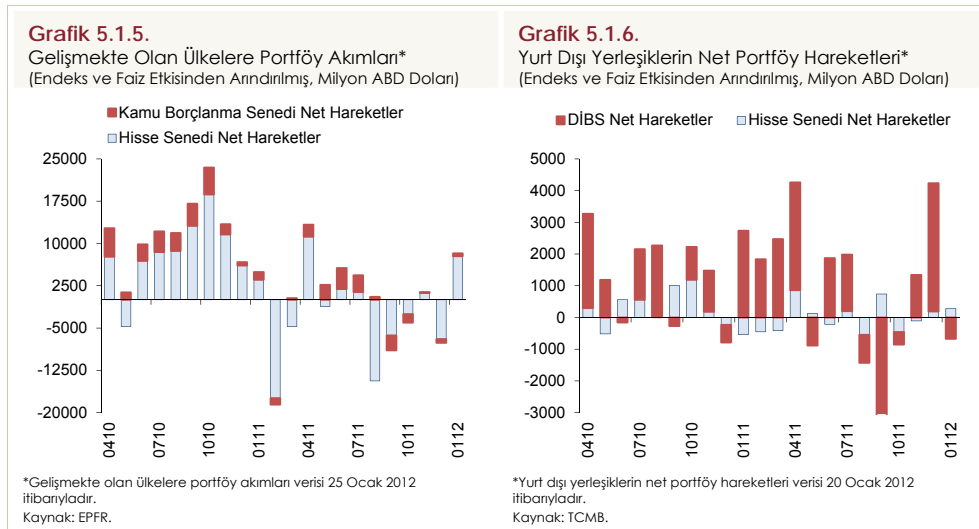


Yılın son çeyreğinde Euro Bölgesi ülkelerinde sorunların artarak devam etmesinin etkisiyle gelişmekte olan ülkelere ilişkin risk algılamaları bozulma eğilimini sürdürmüştür. Bu dönemde özellikle, Avrupa ülkeleri ile olan etkileşimlerinin yüksek olmasına bağlı olarak, gelişmekte olan Doğu Avrupa

Ülkelerinin risk primlerinin artış gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.3). Benzer şekilde, Türkiye'nin risk priminin de arttığı görülmüştür (Grafik 5.1.4).

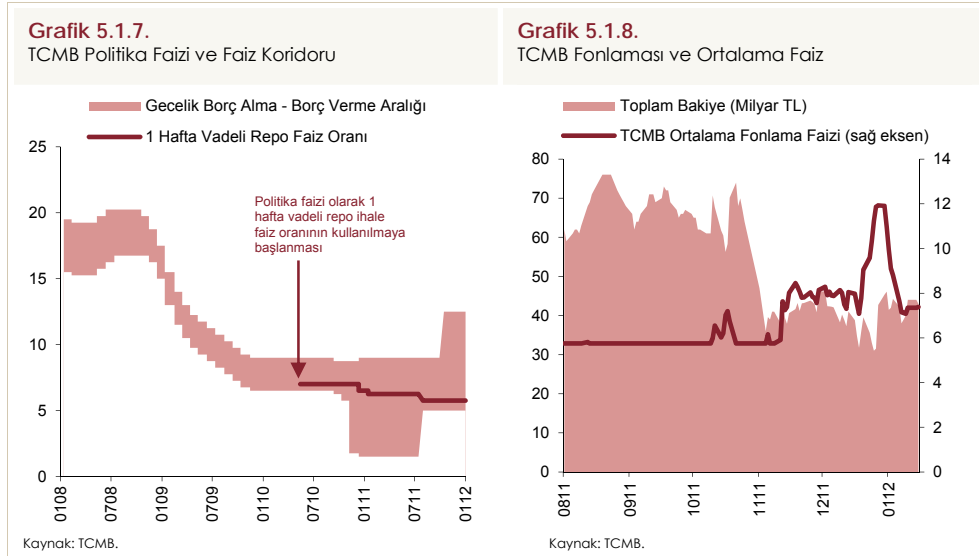


Küresel risk algılamalarındaki olumsuz seyir gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımı biçimindeki sermaye girişleri üzerinde de etkili olmuştur (Grafik 5.1.5). 2011 yılının son çeyreğinde gelişmekte olan ülkelerde büyümeye dair endişelerin sürmesinin etkisiyle hisse senedi piyasasında daha belirgin olmak üzere sermaye çıkışlarının devam ettiği gözlenmektedir. Ancak son dönemde gelişmiş ülkelerde düşük faiz politikasının belirli bir süre daha devam edeceği beklentisinin ağırlık kazanmasıyla gelişmekte olan ülkelere portföy akımları hızlanmıştır. Türkiye'de ise son dönemde yurt dışı yerleşiklerin DİBS piyasasına önemli miktarda yatırım yaptıkları gözlenmektedir (Grafik 5.1.6). Bu gelişmede özellikle piyasa faizlerinin oldukça yükselmiş olmasının ve ima edilen kur oynaklığının düşük seviyelerde seyretmesinin etkili olduğu düşünülmektedir.



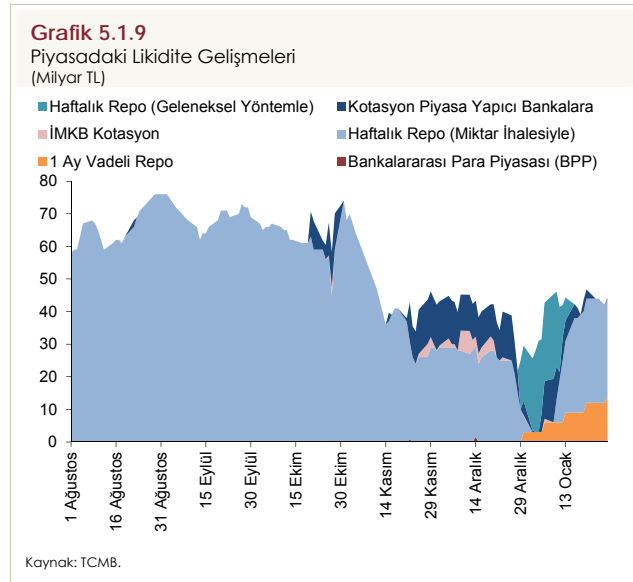
Para Politikası Uygulamaları

Yılın son çeyreğinde küresel risk iştahının bozulmasıyla Türk lirasında gözlenen aşırı değer kaybı ve fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki ayarlamalar enflasyonda öngörülenden daha hızlı bir yükselişe neden olmuştur. TCMB, bu durumun orta vadeli enflasyon beklentilerini ve görünümünü olumsuz etkilemesini engellemek amacıyla, Ekim ayından itibaren güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu çerçevede, gecelik borç verme faizleri 350 baz puan artırılarak faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiştir (Grafik 5.1.7). Ayrıca, haftalık repo faiz oranından yapılan bir hafta vadeli fonlama miktarı düşürülerek piyasaya sağlanan likiditenin ağırlıklı ortalama faizi yükseltilmiştir (Grafik 5.1.8). Bunun yanında, TCMB 29 Aralık tarihinden itibaren bir hafta süre ile ek sıkılaştırmaya giderek politika faizinden yapılan fonlama miktarını geçici bir süre için azaltmış ve geleneksel ihale yöntemiyle gün içi bir hafta vadeli repo fonlaması yapmaya başlamıştır. Bu ihalelerde faizlerin piyasa tarafından belirlenmesi fonlama maliyetinin artmasını sağlamıştır. Ayrıca döviz satım ihaleleri ve doğrudan müdahalelerin de sterilize edilmemesi ek sıkılaştırmaya katkıda bulunmuştur (Kutu 5.1).



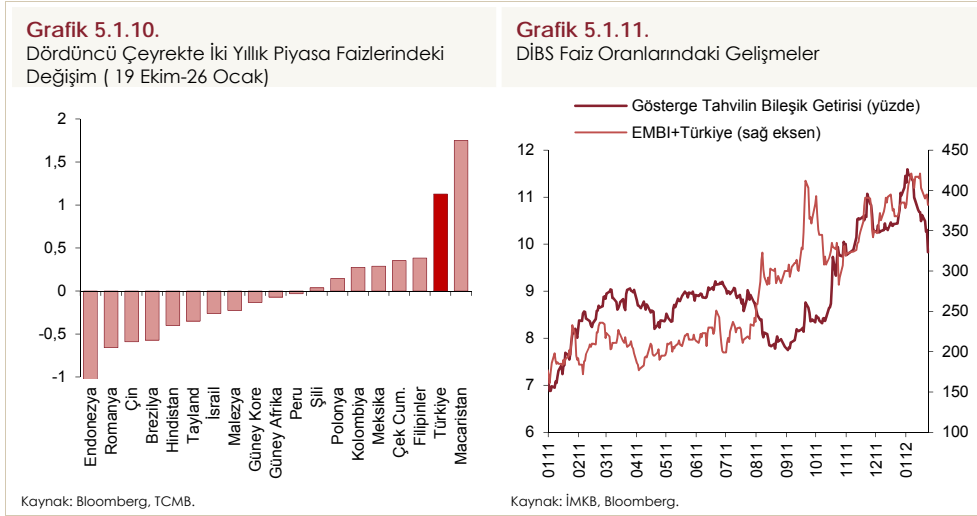
TCMB yeni para politikası çerçevesinde, bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla bir hafta vadeli repo ihalesi ile sağlamayı planladığı asgari fonlama miktarını açıklamaktadır. Ayrıca, TCMB bir hafta vadeli repo ihalelerine ek olarak küresel ekonomik gelişmelerin olumsuz etkilerini sınırlamak ve likiditenin daha etkin dağılmasına katkıda bulunmak amacıyla her hafta Cuma günü

geleneksel yöntemle bir ay vadeli repo ihaleleri düzenlemeye başlamıştır. Bunun yanında, TCMB bankaların likidite ihtiyaçlarının daha kalıcı ve esnek bir şekilde karşılanması amacıyla Türk lirası yükümlülükler için zorunlu karşılık oranlarını düşürmüş ve karşılıkların YP cinsinden tutulabilme oranını yüzde 20'den yüzde 40'a yükseltmiştir. Ayrıca bankaların likidite yönetimine esneklik sağlamak amacıyla Türk lirası zorunlu karşılıkların en fazla yüzde 10'unun altın cinsinden tutulabilmesine olanak sağlamıştır. Bu önlemler piyasadaki likidite açığını azaltıcı yönde etki etmiştir. Yılın son çeyreğinde devam eden döviz satım ihaleleri ve döviz müdahaleleri ise piyasadaki likidite açığını artırıcı yönde olmuştur. Bu etkiler netleştirildiğinde piyasadaki likidite açığının bir önceki çeyreğe göre azaldığı gözlenmiştir (Grafik 5.1.9). Bu dönemde Hazine'nin TCMB nezdindeki ortalama hesap bakiyesi de azalarak likidite açığının daralmasına katkıda bulunmuştur.

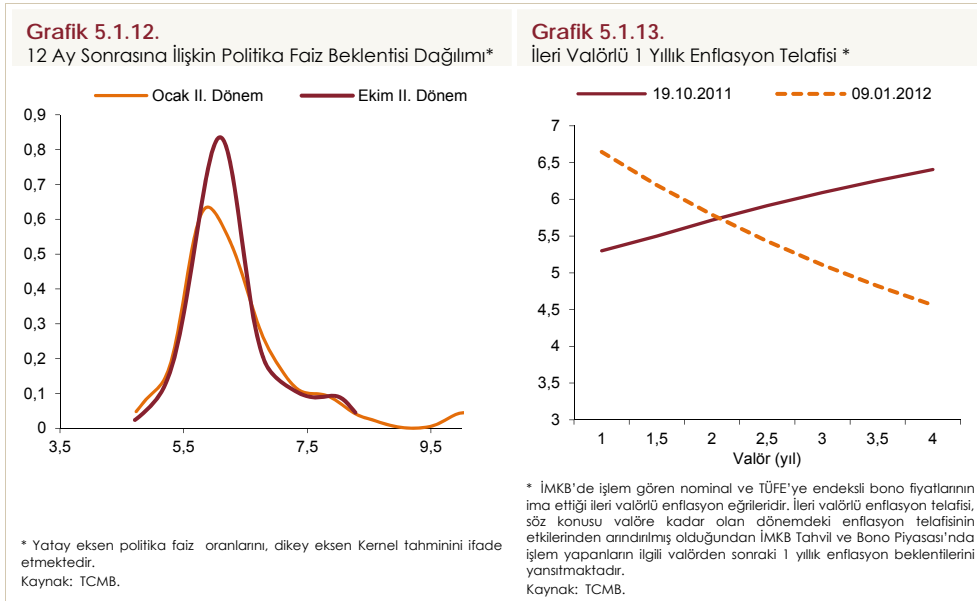


Piyasa Faizleri

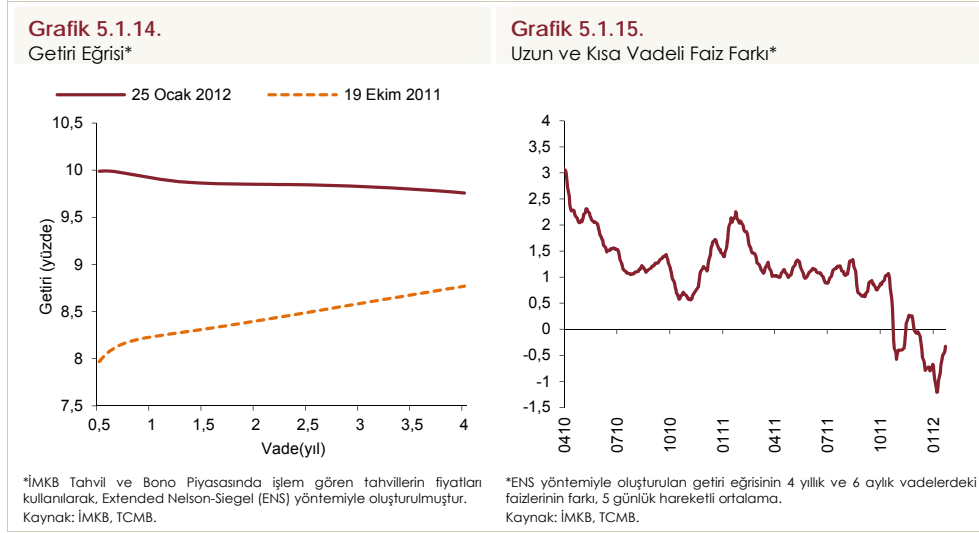
Yılın son çeyreğinde TCMB'nin sıkılaştırıcı para politikasının etkisiyle Türkiye'deki piyasa faizleri diğer gelişmekte olan ülke faizlerine göre daha fazla artış göstermiştir (Grafik 5.1.10). Ayrıca Kasım ayından bu yana risk priminde gözlenen artış eğiliminin de piyasa faizlerindeki artışta etkili olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.1.11).



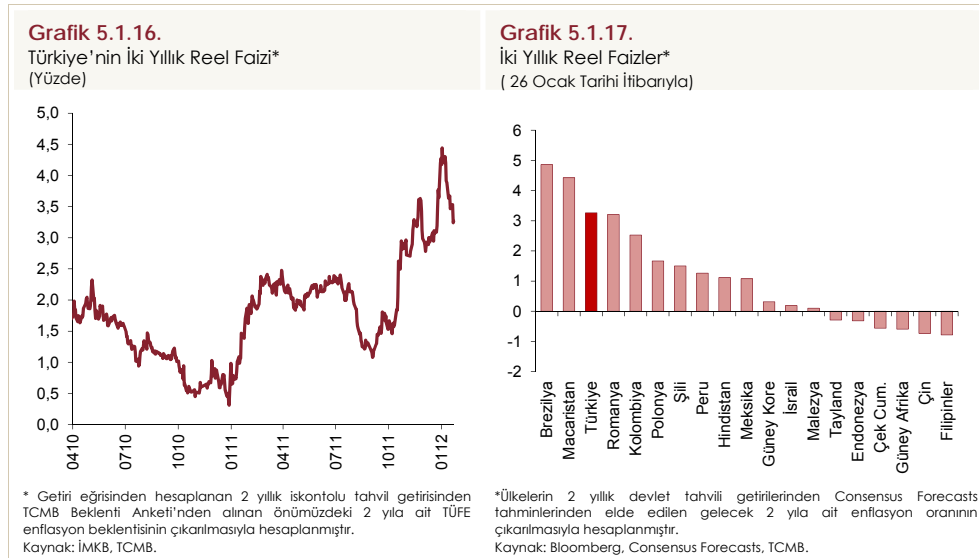
Politika faiz beklentilerinde Ekim Enflasyon Raporu öncesine göre belirgin bir değişim gözlenmemiştir (Grafik 5.1.12). Para politikası duruşunun bu dönemde sıklaştırılmasına karşın bir haftalık repo faiz oranı beklentilerindeki değişimin sınırlı kalması TCMB'nin faiz koridorunu aktif bir politika aracı olarak kullanmaya devam etmesinin beklendiğine işaret etmektedir. Öte yandan, enflasyon telafisinde ise enflasyondaki yükselişle birlikte kısa vadelerde Ekim ayına göre belirgin bir artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.13). Bununla birlikte TCMB'nin son dönemde para politikası duruşunu sıkılaştırıcı yönde değiştirmesinin ardından enflasyon telafisinin uzun vadelerinde belirgin bir gerileme gözlenmiştir.



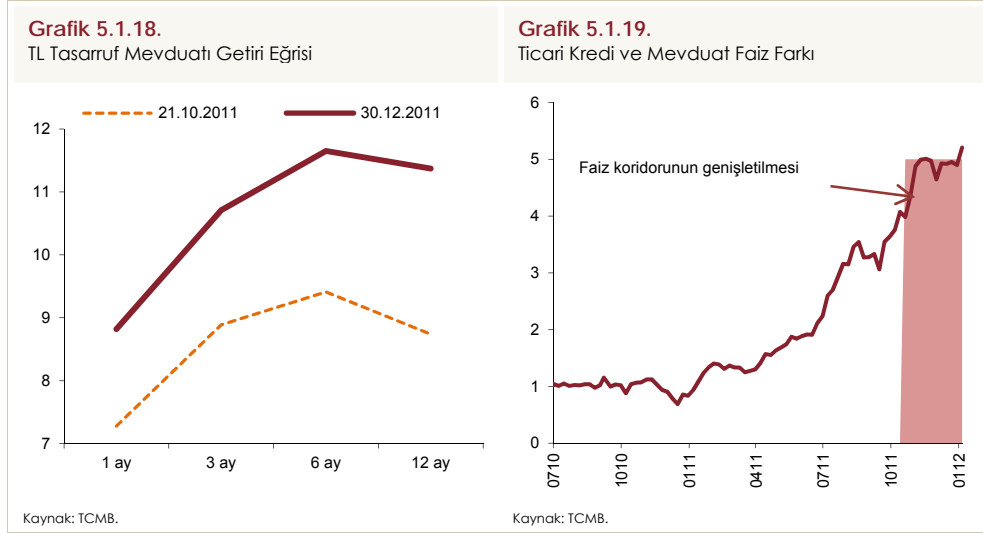
Getiri eğrisi yılın son çeyreğinde sıkılaştırıcı para politikasının etkisiyle tüm vadelerde artış gösterirken kısa vadeli faizler uzun vadeli faizlere göre daha fazla yükselmiştir (Grafik 5.1.14). Bu gelişmelerin ardından, uzun ve kısa vadeli faiz farkı eksiye dönmüştür (Grafik 5.1.15). Getiri eğrisinin aşağı yönlü eğimi para politikası duruşunun sıkı olduğuna işaret etmektedir.



Piyasa faizlerindeki yükseliş eğilimi yılın son çeyreğinde reel faizlere de yansımıştır (Grafik 5.1.16). Türkiye'nin reel faizi bu dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla üst sıralarda yer almıştır. (Grafik 5.1.17).

