

# enflasyon raporu

2012-IV



# İçindekiler

<b>1. GENEL DEĞERLENDİRME</b>	<b>1</b>
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar	1
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	5
1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü	10
1.4. Riskler ve Para Politikası	11
<b>2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER</b>	<b>15</b>
2.1. Küresel Büyüme	16
2.2. Emtia Fiyatları	19
2.3. Küresel Enflasyon	22
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri	24
2.5. Sermaye Akımları	26
2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	27
<b>3. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	<b>35</b>
3.1. Enflasyon	35
3.2. Beklentiler	45
<b>4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ</b>	<b>51</b>
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	52
4.2. Dış Talep	55
4.3. Emek Piyasası	59
<b>5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK</b>	<b>79</b>
5.1. Finansal Piyasalar	79
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	89
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>	<b>107</b>
6.1. Bütçe Gelişmeleri	108
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	113
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	<b>115</b>
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	115
7.2. Orta Vadeli Görünüm	119
7.3. Riskler ve Para Politikası	122
<b>KUTULAR</b>	
Kutu 2.1. Son Dönem Portföy Akımlarını Belirleyen Faktörler	31
Kutu 3.1. Yönetilen Fiyatlar ile Dolaylı Vergi Ayarlamalarının Tüketici Enflasyonuna Etkileri	47
Kutu 4.1. Stoklardaki Son Dönem Hareketler	64
Kutu 4.2. Türkiye'nin Altın Stokunun Hesaplanması	69
Kutu 4.3. Altının Cari İşlemler Dengesi ve Büyüme Üzerine Etkisi	72
Kutu 4.4. Ticaret-Hizmet Sektöründe Reel Birim Ücretler	76
Kutu 5.1. Rezerv Opsiyonu Mekanizması	95
Kutu 5.2. Finansal Koşullar Endeksi	100
Kutu 5.3. Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi	103

# 1. Genel Değerlendirme

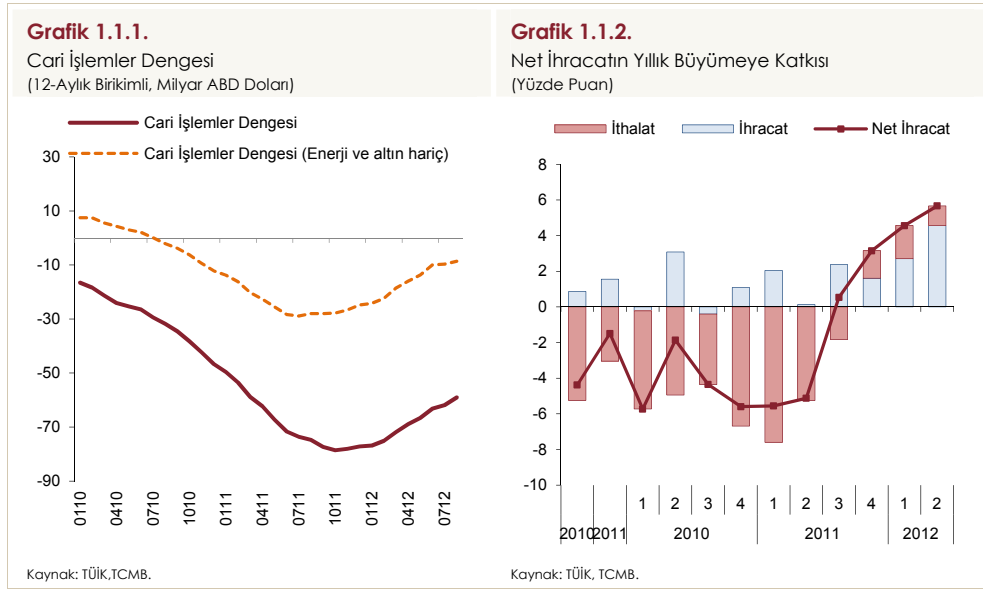
2012 yılının üçüncü çeyreğinde küresel ekonomiye dair belirsizlikler azalarak da olsa önemini korurken, küresel büyüme yavaşlamaya devam etmiştir. Bu dönemde, alınan tedbirlerle Euro Bölgesi'ndeki sorunların derinleşme riski azalsa da gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde büyüme görünümü aşağı yönlü güncellenmiştir. ABD'de açıklanan istihdam, konut ve üretim verileri toparlanmanın beklenenden daha zayıf gerçekleştiğine işaret etmiş, Euro Bölgesi'ne dair olumsuz görünüm sürmüştür, Çin'in de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyeti yavaşlamaya devam etmiştir. Bu çerçevede, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları iktisadi faaliyeti desteklemek ve makro finansal riskleri azaltmak için yeni miktarsal genişleme paketleri açıklarken, gelişmekte olan ülkelere dair politika faizi beklentileri aşağı yönlü güncellenmiştir.

Küresel ekonomideki zayıf seyrin sürmesi enflasyon risklerini azaltırken finansal istikrar ve büyüme kaygılarını gündemde tutmaktadır. Euro Bölgesi'ne dair belirsizlikler, ABD ve Çin ekonomilerine ilişkin kaygılar ve jeopolitik riskler önemini korumaktadır. Yakın dönemde alınan tedbirlere rağmen, küresel ekonomiye dair süregelen kırılganlıklar ve dengesizlikler risk iştahındaki oynaklığı görece olarak yüksek seviyelerde tutmaya devam etmektedir. Bu görünüm, gelişmiş ülkelerin piyasaya sürdüğü olağanüstü bol ve düşük maliyetli likidite ile birlikte değerlendirildiğinde, kısa vadeli sermaye akımlarındaki oynaklığın yüksek seyretmesine neden olmakta ve esnek bir politika çerçevesine sahip olmanın önemini teyid etmektedir.

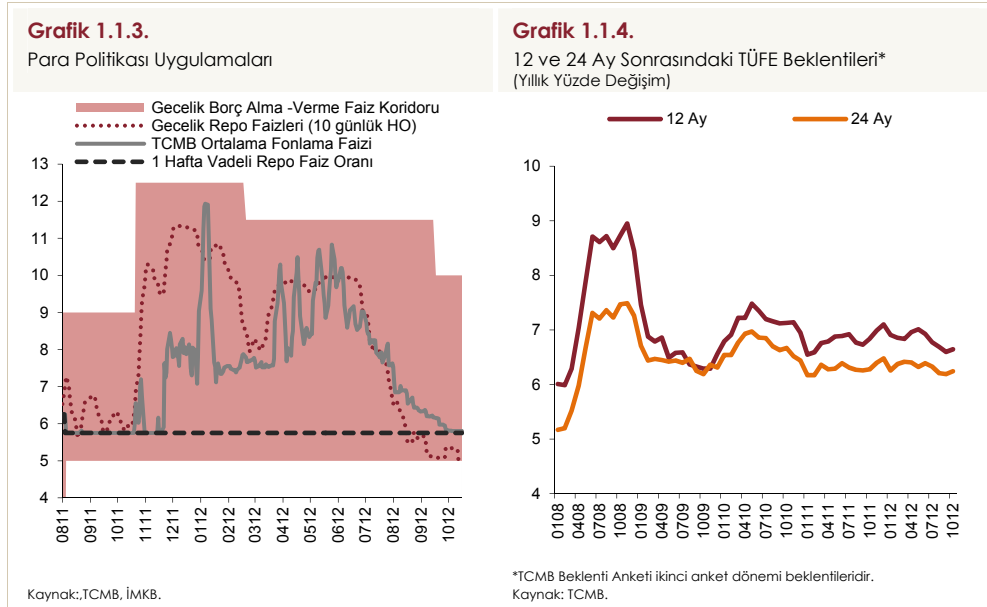
## 1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetilen yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi gözden geçirilmiş ve finansal istikrar destekleyici bir amaç olarak benimsenerek bu amaca yönelik ek politika araçları geliştirilmiştir. Uygulanan politikalar orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden makro finansal riskleri dengelemeyi amaçlamıştır. Bu doğrultuda, kredi büyümesi kontrol altına alınırken döviz kurunun iktisadi temellerle daha uyumlu hareket etmesi sağlanmıştır.

Son dönemde açıklanan veriler uygulanan politikaların büyük ölçüde amacına ulaştığını göstermektedir. Büyüme kompozisyonu giderek daha sağlıklı bir görünüme kavuşurken ekonomideki dengelenme süreci belirginleşmiştir. Nitekim bu dönemde, cari işlemler dengesindeki iyileşmenin sürdüğü (Grafik 1.1.1) ve net ihracatın büyümeye katkısının belirgin şekilde arttığı görülmektedir (Grafik 1.1.2).



Makro finansal risklerin azaltılması konusunda arzu edilen sonuçların alınmaya başlamasıyla para politikası Ekim 2011 döneminden itibaren fiyat istikrarına odaklanmıştır. Bu doğrultuda TCMB, faiz koridorunu yukarı yönlü genişleterek etkin likidite operasyonlarıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiştir. TCMB 2012 yılının ortalarına kadar risk iştahındaki dalgalanmalar ve enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü riskler nedeniyle belli aralıklarla parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu dönemde faiz koridorunun üst sınırı yüksek seviyelerde tutularak yukarı yönlü sıkılaştırma esnekliği korunmuştur (Grafik 1.1.3). Bu duruş, arz yönlü olumsuz etkilerin belirginleştiği ve enflasyonun çift hanelere çıktığı bir ortamda orta vadeli beklentilerin bozulmasını engellemiştir (Grafik 1.1.4).