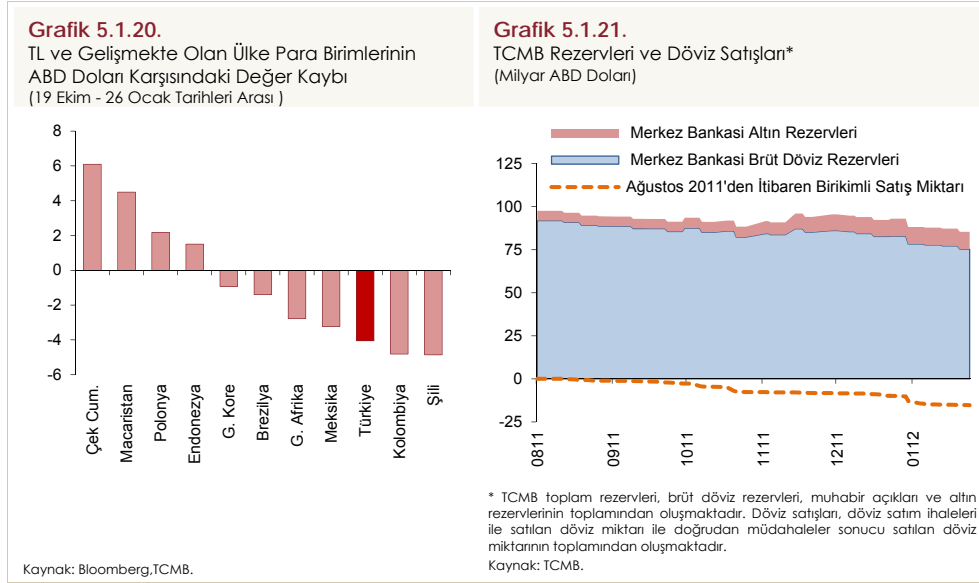


TCMB'nin sıkılaştırıcı para politikasının etkisiyle tasarruf mevduatı faiz oranlarının tüm vadelerde yükseldiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.18). Öte yandan, sıkılaştırıcı para politikasının etkisi kredi faizleri üzerinde daha belirgin olmuş ve kredi-mevduat faiz farkı artış göstermiştir (Grafik 5.1.19).



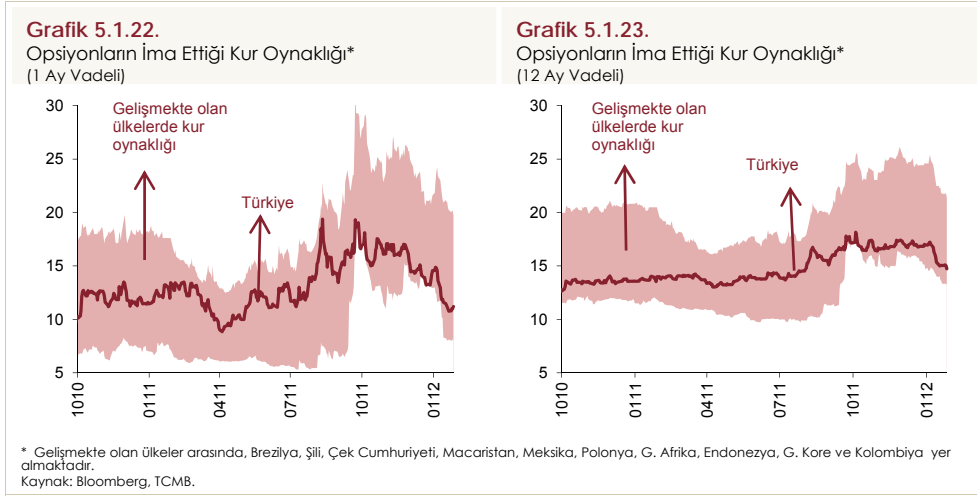
Döviz Kuru ve Rezervler

TCMB'nin gecelik borç verme faiz oranını artırmasının ardından Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla güçlü bir performans sergilemiştir (Grafik 5.1.20). Bu dönemde TCMB, küresel piyasalarda yaşanan belirsizlik ortamının etkisiyle Türk lirasında iktisadi temellerden kopuk hareketler gözlenmesi sebebiyle döviz satım ihaleleri ile piyasaya yüksek miktarda döviz likiditesi sağlamıştır (Grafik 5.1.21). Bu kapsamda, yurt içi döviz piyasalarında istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmak amacıyla her iş günü takip eden iki iş günü içerisinde ihaleler yoluyla satılabilecek toplam azami döviz miktarı duyurulmaya başlanmıştır. Ayrıca istisnai günlerde piyasa derinliğinin kaybolmasına bağlı olarak oluşan spekülâtif davranışlar sonucunda kurlarda sağlıksız fiyat oluşumları gözleendiğinden piyasaya satım yönünde doğrudan müdahalede bulunulmuş ve döviz satım miktarı artırılmıştır. Öte yandan 24 Ocak 2012 PPK kararının ardından cari denge dinamiklerindeki düzelme eğilimi ve küresel koşullardaki ani değişimler göz önüne alındığında, gün içi döviz satım ihalelerinin düzenli döviz satım ihalelerine kıyasla daha etkili ve para politikası amaçlarına daha uygun olması sebebiyle düzenli döviz satım ihalelerine ara verilmiştir.



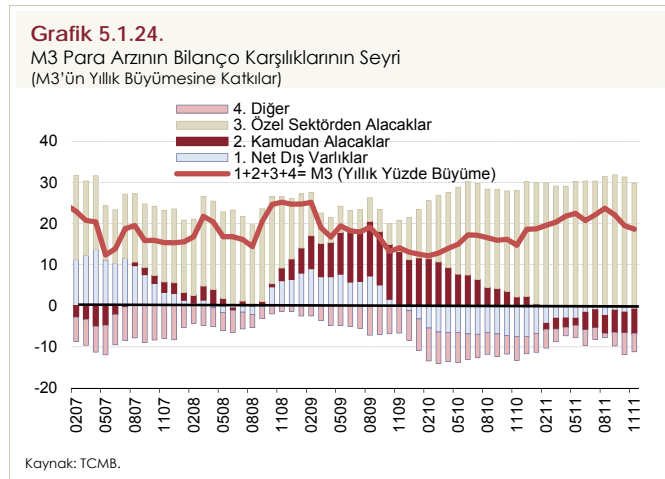
Yılın son çeyreğinde, TCMB döviz satım ihaleleri ve doğrudan müdahale yoluyla piyasaya yaklaşık 10,5 milyar ABD doları döviz likiditesi sağlamıştır. Bu dönemde yabancı para zorunlu karşılık oranlarında yapılan indirim döviz rezervlerini azaltıcı, Türk lirası zorunlu karşılıkların yüzde 40'lık kısmının yabancı para ve yüzde 10'a kadarlık kısmının altın cinsinden tutulabilmesine olanak sağlanması ve reeskont kredilerinin kullanımının kolaylaştırılması ise döviz rezervlerini artırıcı yönde etki etmiştir. Bu etkiler netleştirildiğinde yüksek satım ihale ve müdahalelerine rağmen döviz rezervlerindeki düşüş sınırlı kalmıştır (Grafik 5.1.21).

Döviz satım ihalelerinin yanı sıra TCMB bankalar arası piyasada döviz likiditesinin akışkanlığının artırılmasına katkıda bulunmak amacıyla Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasaları döviz depo piyasasındaki aracılık faaliyetlerine yeniden başlamıştır. Ayrıca bankacılık sisteminin ihtiyaç duyabileceği döviz likiditesini sağlamak amacıyla, bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya yükseltilmiştir. TCMB'nin almış olduğu önlemlerin etkisiyle Türk lirasının ima edilen kur oynaklığı hem kısa hem de uzun vadede diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine göre oldukça düşük seviyelerde seyretmiştir (Grafik 5.1.22 ve Grafik 5.1.23).

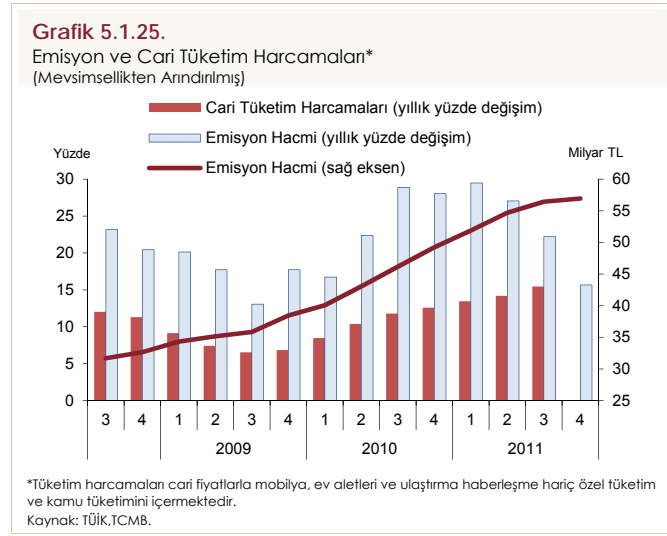


Parasal Göstergeler

Finansal piyasalarda dalgalı seyir sürerken, iç ve dış konjonktürün etkileri parasal göstergelerde de gözlenmeye devam etmiştir. Nitekim M3 geniş tanımlı para arzının bilanço karşılıkları incelendiğinde, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finansal kesim dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki güçlü artış eğiliminin son aylarda düşüş gösterdiği dikkat çekmektedir. Öte yandan, Kamudan Alacaklar kalemi M3 büyümesine negatif katkı vermeye devam etmektedir. Net Dış Varlıklar kaleminde gözlenen azalışın ise, özellikle ticari bankaların yurt dışından kullandıkları kredilerin artış eğiliminin sona ermesi sonucu yavaşlamaya devam ettiği gözlenmektedir. Son olarak, parasal sektörün mevduat dışı fon kaynaklarını gösteren Diğer kaleminin M3 büyümesine verdiği negatif katkı, sermaye ve rezervlerde geçen yıla göre gözlenen değişime paralel olarak bir önceki aya kıyasla bir miktar azalmıştır (Grafik 5.1.24).

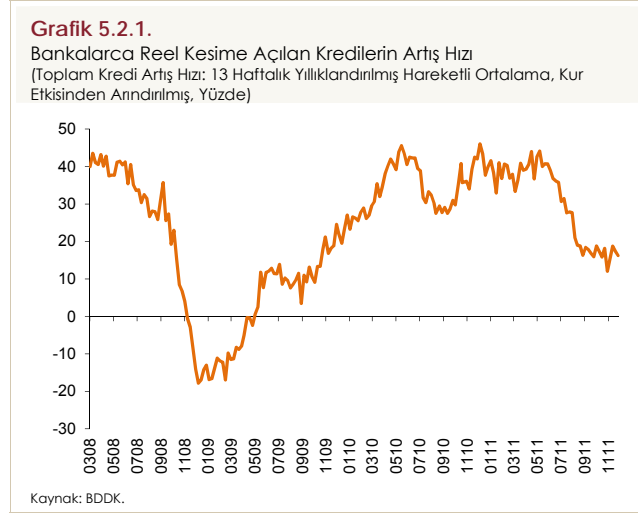


İktisadi faaliyetteki yavaşlamanın etkisiyle mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacminin artış hızı yılın son çeyreğinde düşüş göstermeye devam etmiştir (Grafik 5.1.25). Alınan önlemlerin etkisiyle iktisadi faaliyetteki yavaşlama, Euro Bölgesi kaynaklı sorunların devam etmesi ve faizlerin yükselmesi sebebiyle nakit tutmanın fırsat maliyetinin artmış olmasının emisyon hacminin artış hızındaki yavaşlamada etkili olduğu düşünülmektedir.

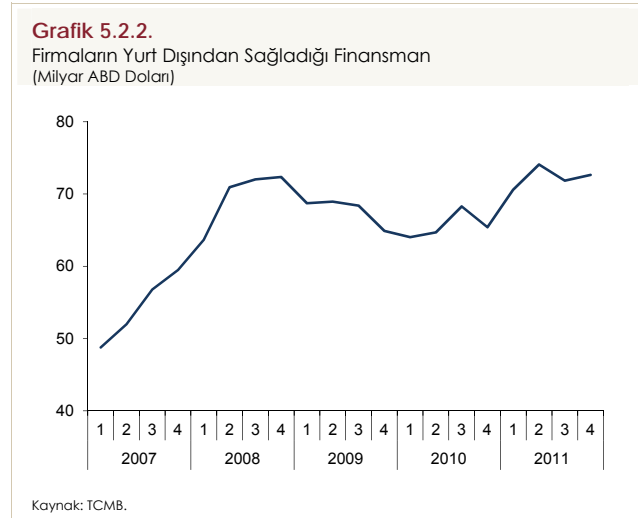


5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

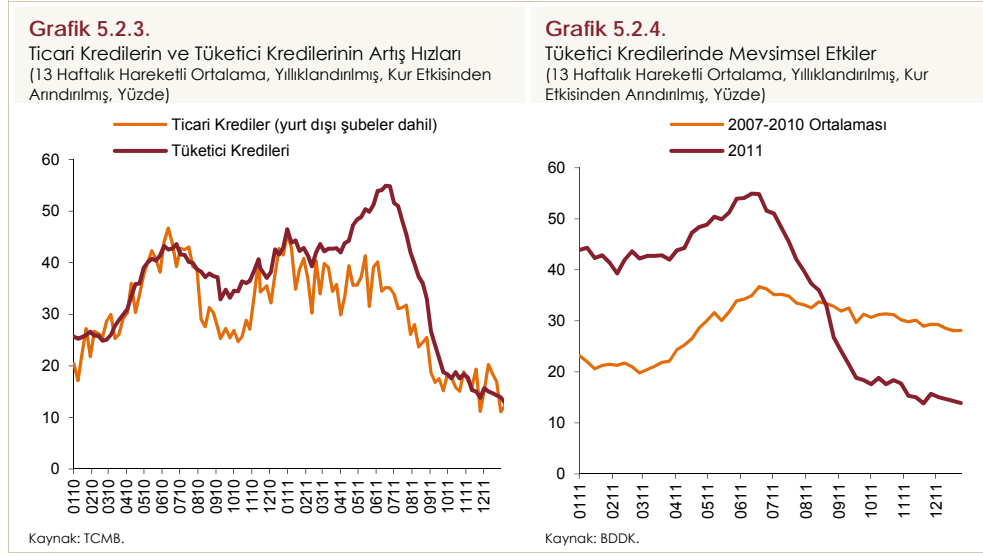
Yurt içi bankalarca reel sektöre açılan kredilerde yılın üçüncü çeyreğinde belirginleşen yavaşlama eğilimi yılın son çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 5.2.1). Bu eğilimin en önemli belirleyicileri TCMB ve BDDK tarafından alınan politika tedbirleri olmuştur. Bunun yanında yılın son iki çeyreğinde iktisadi faaliyetteki kademeli yavaşlama da kredi talebini sınırlayıcı yönde bir etki göstermiştir. Son çeyrekte Euro Bölgesi'ne dair artan belirsizliklerin de kredi arzını olumsuz etkilediği düşünülmektedir. Söz konusu gelişmelere bağlı olarak reel sektör kredileri yıl sonu itibarıyla bir önceki yıla göre yüzde 24,7 oranında büyürken, son çeyrek itibarıyla yıllıklandırılmış bazda yüzde 14,4 oranında bir artış kaydetmiştir (Grafik 5.2.1).



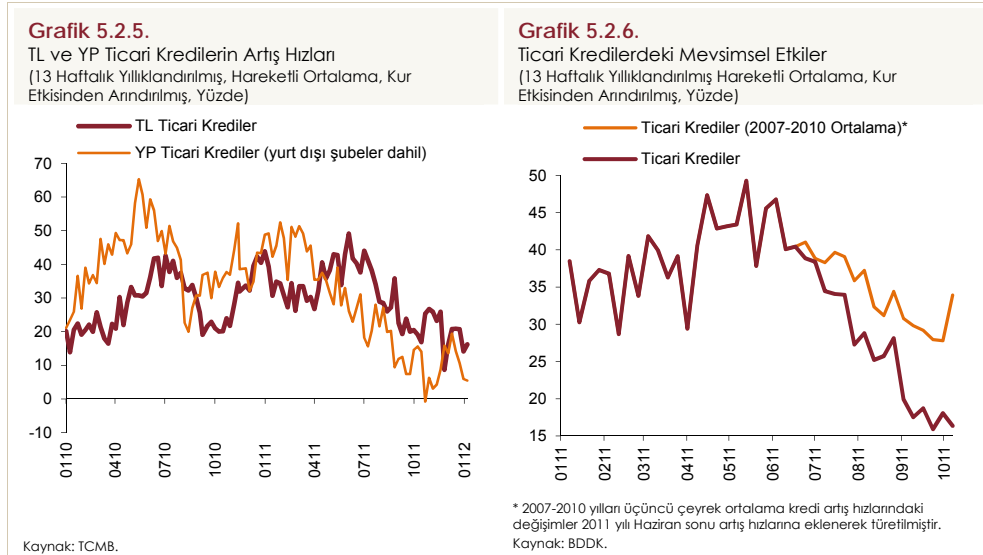
Reel kesim üçüncü çeyrekte yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlara karşı net ödeyici durumundayken, dördüncü çeyreğin ilk iki ayı itibarıyla tekrar net kullanıcı konumuna gelmiştir (Grafik 5.2.2).



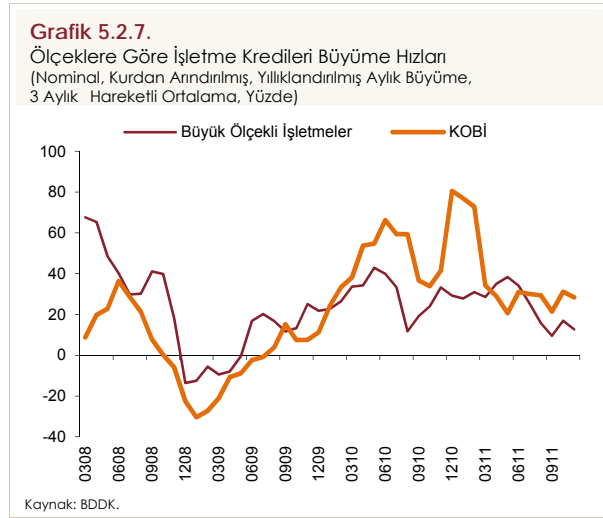
Yurt içi yerleşik bankalarca reel sektöre açılan kredilerin büyüme hızındaki yavaşlama eğiliminde hem ticari krediler hem de tüketici kredilerindeki gelişmeler belirleyici olmuştur. Yılın son çeyreğinde tüketici kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme hızı yüzde 14'e, ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme hızı ise yüzde 14,6'ya gerilemiştir (Grafik 5.2.3). Son yıllarda aynı dönemlerde kaydedilen kredi büyüme rakamlarıyla kıyaslandığında 2011 yılı son çeyreğindeki kredi büyüme rakamlarının belirgin bir yavaşlamaya işaret ettiği görülmektedir (Grafik 5.2.4).



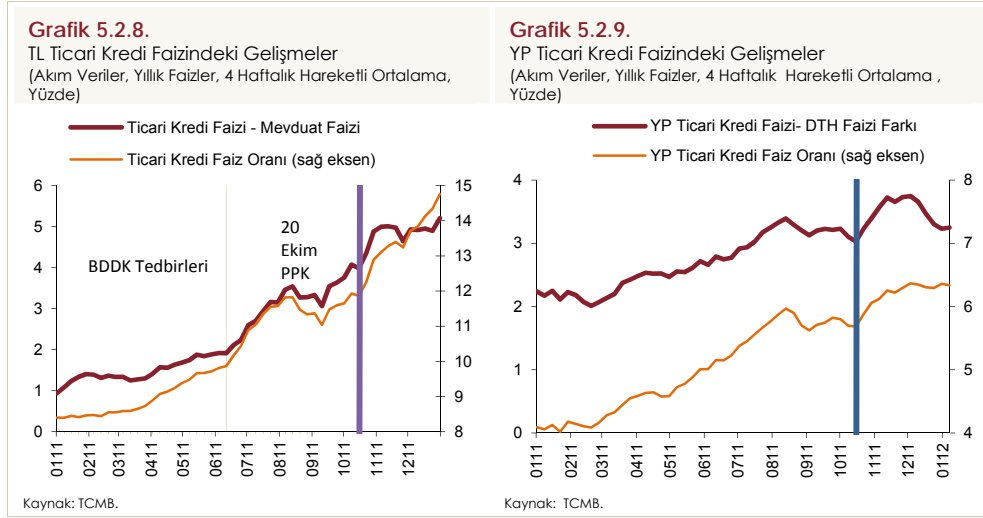
Ticari kredilerin büyüme hızındaki düşüş eğilimi hem TL cinsi hem de YP cinsi krediler için geçerlidir (Grafik 5.2.5 ve Grafik 5.2.6). Ağırlıklı olarak yatırım harcamalarının finansmanı için kullanılan YP cinsi ticari kredilerin büyüme hızı, yatırım harcamalarındaki kademeli yavaşlama ve döviz kurlarına ilişkin gelişmelere bağlı olarak birinci çeyreğin sonlarından itibaren gerilemeye başlamıştır. YP cinsi ticari kredilerdeki bu eğilim yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. Bu gelişmede talep yönlü etkenlerin yanında yurt dışı kaynaklara erişim hususundaki belirsizliklerin de etkili olduğu düşünülmektedir.



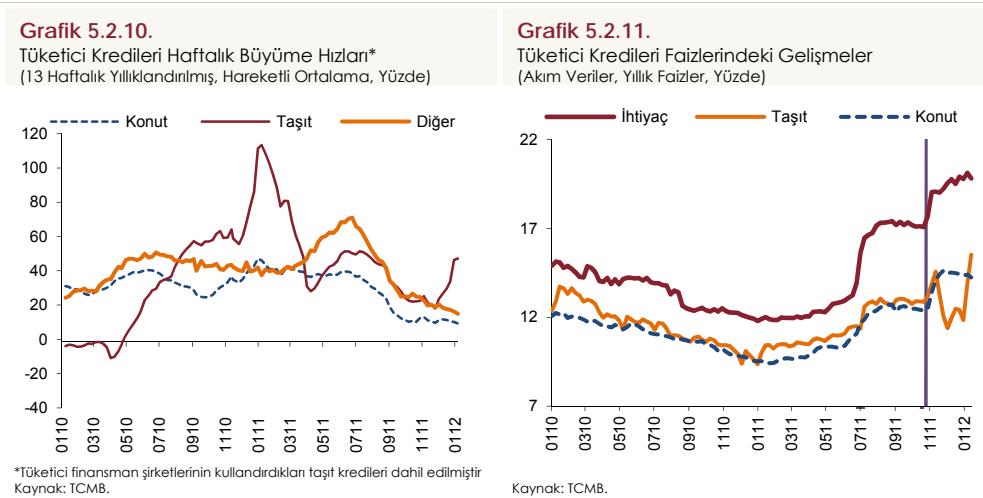
Ticari kredilerin büyümesindeki gerileme işletme ölçeği ayırımında incelendiğinde dördüncü çeyreğin ilk iki ayında büyük ölçekli işletme kredileri artış hızının belirgin biçimde KOBİ kredilerinin artış hızının altında kaldığı görülmektedir (Grafik 5.2.7). Bir önceki çeyrekte açıklanan Kredi Eğilim Anketi'nin sonuçları büyük ölçekli işletme kredilerinin artış hızındaki görece zayıflamanın bankaların tercihlerinden kaynaklandığına işaret etmektedir. Ankete göre, bankacılık kesimi izleyen çeyrekte büyük ölçekli işletme kredilerinin standartlarını KOBİ kredilerine kıyasla daha çok sıkılaştıracaklarını öngörmekteydiler. Bu durumun, bankaların 2012 yılı için kredi büyümesine yönelik getirilen zımni sınır çerçevesinde kârlılıklarını artırmak amacıyla kâr marjlarının daha yüksek olduğu KOBİ kredilerine yönelmelerinden kaynaklandığı düşünülmektedir.



Yılın son çeyreğinde ticari kredi büyüme hızındaki düşüşte talep yanlı faktörlerin yanında, TCMB'nin 20 Ekim'den itibaren para politikasını sıkılaştırıcı yönde aldığı politika tedbirleri de etkili olmuştur. Söz konusu tarihte bankalarca para piyasalarından ve TCMB'den sağlanan fonlarının ortalama maliyetindeki hızlı artış eşanlı olarak kredi faizleri ve kredi-mevduat faizi farklarına da yansımıştır (Grafik 5.2.8). Benzer bir durum YP cinsinden ticari kredi faizleri ve kredi-mevduat faizi farklarında da gözlenmiştir (Grafik 5.2.9). Para piyasalarında faizlerde gözlenen artışın gerek TL cinsinden gerekse YP cinsinden kredi-mevduat faizleri farkını açması, likidite politikalarının maliyet yönlü etkilerinin yanı sıra bankaların kredi verme davranışlarını da etkilediğine işaret etmektedir.



Tüketici kredilerinin büyüme hızında BDDK'nın aldığı kararlarla ikinci çeyrek sonunda başlayan güçlü düşüş eğilimi, TCMB'nin uyguladığı sıkılaştırıcı para politikalarının etkisiyle son çeyrekte de devam etmiş ve çeyrek sonu itibarıyla bu kredi türündeki yıllıklandırılmış artış hızı yüzde 15 düzeyine gerilemiştir. Son çeyrekte tüketici kredilerindeki en belirgin yavaşlama eğilimi konut kredilerinde gözlenmiştir (Grafik 5.2.10). Bu durumun konut kredilerinin diğer tüketici kredisi türlerine kıyasla faiz esnekliğinin yüksek olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. 2011 yılında tüketici kredilerindeki gelişmelere en önemli katkıyı yapan diğer tüketici kredilerinin büyüme hızı ise üçüncü çeyreğin ardından dördüncü çeyrekte de istikrarlı bir şekilde düşmeye devam etmiştir (Grafik 5.2.10). Öte yandan, tüketici kredilerinin yüzde 10'undan daha az bir kısmını oluşturan taşıt kredileri son çeyreğin başlarında tüketici kredilerinin genel eğilimine benzer bir seyir gösterirken Aralık ayında kısmen mevsimsel etkilere bağlı olmak üzere genel eğilimden ayrılarak önemli bir artış sergilemiştir.



Tüketici kredilerinin faizleri BDDK'nın 2011 yılı Haziran ayında konut ve taşıt kredileri dışında kalan diğer tüketici kredilerine yönelik olarak aldığı tedbirlere bağlı olarak kısa bir zaman dilimi içerisinde önemli bir artış sergilemiş, bunun ardından TCMB'nin faiz koridorunun üst sınırının yükseltilmesi kararına kadar yatay bir seyir izlemiştir. Faiz koridorunun genişletilmesine ilişkin kararın ardından ise tüketici kredisi faizlerinde hızlı bir artış gözlenmiştir (Grafik 5.2.11). Benzer vadedeki çapraz para takası faizleriyle karşılaştırıldığında tüketici kredisi faizlerinin daha çok arttığı görülmektedir. Bu durum sıkılaştırıcı nitelikte para politikalarının ticari krediler için olduğu gibi tüketici kredilerinde de bankaların kredi verme davranışlarını etkilediğine işaret etmektedir.

Sonuç olarak, 2011 yılı sonu itibarıyla yıllık kredi büyüme hızı makro ve finansal istikrar açısından arzu edilen seviyelere gerilemiştir. Son çeyrekte gözlenen gelişmelerde, ticari kredilerde daha belirgin olmak üzere talep yönlü faktörlerin ağırlığı artmakla birlikte, sıkı para politikası ve yurt dışı finansman koşullarının zayıflaması nedeniyle arz yönlü faktörlerin daha baskın bir rol oynadığı düşünülmektedir. İktisadi faaliyetteki yavaşlamanın devam etmesi durumunda, talep yönlü faktörlerin kredileri yavaşlatıcı yöndeki etkilerinin belirginleşeceği, kredi arzının ise politika önlemlerinin yanı sıra yurt dışı finansman koşullarındaki değişimlere bağlı olacağı öngörülmektedir.

Kutu
5.1

Son Dönemde Likidite Yönetimi ve Etkileri

TCMB küresel dengesizliklerin bir yansıması olarak ortaya çıkan makrofinansal riskleri kontrol altında tutabilmek amacıyla, son bir yıl içinde enflasyon hedeflemesi rejimini geliştirerek yeni bir para politikası stratejisi oluşturmuştur. Bu yeni çerçeve dâhilinde fiyat istikrarının sağlanması temel amaç olarak muhafaza edilirken, finansal istikrar da destekleyici bir amaç olarak gözetilmeye başlanmıştır. Bu çerçevede TCMB, gecelik borç alma ve borç verme faizlerinin oluşturduğu faiz koridorunu uyguladığı likidite yönetimi stratejisi dâhilinde etkin bir para politikası aracı olarak kullanmaktadır. Bu kutunun ilk bölümünde TCMB'nin uyguladığı likidite yönetimine dair temel operasyonel bilgiler paylaşılmakta ve ardından uygulanan likidite yönetiminin finansal piyasalara aktarım mekanizmasına değinilmektedir.

1. Operasyonel Çerçeve

TCMB para piyasalarını bir hafta ve bir ay vadeli repo ihaleleri, gecelik repo imkânı ve geç likidite penceresi yoluyla fonlamaktadır. Likidite yönetimi çerçevesinde TCMB'nin temel fonlama aracı, bankalara teminat karşılığında sağlanan bir hafta vadeli repo ihaleleridir. Normal günlerde piyasalara miktar ihale yöntemiyle fonlama yapılmaktadır. Miktar ihalesi kapsamında TCMB her gün saat 10.00'da ihale miktarını duyurmaktadır. Bankalar ihale miktarının yüzde 20'sini geçmeyecek şekilde tekliflerini iletmekte, ihale miktarının toplam teklif tutarının altında kalması durumunda her banka ihaleden kendi teklif tutarının toplam teklif tutarı oranında borçlanmaktadır. Bu ihalelerdeki faiz TCMB'nin politika faizi olarak ilan ettiği 1 hafta vadeli repo faizidir. Diğer taraftan TCMB istisnai durumlarda geleneksel yöntemle 1 hafta vadeli repo ihaleleri de yapabilmektedir. Geleneksel yöntemde faizler piyasa koşullarında belirlenmektedir. Ayrıca TCMB, gerekli gördüğü durumlarda bankaların uzun dönem likidite öngörülerini iyileştirmek amacıyla daha uzun vadeli repo ihaleleriyle de fonlama yapabilmektedir.

TCMB, repo ihalelerinin yanı sıra piyasa yapıcısı ve diğer bankalara teminat dâhilinde gecelik repo imkânı ve geç likidite penceresinden fonlama imkânı da sunabilmektedir. Bu çerçevede, piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranından belirlenen limitler dâhilinde gecelik vadede fonlama yapılmaktadır. Ayrıca Bankalararası Para Piyasası (BPP)'nda tüm bankalar belirlenen limitler dâhilinde TCMB borç verme faiz oranından gecelik vadede borç alabilmektedir. Bunlara ek olarak bankalar geç likidite penceresinden limitsiz olarak teminatları dâhilinde borçlanabilmektedirler.

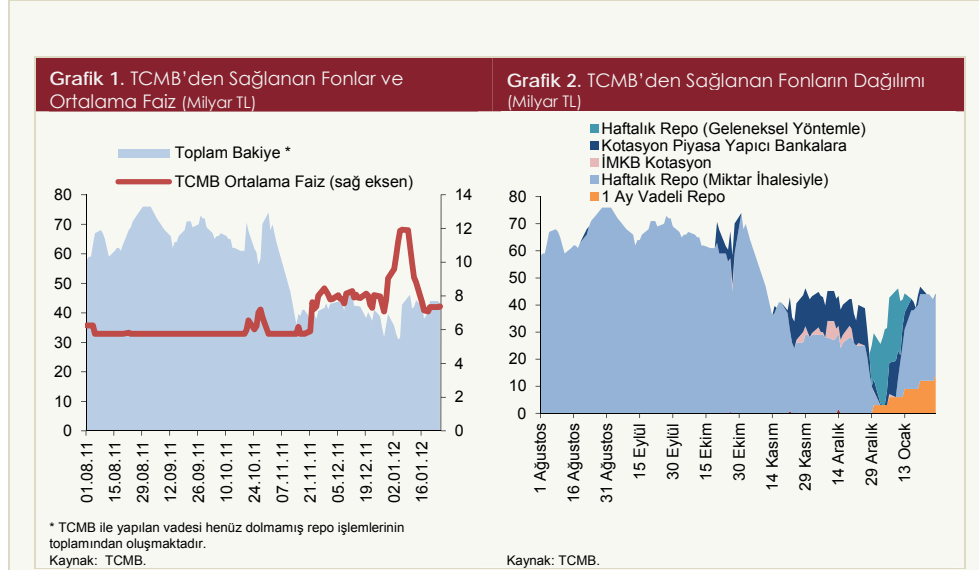
TCMB kendi bünyesindeki para piyasalarına ek olarak İMKB bünyesindeki para piyasalarında da kotasyon vererek işlem yapmaktadır. TCMB piyasadaki likidite ihtiyacına göre İMKB bünyesindeki para piyasalarında faiz koridorunun üst sınırından işlem yaparak piyasa faizlerinin koridorun dışına çıkmasını önlemektedir. TCMB'nin bu piyasada yapmış olduğu repo işlemleri teminat karşılığında olup miktara ilişkin herhangi bir limit bulunmamaktadır.

TCMB'nin kendi bünyesindeki likidite imkânlarından faydalanan bankalar teminat olarak her türlü DİBS, TCMB likidite senetleri, döviz ve efektif depoları, yabancı devletler ve hazinelerince ihraç edilmiş bono ve tahviller ile Hazine Müsteşarlığı'nca ihraç edilmiş eurobondları sunabilmektedir. Diğer taraftan, teminat olarak alınan kıymetler değişen oranlarda iskontoya tabi tutulmaktadır. İskonto edilmiş toplam teminat değerinin repo ile sağlanan fonları ve faiz tutarını karşılamaı gerekmektedir. Bankaların TCMB'den sağlanan fonlar için zorunlu karşılık yükümlülüğü bulunmamaktadır.

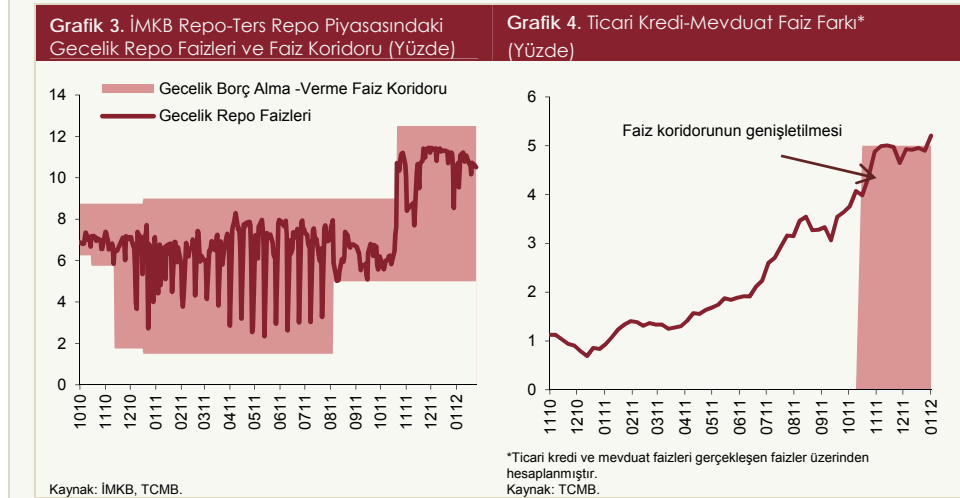
2. Likidite Yönetiminin Finansal Piyasalara Etkileri

Faiz koridorunun likidite yönetimiyle birlikte aktif olarak kullanılması, TCMB'ye küresel ekonomideki belirsizliklere karşı etkin politika önlemleri almakta hız ve esneklik kazandırmaktadır. TCMB etkin bir likidite yönetimiyle piyasanın gün içerisindeki likidite ihtiyacının politika faizi ve diğer imkânlardan karşılanacak kısmına karar vererek gecelik faizlerin istediği seviyelerde oluşmasını sağlamaktadır. Bu çerçevede güçlü sermaye akımları olduğu zamanlarda faiz koridoru aşağı doğru genişletilerek kısa vadeli spekülâtif hareketler engellenmekte ve ucuz likidite yoluyla sağlanan kredi büyümesi sınırlandırılmaktadır. Benzer şekilde küresel sermaye akımlarının yavaşladığı ve kur oynaklığının arttığı dönemlerde faiz koridoru yukarı yönde genişletilmektedir.

Faiz koridorunun yukarı yönde genişletilmesi aynı zamanda enflasyon görünümüne ilişkin geçici unsurları bertaraf etmekte de kullanılabilir. Örneğin bu kapsamda, 29 Aralık 2011 tarihinden itibaren ek sıkılaştırmaya gidilerek politika faizinden yapılan bir hafta vadeli fonlama miktarı düşürülmüş ve bankaların fon ihtiyaçlarını koridor içerisinde daha yüksek maliyetli kaynaklardan karşılamaları sağlanmıştır. Bu sayede bankaların ortalama fonlama maliyetleri kısa zaman içerisinde artırılabilmektedir (Grafik 1). TCMB'den sağlanan fonların ortalama faizinin artması temel olarak bankaların geleneksel repo ihalelerinden ve gecelik vadede TCMB'den borçlanma imkânını kullanmalarından kaynaklanmıştır (Grafik 2).



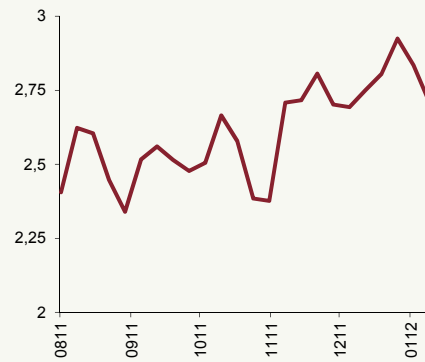
TCMB gecelik piyasa faizlerinin koridorun içerisinde kalacak şekilde dalgalı bir seyir izlemesine izin vermekte ve bu durum bankalar açısından fonlama maliyetlerine dair belirsizlik yaratarak faiz riski oluşturmaktadır (Grafik 3). Bu durum bankaların kredi verme iştahını azaltıcı yönde etki edebilmekte ve faiz riskini sınırlamak isteyen bankaların kredi arzını daraltmalarına yol açabilmektedir. Buna ek olarak fonlama maliyetlerinde artan belirsizlik sonucunda bankalar kendilerine daha kalıcı bir kaynak sağlamak amacıyla bu dönemde mevduat faizlerini de artırmışlardır. Kredi faizlerindeki artışın mevduat faizlerindeki artıştan daha fazla olması sebebiyle kredi-mevduat faiz farkı açılmıştır (Grafik 4). Kredi faizlerinin mevduat faizinden daha fazla artmasının temel sebebinin mevduata kıyasla vadesi daha uzun olan ticari kredilerin fonlama maliyetlerindeki belirsizliğe daha duyarlı olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.



Uygulanan likidite yönetiminin belirli koşullar altında bankacılık sektörünün likiditeye ulaşamama riski üzerinden de etkili olabilmesi mümkündür. Bankaların organize para piyasalarından repo yapabilmeleri için teminata sahip olmaları gerekmektedir. TCMB, teminatları karşılığında gerekli likiditeyi bankalara sağlamaktadır. Burada genel bir husus bankaların teminat olarak verebilecekleri varlıkları olmaması durumunda likidite bulamama riskine maruz kalma olasılıklarıdır. Ancak, bankacılık sektörünün repodan sağlanan fonlar için verebilecekleri teminatlar içinde en büyük ağırlığa sahip olan DİBS ve eurobondların repo ile sağlanan fonlara oranı yüksek seviyelerde seyretmekte, bir diğer deyişle, mevcut durumda bankacılık sektörünün teminat yetersizliğinden kaynaklanabilecek bir likiditeye ulaşamama riski bulunmamaktadır (Grafik 5).

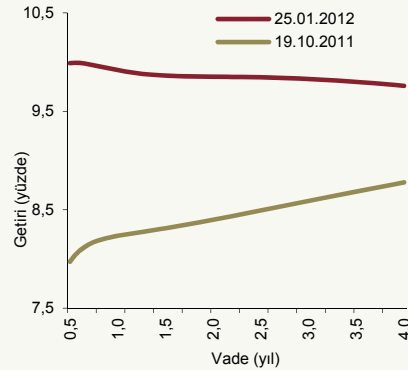
Uygulanmakta olan para politikasının en önemli sonuçlarından biri kısa vadeli faizlerin uzun vadeli faizlere göre daha fazla etkilenmesidir. Bu durum temelde para politikasının sıkı olmasından kaynaklanmaktadır. Getiri eğrisinin eğiminin aşağı yönlü olması, uygulanan parasal sıkılaştırmanın enflasyonu kontrol altına alacağı ve enflasyon görünümünü bozan geçici faktörlerin ortadan kalkmasıyla para politikasının tekrar nötr seviyesine döneceği beklentisini yansıtmaktadır. Bu durum uzun vadeli faizlerin kısa vadeliye göre daha az artmasında etkili olmaktadır (Grafik 6).

Grafik 5. Bankacılık Sektörü DİBS ve Eurobond Portföyü/Repodan Sağlanan Fonlar



Kaynak: BDDK, TCMB.

Grafik 6. Getiri Eğrisi



Kaynak: İMKB, TCMB.

Sonuç olarak, uygulanmakta olan faiz koridoru ve bununla ilişkili olarak likidite yönetim stratejisi, TCMB'nin küresel belirsizliklere yönelik tasarladığı son derece esnek bir politika aracıdır. TCMB bu araç ile hem bankalara sağlanan likiditenin marjinal maliyetini hem de kısa vadeli piyasa faizlerini kontrol edebilmekte ve bu

yolla döviz kuru oynaklığı ile krediler üzerinde etkili olabilmektedir. TCMB, önümüzdeki dönemde de faiz koridorunu likidite yönetimiyle birlikte aktif olarak kullanarak gerekli politika tepkilerini vermeye devam edecektir.