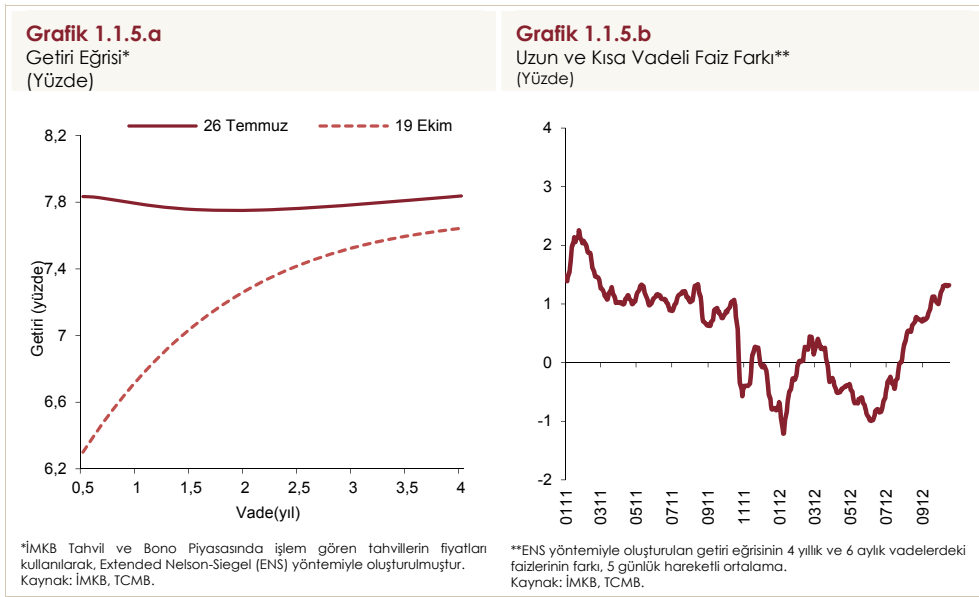


2012 yılının ortalarından itibaren para politikası kademeli olarak daha destekleyici bir konuma gelmiştir. Gerek küresel risk iştahının yeniden iyileşme eğilimine girmesi gerekse cari dengeye ve büyümenin kompozisyonuna ilişkin açıklanan verilerin ekonomideki dengelenme sürecinin güçlendiğine işaret etmesi Türkiye'ye yönelik risk algılamalarını olumlu etkilemiştir. Öte yandan, bu dönemde yurt içi talebin enflasyona düşüş yönünde verdiği katkı belirginleşmiştir. Bütün bu gelişmeler sonucunda TCMB, Haziran başından itibaren piyasaya verdiği likiditeyi artırarak ortalama fonlama maliyetini kademeli olarak düşürmüştür. Bu süreçte gecelik piyasada oluşan faizler de düşük düzeylerde seyretmiştir (Grafik 1.1.3). Eylül ayından itibaren ise, gerek küresel finansal sisteme dair uç risklerin azalması göz önüne alınarak gerekse kredi piyasasını desteklemek amacıyla, bir yandan faiz koridorunun üst sınırı kademeli olarak indirilirken diğer yandan piyasaya verilen likidite artırılmıştır.

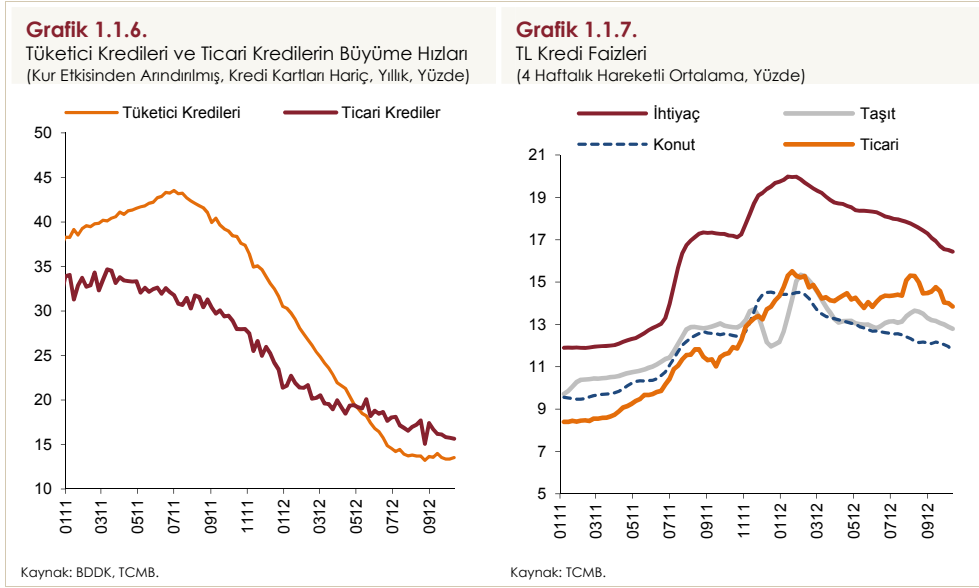
TCMB, son dönemde likidite koşullarını daha destekleyici bir konuma getirirse de, genel olarak ihtiyatlı bir duruş sergilemiştir. Bu doğrultuda Para Politikası Kurulu (Kurul), yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve enerji fiyatlarındaki artışların fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturduğuna vurgu yaparak temkinli duruşun devam edeceğini ifade etmiştir. Ayrıca, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin devam ettiğine dikkat çekilerek para politikasında her iki yönde de esnekliğin korunmasının uygun olacağı belirtilmiştir. Bu çerçevede, alınan tedbirlerin krediler, yurt içi talep ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerinin

dikkatle takip edileceği ve bu doğrultuda Türk lirası fonlama miktarının gerekli görüldüğünde aşağı veya yukarı yönlü ayarlanacağı tekrar vurgulanmıştır.

TCMB'nin uyguladığı likidite politikasına bağlı olarak yılın üçüncü çeyreğinde kısa vadeli faizlerde belirgin bir düşüş gözlenmiştir. Uzun vadeli faizler ise risk primindeki azalışın etkisiyle sınırlı ölçüde gerilemiştir. Bu gelişmeler sonucunda piyasa faizleri bir önceki rapor dönemine göre her vadede aşağı kayarken getiri eğrisinin eğimi yukarı yönlü olmuştur (Grafik 1.1.5).



Yılın üçüncü çeyreğinde iç talebin zayıf seyrine bağlı olarak kredilerin yıllık artış hızı yavaşlamaya devam etmiştir (Grafik 1.1.6). Son çeyrekte ise hem arz hem de talep yönlü unsurların kredi hacmini destekleyici yönde çalışacağı düşünülmektedir. Nitekim, piyasa faiz oranlarındaki düşüğe paralel olarak, tüketici kredisi faizlerindeki aşağı yönlü eğilim sürmektedir (Grafik 1.1.7). Faiz koridorunun üst sınırındaki indirimlerin etkisiyle önümüzdeki dönemde ticari kredi faizlerinin de düşüş göstereceği öngörülmektedir. Bu çerçevede, yıl sonunda toplam kredilerin büyüme oranının öngörüldüğü gibi yüzde 14'e yakın seviyelerde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

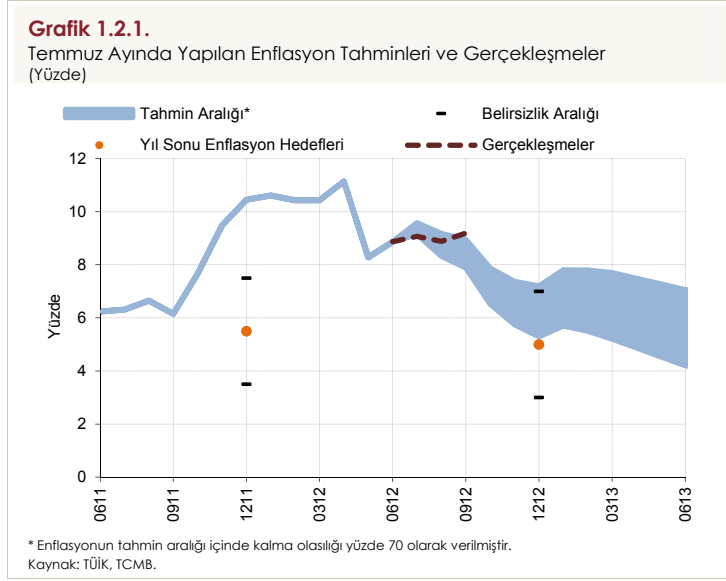


Yılın üçüncü çeyreğinde para politikasının finansal istikrar kanadında öne çıkan bir diğer gelişme TCMB'nin Rezerv Opsiyon Mekanizmasına (ROM) dair attığı adımlar olmuştur. Bankalara Türk lirası cinsinden zorunlu karşılıklarının bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutma imkanı tanıyan ROM, temelde dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmak amacıyla geliştirilen yeni bir araçtır (Kutu 5.1). Bu sistemin sermaye akımlarındaki değişimlere bağlı olarak döviz arz ve talebi arasında oluşabilecek dengesizlikleri azaltması öngörülmektedir. Mekanizmanın inşa süreci tamamlandıktan sonra esas olarak otomatik dengeleyici olarak işlemesi hedeflenmektedir.

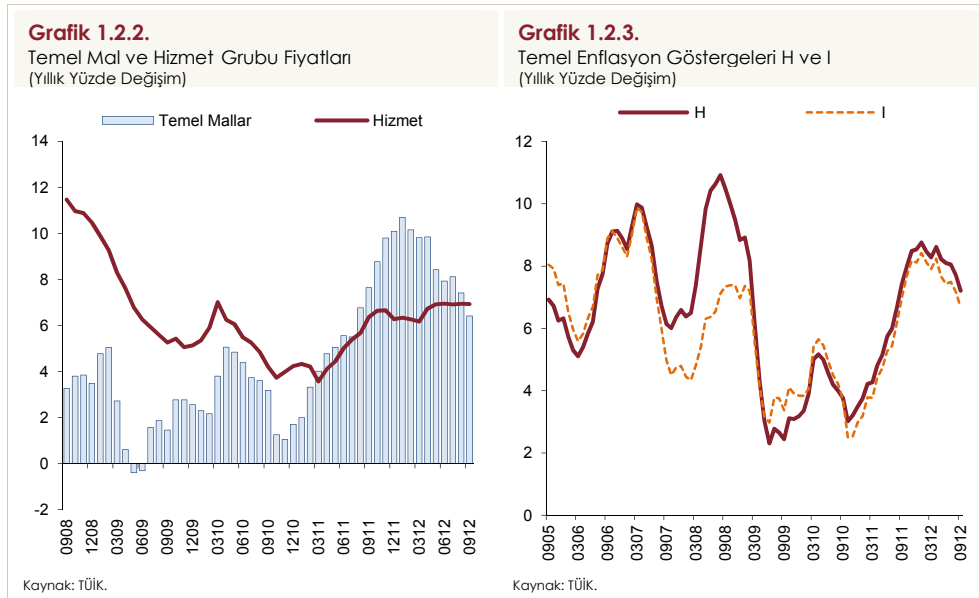
## 1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

### Enflasyon

2012 yılının üçüncü çeyreğinde enflasyon sınırlı bir artış göstererek Eylül ayı itibarıyla yüzde 9,2 olarak gerçekleşmiş ve Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlerin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Enflasyonun öngörülenden yüksek gerçekleşmesinde yakın dönemde gözlenen petrol ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlar ile kamu fiyat ayarlamaları belirleyici olmuştur.