Kutu
5.2

Küresel Kriz Sonrasında Para Politikasının Değişen Rolü

Bu kutuda para politikası ve finansal istikrar üzerine ekonomi yazınındaki güncel tartışmalara değinilerek, bu tartışmaların ışığında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın son dönemdeki uygulamaları ele alınmaktadır. Küresel kriz öncesinde dünyada yaygın olarak fiyat istikrarını amaçlayan para politikaları kabul görürken, krizle birlikte para politikasının finansal ve makroekonomik istikrarı da dikkate alınmasının gerekliliği yaygınlık kazanan bir görüş olmuştur. Para politikasının sadece fiyat istikrarına odaklanması ve enflasyon hedeflerinin nispeten kısa vadeli olması merkez bankalarının sistemde biriken diğer riskleri gözetmesini engelleyebilmektedir. Bu doğrultuda, para politikası uygulamalarında farklı yaklaşımlar gündeme gelmiştir. Bu süreçte aynı zamanda merkez bankaları dışındaki kurumların finansal sistemde istikrarı sağlamaya yönelik olarak uyguladıkları politikaların makro finansal riskleri kontrol altında tutmak için yeterli olmayabileceği görüşü güçlenmekte (Trichet, 2009; Bloxham ve diğerleri, 2010; Ünsal, 2011) ve dünyada makro finansal risklerin azaltılması konusunda merkez bankalarının rolü giderek önem kazanmaktadır.

Küresel krizin önemli bir sonucu, gelişmiş finansal piyasaların daima ve müdahale olmaksızın iktisadi temellerle uyumlu bir dengeye ulaşabileceği savının önemli ölçüde zayıflaması olmuştur. İktisadi temellerden kopuk dinamiklerin baskın olduğu bir finansal sistem, eğer gerektiği gibi düzenlenmez ve denetlenmez ise, yalnızca finans sektörünün sağlığı için değil ekonominin geneli için de önemli bir istikrarsızlık kaynağı olabilmektedir. Yakın döneme kadar merkez bankalarının kriz dönemleri dışında piyasaya müdahale etmemesi gerektiği düşünülmesine karşın, bugün gelinen noktada, merkez bankalarının normal zamanlarda uyguladığı politikalarla piyasaların büyük olumsuz şoklara hazırlıklı olmalarını sağlamaları gerekliliği ortaya çıkmıştır. Olağandışı güçlü kredi büyümesi, yüksek varlık fiyatları, düşük risk primi ve düşük oynaklıklar risk alma davranışının tehlikeli boyutlara ulaştığına dair bir gösterge niteliği taşıyabilmektedir (Borio ve Drehmann, 2009). Böyle dönemlerde finansal sistemdeki kırılganlıklara dengeleyici yönde müdahale etmek daha zor olmakla birlikte son derece gereklidir. Nitekim para politikasının finansal piyasalara sadece kriz dönemlerinde müdahale edip diğer dönemlerde müdahale etmemesi krizlerin boyutunu artırabilmektedir (Farhi ve Tirole, 2009; Diamond ve Rajan, 2009). Hızlı büyüme ve varlık balonu dönemleri bu koşulların artık sürdürülemeyeceğinin anlaşılmasına kadar geçen süreçte herkesin faydasına gibi görülebilmektedir. Örneğin, düşük geliri ailelerin krediye kolay bir biçimde

ulaşması, ekonomi genelinde tüketim seviyesinde artış gözlenmesi veya finansal sistemin yüksek kârlılıkla çalışması bir taraftan ekonominin geneline ilişkin olumlu bir tablo arz ederken diğer taraftan da politika yapıcılarının yüksek popülarite kazanmasına yol açabilmektedir (Corbo, 2009). Öte yandan, politika yapıcılarının böyle zamanlarda ekonomik büyümeyi sağlam temellere dayandırmak için finansal sistemde kaldıraç oranlarının makul düzeylerde kalmasını sağlaması ve sistemin bir bütün olarak sağlıklı işlemesine yardımcı olması gerekmektedir. Nitekim bu dönemlerde yapılan müdahaleler ekonomi yazınında “rüzgâra karşı durma” (leaning against the wind) olarak ifade edilmektedir. Bu sayede krizlerin etkilerinin en aza indirilmesi sağlanacak ve hatta krizlerin oluşması engellenebilecektir.

Küresel Kriz ve Politika Araçları

Küresel kriz sonrasında merkez bankaları tarafından politika faizi dışındaki araçların kullanımı yaygınlaşmıştır.² Merkez bankalarının araç çeşitliliğine gitmesinin ana sebeplerinden biri, para politikasının finansal istikrarı da gözetmesi gerektiğine dair oluşan genel görüş birliğidir. Fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetilen merkez bankalarının birden fazla politika aracını bir arada kullanmaları gerekmektedir. Bu durum fiyat istikrarı amacına yönelik politikaların zaman zaman finansal istikrar amacına yönelik politikalarla çelişebilmesinden kaynaklanmaktadır. Örneğin pozitif bir arz şoku varlık fiyatlarında artışa yol açarken, mal ve hizmet fiyatlarında düşüslere neden olabilmektedir. Merkez bankaları sadece bir politika aracı kullanarak bu iki temel amacı aynı anda gözetememektedir. Dışa açık bir ekonomide, firmaların dışarıdan düşük maliyetle finansman sağlayabildikleri bir ortamda, yüksek kredi genişlemesini sınırlamak amacıyla yapılan faiz artırımının krediler üzerindeki etkisi de sınırlı kalabilmektedir. Ayrıca, sadece belirli sektörlerdeki yüksek kaldıraç oranlarına tepki olarak faiz artışı yapılması ekonominin genelinde iktisadi faaliyette dalgalanmalara sebep olabilmektedir (Ünsal, 2011). Buna ek olarak, normal dönemlerde para politikası aktarım mekanizması varlık fiyatı kanalı ile etkin çalışırken, belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde risk primlerindeki hızlı ve belirgin artışlar faiz oranının kredi büyümesi ve varlık fiyatları üzerindeki etkisini de sınırlayabilmektedir (Kohn, 2008; İngiltere Merkez Bankası, 2009).

Merkez Bankalarının kriz sonrası araç çeşitliliğine gitmelerinin bir diğer nedeni de, politika faizi dışındaki araçların bulunduğu esneklik imkânıdır. Küresel iktisadi gelişmelere dair belirsizliklerin benzeri görülmemiş şekilde yükseldiği son birkaç yılda para politikasının yeterli esnekliğe sahip olması büyük önem taşımaktadır. Dolayısıyla, son dönemde araç çeşitliliğinin yanı sıra, kullanılan araçların esnekliği

² Finansal istikrarın sağlanmasında kullanılabilir araçların bir listesi Tablo 1’de sunulmaktadır.

de önem kazanmıştır (Galati ve Mossner, 2011). Finansal piyasaların yurt içi ve yurt dışı birçok gelişmeden anlık olarak etkilendiği göz önünde bulundurulduğunda, farklı koşullara hızlı bir şekilde adapte olan ve uyarlanabilen araçlar gerekmektedir. Aynı şekilde bazı geçici faktörlerin etkisi altında oluşan ekonomik koşullara karşı (örneğin döviz kurlarındaki iktisadi temellerden kopuk hareketler enflasyonda geçici artışa yol açtığı ve enflasyon beklentilerini bozduğunda) alınan politika önlemleri de geçici olabilmelidir. Politika faizinin düşük frekanslarda değiştirilebilmesi, merkez bankalarının ekonomide ve finansal piyasalarda değişen koşullara politika faizi ile zamanlı olarak ve daha yüksek frekansta tepki verme yetisini sınırlamaktadır. Dolayısıyla politika faizi dışındaki politika araçlarının kullanılması merkez bankalarının sıkça değişen koşullar karşısında hızlı ve esnek politikalar oluşturabilmesi açısından önem taşımaktadır. Nitekim kriz sonrası dönemde birçok merkez bankası daha esnek bir politika yaklaşımıyla araç çeşitliliğine gitmiştir. Farklı ülke gruplarının kendi ihtiyaçlarına uygun şekilde farklı araçları tercih ettikleri Tablo 2'de belirgin olarak görülmektedir. Örneğin, gelişmiş ülke merkez bankaları genellikle menkul kıymet alımları yoluyla parasal genişleme gibi bilanço politikalarını tercih ederken, gelişmekte olan ülkeler ise zorunlu karşılık, faiz koridoru ve döviz müdahalelerini etkin olarak kullanmaktadır.

Merkez bankalarının araç çeşitliliğini artırması ile para politikasının duruşunun anlaşılması için takip edilmesi gereken veri seti de genişlemiştir (Borio, 2011). Kriz öncesi dönemde fiyat istikrarının öncelikli hedef olduğu ekonomilerde politika faizi para politikası duruşunu temsil etmek için büyük ölçüde yeterli veri olarak görülmekteydi. Ancak finansal istikrarın gözetilmeye ve birden fazla politika aracının kullanılmaya başlanması ile birlikte merkez bankaları politika faizinin yanı sıra, finansal göstergelere de atıfta bulunmaya başlamıştır.

Küresel Kriz Sonrası Dönemde Türkiye'de Para Politikası

Küresel kriz sonrasında birçok diğer merkez bankası gibi öncelikli hedefi olan fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetmeye başlayan TCMB, küresel dengesizliklerin bir yansıması olarak ortaya çıkan makro finansal riskleri kontrol altında tutabilmek amacıyla, enflasyon hedeflemesi rejimini geliştirerek yeni bir para politikası stratejisi oluşturmuştur. Bu anlamda TCMB araç çeşitliliğini ve politika esnekliğini sağlamak amacıyla, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları arasında oluşan faiz koridoru ve zorunlu karşılıkların bir arada kullanıldığı bir politika bileşimini politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır.

Gelişmiş ülkelerin parasal genişleme politikalarının bir sonucu olarak 2009 yılının ilk çeyreğinden itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelen güçlü sermaye akımları Türkiye'yi de etkilemiştir. Bu dönemde yurt içi ve yurt dışı talepte gözlenen dengesizliklerin ve kredi hacmindeki yüksek artış ile eşzamanlı olarak finansman kalitesinde gözlenen bozulmanın finansal istikrarı tehdit etmesi ile birlikte kısa vadeli sermaye akımlarını caydırmak ve aşırı kredi genişlemesini engellemek amacıyla TCMB, 2010 yılının sonlarında faiz koridorunu aşağı yönlü genişletmiş ve zorunlu karşılıkları artırmıştır. Faiz koridorunda uygulanan aşağı yönlü genişleme ve piyasada oluşan kısa vadeli faizin oynaklığının artırılması, riske göre ayarlanmış TL getirilerini azaltmak suretiyle kısa vadeli sermaye girişlerini sınırlama amacı taşırken; zorunlu karşılıkların artırılması ile kredi genişlemesinin yavaşlatılması hedeflenmiştir.

2011 yılının Ağustos ayından itibaren küresel büyümeye ve bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ilişkin endişelerin derinleşmesi nedeniyle küresel ölçekte riskten kaçınma eğilimi artmış ve risk iştahındaki oynaklık tarihsel olarak yüksek seviyelere gelmiştir. Ancak Avrupa'da yoğunlaşan borç krizinin Türkiye'ye yansımalarının ciddi düzeylere ulaşabilme olasılığı Ağustos ayı başından itibaren söz konusu araçların ters yönde kullanılmasını gerektirmiştir. İlk etapta gecelik borç alma faizi yükseltilerek faiz koridoru daraltılmış ve bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını azaltmaya yönelik olarak Türk lirası zorunlu karşılıklarda bazı düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca, döviz piyasasındaki dalgalanmaları sınırlamak amacıyla da bir dizi likidite tedbiri alınmıştır. Küresel ekonomiye dair giderek artan sorunların yurt içi iktisadi faaliyet üzerinde durgunluğa yol açma riskini azaltmak için de politika faizinde ölçülü bir indirimle gidilmiştir.

2011 yılının son çeyreğinde ise enflasyondaki yükselişin öngörülenden daha hızlı olmasının orta vadeli enflasyon beklentilerini ve görünümünü etkilemesini engellemek amacıyla, Ekim ayında borç verme faizleri önemli ölçüde artırılarak faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiştir. Bu çerçevede, piyasaya yapılan fonlama ayarlanarak para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının politika faizinden daha yüksekte oluşmasına izin verilmiştir. Diğer taraftan, gecelik faiz oranlarındaki artışın likidite koşullarında arzu edilmeyen bir sıkışmaya yol açmaması için de zorunlu karşılık oranları bir miktar düşürülmüştür.

Sonuç olarak, küresel krizden alınan dersler ışığında merkez bankalarına yüklenen sorumlulukların artmasına paralel olarak 2010 yılının sonlarından itibaren TCMB para politikası stratejinde önemli değişiklikler yapmıştır. Finansal istikrara verilen ağırlığın artması ile birlikte para politikası yeni dönemin özelliklerine uygun olarak şekillenmiştir. Para politikası uygulamalarında araç çeşitliliğinin gerekliliği ve esnekliğin önemi ön plana çıkmıştır. Dolayısıyla TCMB tarafından son dönemde alınan kararların yukarıda açıklanan ve dünyada giderek yaygınlaşan yeni politika yaklaşımı çerçevesinde değerlendirilmesi gerekmektedir.

Tablo 1

Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrarın Sağlanması Amacıyla Kullanılan Çeşitli Araçlar

	Hedef	Araç
Makro ve Mikro İhtiyati Politikalar	Finansal kurumların ve sistemin istikrarı	Kaldıraç oranı, sermayenin niteliği ve niceliği, iş çevrimlerine göre değişen sermaye yeterlilik oranları
Para Politikası	Fiyat istikrarı	Politika faizi, repo işlemleri
	Etkin likidite yönetimi	Teminat politikaları, zorunlu karşılıklara ödenen faiz, faiz koridoru
	Finansal dengesizliklerin sınırlandırılması	Zorunlu karşılıklar, rezerv politikası
Kamu Maliyesi	İç talep yönetimi	Vergiler, otomatik dengeleyiciler, ihtiyari kamu harcamalarının iş çevrimlerinin tersi yönünde ayarlanması
	Kamu bütçesinin iyi zamanlarda fazla vermesi	Borç seviyesinin düşürülmesine yönelik tedbirler, finansal sistem üzerindeki vergiler
Sermaye Kontrolleri	Döviz kuru riskinin azaltılması	Döviz pozisyonu açığına sınır getirilmesi, döviz varıklarının kontrolü

Kaynak: Galati ve Mossner (2011).

Tablo 2

Merkez Bankaları Tarafından Kullanılan Faiz Dışı Araçlar

	Bilanço ve Likidite Önlemleri	Zorunlu Karşılık Oranları	Faiz Koridoru	Döviz Kuru ve Rezervlere İlişkin Önlemler	Diğer
ABD	√				√ ¹
Euro Bölgesi	√	√	√		√ ¹
İngiltere	√				√ ¹
Japonya	√				√ ¹
İsviçre	√			√	√ ¹
Kanada	√				√ ¹
Filipinler		√		√	
Macaristan			√		√ ²
Polonya		√		√	
Çek Cumhuriyeti	√				
Rusya		√		√	
Brezilya		√			
Peru		√			
Kolombiya		√		√	
Çin		√		√	√ ³
Endonezya		√	√	√	
Hindistan		√	√	√	√ ³
Güney Kore				√	

1 ABD doları likidite takas piyasasına ilişkin alınan önlemler.
2 Forint cinsi tut-sat piyasasına ilişkin alınan önlemler.
3 Kredi teminat oranına ilişkin alınan önlemler.
Kaynak: Merkez bankalarının İnternet sayfaları.

Kaynakça

Bloxham, P., Kent, C. ve M. Robson, 2010. Asset prices, credit growth, monetary and other policies: An Australian case study. Reserve Bank of Australia Research Discussion Papers, No: 6.

Borio, C. ve M. Drehmann, 2009. Towards an operational framework for financial stability: Fuzzy measurement and its consequences. BIS Working Paper, No: 284.

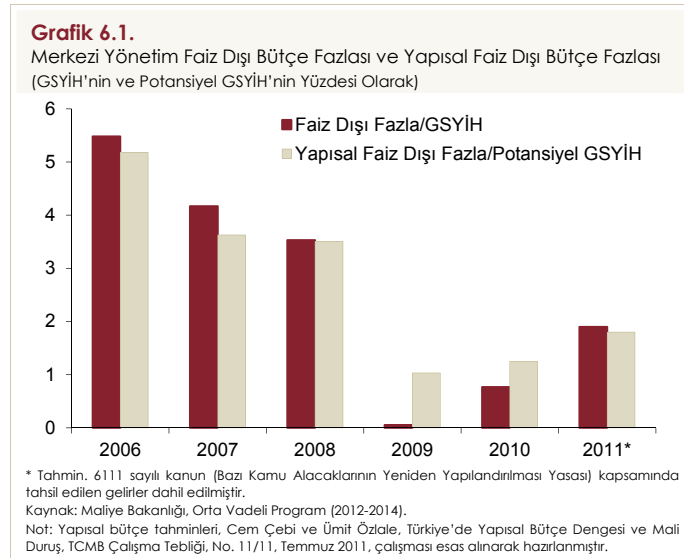
Borio, C. 2011. Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability: Journey, challenges and a way forward. BIS Working Paper, No: 354.

- Corbo, V., 2010. Financial stability in a crisis: What is the role of the central bank? Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis. BIS Papers, No: 51.
- Diamond, D. ve R. Rajan, 2009. Illiquidity and interest rate policy. NBER Working Paper, No: 15197.
- Farhi, E. ve J. Tirole, 2009. Leverage and the central banker's put. American Economic Review, Vol: 99, No: 2, 589-93.
- Galati, G. ve R. Moosner, 2011. Macroprudential policy-A literature review. BIS Working Paper, No: 337.
- İngiltere Merkez Bankası, 2009. The role of macroprudential policy. Bank of England Discussion Paper.
- Kohn, D., 2008. Monetary policy and asset prices revisited. Speech at the Cato Institute's annual monetary policy conference. Washington DC.
- Trichet, J., 2009. Credible alertness revisited: Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on Financial Stability and Macroeconomic Policy, Jackson Hole.
- Ünsal, F., 2011. Capital flows and financial stability: Monetary policy and macroprudential responses. IMF Working Paper, No: 189.

6. Kamu Maliyesi

Kamu maliyesi dengeleri 2011 yılında olumlu bir performans sergilemiştir. Bu dönemde ekonominin öngörülenden daha hızlı büyümesiyle birlikte vergi gelirlerinde gözlenen artış ve faiz ödemelerinde ortaya çıkan gerileme bütçe performansındaki iyileşmenin temel kaynağını oluşturmuştur. Buna ilaveten, 31 Mayıs 2011 tarihi itibarıyla başvuruları sona eren “Kamu Alacaklarının Yeniden Yapılandırılması” (vergi ve sosyal güvenlik prim affı) yasası kapsamında elde edilen ek bütçe geliri ve faiz dışı harcamaların artış hızının görece yavaşlaması da kamu maliyesi dengelerine olumlu katkıda bulunmuştur.

2011 yılında büyük ölçüde iç talepteki canlılığa bağlı olarak, ithalde alınan katma değer vergisi başta olmak üzere, dolaylı vergilerde gözlenen artışlar ve “Kamu Alacaklarının Yeniden Yapılandırılması” yasası çerçevesinde tahsil edilen gelir, bütçe performansında ortaya çıkan iyileşmeye önemli ölçüde katkıda bulunmuştur. Bu bakımdan, 2011 yılında kamu mali dengelerinde yaşanan iyileşmenin büyük ölçüde devresel etkilerden ve yasal düzenlemelerden kaynaklandığı görülmektedir. Nitekim, konjonktürel etkilerden arındırılmış olarak hesaplanan yapısal faiz dışı dengenin potansiyel GSYİH'ye oranı, GSYİH'nin yaklaşık yüzde 1'i tutarı olarak tahmin edilen vergi ve sosyal güvenlik prim affı geliri dışlandığında, maliye politikası durumunda 2011 yılında geçen yıla göre önemli bir değişim olmadığına işaret etmektedir (Grafik 6.1).



Kamu maliyesine ilişkin olarak OVP'de sunulan hedefler göz önüne alınarak, Rapor'un son bölümünde yer alan orta vadeli tahminler oluşturulurken

önümüzdeki dönemde kamu harcamalarının milli gelire oranında önemli bir değişim olmayacağı varsayılmıştır. Öte yandan, mali disiplinin kalıcılığının sağlanabilmesi açısından, mali çerçevenin OVP'de öngörülen kurumsal ve yapısal iyileştirmelerle güçlendirilmesinin önemini koruduğu vurgulanmalıdır.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

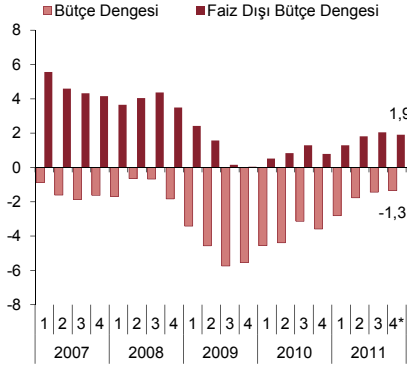
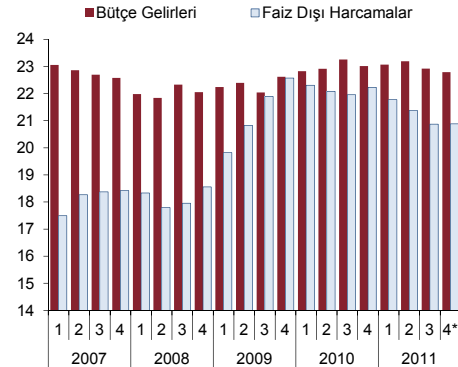
Merkezi yönetim bütçesi 2011 yılında 17,4 milyar Türk lirası açık verirken, faiz dışı denge 24,8 milyar Türk lirası fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). 2011 yılında bütçe performansında geçen yıla göre gözlenen iyileşmede ekonomik canlanmaya paralel olarak artan vergi gelirleri ve faiz giderlerindeki azalmanın yanı sıra "Kamu Alacaklarının Yeniden Yapılandırılması" yasası kapsamında Aralık ayı itibarıyla tahsil edilen yaklaşık 13,3 milyar Türk lirası tutarındaki gelir belirleyici olmuştur. Buna ilaveten, faiz dışı harcamalardaki artış hızının görece yavaşlaması da bütçe açığındaki düşüşe olumlu yönde katkıda bulunmuştur.

Tablo 6.1.1.
Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri
(Milyar TL)

	2010	2011	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme / Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	294,4	313,3	6,4	100,2
Faiz Giderleri	48,3	42,2	-12,6	88,9
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	246,1	271,1	10,2	102,3
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	254,3	295,9	16,4	106,0
I. Vergi Gelirleri	210,6	253,8	20,5	109,3
II. Vergi Dışı Gelirler	35,5	32,6	-8,1	82,7
Bütçe Dengesi	-40,1	-17,4	-56,5	52,0
Faiz Dışı Denge	8,2	24,8	201,5	177,5

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2011 yılının ilk üç çeyreği itibarıyla bütçe performansında ortaya çıkan olumlu gelişmelerin etkisiyle iyileşme eğilimine giren merkezi yönetim faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranının, 2011 yılının son çeyreğinde faiz dışı harcamalarda gözlenen hızlı artış sonucunda bir miktar bozulduğu, merkezi yönetim bütçe dengesinin ise faiz giderlerindeki azalmaya bağlı olarak yılın son çeyreğinde de düşüş eğilimini koruduğu görülmektedir (Grafik 6.1.1). 2010 yılında hızlı ekonomik toparlanmayla birlikte yükselme eğilimine giren merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının, 2011 yılında 2010 yılının sonuna göre çok sınırlı bir seviyede gerilediği, merkezi yönetim faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının ise, 2011 yılında 2010 yılının sonuna göre belirgin bir azalma eğiliminde olduğu gözlenmektedir (Grafik 6.1.2).

Grafik 6.1.1.Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri
(Yıllıklandırılmış, GSYİH'ye Oran Olarak, Yüzde)* 2011 yılının dördüncü çeyreğine ilişkin veriler tahmindir.
Kaynak: Maliye Bakanlığı.**Grafik 6.1.2.**Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar
(Yıllıklandırılmış, GSYİH'ye Oran Olarak, Yüzde)

Merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderleri 2011 yılında geçen yıla göre yüzde 10,2 oranında artış göstermiştir. Faiz dışı harcamalarda görülen artışın sınırlı düzeyde kalmasında faiz dışı harcamalar içinde en önemli paya sahip olan cari transferlerde meydana gelen yüzde 8,1 oranındaki düşük düzeyli artışın etkili olduğu gözlenmektedir. Diğer yandan, faiz dışı harcamalar içindeki bir diğer ana harcama unsuru olan personel giderleri yüzde 17 oranında artmıştır. Sermaye giderlerinde gözlenen yüzde 18 düzeyindeki artış ise, 2011 yılında kamu yatırımlarının GSYİH büyümesine olumlu yönde katkı yaptığına işaret etmektedir (Tablo 6.1.2).

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

	2010	2011	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	246,1	271,1	10,2	102,3
1. Personel Giderleri	62,3	72,9	17,0	100,8
2. SGK Devlet Primi Giderleri	11,1	12,8	16,1	100,9
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	29,2	32,4	11,2	108,0
a) Savunma-Güvenlik	9,5	10,0	4,8	99,9
b) Sağlık Giderleri	5,8	5,4	-5,4	110,1
4. Cari Transferler	101,9	110,1	8,1	95,1
a) Görev Zararları	3,3	4,7	43,7	93,9
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	55,0	52,8	-4,0	84,6
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	5,8	7,0	19,7	116,0
d) Gelirden Ayrılan Paylar	26,3	30,7	16,6	107,0
5. Sermaye Giderleri	26,0	30,7	18,0	141,5
6. Sermaye Transferleri	6,8	6,7	-0,5	156,7

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

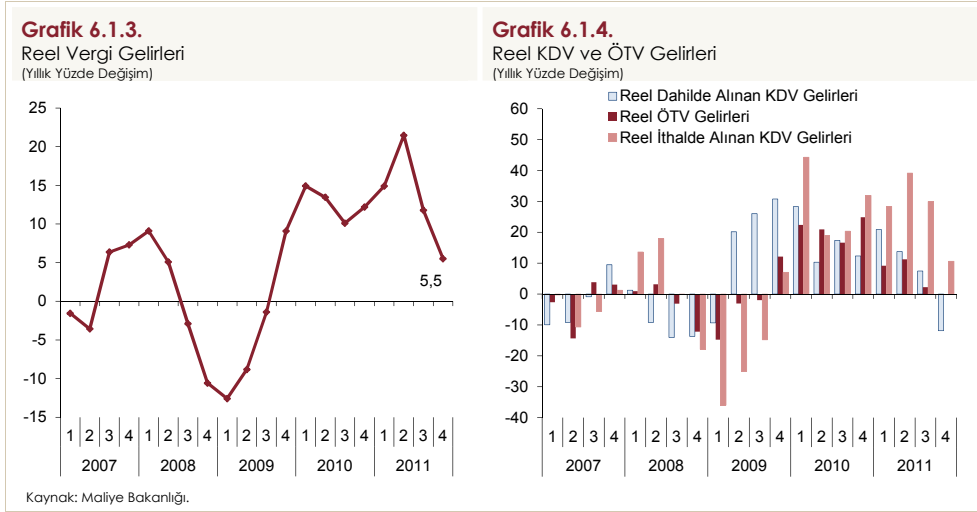
Merkezi yönetim genel bütçe gelirleri 2011 yılında bir önceki yıla göre yüzde 16,4 oranında artmıştır. Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüzde 20,5 oranında yükselirken, vergi dışı gelirler ise sermaye gelirleri, teşebbüs ve mülkiyet gelirleri ile faizler, paylar ve cezalardaki gerilemeye bağlı olarak yüzde 8,1 oranında azalmıştır (Tablo 6.1.3). 2011 yılında iç talepteki canlılığa bağlı olarak başta ithalde alınan katma değer vergisi olmak üzere tüketime dayalı vergilerde artışlar söz konusu olmuştur. Buna ek olarak, Şubat, Mayıs, Ağustos ve Kasım aylarında kurumlar geçici vergisi ödemelerinin yüksek düzeyde gerçekleşmesi de vergi gelirlerindeki artışa katkıda bulunmuştur. Özel tüketim vergisindeki artış oranının görece sınırlı düzeyde kalmasında ise ÖTV gelirinin yaklaşık olarak yarısını oluşturan petrol ve doğalgaz ürünleri ile yaklaşık dörtte birini oluşturan tütün mamulleri üzerinden alınan ÖTV'nin artış hızındaki yavaşlamalar etkili olmuştur.

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

	2010	2011	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Genel Bütçe Gelirleri	246,1	286,4	16,4	105,4
I-Vergi Gelirleri	210,6	253,8	20,5	109,3
Gelir Vergisi	40,4	48,8	20,8	103,1
Kurumlar Vergisi	20,9	27,0	29,0	116,6
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	26,3	30,0	13,8	111,7
Özel Tüketim Vergisi	57,3	64,2	12,1	105,0
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	36,2	48,7	34,5	118,6
II-Vergi Dışı Gelirler	35,5	32,6	-8,1	82,7
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	9,8	9,1	-7,6	124,1
Faizler, Paylar ve Cezalar	21,1	19,5	-7,7	94,2
Sermaye Gelirleri	3,4	2,5	-27,3	24,6

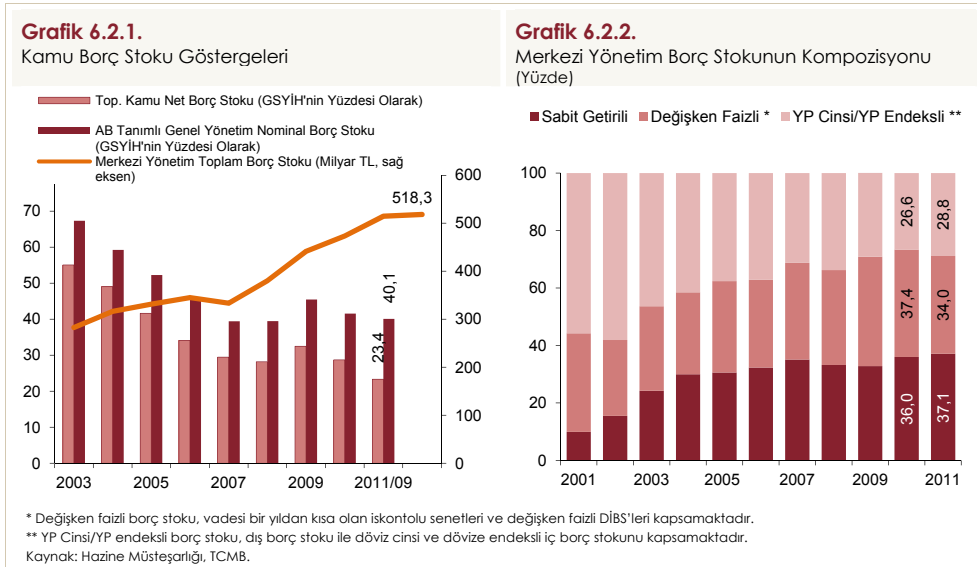
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Özel tüketim talebindeki hızlı toparlanmayla birlikte 2009 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren artış eğilimine giren reel vergi gelirlerinin yıllık artış oranı, 2010 yılının ikinci ve üçüncü çeyreklerinde baz etkisinin zayıflamasıyla birlikte bir miktar yavaşlamıştır. 2010 yılının son çeyreğinden itibaren tekrar belirgin bir yükselme eğilimine giren reel vergi gelirleri, 2011 yılının üçüncü ve dördüncü çeyreklerinde daha çok dolaylı vergilerin reel artış oranlarında gözlenen gerilemeye bağlı olarak belirgin bir şekilde yavaşlamış, yılın dördüncü çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 5,5 oranında artmıştır (Grafik 6.1.3). Vergi gelirleri içinde önemli bir paya sahip olan ÖTV 2011 yılının dördüncü çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak yüzde 0,3, dahilde alınan KDV ise yüzde 11,9 oranında gerilemiştir. İthalde alınan KDV ise yine aynı dönemde reel olarak yüzde 10,6 oranında artmıştır (Grafik 6.1.4).



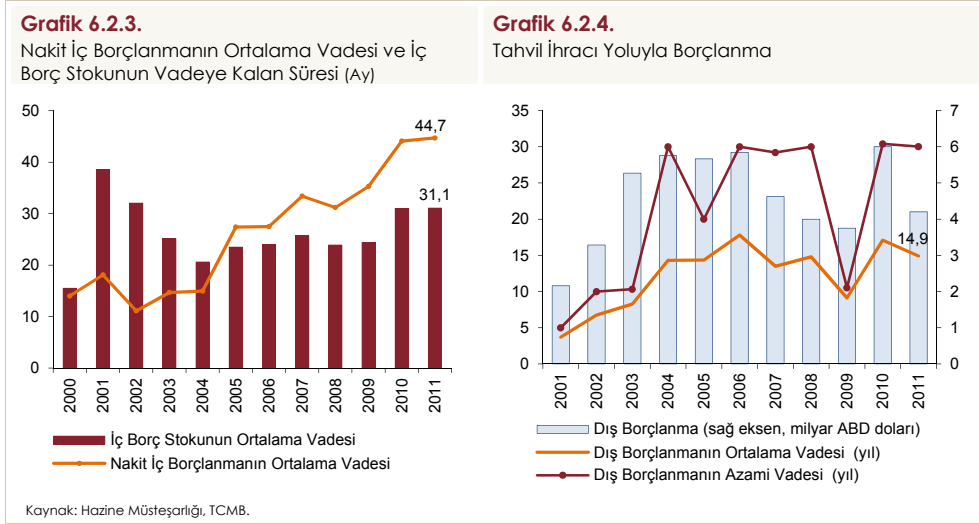
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

Merkezi yönetim bütçesinin olumlu performansı ve uygulanan borç yönetimi politikalarının da etkisiyle, kamu borç stoku göstergelerindeki iyileşme 2011 yılında da devam etmiştir. Kamu borç oranları azalmış, borçlanmanın reel maliyeti düşük seviyelerde gerçekleşmiş, borç stoku içinde faiz ve döviz kuruna duyarlı borç senetlerinin payı azalmış ve iç borç çevirme oranı gerilemiştir.

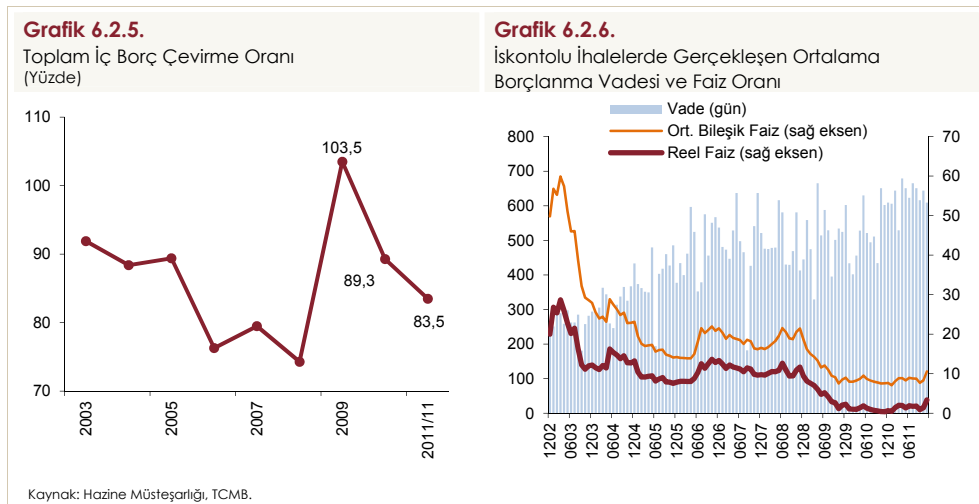


2011 yılında merkezi yönetim borç stoku, 2010 yılına göre yüzde 9,4 oranında artarak 518,3 milyar Türk lirası olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.1). Borç oranlarındaki azalış, 2011 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla devam etmektedir. Toplam kamu net borç stoku ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç

stokunun GSYİH'ye oranları, 2010 yılı sonuna göre sırasıyla 5,4 ve 1,5 puan azalarak, yüzde 23,4 ve 40,1'e gerilemiştir (Grafik 6.2.1).



2011 yılı Hazine finansman programı, geçmiş yıllarda olduğu gibi, Hazine borç stokunun likidite, faiz oranı ve döviz kuruna olan hassasiyetini azaltmaya yönelik bir yaklaşımla hazırlanmıştır. Bu bağlamda, sabit getirili borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payı 2011 yılı sonu itibarıyla, bir önceki yıla göre bir miktar artmıştır (Grafik 6.2.2). Kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı ise, Aralık ayı itibarıyla yüzde 203,4 düzeyindedir. Öte yandan, iç borç stokunun ortalama vadesi bir önceki yıl ile aynı seviyededir (Grafik 6.2.3). 2011 yılında tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı 4,2 milyar ABD doları olup, söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 2010 yılına göre bir miktar azalarak 14,9 yıl olmuştur (Grafik 6.2.4).



İç borç çevrime oranı 2011 yılı Kasım ayı itibarıyla yüzde 83,5 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.5). 2009 yılının başından 2011 yılının başına kadar hızlı bir düşüş eğilimi gösteren iskontolu hazine bonosu ihalelerinde gerçekleşen ortalama reel faiz oranının, son aylarda bir miktar artmakla birlikte, halen düşük seviyelerde olduğu görülmektedir (Grafik 6.2.6).

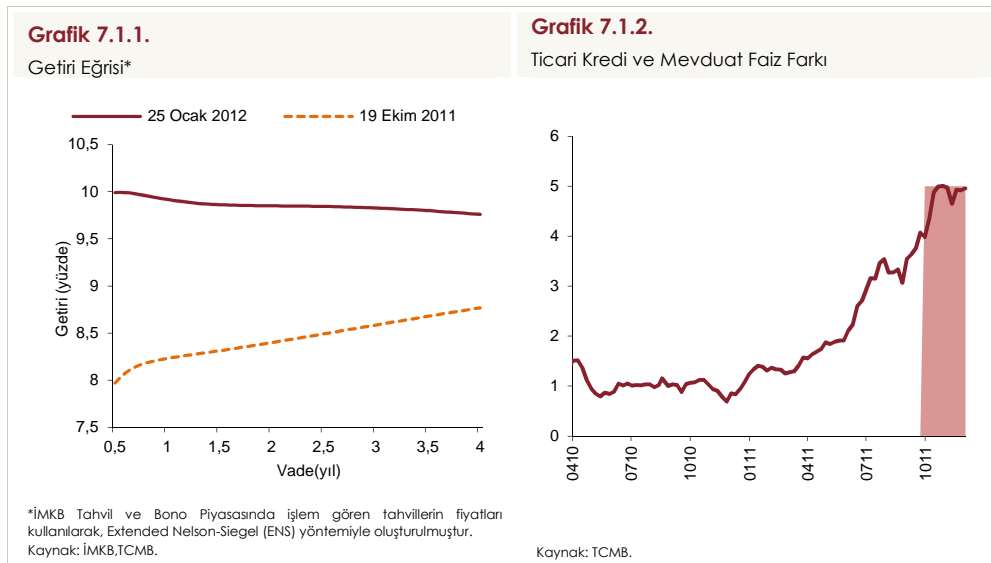
7. Orta Vadeli Öngörüler

Bu bölümde tahminlere temel oluşturan varsayımlar özetlenmekte, bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon ve çıktı açığı tahminleri ile para politikası görünümü önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Parasal Koşullar

TCMB, enflasyonun 2011 yılı hedefinin belirgin olarak üzerinde gerçekleşeceğini öngörerek, bu durumun yol açabileceği ikincil etkileri sınırlamak ve orta vadeli enflasyon görünümündeki olası bir bozulmayı engellemek amacıyla 2011 yılının Ekim ayından itibaren güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu doğrultuda, gecelik borç alma ve borç verme faizlerinin oluşturduğu faiz koridoru ve likidite yönetimi stratejisi etkin şekilde kullanılmıştır. İzlenen parasal sıkılaştırmanın etkisiyle piyasada oluşan getiriler tüm vadelerde artış göstermiş, kısa vadeli faizlerin uzun vadeli faizlere göre daha fazla yükselmesiyle getiri eğrisi aşağı yönlü bir eğim sergilemiştir (Grafik 7.1.1). Bu tedbirler sonucunda kredi ve tasarruf mevduatı faiz oranlarının da yükseldiği gözlenmiş, ancak kredi faizlerindeki artışın daha belirgin olmasıyla kredi-mevduat faiz farkı açılmıştır (Grafik 7.1.2). Tüm bu gelişmeler, bir önceki Rapor'da para politikasına ilişkin ortaya koyulan görünümle uyumlu olarak, 2011 yılının son çeyreğinde parasal duruşun sıkı olduğuna işaret etmektedir.



Enflasyon

2011 yılının son çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu bir önceki Rapor'da yer alan tahminin üzerinde gerçekleşerek yüzde 10,45 seviyesine yükselmiştir. Tahmindeki bu sapma temel olarak işlenmemiş gıda fiyatlarının öngörülerin üzerinde artış göstermesinden kaynaklanmıştır (Kutu 7.1). Bu dönemde, temel mal fiyatlarında Türk lirasındaki değer kaybına bağlı olarak görülen artış devam etmiştir. Diğer taraftan, hizmet fiyatlarının görece olarak ılımlı seyrini korumasıyla temel enflasyon göstergelerindeki yükseliş sınırlı kalmıştır.