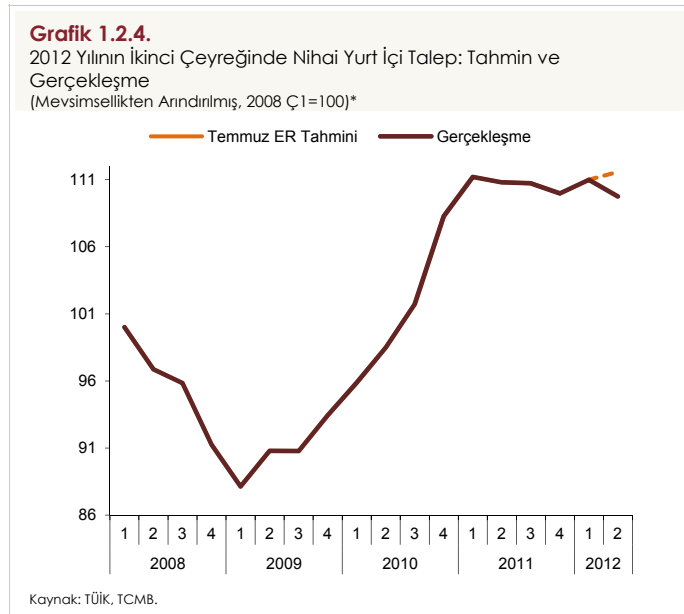
Döviz kuru ve ithalat fiyatlarında geçtiğimiz yıl gözlenen hareketlerin birikimli etkilerinin giderek azalması ve iç talepte süregelen yavaşlama sonucu, temel mal fiyatlarının yıllık artış oranı gerilemeye devam etmiştir. Hizmet fiyatları ise ılımlı seyrini korumuştur (Grafik 1.2.2). Bu gelişmeler çerçevesinde temel enflasyon göstergeleri aşağı yönlü eğilimini sürdürmüştür (Grafik 1.2.3).





## Arz ve Talep

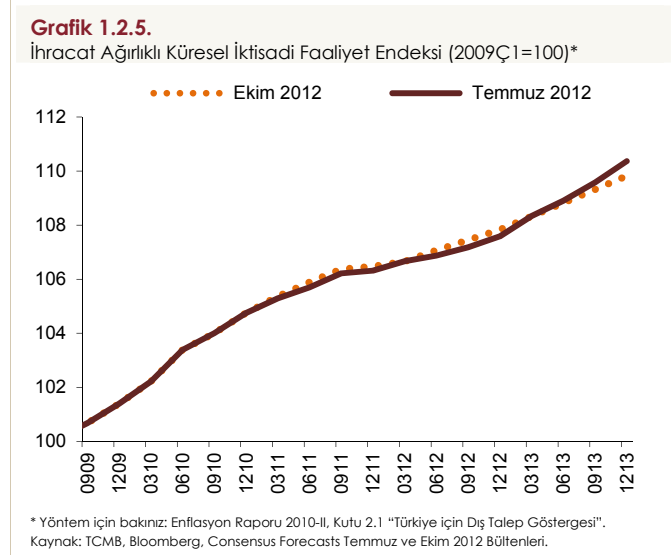
2012 yılının ikinci çeyreğine ilişkin milli gelir verileri yurt içi talep koşullarının yatırım kaynaklı olarak Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüme kıyasla daha zayıf seyrettiğine işaret etmiştir (Grafik 1.2.4). Yakın dönemde açıklanan veriler ise üçüncü çeyrekte nihai yurt içi talebin yavaşlamaya devam ettiğini göstermektedir. Bu doğrultuda, kısa vadeli çıktı açığı tahminleri bir önceki rapora kıyasla aşağı yönlü güncellenmiştir.



Öncü veriler yılın son çeyreği için tüketim talebinde ılımlı bir toparlanma eğilimine işaret etmektedir. Yakın dönemdeki kredi gelişmeleri ve yıl ortasından itibaren uygulanan destekleyici para politikasının gecikmeli etkileri göz önüne alınarak, önümüzdeki dönemde tüketim talebinin artış göstermesi beklenmektedir. Yatırım eğiliminin ise daha gecikmeli olarak toparlanacağı tahmin edilmektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde dış talep de iç talep gibi yavaşlamaya devam etmiştir. Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bugüne dış talep görünümü öngörülenden daha zayıf bir seyir izlemiştir. Nitekim, yılın üçüncü çeyreğinde küresel büyüme tahminlerinde yapılan aşağı yönlü güncellemeler, ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi için daha düşük seviyelere işaret etmektedir (Grafik 1.2.5). Özellikle Euro Bölgesi'ne dair büyüme görünümünün zayıf seyrini koruması dış talebimizi sınırlamaktadır. Bununla birlikte, pazar ve ürün

çeşitlendirmesinin katkısıyla, önümüzdeki dönemde ihracatın görece olarak olumlu seyrini koruyacağı tahmin edilmektedir.

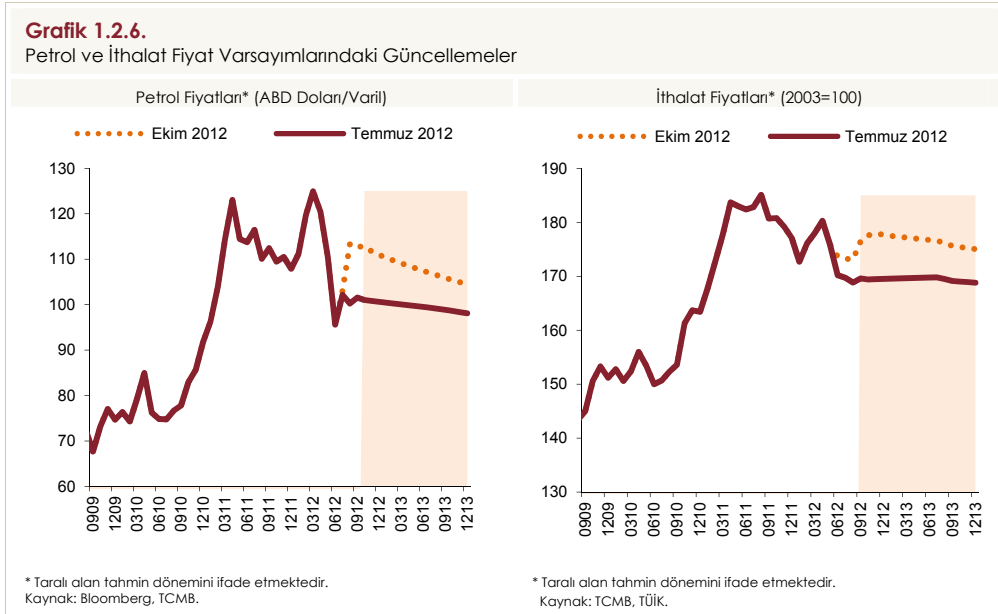


Özetle, tahminler üretilirken toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının bir önceki Rapor'a kıyasla arttığı bir görünüm esas alınmıştır. Bu gelişmenin 2012 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi 0,1 puan azaltıcı yönde olmuştur.

### Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından itibaren geçen süre zarfında arz yönlü faktörlerin etkisiyle petrol fiyatları öngörülerin üzerinde seyretmiştir (Grafik 1.2.6). Bu doğrultuda, Temmuz Enflasyon Raporu'nda 110 ABD doları olarak belirlenen 2012 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı, yukarı yönlü güncellenerek 112 ABD dolarına çekilmiştir. Yıl geneli için yapılan bu güncelleme sınırlı görünse de yılın ikinci yarısı için ortalama petrol fiyatı varsayımının belirgin olarak yükseltilmesi anlamına gelmektedir. Bu doğrultuda 2013 yılı için varsayımlar 100 ABD dolarından 107 ABD dolarına çıkarılmıştır.

İthalat fiyatları da benzer şekilde varsayımların üzerinde seyretmiştir. Gerçekleşmeler ve vadeli fiyatlar göz önüne alınarak, ithalat fiyatları varsayımı bir önceki Rapor'a göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.6). Petrol ve ithalat fiyatları genelinde yapılan bu güncellemeler, döviz kurundaki gelişmeler ile birlikte değerlendirildiğinde toplamda 2012 yıl sonu enflasyon tahminini 0,40 puan yükseltici yönde etkilemiştir.



İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklıklar kısa vadeli tahminler üzerinde belirsizlik oluşturmaya devam etmektedir. Yılın son çeyreğine girerken işlenmemiş gıda fiyatlarının geçmiş yılların ortalamalarına kıyasla çok daha olumlu seyrettiği gözlenmektedir. Buna rağmen, gıda fiyatlarının yıllık artış oranına dair varsayım bir önceki Rapor'da olduğu gibi temkinli bir yaklaşımla yüzde 7 olarak korunmuştur.

#### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

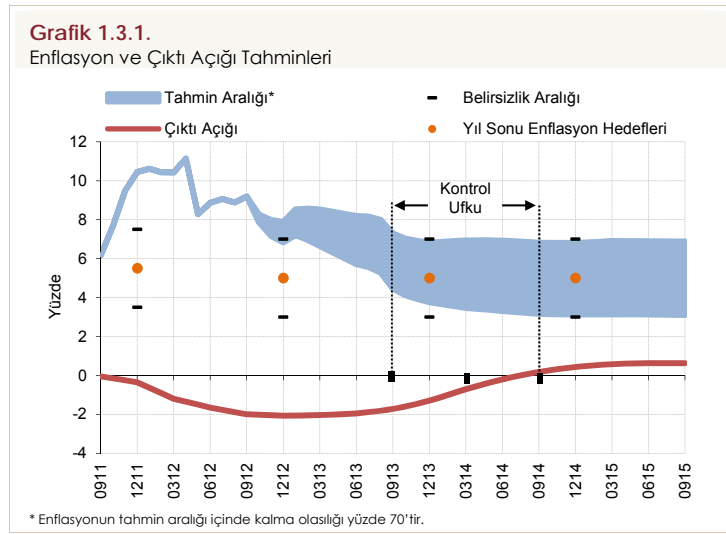
Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan görünüme kıyasla kısa vadeli enflasyon tahminlerinde güncelleme gerektiren en temel gelişme yakın dönemdeki vergi artışları ve enerji fiyat ayarlamaları olmuştur. Söz konusu düzenlemelerin 2012 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi 0,9 puan artırıcı yönde olmuştur.

Orta vadeli tahminler üretilirken, tütün fiyatlarının 2013 yılının başlarında 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerinin ima ettiği oranlarda artacağı öngörülmüştür. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Maliye politikasının duruşu için ise Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde mali disiplinin süreceği ve yapısal bütçe dengesinde önemli bir değişim olmayacağı varsayılmıştır.