Gıda enflasyonu, Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörüldüğü şekilde baz etkisi kaynaklı olarak yılın son çeyreğinde belirgin bir artış kaydetmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek oynaklık ve tarımsal emtia fiyatlarındaki gelişmeler göz önüne alınarak gıda fiyatlarının yıllık artış oranına dair varsayımımız yüzde 7,5 olarak korunmuştur (Tablo 7.1.1). Ancak döviz kuru ve tarımsal emtia fiyatlarının görünümü çerçevesinde, gıda enflasyonunun kompozisyonunda bir değişikliğe gidilmiş; işlenmiş gıda enflasyonu varsayımı bir önceki Rapor'a kıyasla sınırlı oranda aşağı yönlü güncellenerek yüzde 6,5 düzeyine düşürülmüştür. İşlenmemiş gıda enflasyonunun ise yüzde 8,5 olacağı varsayılmıştır.

Tablo 7.1.1.
Varsayımlardaki Güncellemeler

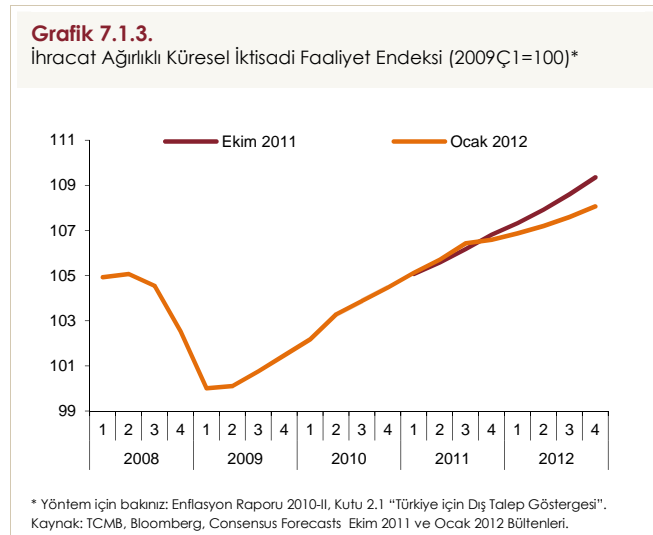
		Ekim 2011	Ocak 2012
Çıktı Açığı	2011 Ç3	-0,7	-0,15
	2011 Ç4	-1,0	-0,25
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl sonu Yüzde Değişim)	2012-2014	7,5	7,5
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	-1,9	-0,3
	2013	-0,5	-0,7
Petrol Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama)	2012	100	110
	2013	100	105
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2011	2,45	2,43
	2012	2,26	1,39

Talep Koşulları

2011 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin milli gelir verilerine göre, iktisadi faaliyet Ekim Enflasyon Raporu'nda bu dönem için ortaya koyulan görünüme kıyasla daha olumlu seyretmiştir. Yılın dördüncü çeyreğine ilişkin veriler, nihai yurt içi talepte ılımlı bir artışa işaret etmektedir. Özel tüketim talebine ilişkin göstergelerden tüketim malları üretimi Ekim-Kasım döneminde yukarı yönlü bir seyir izlerken tüketim malları ithalatında ikinci çeyrekte başlayan düşüş eğilimi

korunmuştur. Öncü göstergelere göre, yatırım talebinde de tüketim talebindekine benzer şekilde ılımlı bir artış gözlenmektedir. Bu çerçevede güncel tahminler oluşturulurken, çıktı açığı tahminleri 2011 yılının ikinci yarısı için yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1).

Dış talebe ilişkin son çeyrek verileri, küresel ölçekte yaşanan olumsuzluklara rağmen mal ihracatının dönemlik bazda artış kaydettiğine işaret etmektedir. Buna karşılık, Euro Bölgesi ekonomilerinde Ağustos ayında derinleşmeye başlayan sorunların çözümüne yönelik belirsizlikler devam etmektedir. Ayrıca, ABD ekonomisindeki büyüme görünümü zayıf seyrini korumaktadır. Küresel büyüme tahminlerine yansıyan bu görünümle birlikte, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksi Ekim Enflasyon Raporu'na göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.3).

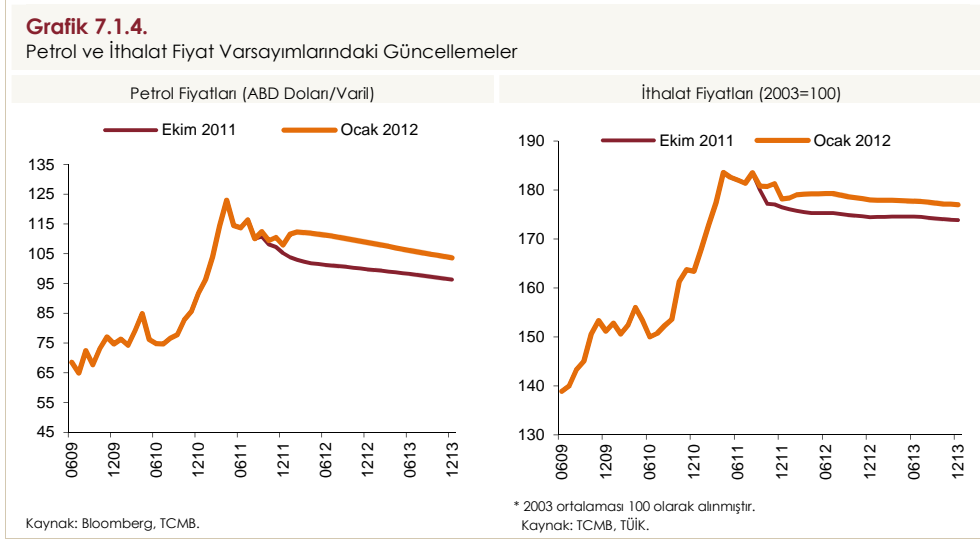


İthalat Fiyatları

2011 yılının dördüncü çeyreğinde ithal girdi maliyetleri Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülenin sınırlı miktarda üzerinde gerçekleşmiştir. Vadeli fiyatlar baz alınarak yapılan güncel projeksiyonlarda, 2012 yılında ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının 2011 yılına göre ortalama yüzde 0,3 oranında düşeceği varsayılmıştır. Dolayısıyla, 2012 yılı için yaptığımız ithalat fiyatları varsayımı bir önceki rapora göre sınırlı da olsa yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.4).

Küresel büyümeye ilişkin görünümün bozulması petrol fiyatları üzerindeki aşağı yönlü riskleri artırsa da, arz yönlü gelişmeler petrol fiyatları üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir. Bu doğrultuda, bir önceki raporda 100 ABD

doları olan petrol fiyatları varsayımı 2012 yılı için 110 ABD dolarına 2013 yılı için ise 105 ABD dolarına çıkarılmıştır (Tablo 7.1.1 ve Grafik 7.1.4).

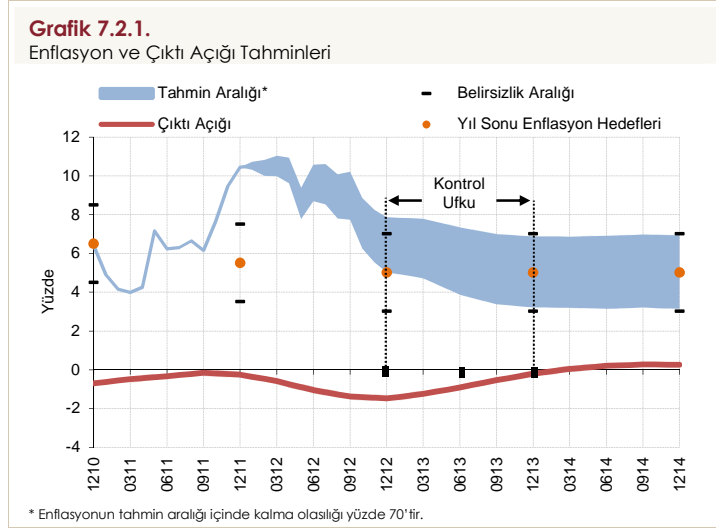


Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Tahminler oluşturulurken kamu maliyesinin görünümü için 2011 yılı Ekim ayında güncellenen OVP projeksiyonları temel alınmıştır. Bu doğrultuda, kamu harcamalarının iç talebe yaptığı katkının tedrici olarak azalacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Diğer bir ifadeyle, kamu kesiminin toplam talep üzerinde enflasyonist bir baskı yapmayacağı öngörülmektedir. Tütün fiyatlarının 2012 yılı boyunca sabit kalacağı, 2013 yılında ise 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerinin ima ettiği oranlarda artacağı varsayılmıştır. Diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların ise enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

7.2. Orta Vadeli Görünüm

Tahminler üretilirken para politikasındaki sıkı duruşun bir müddet daha devam edeceği; bu doğrultuda kredilerin yıllık büyüme eğiliminin yüzde 15 civarında seyredeceği, Türk lirasının ise ılımlı bir değerlenme eğilimi sergileyeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 5,1 ile yüzde 7,9 aralığında (orta noktası yüzde 6,5), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,3 ile yüzde 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).



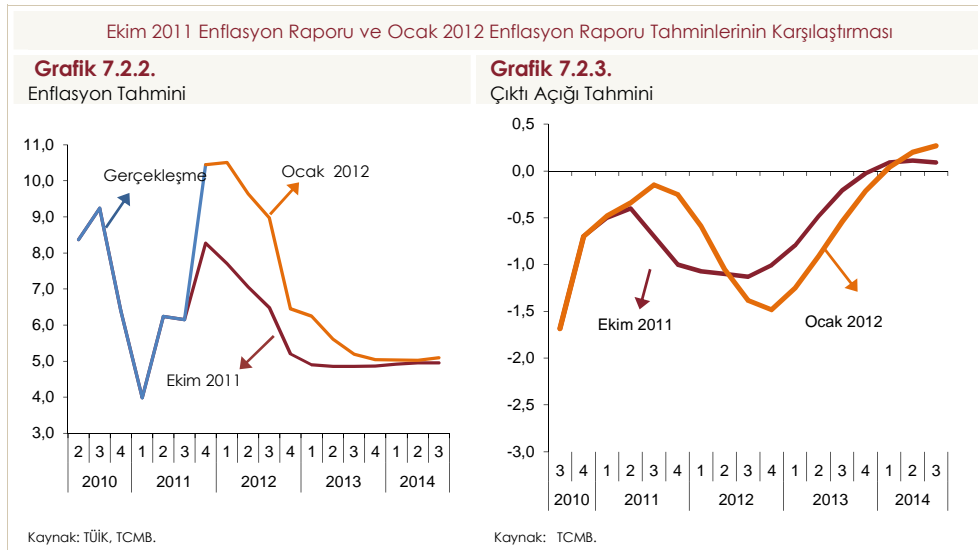
2011'in ikinci yarısında etkili olan döviz kuru hareketlerinin birikimli etkileri, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışlar ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki olumsuz gelişmeler nedeniyle 2012 yılının ilk aylarında enflasyon yüksek seviyelerde seyretmeye devam edebilecektir. Ancak, Türk lirasındaki güçlenme eğilimi ve uygulanan sıkı para politikasıyla birlikte enflasyonun yılın ikinci çeyreğinden itibaren düşüşe geçeceği tahmin edilmektedir. Yılın son çeyreğinde yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki vergi ayarlamasından ve işlenmemiş gıda fiyatlarından kaynaklanan baz etkisinin ortadan kalkmasıyla enflasyonun hızlı bir düşüş göstererek 2012 yıl sonunda yüzde 6,5 düzeyinde gerçekleşeceği öngörülmektedir (Baz etkilerine ilişkin detaylı bilgi Kutu 7.2'de yer almaktadır).

Yukarıda belirtilen varsayımlar doğrultusunda üretilen çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.1'de sunulmaktadır. Son dönemde açıklanan veriler iktisadi faaliyetin öngörülenden güçlü seyrettiğine işaret etse de, mevcut parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri ve küresel büyüme görünümündeki bozulma da göz önüne alınarak, 2012 yılı ikinci yarısından itibaren çıktı açığı bir önceki Rapor'a kıyasla aşağı doğru güncellenmiştir (Grafik 7.2.3). Böylece toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe katkısı özellikle 2012 yılının ikinci yarısından itibaren belirginleşmektedir.

Sonuç olarak, talep ve maliyet unsurlarına ilişkin gelişmeler bir önceki Rapor'a kıyasla önemli bir değişime işaret etmese de başlangıç noktasındaki yukarı yönlü güncelleme nedeniyle 2012 yıl sonu enflasyonunun bir önceki

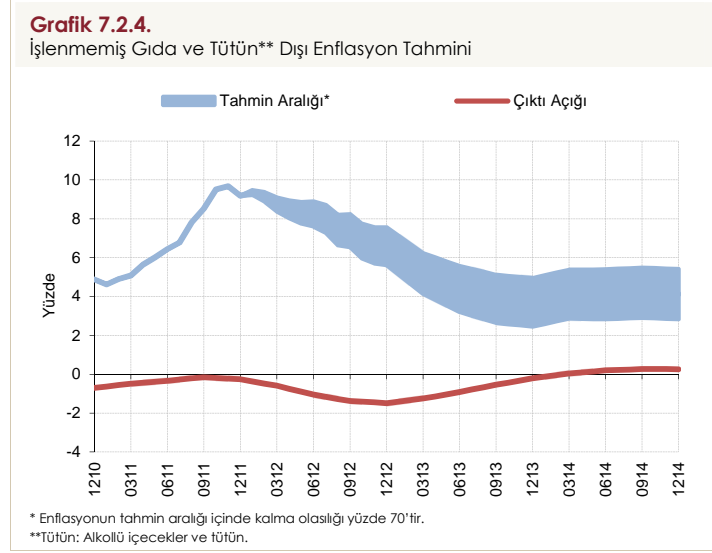
Rapor'a göre daha yüksek bir seviyede gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.2).

Tahminler oluşturulurken enflasyonun yüzde 5'lik hedefe 2013 yılının ortalarında ulaşacağı bir görünüm baz alınmıştır. Bunun temel sebebi, yıl sonunda enflasyonun yüzde 5 olan hedefe getirilmesi için gereken parasal sıkılaştırmanın oldukça güçlü ve kapsamlı olması gerekliliğidir. Böyle bir parasal sıkılaştırma, bir yandan iktisadi faaliyette ciddi bir yavaşlamayı beraberinde getirebilecek, öte yandan TL'de yaratabileceği hızlı değerlenmeyle büyüme kompozisyonunda bozulmaya ve finansal istikrara ilişkin kaygıların ortaya çıkmasına neden olabilecektir. Bu nedenle güncel tahminler üretilirken enflasyonun hedefe ulaşma süresinin bir yıldan daha uzun bir zaman alacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Öte yandan, önümüzdeki dönemde risk iştahının belirgin şekilde iyileşmesi ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının tekrar hızlanarak Türk lirasındaki değerlenmenin baz senaryodaki varsayımlara kıyasla daha güçlü olması durumunda enflasyonun hedefe daha erken ulaşması mümkün olabilecektir.



İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının tamamen kontrolü dışındaki kalemlerdeki öngörülemeyen oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2012 yılının ilk çeyreğinden itibaren

kademeli bir düşüş eğilimi göstererek orta vadede yüzde 5 seviyesine yakın düzeylerde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir.



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

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. Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin baz senaryodaki tahminlerimizin sınırlı miktarda üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.3.1).

Tablo 7.3.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2012 Yılı sonu	6,46	7,22	5,0
12 Ay Sonrası	6,39	6,91	5,0
24 Ay Sonrası	5,04	6,26	5,0

*Ocak 2. dönem anketi.

**2012-2014 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB.

7.3. Riskler ve Para Politikası

Kısa vadede enflasyonun yüksek seyrini sürdürecektir olması ikincil etkiler konusunda risk oluşturmaktadır. 2011 yılının son üç ayında tüketici fiyatlarının birikimli artış oranı yüzde 5,66 olmuştur. Söz konusu artış 2012 yılının son çeyreğine kadar yıllık enflasyon hesabının içinde kalacaktır. Bu nedenle önümüzdeki dönemde enflasyonun ana eğilimi hedefle uyumlu seviyelere gerileyecek olsa dahi, 12 aylık birikimli fiyat artışları ile ölçülen enflasyonun yılın son aylarına kadar hedefin belirgin olarak üzerinde seyretmesi yüksek bir olasılıktır. TCMB'nin Ekim ayından itibaren gerçekleştirdiği parasal sıkılaştırma ikincil etkilerin ortaya çıkma olasılığını azaltmış olsa da, önümüzdeki dönemde enflasyon beklentileri ve fiyatlandırma davranışları dikkatle takip edilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün hedefle uyumlu olması için gereken tedbirler alınacaktır.

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin önemini korumaya devam etmesi para politikasında esnek yaklaşımın devamını gerektirmektedir. Rapor'da orta vadeli görünüm sunulurken Euro Bölgesi'ndeki sorunların kademeli bir şekilde çözüleceği ve küresel ekonomide ek bir kötüleşme olmayacağı varsayılmıştır. Bununla birlikte, Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümünün beklenenden uzun ve sancılı olma olasılığı hem küresel büyüme hem de risk iştahına dair aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Öte yandan, çözüme yönelik atılan adımların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde sonuçlandırılması halinde ise küresel ekonomiye dair öngörülenden daha olumlu bir algılama ortaya çıkabilecektir. Böyle bir durum, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının uyguladığı miktarsal genişleme politikasının da etkisiyle risk iştahını güçlendirerek gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını tekrar hızlandırabilecektir. Dolayısıyla, Euro Bölgesi'ne ilişkin süregelen sorunlar ve buna yönelik tedbirlerin etkililiğine ilişkin belirsizlikler, önümüzdeki dönemde küresel piyasalardaki oynaklığın süreceğine işaret etmektedir. Bu görünüm, birden fazla aracın kullanıldığı esnek para politikası yaklaşımını gerekli kılmaktadır. TCMB, önümüzdeki dönemde küresel ekonomideki gelişmeleri yakından izleyerek üzerine düşen tedbirleri gecikmeksizin almaya devam edecektir.

Önümüzdeki döneme dair bir diğer risk unsuru petrol fiyatlarına ilişkin belirsizliklerdir. Her ne kadar küresel iktisadi görünümün zayıf seyri emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı oluştursa da son dönemde petrol arzına dair sorunların belirginleşmesi, enerji fiyatlarının görünümüne ilişkin yukarı yönlü bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi halinde TCMB,

geçici fiyat hareketlerinden kaynaklanan etkilere tepki vermeyecek, ancak beklentilerin bozulmasına müsaade etmeyecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmektedir. Rapor'da baz senaryoda yer alan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almakta, dolayısıyla mali disiplinin devamını öngörmektedir. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilmesine odaklanmaya ve finansal istikrarı gözetmeye devam edecektir. Bu süreçte TCMB ve diğer kurumlarca finansal istikrara yönelik alınan önlemlerin enflasyon görünümü üzerindeki etkileri de dikkatle değerlendirilecektir. Orta vadede mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı destekleyecektir. Bu yönde alınacak mesafe aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

Kutu
7.1

2011 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları

Küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler 2011 yılında da devam etmiş, bu durum gerek dış talep gerekse emtia fiyatlarına ilişkin yapılan varsayımlarda değişiklikler yapılmasına yol açmıştır. Bunun yanında, işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen oynaklık devam etmiştir. Söz konusu dışsal varsayımlarda meydana gelen ve öngörülemeyen değişiklikler nedeniyle 2011 yıl sonuna ilişkin enflasyon tahminlerinde de önemli güncellemeler yapılmıştır. TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde yayınladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna hesap verme yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu kutuda söz konusu yükümlülük çerçevesinde 2011 yılı boyunca yıl sonu enflasyon tahminlerinde yapılan değişiklikler ve nedenleri özetlenmektedir.

Ocak Enflasyon Raporu

Dış talebin zayıf seyrettiği, yurt içi talebin ise canlanma eğiliminde olduğu bu dönemde, iç ve dış talep arasındaki ayrışma belirginleşmiştir. Dış talebe yönelik aşağı yönlü riskler ve 2010 yılı son döneminden itibaren makro finansal risklere karşı gerçekleştirilen parasal sıkılaştırma nedeniyle 2011 yılında toplam talep koşullarının enflasyonu sınırlandırıcı etki yaptığı bir görünüm esas alınmıştır. 2010 yılının son çeyreğinde işlenmemiş gıda enflasyonunun beklenenden daha olumlu seyretilmesine karşın, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki kademeli artışlara bağlı olarak 2011 yılı sonunda enflasyonun hedefin bir miktar üzerinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. Bu doğrultuda, Ocak 2011 Enflasyon Raporu'nda 2011 yıl sonu enflasyonu yüzde 5,9 olarak tahmin edilmiştir.