### 1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyon tahminleri yapılırken para politikasının temkinli ve esnek duruşunu koruyacağı, kredilerin büyüme oranının ise yüzde 14 civarında seyredeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 6,9 ile yüzde 7,9 aralığında (orta noktası yüzde 7,4), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,8 ile yüzde 6,8 aralığında (orta noktası yüzde 5,3) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Özetle, temelde enerji fiyatlarındaki ayarlamalara bağlı olarak 2012 yılı sonu enflasyon tahmini 1,2 puan yukarı güncellenerek yüzde 7,4'e yükseltilmiştir. Tablo 1.3.1, söz konusu güncelleme için özet bir muhasebesini sunmaktadır.

**Tablo 1.3.1.**  
2012 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncellemenin Kaynakları

<b>Petrol ve İthalat Fiyatları</b>	<b>+0,4 puan</b>
<b>Vergi ve Yönetilen Fiyat Ayarlamaları</b>	<b>+0,9 puan</b>
<b>Çıktı Açığı</b>	<b>-0,1 puan</b>
<b>Yıl Sonu Tahminindeki Toplam Güncelleme</b>	<b>+1,2 puan</b>

Güncellenen tahminler, yılın son çeyreğinde yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki fiyat ve vergi ayarlamalarına rağmen enflasyonda belirgin bir düşüş olacağını göstermektedir. Önümüzdeki dönemde ılımlı iç talep koşullarının enerji fiyatlarındaki artışların ikincil etkilerini sınırlayacağı ve çekirdek enflasyon göstergelerinin kademeli olarak düşüşünü sürdüreceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, 2013 yılının sonunda enflasyonun yüzde 5 hedefine yakın gerçekleşeceği öngörülmektedir.

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

Enflasyonun bir süre daha hedefin üzerinde seyredecek olması ve son dönemde enerji fiyatlarında gözlenen artışlar, fiyatlama davranışlarının yakından takip edilmesini gerektirmektedir. Rapor'daki baz senaryoda ikincil etkilerin sınırlı kalacağı öngörülmektedir. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde farklı bir görünümün ortaya çıkması halinde gerekli tedbirler alınacaktır.

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi ve sermaye akımlarında gözlenen oynaklıklar para politikasında her iki yönde esnekliğin korunmasını gerektirmektedir. Gelişmiş ülke ekonomilerinde kamu, hane-halkı ve bankaların bilanço düzeltme sürecine dair belirsizlikler sürmektedir. Küresel ekonominin henüz arzu edilen ölçüde toparlanamaması gelişmiş ülkelerdeki parasal genişleme politikalarının devam etmesine neden olmaktadır. Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne dair atılan adımlara rağmen finansal sistemde süregelen kırılganlıklar, çevre ülkelerde yüksek seyreden borçlanma maliyetleri ve büyüme

görünümünün zayıf seyri küresel risk iştahının her türlü yeni gelişmelere karşı duyarlılığının yüksek kalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığın sürmesi yüksek bir olasılık olarak görülmektedir.

2012 yılı üçüncü çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarınca alınan tedbirler küresel finans piyasalarındaki en kötü olasılıkları azaltmış ve dalgalanmaları sınırlamıştır. Bununla birlikte, politika önlemlerinin uygulamasına dair belirsizlikler önemini korumaktadır. TCMB, bu belirsizlik döneminde gerektiğinde kullanmak üzere elinde yeterince politika aracı bulundurmaktadır.

Küresel büyüme görünümünün uzun süre zayıf seyretmesi durumunda, gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişleme paketlerini devam ettirme olasılığı bulunmaktadır. Yeni tedbirlerin süresinin uzaması Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için makro finansal riskleri besleyebilecektir. Söz konusu durumda kısa vadeli sermaye akımlarında yaşanabilecek ivmelenme, hızlı kredi genişlemesi ve yerli para üzerinde oluşabilecek değerlenme baskısı ekonomimizdeki dengelenme sürecini yavaşlatabilecektir. Bu riskin gerçekleşmesi halinde TCMB, kısa vadeli faizleri düşük düzeylerde tutarken zorunlu karşılıklar gibi makro ihtiyati araçlarla sıkılaştırmaya gidebilecektir. Ayrıca, Rezerv Opsiyonu Mekanizması da otomatik dengeleyici özelliği ile finansal istikrarı destekleyecektir.

Küresel parasal genişleme politikaları emtia fiyatları üzerinde de risk oluşturmaktadır. Ancak, söz konusu politikaların daha çok küresel talebin zayıf olduğu zamanlarda uygulanıyor olması emtia fiyatlarının genel enflasyonist baskısını sınırlayabilmektedir. Bununla birlikte TCMB, emtia fiyatlarındaki artışların uzun süreli olması ve bu durumun fiyatlama davranışlarını bozma olasılığının ortaya çıkması halinde gereken sıkılaştırıcı politika tedbirlerini alacaktır.

Öte yandan, küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde toplam talep ve emtia fiyatlarında öngörülenden daha hızlı bir artış ortaya çıkabilecektir. Böyle bir durumda orta vadeli enflasyon baskıları söz konusu olabileceğinden bütün politika araçları sıkılaştırıcı yönde kullanılabilir.

İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler 2012 yıl sonunda enflasyonun öngörülenden daha olumlu gerçekleşmesine yol açabilecektir. Öncü verilerin olumlu seyrine rağmen, tahminler üretilirken temkinli bir yaklaşım izlenmiş ve bu grupta yılın son çeyreğinde fiyat artışlarının geçtiğimiz yıllara yakın oranlarda gerçekleşeceği varsayılmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarında varsayılandan daha olumlu bir gelişme gözlenmesi halinde, enflasyon yıl sonunda baz senaryoda öngörülenden daha düşük seviyelere inebilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmektedir. Rapor'da baz senaryoda oluşturulan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almaktadır. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. 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.

Küresel konjonktürdeki belirsizliklere karşı ekonomimizin dayanıklılığının korunması açısından ihtiyatlı maliye politikaları kritik önem taşımaktadır. Orta vadede ise 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 atılacak adımlar 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

Temmuz Enflasyon Raporu sonrasındaki dönemde Euro Bölgesi iktisadi faaliyeti yavaşlamaya devam etmiş, kamu borcu ve bankacılık sorunları derinleşmiş, ABD ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları gerilemiştir. Bu gelişmelere karşılık ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank - Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank - ECB)'nin aldığı kararlar öne çıkan önemli gelişmelerden olmuştur. Söz konusu gelişmelerin önümüzdeki dönemde küresel ekonomik görünüm üzerinde belirleyici olacağı düşünülmektedir.

Geçtiğimiz üç aylık dönemde Euro Bölgesi'nde İspanya ve İtalya ekonomilerindeki borçlanma faizlerinin, alınan mali tedbirlere rağmen, yüksek seyretmesi ve piyasaların düzgün çalışmadığı algısı, ECB'nin ikincil piyasada sorunlu ülkelerin bonolarını limitsiz almasına olanak sağlayacak bir politika izlemesine sebep olmuştur. Bununla birlikte, bono alımlarının ülkelerin belli şartları sağlamasına bağlanması, alınan politika kararının ne kadar etkin olacağına ilişkin endişeleri de beraberinde getirmektedir.

ABD ekonomisinde pozitif büyüme oranları gözlenmesine karşın, işsizlik oranlarının uzun süredir yüksek seyretmesi ve daha da uzun süre yüksek seyrettiği takdirde işgücü piyasasında kalıcı bir bozulmaya yol açma olasılığının yüksek olması, Fed'in üçüncü miktarsal genişleme paketini açıklamasına sebep olmuştur. Önceki paketlerden farklı olarak Fed, enflasyonun rahatsız edici seviyeleri aşmaması kaydıyla, işsizlik oranı tatmin edici bir seviyenin altına ininceye kadar ipoteğe dayalı varlık alımlarını belirli bir süre ve miktar belirtmeksizin sürdüreceğini açıklamıştır.

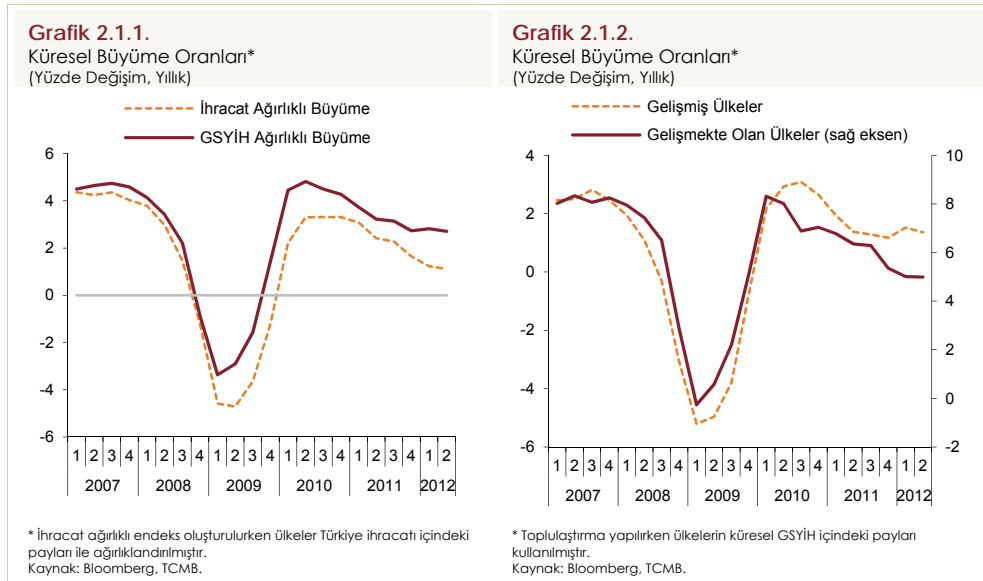
Açıklanan bahsi geçen politikalar sonrasında küresel risk iştahının toparlanması ile birlikte gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri hız kazanmıştır. Gelişmiş ülkelerin uygulayacağı para politikalarının, önümüzdeki dönemde de, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının en önemli belirleyicilerinden olacağı düşünülmektedir.

Son üç aylık dönemde emtia fiyatları, gerek enerji ve tarım sektörlerindeki arz yönlü sıkıntılar ve gerekse uygulanan genişletici para politikalarından dolayı, artış göstermiştir. Emtia fiyatlarındaki bu artış gelişmekte olan ülkelerde azalma eğiliminde olan enflasyon oranlarının geçtiğimiz çeyrekte yatay seyretmesine neden olurken; yatay seyreden gelişmiş ülke enflasyon oranlarında ise artışa sebep olmuştur. Bununla birlikte, küresel iktisadi faaliyetin yavaş seyretmesi ve belirsizliklerin devam etmesi emtia fiyatlarını baskılamaktadır.

Yılın ikinci çeyreğinde gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranları azalırken, üçüncü çeyreğe ilişkin veriler de küresel iktisadi faaliyette bir toparlanmaya işaret etmemektedir. Bu gelişmelere paralel olarak, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde para politikalarının, ekonomiyi canlandırmaya yönelik olarak, önümüzdeki dönemde de gevşek seyretmeye devam edeceği düşünülmektedir.

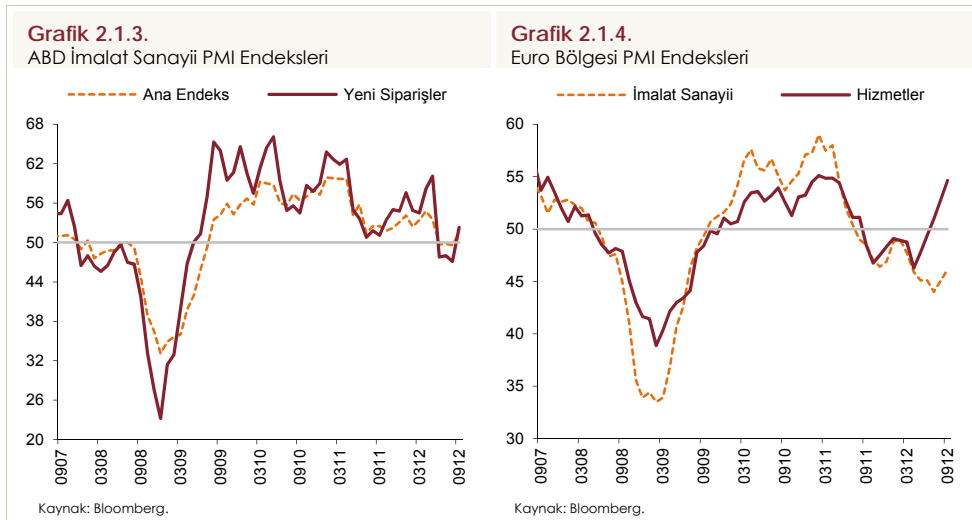
## 2.1. Küresel Büyüme

Yılın ilk çeyreğinde piyasalarda geçici olarak esen iyimser hava, yılın ikinci çeyreğinde İspanya bankacılık sektöründe ortaya çıkan finansman ihtiyacına bağlı olarak Euro Bölgesi borç krizinin ağırlaşmasıyla olumsuzla dönmüştür. Bunun neficesinde, yılın ilk çeyreğinde sınırlı bir miktar artış gösteren küresel büyüme hızı yılın ikinci çeyreğinde yavaşlamış, dünya ticareti ise sınırlı artış oranını korumuştur (Grafik 2.1.1).



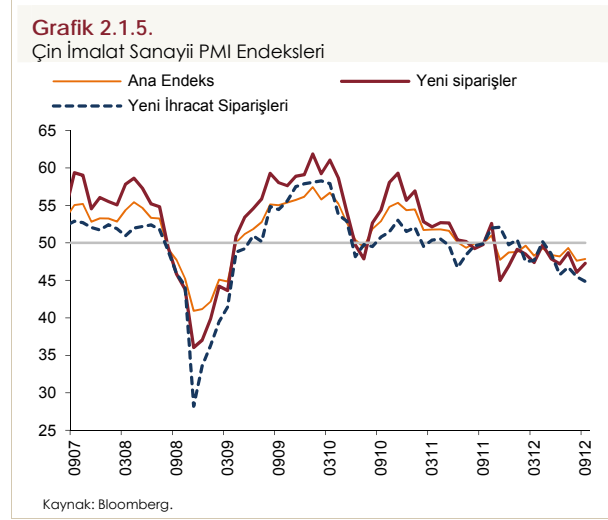
Toplulaştırılmış endeksler, 2012 yılının ikinci çeyreğinde, iktisadi faaliyetin artış hızının gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde gerilediğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.2). Başta Asya ve Latin Amerika bölge ülkelerinde olmak üzere, iç talebin düşük seyretmesi; buna ilaveten, Avrupa kaynaklı dış talebin henüz belirgin bir toparlanma göstermemiş olması, iktisadi faaliyeti baskılamaya devam etmiştir. Gelişmiş ekonomiler özelinde bakıldığında, yılın ikinci çeyreğinde de, Euro Bölgesi ve İngiltere'nin söz konusu ekonomilerin büyüme hızını olumsuz etkilemeye devam ettiği görülmektedir. ABD ve Japonya ise gelişmiş ekonomiler büyümesine pozitif katkı vermeye devam etmiş ancak, ABD'nin katkısı yılın ilk çeyreğine kıyasla daha düşük gerçekleşmiştir.

ABD ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde yavaşlamış, GSYİH büyümesi bir önceki çeyreğe göre (yıllıklandırılmış) yüzde 1,3 olarak gerçekleşmiştir. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin ABD PMI verilerine bakıldığında, gerek ana endeksin gerekse yeni siparişler endeksinin Temmuz ve Ağustos aylarındaki düşüşün ardından Eylül ayında artmış olduğu görülmektedir (Grafik 2.1.3). Yılın ilk çeyreğinde olduğu gibi ikinci çeyrekte de daralmaya devam eden Euro Bölgesi'nde ise, hizmetler sektörüne ait PMI rakamları üçüncü çeyreğin sonu itibarıyla 50 nötr seviyesinin üzerine çıkmış olsa da, imalat sanayiinde daralmanın devam edeceği, dolayısıyla büyümenin yılın üçüncü çeyreğinde de sınırlı kalacağı öngörülmektedir (Grafik 2.1.4)

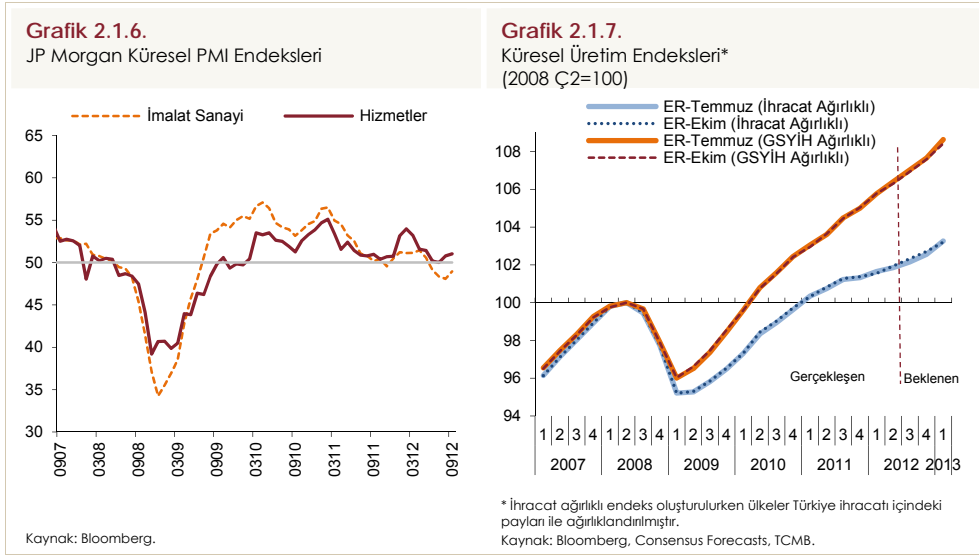


Küresel kriz sonrası toparlanma sürecinde gelişmekte olan ekonomiler büyümesine en büyük katkıyı veren Çin'in son 1,5 yıldır devam etmekte olan büyüme oranındaki düşme eğilimi 2012 yılının üçüncü çeyreğinde de devam etmiş ve GSYİH büyümesi yıllık bazda yüzde 7,4 olarak gerçekleşmiştir. Diğer

tarafından, önümüzdeki döneme ilişkin PMI göstergeleri büyümenin sınırlı kalmaya devam edeceğini göstermektedir (Grafik 2.1.5) .



Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin PMI rakamlarının, gerek imalat gerekse hizmetler sektöründe söz konusu çeyreğin başında küresel iktisadi faaliyette daralmaya işaret ettiği, ancak Eylül ayında sınırlı bir miktar yukarı yönlü hareket ettiği görülmektedir (Grafik 2.1.6). Kötüleşen büyüme görünümüne bağlı olarak yılın üçüncü çeyreğinde gelişmiş ekonomilerin iktisadi faaliyeti destekleyici ek tedbir paketleri açıklayacaklarına dair beklentinin, yukarı yönlü bu hareketin belirleyicilerinden biri olabileceği düşünülmektedir. Ancak, alınan bu önlemlere ve gevşek seyreden küresel para politikasına karşın, başta Euro Bölgesi krizinin daha da derinleşmesi olmak üzere, küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturacak unsurların bir önceki döneme göre artmış olduğu değerlendirilmektedir. Nitekim, Consensus Forecasts ve World Economic Outlook (IMF) tahminlerine bakıldığında, gerek 2012 gerekse 2013 yılsonuna ilişkin büyüme tahminlerinin, Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre kötüleştiği görülmektedir (Tablo 2.1.1). Ekim ayı Consensus Forecasts tahminleri ile güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksleri de, yukarıda sunulan görünüm ile paralel olarak, dış ekonomilerde önümüzdeki dönemde belirgin bir toparlanmanın beklenmediğini ve küresel ölçekteki belirsizliklerin dış talebi baskılamaya devam edeceğini teyid eder niteliktedir (Grafik 2.1.7).