Tablo.1. Enflasyon Raporu Varsayımları

		Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER	Gerçekleşme
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2011	2,60	2,60	2,51	2,45	2,43*
İthalat Fiyatları (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2011	10,9	16,2	15,4	15,2	15,7*
Gıda Fiyatları (Yıllık Yüzde Değişim)	2011	7,5	7,5	7,5	7,5	12,2
	2012	7,5	7,5	7,5	7,5	-
Brent Tipi Ham Petrol Varil Fiyatı (ABD Doları)	2011	95	115	115	110	111
	2012	95	115	115	100	-

*15 Ocak 2012 itibarıyla açıklanan verilerle hesaplanmıştır.

Nisan Enflasyon Raporu

2010 yılı son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Ocak Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerle büyük ölçüde uyumlu olmuştur. Dış talebin zayıf seyrine karşın, iç talebin güçlü olması nedeniyle toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin sınırlı olduğu bir görünüm esas alınmıştır.

Nisan 2011 Enflasyon Raporu'nda yıl sonu enflasyon tahmini, bir önceki rapora göre 1 puan yukarı yönlü güncellenerek yüzde 6,9'a yükseltilmiştir. Yukarı yönlü bu güncellemede iki temel unsur etkili olmuştur. Birincisi, yılın ilk çeyreğinde petrol ve diğer emtia fiyatlarının Ocak ayında öngörülen seviyenin oldukça üzerinde gerçekleşmesidir. Orta Doğu ve Afrika'daki siyasi gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkan üretim kesintileri ve artan belirsizlik nedeniyle petrol fiyatlarında yüksek artışlar gözlenmiştir. Bu çerçevede, 2011 yılı için ortalama ham petrol fiyatına ilişkin öngörüler Nisan ayında bir önceki rapora kıyasla 20 ABD doları yukarı yönlü güncellenerek 115 ABD dolarına yükseltilmiştir (Tablo 1). Benzer bir biçimde ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının yıllık ortalama artış oranı yüzde 10,9'dan yüzde 16,2'ye güncellenmiştir. Bu güncellemeler yıl sonu enflasyon tahminini bir önceki tahmin dönemine göre 0,5 puan artırmıştır (Tablo 2). Bu dönemde yıl sonuna ilişkin enflasyon tahmininin yukarı yönlü olarak güncellenmesine neden olan bir diğer unsur kumaş ve hazır giyim eşyasında uygulanan gümrük vergisi oranlarının yılın ikinci yarısından itibaren geçerli olmak üzere yükseltilmesi olmuştur.

Temmuz Enflasyon Raporu

Yılın ikinci çeyreğine ilişkin veriler, iç talepte bir önceki dönemde gözlenen güçlü artışın hız kestiğini, dış talebin büyümeye yaptığı olumsuz katkının ise sürdüğünü göstermiştir. Bu dönemde dış talebin zayıf seyrini korumasına karşın, Türkiye için ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksine ilişkin projeksiyonlarda önemli bir değişim olmamıştır (Tablo 1). Bu çerçevede, çıktı açığı tahmininin başlangıç noktası sınırlı miktarda aşağı yönlü güncellenmiştir. Orta vade için enflasyonu etkileyen unsurların görünümünde ise önemli bir güncelleme olmamıştır.

Gıda fiyatları yılın ikinci çeyreğinde öngörülerle uyumlu olarak yükseliş kaydetmiş, bu artışta işlenmemiş gıda fiyatlarının genelinde gözlenen artış eğilimi belirleyici olmuştur. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek oynaklık ve tarımsal emtia fiyatlarındaki gelişmeler göz önüne alınarak 2011 yılına ilişkin gıda enflasyonu varsayımı yüzde 7,5 olarak korunmuştur (Tablo 1).

Ham petrol fiyatları yılın ikinci çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu'nda varsayılan 115 ABD dolarının bir miktar altında seyretse de ham petrol varil fiyatı varsayımında değişiklik yapılmamıştır. Diğer emtia fiyatları da yılın ikinci çeyreğinde sınırlı ölçüde düşüş göstermekle birlikte yüksek seviyesini korumuştur. Bu doğrultuda, petrol ve diğer emtia fiyatlarının enflasyon tahminine yaptığı katkı bir önceki rapor dönemine göre önemli bir değişiklik göstermemiştir.

Sonuç olarak, Temmuz 2011 Enflasyon Raporu'nda yer alan yıl sonu enflasyon tahmininde bir önceki rapor dönemine göre değişiklik yapılmamıştır (Tablo 2).

Ekim Enflasyon Raporu

Yılın ikinci çeyreğine ilişkin olarak açıklanan milli gelir verileri, Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümde daha olumlu gerçekleşirken, dış talep zayıf seyrini korumuştur. Dış talebin bir önceki rapor dönemine göre daha yavaş toparlanacağı bir görünüm esas alınmış ve dış talep görünümü aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 1). Buna karşın, yılın ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetin beklenenden daha olumlu gerçekleşmesi nedeniyle, çıktı açığı kısa vadede sınırlı oranda yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu güncelleme 2011 yıl sonu enflasyon tahmininde önemli bir değişikliğe yol açmamıştır.

Yılın üçüncü çeyreğinde petrol fiyatları Temmuz Enflasyon Raporu varsayımının altında seyretmiş, bu gelişmeler çerçevesinde 2011 yılı için petrol fiyatları varsayımı 110 ABD dolarına çekilmiştir. Benzer şekilde, ithalat fiyatları da aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 1). Bu güncellemeler, 2011 yıl sonu enflasyon tahminini 0,1 puan düşürücü yönde etkilemiştir. Gıda fiyatlarının yıllık artış oranına dair varsayım ise yüzde 7,5 olarak korunmuştur.

Temmuz Enflasyon Raporu'nda tütün ürünleri fiyatlarının enflasyon hedefi ile uyumlu olarak yüzde 5,5 oranında artacağı ve enflasyona katkısının 0,3 puan civarında olacağı varsayılmış, ancak, gerçekleşen zam varsayılanın oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Bu gelişme yıl sonu enflasyon tahminlerine 0,6 puan yukarı yönlü etkide bulunmuştur. Diğer yandan yılın üçüncü çeyreğinde Türk lirasında yaşanan değer kaybı, enflasyona etki eden başlıca unsur olmuştur. Döviz kurlarında yaşanan gelişmeler özellikle temel mal fiyatları üzerinde etkili olmuştur. Bu gelişmelerin yıl sonu enflasyon tahminleri üzerinde 0,9 puanlık artırıcı yönde etkisi olmuştur (Tablo 2). Sonuç olarak, temelde döviz kuru gelişmelerine ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışlara bağlı olarak enflasyon tahmin patikası bir önceki rapor dönemine kıyasla yukarı yönlü güncellenmiştir.

Tablo 2. 2011 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

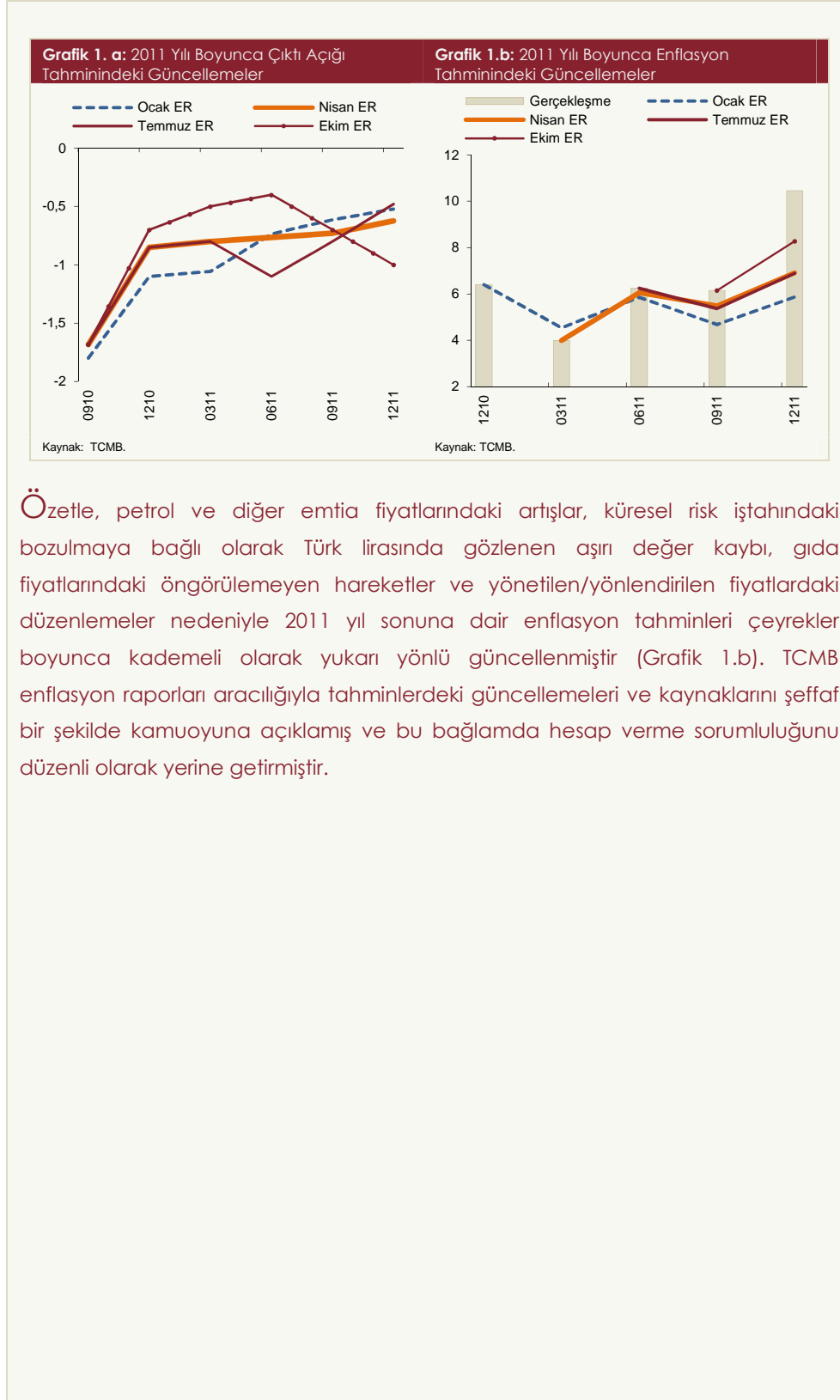
	Ocak 11	Nisan 11	Temmuz 11	Ekim 11
Enflasyon Tahminleri (Yüzde)	5,9	6,9	6,9	8,3
İki Enflasyon Raporu Tahmini Arasındaki Farkın Kaynakları (Puan Katkı)				
	Nis-Oca	Tem-Nis	Eki-Tem	Ara-Eki*
Gıda	0,0	0,0	0,0	1,3
İşlenmiş	0,1	0,0	0,2	0,2
İşlenmemiş	-0,1	0,0	-0,2	1,1
Petrol ve Diğer Emtia Fiyatları	0,5	0,0	-0,1	0,2
Ek Mali Tedbirler	0,5	0,0	0,6	0,1
Döviz Kuru Gelişmeleri	0,0	0,0	0,9	0,4
Enflasyonun Ana Eğilimi	0,0	0,0	0,0	0,2

*Tahmin ile gerçekleşme arasındaki farkın kaynaklarını göstermektedir. 2011 yıl sonu enflasyonu yüzde 10,45 olarak gerçekleşmiştir.
Kaynak: TCMB.

2011 Yıl Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi

2011 yılının son çeyreğinde gıda fiyatlarındaki gelişmeler enflasyonun tahmin edilenin üzerinde gerçekleşmesine neden olan temel unsur olarak ön plana çıkmıştır. Özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarının öngörülerin üzerinde artması sonucu, Ekim 2011 Enflasyon Raporu'nda 2011 yıl sonu için yüzde 7,5 olarak varsayılan gıda enflasyonu yüzde 12,2 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu gelişme, Ekim 2011 Enflasyon Raporu'nda yüzde 8,3 olarak tahmin edilen 2011 yıl sonu enflasyonu ile yüzde 10,45 düzeyindeki gerçekleşme arasındaki farkı büyük ölçüde açıklamaktadır (Tablo 2).

Yılın son çeyreğinde döviz kuru hareketlerinin temel mal fiyatları üzerindeki gecikmeli yansımaları devam etmiş; bu gelişmelerin enflasyon görünümü üzerindeki etkileri tahmin edilenin üzerinde olmuştur. Buna ek olarak, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan milli gelir verileri, öngörülerin üzerinde bir büyümeye işaret etmiş, bu çerçevede çıktı açığı tahminleri 2011 yılı ikinci yarısı için yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.3). Bu gelişme, döviz kuru hareketleriyle beraber, Ekim 2011 Enflasyon Raporu enflasyon tahminleri ile gerçekleşme arasındaki farkın 0,6 puanını açıklamaktadır. Son olarak, ithalat fiyatları da varsayımların üzerinde gerçekleşerek 2011 yılında bir önceki yıla kıyasla ortalama yüzde 15,7 oranında artmıştır. Bu artış, yıl sonu enflasyon tahmini ile gerçekleşmesi arasındaki farkın 0,2 puanını açıklamaktadır (Tablo 2).



Kutu
7.2

2012 Yılı Tüketici Enflasyonu Üzerinde Baz Etkilerinin Rolü

2011 yılında işlenmemiş gıda ürünleri kaynaklı olarak gıda fiyatlarında yüksek oranlı dalgalanmalar gözlenmiştir. Benzer şekilde, temel mal fiyatları da döviz kuru ve ithalat fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak dalgalı bir seyir izlemiştir. Yılın son çeyreğinde ise elektrik ve doğalgaz fiyatlarında yapılan artışlar enerji fiyatlarını, alkollü içecekler ve tütün ürünlerinde yapılan ÖTV oranı artışları ise alkol-tütün grubu fiyatlarını yükseltmiştir. Bu gelişmeler ilk çeyrek sonunda yüzde 3,99 ile tarihi düşük seviyeye gerileyen yıllık enflasyonun ikinci çeyrekte belirgin bir şekilde dalgalanmasında, son çeyrekte ise hızlanmasında önemli ölçüde etkili olmuştur. Bu kutunun amacı, söz konusu gelişmelerin 2012 yılı boyunca **baz etkileri kanalıyla** yıllık enflasyonun seyirindeki etkisini göstermektir. Cari fiyat gelişmeleri ile birlikte yıllık enflasyondaki değişimlerin bir diğer belirleyicisi olan baz etkilerinin kamuoyu tarafından anlaşılması, yıllık enflasyonun izleyeceği olası patikanın belirlenmesinde önem arz etmektedir.

Belirli bir ay için yıllık enflasyon hesaplanırken, söz konusu ay fiyat düzeyi ile aynı ayın bir yıl önceki fiyat düzeyi karşılaştırılmaktadır. Böylelikle bir yıl önceki fiyat düzeyi baz alınmış olmaktadır. Örneğin, cari fiyatların değişmediği ve 12 ay önceki aylık enflasyonun görece çok düşük olduğu bir ayda yıllık enflasyon belirgin olarak yükselecektir. Yıllık enflasyonda kaydedilen bu artış bir yıl önceki düşük fiyat düzeyinin oluşturduğu yukarı yönlü baz etkisi ile açıklanmaktadır.¹ Teknik olarak ise baz etkisi, baz dönemindeki aylık değişimin o aya ait "normal" aylık değişimden farkı olarak tanımlanabilmektedir. "Normal" aylık değişim ilgili dönemdeki fiyat hareketlerinin genel eğilimini yansıtmaktadır. Ancak söz konusu "tipik" değişimin hesaplanmasında standart bir uygulama bulunmamaktadır. Örneğin, Avrupa Merkez Bankası "normal" aylık değişimi söz konusu aya ait mevsimsellikten arındırılmış tarihsel ortalama değişime mevsimsel faktör ekleyerek elde etmektedir.² Bu kutuda, analize dahil olan bazı alt kalemlerde istikrarlı bir mevsimsellik olmadığından "normal" değişim olarak alt kalemlerin belirli yıllar arasındaki ilgili ay aylık enflasyonunun medyanı kullanılmıştır.³

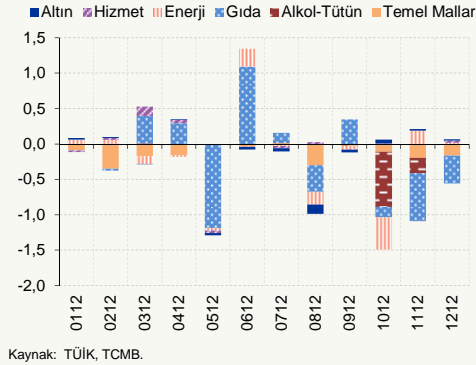
¹ Baz etkilerinin 2010 yılı tüketici enflasyonu üzerindeki rolü için bakınız: Enflasyon Raporu 2010-I, Kutu 3.2 "Baz Etkileri ve 2010 Yılı Enflasyon Görünümüne Yansımaları".

² Yıllık enflasyon oranı $\pi_t = \frac{p_t - p_{t-12}}{p_{t-12}} \times 100$ formülüyle hesaplanmaktadır. π_t t ayındaki yıllık enflasyonu, p_t ise fiyat düzeyini simgelemektedir. Yıllık enflasyon oranı aynı zamanda $\pi_t = [\ln(p_t) - \ln(p_{t-12})] \times 100$ formülüyle de yaklaşık olarak hesaplanabilmektedir. İkinci formülden hareketle yıllık enflasyon oranındaki aylık değişim $\pi_t - \pi_{t-1} = [\ln(p_t) - \ln(p_{t-1})] - [\ln(p_{t-12}) - \ln(p_{t-13})] \times 100$ şeklinde ifade edilebilir. Yani, takip eden iki ay için yıllık enflasyon farkı yaklaşık olarak t ayındaki aylık enflasyon ile bu aydan 12 ay önceki aylık enflasyonun farkına eşittir. Bu çerçevede, herhangi bir TÜFE alt kalemi için baz etkisi $[\ln(p_{t-12}) - \ln(p_{t-13})] \times 100$ ifadesinin söz konusu aya ait "normal" aylık değişiminden farkına eşittir. Detaylı bilgi için bakınız: Avrupa Merkez Bankası Ocak 2005 Aylık Bülteni, Kutu 3 "Base Effects and Their Impact on HICP Inflation in Early 2005" ve Avrupa Merkez Bankası Şubat 2011 Aylık Bülteni, Kutu 5 "Recent and Prospective Movements in HICP Inflation: The Role of Base Effects".

³ Analizde baz etkileri hesaplanırken seviye etkilerini azaltabilmek için alt kalem endekslerinde Aralık 2010=100 kabul edilmiştir. Ayrıca, alt kalemlerdeki baz etkilerinin yıllık tüketici enflasyonuna katkıları hesaplanırken 2012 yılında TÜFE içindeki alt kalem ağırlıklarının değişmeyeceği varsayılmıştır.

2012 yılında baz etkileri yıllık enflasyonun seyrinde önemli rol oynayacaktır. Grafik 1 TÜFE alt kalemlerindeki baz etkilerinin yıllık tüketici enflasyonundaki değişimlere beklenen katkıları göstermektedir. Yıl boyunca çoğunlukla en büyük katkı gıda grubundaki baz etkilerinden gelecektir. Özellikle, 2011 yılı Mayıs ayında işlenmemiş gıda kaynaklı olarak gıda fiyatlarının belirgin oranda yükselmesi Haziran ayında ise yüksek oranda gerilemesi sonucunda, 2012 yılı **Mayıs** ayında gıda grubundan gelen baz etkisinin yıllık enflasyonu yaklaşık 1,2 puan azaltması, **Haziran** ayında ise yaklaşık 1,1 puan artırması beklenmektedir.