**Tablo 2.1.1.**

2012 ve 2013 Yıllarına İlişkin Büyüme Tahminleri

	Consensus Bültenleri (Ortalama Yüzde Değişim, Yıllık)				World Economic Outlook, IMF (Yıllık Yüzde Değişim)			
	2012		2013		2012		2013	
	Temmuz	Ekim	Temmuz	Ekim	Temmuz	Ekim	Temmuz	Ekim
Dünya	2,5	2,5	2,9	2,8	3,5	3,3	3,9	3,6
Gelişmiş Ülkeler	-	-	-	-	1,4	1,3	1,8	1,5
ABD	2,1	2,1	2,3	2,0	2,1	2,2	2,2	2,1
Euro Bölgesi	-0,5	-0,5	0,5	0,2	-0,3	-0,4	0,7	0,2
Almanya	0,9	0,8	1,3	0,9	0,9	0,9	1,4	0,9
Fransa	0,2	0,1	0,7	0,3	0,3	0,1	0,9	0,4
İtalya	-2,0	-2,4	-0,3	-0,7	-1,9	-2,3	-0,3	-0,7
İspanya	-1,7	-1,6	-0,9	-1,6	-1,4	-1,5	-0,6	-1,3
Yunanistan	-6,8	-6,7	-2,6	-3,6	-	-	-	-
Japonya	2,5	2,3	1,4	1,3	2,4	2,2	1,5	1,2
İngiltere	0,1	-0,2	1,6	1,2	0,2	-0,4	1,4	1,1
Gelişmekte Olan Ülkeler	-	-	-	-	5,6	5,3	5,8	5,6
Asya Pasifik*	6,4	6,1	6,9	6,6	7,1	6,7	7,5	7,2
Çin	8,1	7,7	8,4	8,1	8,0	7,8	8,4	8,2
Hindistan	6,3	5,8	7,2	6,8	6,2	4,9	6,6	6,0
Latin Amerika*	3,3	2,9	4,0	3,8	3,4	3,2	4,2	3,9
Brezilya	1,9	1,6	4,0	3,9	2,5	1,5	4,7	4,0
Doğu Avrupa*	2,7	2,8	3,4	3,3	1,9	2,0	2,8	2,6

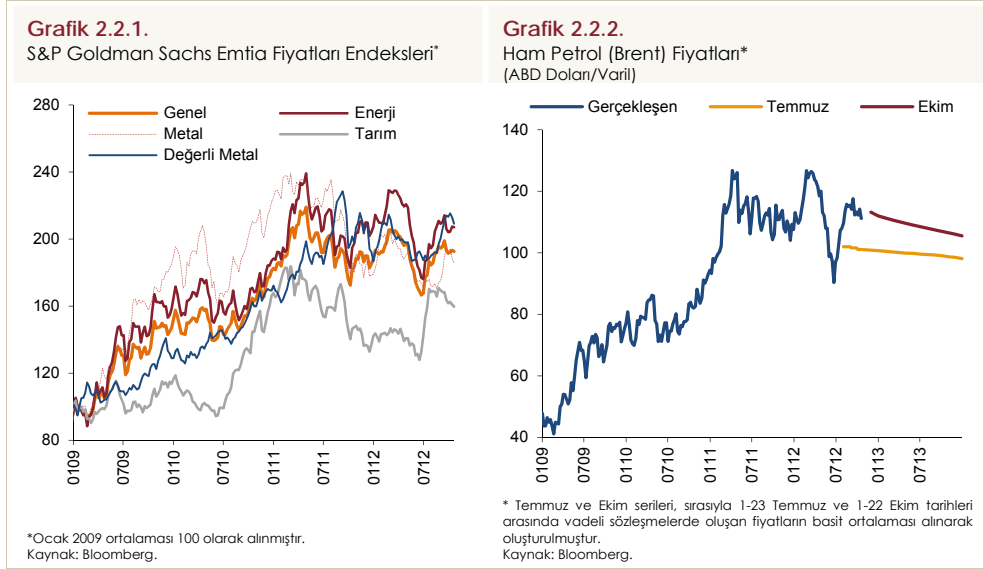
Kaynak: Consensus Forecasts, World Economic Outlook (IMF).

\* Bölgeleri oluşturan ülkeler Consensus Bültenleri ve WEO için farklıdır.

## 2.2. Emtia Fiyatları

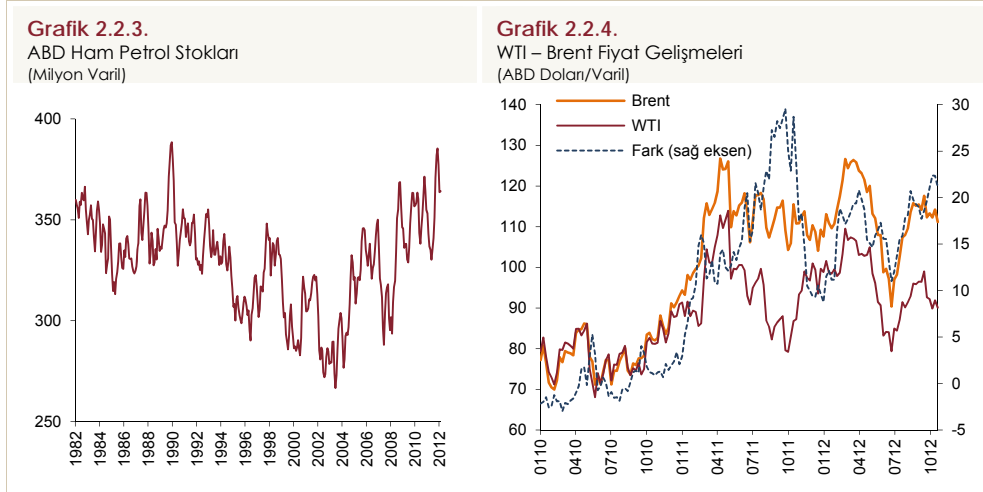
Emtia genel endeksi, yılın üçüncü çeyreğinde tüm alt endekslerin yukarı yönlü hareketine bağlı olarak yükseliş eğilimi göstermiştir. Gerek enerji piyasasındaki arz koşulları, gerekse Fed ve ECB tarafından açıklanan yeni parasal genişleme paketlerinin etkisiyle talep koşulları, enerji fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluştururken; küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin devam etmesi söz konusu baskıyı azaltmaktadır. Alt endeksler bazında incelendiğinde, tarım ürünleri fiyatlarının ikinci çeyrek sonundan Temmuz ayı sonuna kadar, arz

yönlü sorunların etkisiyle, sert bir yükseliş gösterdiği ancak sonrasında yatay bir seyir izlediği görülmektedir. Endüstriyel metal fiyatları ise üçüncü çeyrek boyunca yatay bir seyir izlemiş, ancak açıklanan parasal genişleme paketlerinin etkisiyle son dönemde artış eğilimine girmiştir. Benzer şekilde, değerli metal fiyatları da bu dönemde yukarı yönlü bir hareket göstermiştir (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2).



ABD ve Euro Bölgesi için açıklanan parasal genişleme paketleri, söz konusu ülke ekonomileri açısından olumlu gelişmeler olarak algılanmış olsa da, küresel ekonomik büyümeye ilişkin endişelerin devam etmesi petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü belirgin bir talep baskısının oluşmasını engellemektedir. Öte yandan, geçtiğimiz çeyrekte, petrol fiyatlarının hareketinde arz yönlü gelişmeler etkili olmaya devam etmiştir. İran ile yaşanan nükleer kriz sonrasında Avrupa tarafından Ocak ayında alınan ambargo kararı 1 Temmuz 2012 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiştir. Söz konusu ambargo kararıyla gerek İran'dan Avrupa ülkelerine yapılan petrol ihracatında gerekse İran'dan petrol ithal eden diğer ülkelerin ham petrol ticaretinde sigortacılık hizmetlerinden faydalanmalarının önüne geçilmektedir. Bu gelişmeler neticesinde İran ham petrol üretimi son yirmi yılın en düşük seviyelerine gerilemiş ve uluslararası piyasanın İran ham petrolüne erişimi azalmıştır. Diğer taraftan, Kuzey Denizi'nde petrol üretim noktalarının, planlandığı üzere, Eylül ayında bakım sezonuna girmesi, fakat bu sezonun planlanmayan bir şekilde uzaması piyasadaki arz yönlü sıkışıklığı artırmıştır. Ayrıca, ABD'de meydana gelen Isaac kasırgası da bu dönemde ham petrol üretimi kesintisine sebep olan arz yönlü gelişmelerden biri olmuştur. Bunun yanı sıra, son dönemde WTI ile Brent tipi ham petrol fiyatı arasındaki farkın son bir yılın en

yüksek seviyesine çıkmış olduğu görülmektedir. Söz konusu gelişmede, sınırlı gerilemeye karşın ABD ham petrol stoklarının ve geleneksel olmayan yöntemlerle yapılan üretimin de etkisiyle ham petrol üretiminin halen yüksek seviyelerde bulunmasının etkili olduğu değerlendirilmektedir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).



Latin Amerika ve Rusya'nın ardından ABD'de gözlenen kuraklık tarım ürünlerinde arz yönlü sorunları daha da belirgin hale getirmiştir. ABD'de aşırı sıcak havaların etkisiyle tahıl ürünleri üretimine ilişkin tahminlerin önemli ölçüde aşağı yönlü güncellenmesi tarım ürünleri fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmuştur (Tablo 2.2.1). Ne var ki, söz konusu gelişme sonrasında tahıl ihracatçısı ülkelerin kota ve benzeri politikalar uygulama yoluna gitmemesi piyasa açısından olumlu bir görünüm çizmiştir. Bu gelişmeler neticesinde, tarım ürünleri fiyatları Temmuz ayı sonuna kadar hızlı bir yükseliş göstermiş, sonrasında ise yatay bir seyir izlemiştir.

Sonuç olarak, gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulamaya konulan ek önlemlere karşın, küresel büyümeye ilişkin belirsizliklerin devam etmesi emtia fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıyı hafifletmektedir. Bununla birlikte, başta Suriye olmak üzere Ortadoğu'da giderek yoğunlaşan jeopolitik sorunlar kısa ve orta vadede petrol fiyatlarında yukarı yönlü riskleri canlı tutmaya devam ederken, tarım ürünlerinde gözlenen arz yönlü sorunlar da emtia fiyatları üzerinde bir başka risk unsuru olarak ön plana çıkmaktadır.

**Tablo 2.2.1.**

Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri\*

	2010/2011	2011/2012	2012/2013	
			Temmuz Tahminleri	Ekim Tahminleri
<b>BUĞDAY (milyon ton)</b>				
Başlangıç Stoku	200,7	197,9	197,2	198,2
Üretim	652,0	695,7	665,3	653,1
Tüketim	654,7	695,5	680,1	678,2
Dönem Sonu Stoku	197,9	198,2	182,4	173,0
<b>MISIR (milyon ton)</b>				
Başlangıç Stoku	145,3	127,1	129,4	131,5
Üretim	830,3	877,8	905,2	839,0
Tüketim	848,4	873,4	900,5	853,3
Dönem Sonu Stoku	127,1	131,5	134,1	117,3
<b>PAMUK (milyon balya)</b>				
Başlangıç Stoku	46,8	48,6	66,7	69,6
Üretim	116,4	124,1	113,8	116,3
Tüketim	114,1	103,2	109,0	106,9
Dönem Sonu Stoku	48,6	69,6	72,4	79,1
<b>SOYA FASULYESİ (milyon ton)</b>				
Başlangıç Stoku	61,2	70,6	52,5	54,8
Üretim	264,7	238,1	267,2	264,3
Tüketim	251,4	254,2	263,2	258,8
Dönem Sonu Stoku	70,6	54,8	55,7	57,6

\* Dünya toplam ihracat ve ithalat rakamlarının ülkeler arası farklılıklardan dolayı dengede olmaması ve pazarlama aşında meydana gelen kayıp ve tahrip sebebiyle verilerde uyumsuzluklar görülebilmektedir.

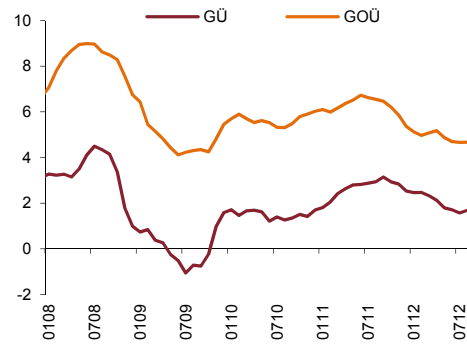
Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

## 2.3. Küresel Enflasyon

2012 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık tüketici enflasyon oranları gelişmiş ülkelerde bir miktar yükselirken, gelişmekte olan ülkelerde yatay bir eğilim sergilemiştir (Grafik 2.3.1). Bu dönemde, enflasyon oranlarındaki gerileme eğilimi arz yönlü sorunlar sebebiyle artış gösteren emtia fiyatlarının etkisiyle kesintiye uğramıştır. Öte yandan, yıllık çekirdek enflasyon oranları gelişmekte olan ülkelerde yatay seyrederken, gelişmiş ülkelerde düşmeye devam etmiştir (Grafik 2.3.2).

**Grafik 2.3.1.**

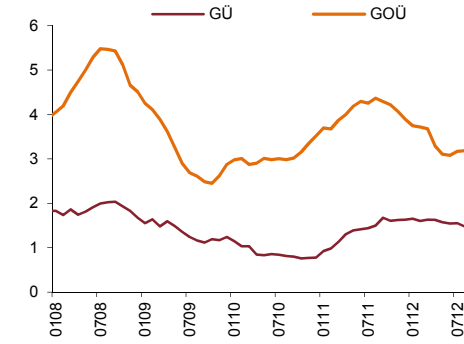
Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler  
Tüketici Fiyat Enflasyonu  
(Yıllık, Yüzde)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

**Grafik 2.3.2.**

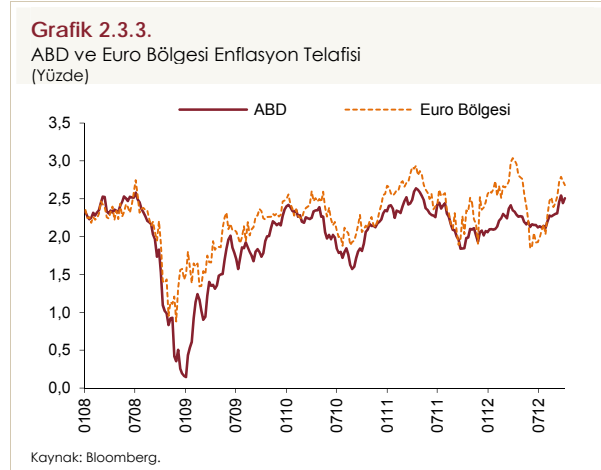
Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler  
Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu  
(Yıllık, Yüzde)



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.



Euro Bölgesi'ndeki olumsuz ekonomik koşulların devamına rağmen, ECB'nin açıklamış olduğu yeni tahvil alım programının, geçtiğimiz çeyrekte, enflasyonist beklentilere yansıdığı ve enflasyon telafisinin belirgin biçimde arttığı görülmektedir. Benzer şekilde, geçtiğimiz çeyrekte yeni bir parasal genişleme paketinin açıklandığı ABD'de de enflasyon telafisinde artış meydana geldiği gözlenmektedir (Grafik 2.3.3).



2012 ve 2013 yılsonlarına ilişkin küresel enflasyon tahminleri, bir önceki Rapor dönemine kıyasla sınırlı oranda yükselmiştir (Tablo 2.3.1). Geçtiğimiz çeyrekte kesintiye uğramış olsa da, tarım fiyatlarında yıl genelinde gerçekleşen yüksek oranlı artışlar küresel enflasyon oranlarına ilişkin beklentileri artıran unsurlardan birisi olmuştur. Ayrıca, ECB'nin Euro Bölgesi'ndeki genişletici politikaları da söz konusu bölge ülkelerindeki enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecek bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

**Tablo 2.3.1.**  
2012 ve 2013 Yılsonlarına İlişkin Enflasyon Tahminleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

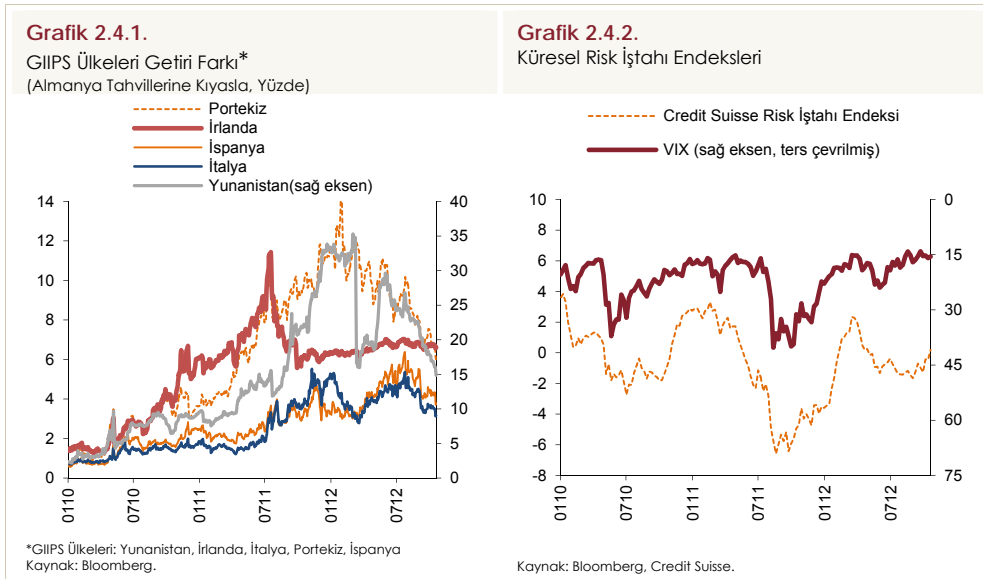
	2012		2013	
	Temmuz	Ekim	Temmuz	Ekim
Dünya	2,9	3,0	2,8	2,9
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,0	2,1	1,9	2,0
Euro Bölgesi	2,3	2,4	1,7	1,9
Almanya	2,0	2,0	1,8	1,9
Fransa	2,0	2,1	1,6	1,7
İtalya	3,0	3,2	2,0	2,3
İspanya	1,8	2,4	1,5	2,4
Yunanistan	0,6	1,3	1,9	2,3
Japonya	0,1	0,0	0,0	-0,1
İngiltere	2,7	2,7	2,0	2,2
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	3,8	2,6	4,0	2,7
Çin	3,0	2,8	3,5	3,4
Hindistan *	8,4	9,1	7,6	7,5
Latin Amerika	5,9	5,9	6,4	6,4
Brezilya	4,9	5,3	5,4	5,3
Doğu Avrupa	6,4	6,4	5,3	5,4

\* Nisan ayında başlayan mali yıla göre.

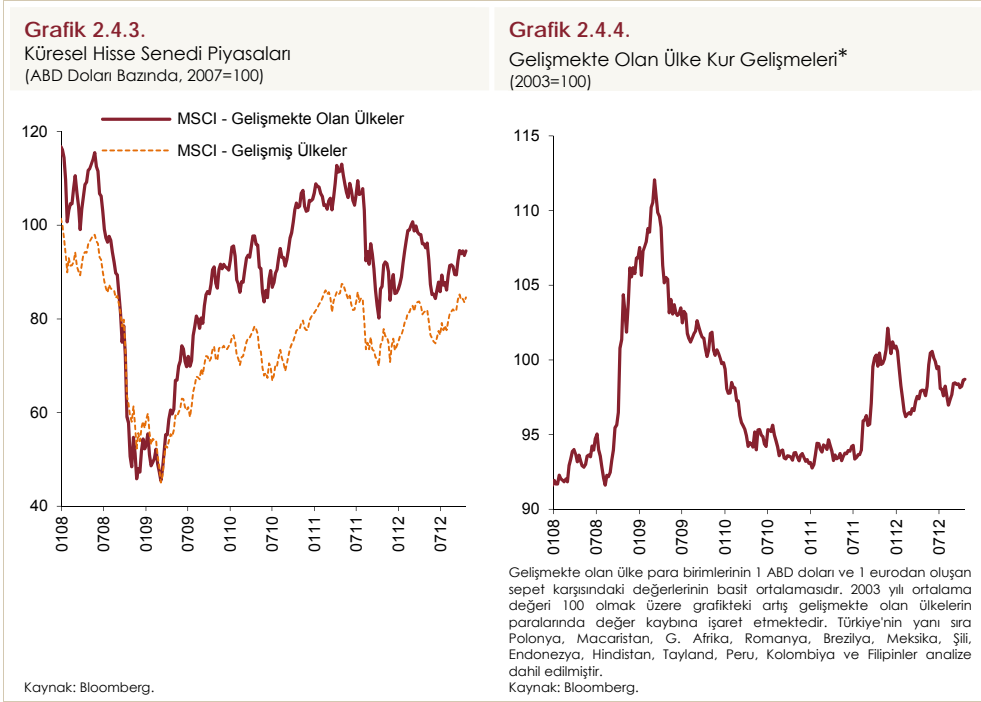
Kaynak: Consensus Forecasts.