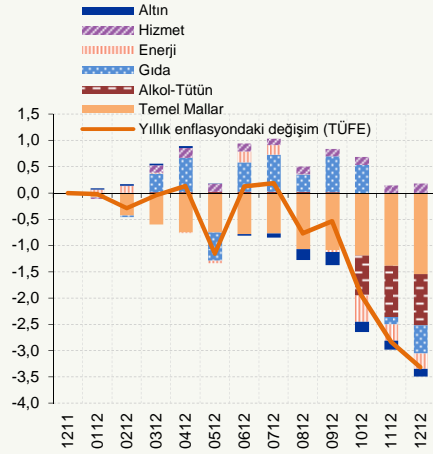
Grafik 1. 2012 Yılında Yıllık TÜFE Enflasyonundaki Aylık Değişimlere Alt Kalemlerdeki Baz Etkilerinin Beklenen Katkıları



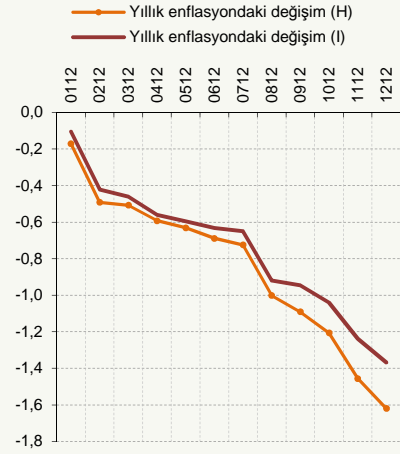
Son çeyrekte ise gıda grubunun baz etkileri yıllık enflasyondaki değişimlere negatif katkı yapacaktır. Temel mal grubunda baz etkilerinin yıl genelinde yıllık enflasyonu düşürücü yönde olacağı beklenmektedir. 2011 yılı Ekim ayında gerçekleşen yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamaları sonucunda, 2012 yılı Ekim ayında alkol-tütün ile enerji gruplarından gelen baz etkileri yıllık enflasyona aşağı yönlü katkıda bulunacaklardır. Hizmet ve altın kalemleri baz etkilerinin yıllık enflasyondaki aylık değişimlere katkılarının ise görece zayıf olması beklenmektedir.

Grafik 2'de 2012 yılında baz etkilerinin yıllık enflasyondaki değişimlere kümülatif katkısı gösterilmektedir. Buna göre, baz etkilerinin 2012 yıl sonu enflasyonunun 2011 yıl sonu enflasyonuna kıyasla yaklaşık 3,3 puan azalmasına katkıda bulunacağı beklenmektedir.⁴ Baz etkilerinin yıllık enflasyona düşürücü yönde yapacağı katkının özellikle **yılın son çeyreğinde** belirginleşeceği not edilmelidir. Yıl genelinde en belirgin kümülatif katkı negatif olarak temel mal grubu baz etkilerinden gelecektir. Alkol-tütün grubundan gelen baz etkileri de yıllık enflasyonu yaklaşık 1 puan düşürücü yönde katkıda bulunacaktır. Gıda grubu baz etkilerinin kümülatif katkıları ise yıl genelinde dalgalı bir seyir izleyecektir. Altın, hizmet ve enerji gruplarının baz etkilerinin yıllık enflasyona kümülatif katkıları ise diğer kalemlere kıyasla görece sınırlı olacaktır. Grafik 3 ilgili alt kalemlerdeki baz etkilerinin yıl sonunda ÖKTG-H göstergesinin yıllık enflasyon oranını bir önceki yıla kıyasla toplamda yaklaşık 1,6 puan, ÖKTG-I göstergesinin yıllık enflasyon oranını ise 1,4 puan azaltıcı yönde katkıda bulunacağını göstermektedir.

⁴ Baz etkilerinin yıllık enflasyondaki değişimlere katkısının büyüklüğü "normal" değişimin hesaplanma yöntemine göre bir miktar farklılık gösterebilmektedir. Ancak, kullanılan yöntemden bağımsız olarak toplam kümülatif katkının yönü ve alt kalemlerin söz konusu toplamdaki payı değişmemektedir.

Grafik 2. Alt Kalemlerdeki Baz Etkilerinin TÜFE Yıllık Enflasyonundaki Değişimlere Kümülatif Katkısı

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3. Alt Kalemlerdeki Baz Etkilerinin ÖKTG-H ve I Göstergelerinin Yıllık Enflasyonlarındaki Değişimlere Kümülatif Katkısı

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Sonuç olarak, 2012 yılında TÜFE alt kalemlerindeki baz etkileri yıllık tüketici enflasyonunun şekillenmesinde önemli olacaktır. Ancak, yıllık enflasyonu belirleyen diğer bir etkenin cari fiyat gelişmeleri olduğu, dolayısıyla baz etkilerinin 2012 yılı enflasyon gerçekleşmelerinin tek belirleyicisi olmayacağı unutulmamalıdır. Önümüzdeki dönemde enflasyon beklentileri, toplam talep gelişmeleri, döviz kuru, ithalat fiyatları ve hava koşulları gibi unsurlar cari fiyatlar ve böylece enflasyon üzerinde etkili olmaya devam edecektir. Bununla birlikte, baz etkilerinin yıllık tüketici enflasyonundaki değişimlere katkısının anlaşılması enflasyon eğiliminin doğru saptanması açısından önem taşımaktadır.

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri	1
Grafik 1.1.2.	Kredi Artış Oranı	1
Grafik 1.1.3.	Cari İşlemler Dengesi	2
Grafik 1.1.4.	TCMB Politikalarının Seyri	3
Grafik 1.1.5.	Getiri Eğrisi	3
Grafik 1.1.6.	Tüketici ve TL Ticari Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	3
Grafik 1.2.1.	Ekim Ayında Yapılan Enflasyon Tahminleri ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.2.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	5
Grafik 1.2.3.	Temel Mal ve Hizmet Fiyatları	5
Grafik 1.2.4.	Toplam Nihai Yurt İçi Talep	6
Grafik 1.2.5.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	6
Grafik 1.2.6.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi	6
Grafik 1.2.7.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	8

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1.	Küresel Büyüme Oranları	12
Grafik 2.1.2.	Küresel Üretim Endeksleri	12
Grafik 2.1.3.	Gelişmiş Ülkeler İşsizlik Oranları	13
Grafik 2.1.4.	ABD Emlak Fiyat Endeksleri	13
Grafik 2.1.5.	JP Morgan Küresel PMI Endeksleri	13
Grafik 2.1.6.	PMI Endeksleri	13
Grafik 2.2.1.	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	15
Grafik 2.2.2.	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	15
Grafik 2.2.3.	OECD Ham Petrol Stokları	16
Grafik 2.2.4.	WTI – Brent Fiyat Gelişmeleri	16
Grafik 2.3.1.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Tüketici Fiyat Enflasyonu	17
Grafik 2.3.2.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	17
Grafik 2.3.3.	ABD ve Euro Bölgesi Enflasyon Telifisi	17
Grafik 2.4.1.	Küresel Risk İştahı Endeksleri	19
Grafik 2.4.2.	Seçilmiş Ülke Tahvillerinin Alman Tahvilleriyle Getiri Farkı	19
Grafik 2.4.3.	Itraxx Avrupa Finans Sektörü Kıdemli Borçlar Endeksi	19
Grafik 2.4.4.	Euro için 3 Aylık TED ve OIS Farkları	19
Grafik 2.4.5.	Gelişmekte Olan Ülke Kur ve Risk Primi Göstergeleri	20
Grafik 2.4.6.	Küresel Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	20
Grafik 2.4.7.	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımları	20
Grafik 2.4.8.	Küresel Finansal Kriz Öncesi Dönemde Gelişmekte Olan Ülkelere Fon Girişlerinin Bölgesel Dağılımı	21
Grafik 2.4.9.	Son Üç Aylık Dönemde Gelişmekte Olan Ülkelerden Fon Çıkışlarının Bölgesel Dağılımı	21
Grafik 2.4.10.	ABD Kredi Eğilim Anketi	22
Grafik 2.4.11.	Euro Bölgesi Kredi Eğilim Anketi	22
Grafik 2.5.1.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 - Aralık 2011	23
Grafik 2.5.2.	Gelişmiş Ülkeler Politika Faiz Oranı	23
Grafik 2.5.3.	Gelişmiş Ülkelerde Politika Faizi Bekleyişleri	23
Grafik 2.5.4.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010-Aralık 2011	25
Grafik 2.5.5.	Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler Politika Faiz Oranı	25
Grafik 2.5.6.	Gelişmekte Olan Ülkelerde 2012 Yılına İlişkin Politika Faizi Bekleyişleri	25

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1.	Gruplar İtibarıyla TÜFE	34
Grafik 3.1.2.	Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	34
Grafik 3.1.3.	İşlenmemiş Gıda Fiyatları	34
Grafik 3.1.4.	İşlenmemiş Gıda Alt Grupları ve Tüketici Fiyatları	34
Grafik 3.1.5.	Gıda Fiyatları	35
Grafik 3.1.6.	Seçilmiş İşlenmiş Gıda Ürünleri Fiyatları	35

Grafik 3.1.7.	Enerji Grubu Fiyatları	36
Grafik 3.1.8.	Enerji ve TL Cinsinden Petrol Fiyatları	36
Grafik 3.1.9.	Temel Mal Fiyatları	37
Grafik 3.1.10.	Temel Mal Fiyatları	37
Grafik 3.1.11.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	38
Grafik 3.1.12.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	38
Grafik 3.1.13.	Hizmet Fiyatları	38
Grafik 3.1.14.	Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	38
Grafik 3.1.15.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	39
Grafik 3.1.16.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	39
Grafik 3.1.17.	TÜFE ve H Yayılım Endeksleri	39
Grafik 3.1.18.	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRİM ve F CORE	39
Grafik 3.1.19.	Tarım Fiyatları	40
Grafik 3.1.20.	İmalat Sanayi Fiyatları ve PMI Çıktı Fiyatları Endeksleri	40
Grafik 3.1.21.	ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	41
Grafik 3.2.1	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	42
Grafik 3.2.2.	Enflasyon Beklentileri Eğrisi	42
Grafik 3.2.3.	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	42
Grafik 3.2.4.	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	42

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1.	GSYİH ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep	48
Grafik 4.1.2.	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	49
Grafik 4.1.3.	Yurt İçi Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları	49
Grafik 4.1.4.	Tüketici Güven Endeksleri	49
Grafik 4.1.5.	Haftalık Bazda Tüketici Kredileri	49
Grafik 4.1.6.	Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	50
Grafik 4.1.7.	Yurt İçi Ticari Araç Satışları	50
Grafik 4.1.8.	Toplam Nihai Yurt İçi Talep	51
Grafik 4.1.9.	Öncü Göstergeler Endeksi	51
Grafik 4.1.10.	Gelecek Üç Aya İlişkin Sipariş Beklentileri (Yukarı-Aşağı) ve KKO	51
Grafik 4.2.1.	Net Dış Talebin Yıllık Büyümeye Katkısı	52
Grafik 4.2.2.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	52
Grafik 4.2.3.	İhracat Miktar Endeksi	53
Grafik 4.2.4.	TL ve Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler Para Birimlerinin Dolar Karşısındaki Değeri	53
Grafik 4.2.5.	Dünya Ticareti ve Euro Bölgesi İthalatı	54
Grafik 4.2.6.	İhracat ve GSYİH Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	54
Grafik 4.2.7.	İthalat Miktar Endeksleri	54
Grafik 4.2.8.	Tüketim Malları İthalat Miktar Endeksleri	54
Grafik 4.2.9.	Cari İşlemler Dengesi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyar ABD Doları)	55
Grafik 4.2.10.	Cari İşlemler Dengesi (12-aylık Birikimli, Yüzde)	55
Grafik 4.3.1.	Tarım ve Tarım Dışı İstihdam	56
Grafik 4.3.2.	İşsizlik Oranları	56
Grafik 4.3.3.	Hizmet ve İnşaat Sektörleri İstihdamı	56
Grafik 4.3.4.	Sanayi İstihdamı ve Üretimi	56
Grafik 4.3.5.	İmalat Sanayi İstihdamı ve PMI İstihdam Endeksi	57
Grafik 4.3.6.	Hanehalkı Tüketimi ve Reel Ücret Ödemeleri	57
Grafik 4.3.7.	Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik İşgücü Maliyeti	57
Grafik 4.3.8.	Birim Ücret	57
Grafik 4.3.9.	Tarım Dışı Sektörlerde Kişi Başı Verimlilik Artışı ve Reel Net Asgari Ücret Artışı	58
Grafik 4.3.10.	Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam	58

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1.1.	Küresel Risk İştahı	75
Grafik 5.1.2.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Dair Büyüme Tahminlerindeki Güncelleme	75
Grafik 5.1.3.	EMBI Endeksleri	76
Grafik 5.1.4.	Görelî EMBI Endeksleri	76
Grafik 5.1.5.	Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Akımları	76
Grafik 5.1.6.	Yurt Dışı Yerleşiklerin Net Portföy Hareketleri	76
Grafik 5.1.7.	TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru	77
Grafik 5.1.8.	TCMB Fonlaması ve Ortalama Faiz	77
Grafik 5.1.9.	Piyasadaki Likidite Gelişmeleri	78
Grafik 5.1.10.	Dördüncü Çeyrekte, İki Yıllık Piyasa Faizlerindeki Değişim	79
Grafik 5.1.11.	DİBS Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	79
Grafik 5.1.12.	12 Ay Sonrasına İlişkin Politika Faiz Beklentisi Dağılımı	79
Grafik 5.1.13.	İleri Valörlü 1 Yıllık Enflasyon Telifisi	79
Grafik 5.1.14.	Getiri Eğrisi	80
Grafik 5.1.15.	Uzun ve Kısa Vadeli Faiz Farkı	80
Grafik 5.1.16.	Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi	80
Grafik 5.1.17.	İki Yıllık Reel Faizler	80
Grafik 5.1.18.	TL Tasarruf Mevduatı Getiri Eğrisi	81
Grafik 5.1.19.	Ticari Kredi ve Mevduat Faiz Farkı	81
Grafik 5.1.20.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Dolan Karşısındaki Değer Kaybı	82
Grafik 5.1.21.	TCMB Rezervleri ve Döviz Satışları	82
Grafik 5.1.22.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli)	83
Grafik 5.1.23.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (12 Ay Vadeli)	83
Grafik 5.1.24.	M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri	83
Grafik 5.1.25.	Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları	84
Grafik 5.2.1	Bankalarca Reel Kesime Açılan Kredilerin Artış Hızı	85
Grafik 5.2.2	Firmaların Yurtdışından Sağladığı Finansman	85
Grafik 5.2.3	Ticari Kredilerin ve Tüketici Kredilerinin Artış Hızları	86
Grafik 5.2.4	Tüketici Kredilerinde Mevsimsel Etkiler	86
Grafik 5.2.5	TL ve YP Ticari Kredilerin Artış Hızları	86
Grafik 5.2.6	Ticari Kredilerdeki Mevsimsel Etkiler	86
Grafik 5.2.7	Ölçeklere Göre İşletme Kredileri Büyüme Hızları	87
Grafik 5.2.8	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	88
Grafik 5.2.9	YP Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	88
Grafik 5.2.10	Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları	88
Grafik 5.2.11	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	88

6. KAMU MALİYESİ

Grafik 6.1.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Bütçe Fazlası ve Yapısal Faiz Dışı Bütçe Fazlası	101
Grafik 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri	103
Grafik 6.1.2.	Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar	103
Grafik 6.1.3.	Reel Vergi Gelirleri	105
Grafik 6.1.4.	Reel KDV ve ÖTV Gelirleri	105
Grafik 6.2.1.	Kamu Borç Stoku Göstergeleri	105
Grafik 6.2.2.	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu	105
Grafik 6.2.3.	Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Süresi	106
Grafik 6.2.4.	Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma	106
Grafik 6.2.5.	Toplam İç Borç Çevirme Oranı	106
Grafik 6.2.6.	İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadesi ve Faiz Oranı	106

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Grafik 7.1.1.	Getiri Eğrisi	109
Grafik 7.1.2.	Ticari Kredi ve Mevduat Faiz Farkı	109
Grafik 7.1.3.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi	111
Grafik 7.1.4.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	112
Grafik 7.2.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	113
Grafik 7.2.2.	Enflasyon Tahmini	114
Grafik 7.2.3.	Çıktı Açığı Tahmini	114
Grafik 7.2.4.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini	115

Tablolar

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1.	2012 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri	14
Tablo 2.2.1.	Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri	16
Tablo 2.3.1.	2012 Yılına İlişkin Enflasyon Tahminleri	18

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1.	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	36
Tablo 3.1.2.	Temel Mal Fiyatları	37
Tablo 3.1.3.	ÜFE ve Alt Kalemler	41

6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	102
Tablo 6.1.2.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	103
Tablo 6.1.3.	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	104

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.1.1.	Varsayımlardaki Güncellemeler	110
Tablo 7.3.1.	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	115

Geçmiş Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2011-IV

- 2.1. Bilanço Durgunlukları: Japonya – ABD Kıyaslaması
- 2.2. Euro Bölgesi Borç Krizi ve Borç Sürdürülebilirliği
- 2.3. Türkiye İçin Reel Efektif Kur Göstergeleri
- 3.1. Tütün Ürünlerinde Vergilendirme Yöntemi ve Fiyatlara Etkisi
- 3.2. Döviz Kuru ve İthalat Fiyat Geçişkenliğinde Güncel Tahminler
- 3.3. Fiyat Serilerinden Kısa Dönemli Dalgalanmaların Arındırılması
- 4.1. Türkiye Ekonomisi İş Çevrimlerinin Küresel Ekonomi ile İlişkisi
- 4.2. Yatırım Oranlarındaki Gelişmeler
- 5.1. Enflasyon Telifisinin Para Politikası Analizlerinde Kullanılması

2011-III

- 2.1. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Yatırımları
- 3.1. Mikro Veriler ile Fiyat Katılığı Üzerine Bulgular
- 3.2. Enflasyon Sürprizlerinin Enflasyon Beklentileri Üzerine Etkisi
- 4.1. Yatırım Malları Fiyatları ve Yatırım Harcamaları
- 4.2. Ücret ve Kazanç Verileri
- 4.3. Ekonomi Saati Bakış Açısı ile İktisadi Faaliyette Son Durum
- 4.4. Türkiye'nin Son Krizlerinde Sabit Sermaye Büyümesindeki Kayıplar ve Bu Kayıpların Potansiyel GSYİH'ye Etkisi
- 5.1. BDDK Düzenlemelerinin Olası Etkileri
- 5.2. Kredi Notunun "Yatırım Yapılabilir" Seviyeye Yükselmesi
- 5.3. TCMB Bünyesinde Parasal Analiz
- 6.1. Yapısal Bütçe Dengesi ve Mali Duruş

2011-II

- 3.1. Giyim İthalatında Ek Vergi Oranlarının TÜFE'ye Olası Etkileri
- 4.1. İşgücü Piyasasında Farklılaşan Eğilimler
- 5.1. Kredi Genişlemesi ve Cari Açık
- 5.2. Zorunlu Karşılıklara İlişkin Kararların Etkileri
- 7.1. TCMB'nin Yeni Para Politikası Yaklaşımı ve İletişimi

2011-I

- 2.1. Euro Bölgesi Çevre Ülke Ekonomilerinin Borç Krizine Karşı Duyarlılıklar
- 2.2. İkinci Niceliksel Genişleme Sonrası ABD'de Uzun Vadeli Nominal Tahvil Getirilerinde Gözlenen Artışın Nedenleri
- 3.1. İşlenmemiş Gıda Fiyatlarında Oynaklığın Nedenleri
- 3.2. Çekirdek Enflasyon Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme
- 5.1. Döviz Piyasalarında Yakın Dönem Gelişmeler ve Türev Piyasaları
- 7.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Çerçevesinde Finansal İstikrar: TCMB Uygulamaları
- 7.2. Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri
- 7.3. 2010 Yılı Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları

2010-IV

- 2.1. Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları
- 3.1. Buğday Fiyatlarının Seyri ve Tüketici Fiyatlarına Etkileri
- 4.1. İktisadi Faaliyette Ramazan Ayı Etkisi
- 4.2. Belirsizlik ve İktisadi Faaliyet
- 5.1. Döviz ve Sermaye Piyasalarında Finansal Bulaşıcılık Etkisi: Türkiye Uygulaması
- 7.1. İthalat Fiyatları Projeksiyonu

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: IIF 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. Göreli 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
BESD	Beyaz Eşya Sanayicileri Derneęi
CDS	Kredi İflas Takası
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EFSF	Avrupa Finansal İstikrar Fonu
EMBI	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research
Fed	Amerikan Merkez Bankası
FHFA	Federal Konut Finansman Ajansı
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
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
Kurul	Para Politikası Kurulu
OSD	Otomotiv Sanayii Derneęi
OECD	Uluslararası İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
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
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
WTI	Texas Tipi Ham Petrol
TL	Türk Lirası

2012 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları, Enflasyon Raporu ve Finansal İstikrar Raporu Takvimi		
PPK Toplantıları	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
24 Ocak 2012 (Salı)	31 Ocak 2012 (Salı)	
21 Şubat 2012 (Salı)		
27 Mart 2012 (Salı)		
18 Nisan 2012 (Çarşamba)	26 Nisan 2012 (Perşembe)	
29 Mayıs 2012 (Salı)		31 Mayıs 2012 (Perşembe)
21 Haziran 2012 (Perşembe)		
19 Temmuz 2012 (Perşembe)	26 Temmuz 2012 (Perşembe)	
16 Ağustos 2012 (Perşembe)		
18 Eylül 2012 (Salı)		
18 Ekim 2012 (Perşembe)	24 Ekim 2012 (Çarşamba)	
20 Kasım 2012 (Salı)		29 Kasım 2012 (Perşembe)
18 Aralık 2012 (Salı)		