## 2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

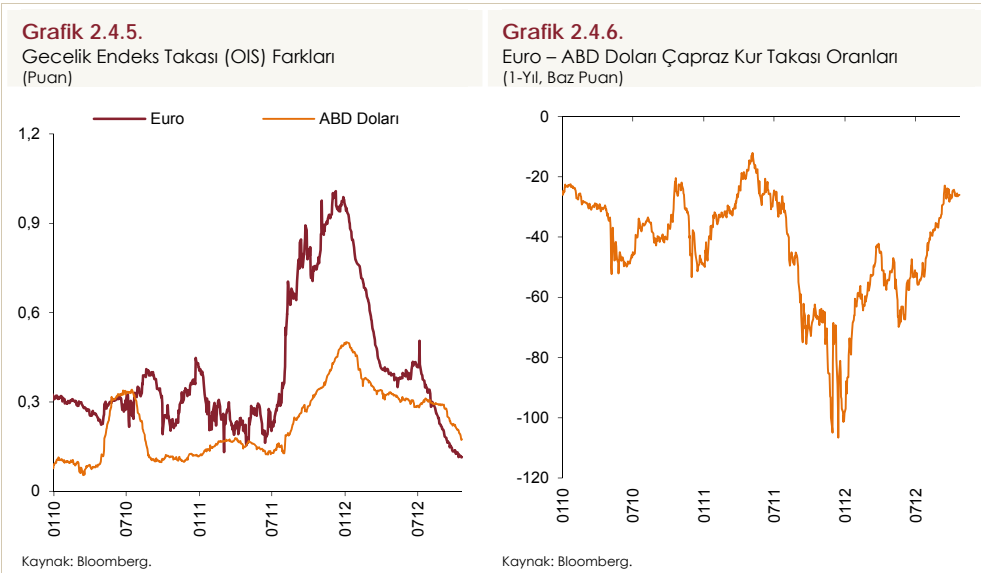
İspanya bankacılık sektörüne ilişkin endişelerin kısmen giderilmesiyle geçtiğimiz çeyrekte toparlanmaya başlayan küresel risk iştahı, gelişmiş ülke merkez bankaları yetkililerince yapılan açıklamalar ve alınan politika tedbirleri ile bu eğilimini korumuştur. ECB Başkanı Draghi'nin Temmuz ayı sonlarında yapmış olduğu konuşmada euroyu kurtarmak için ne gerekirse yapılacağını belirtmesi, krize ilişkin endişelerin azalmasında önemli rol oynamıştır. Eylül ayı toplantısında açıklanan doğrudan parasal işlemler (OMT) yolu ile tahvil alım programı da bu görünümü pekiştirmiş; borç sorunu yaşayan ülke tahvil getirilerinde düşüşü beraberinde getirmiştir (Grafik 2.4.1). Diğer yandan, Fed Başkanı Bernanke'nin Jackson Hole konuşmasında sinyalini verdiği parasal genişleme paketinin Eylül ayı toplantısında açıklanması risk iştahını destekleyen bir diğer unsur olmuştur (Grafik 2.4.2). Bu gelişmelere rağmen, küresel büyümeye ilişkin endişelerin canlılığını koruması başta olmak üzere, İspanya'nın henüz yardım paketine başvurmamış olması önümüzdeki dönemde risk iştahını olumsuz etkileyebilecek unsurlar olarak öne çıkmaktadır.



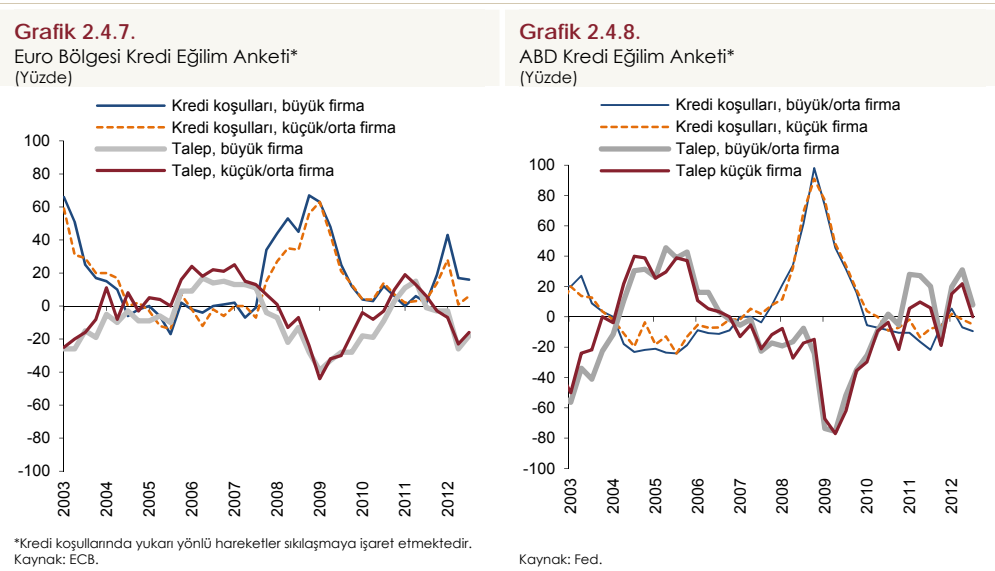
Temmuz Enflasyon Raporu yayımından itibaren geçen süre zarfında hisse senedi piyasaları olumlu performans sergilemiştir. Hisse senedi piyasalarındaki artış eğiliminin ECB ve Fed başkanlarının açıklamalarının ardından belirginleştiği dikkat çekmektedir. Aynı dönemde, gelişmekte olan ülke kurları sınırlı bir şekilde değer kazanmıştır (Grafik 2.4.3 ve Grafik 2.4.4).



Gecelik endeks takası (OIS) farkı serilerindeki düşüşten izlenebileceği üzere, gerek ABD doları gerekse de euro piyasalarında karşı taraf riski son üç aylık dönemde gerilemeye devam etmiştir (Grafik 2.4.5). Diğer yandan, euro – ABD doları çapraz kur takas oranlarındaki daralma eğilimi son üç ayda da sürmüştür (Grafik 2.4.6).

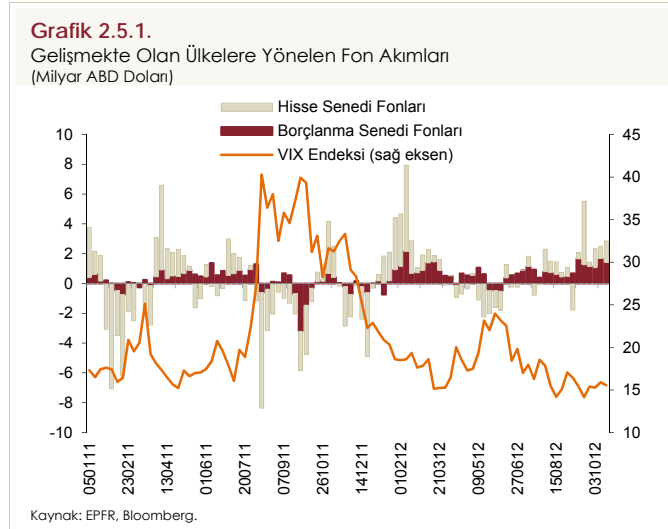


Euro Bölgesi'ndeki sorunların reel sektöre yönlendirilen krediler üzerindeki olumsuz etkisi sürmektedir. ECB'nin yayımladığı son kredi eğilim anketi, kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın, büyük firmalarda daha belirgin olmak üzere, devam ettiğine işaret etmektedir. Benzer şekilde, kredi talebindeki daralma hafifleyerek de olsa devam etmektedir (Grafik 2.4.7). Diğer yandan Fed'in yayımladığı son kredi eğilim anketi ABD'nin kredi dinamikleri açısından Euro Bölgesi ile farklılaştığını ortaya koymaktadır. ABD'de bankacılık sektörü kredi koşullarını gevşetmeye devam ederken, büyük ve orta ölçekli firmaların kredi talebi yavaşlayarak da olsa artmaktadır. Küçük ölçekli firmaların kredi talebinde ise değişiklik olmadığı dikkat çekmektedir (Grafik 2.4.8).



## 2.5. Sermaye Akımları

2012 yılı üçüncü çeyreğinde küresel risk iştahında gözlenen toparlanma ile birlikte gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri yeniden hız kazanmıştır (Grafik 2.5.1). Bölgesel olarak Latin Amerika ülkeleri görece en iyi performansı sergileyerek, daha önceleri yatırımcılarca daha fazla tercih edilen gelişmekte olan Asya ülkelerini geride bırakmıştır. Yükselen Avrupa ülkeleri de yılın ilk yarısına kıyasla gelişmekte olan ülke fonlarından aldıkları payları artırmıştır.



Portföy yatırımına yönelik olarak küresel kriz sonrası dönemde kriz öncesi döneme kıyasla daha fazla tercih edilmeye başlanan borçlanma senedi fonlarına, bu dönemde de istikrarlı bir fon akışı olmuştur (Kutu 2.1). Hisse senedi piyasalarında yılın ikinci çeyreğinde gözlenen fon çıkışları ise üçüncü çeyrekte büyük oranda telafi edilmiştir (Tablo 2.5.1).

**Tablo 2.5.1.**  
2012 Yılında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımları (Milyar ABD Doları)

	Toplam	Hisse Senedi Fonları	Borçlanma Senedi Fonları
1.Çeyrek	32,9	22,7	10,2
2.Çeyrek	-4,7	-8,7	4,0
3.Çeyrek	18,2	7,2	11,0

Kaynak: EPFR.

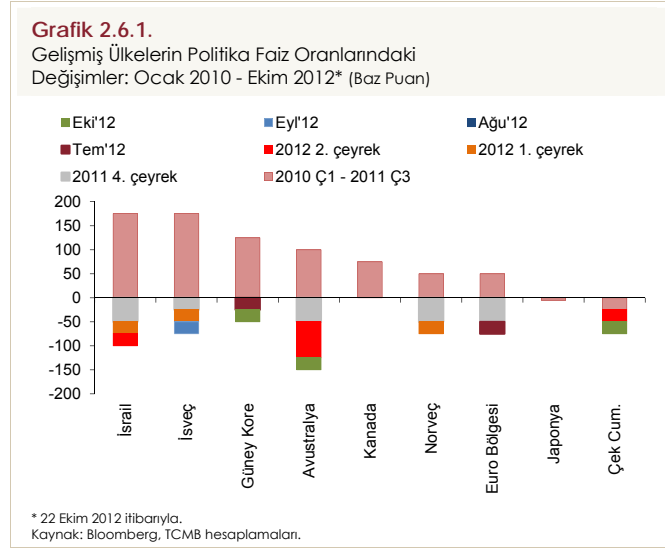
Gelişmiş ülke merkez bankalarının ekonomiyi desteklemek üzere aldığı son genişletici önlemlerin önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını belirleyecek en önemli unsur olduğu düşünülmektedir.

## 2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

2012 yılının ikinci çeyreğindeki bozulmanın ardından üçüncü çeyrekte de olumsuz bir görünüm sergileyen küresel büyümeye bağlı olarak, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde para politikası geçtiğimiz çeyrekte gevşek seyretelemeye devam etmiştir.

Gelişmiş ülkeler para politikası açısından, geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana meydana gelen en önemli iki gelişme, Fed'in açıkladığı üçüncü parasal genişleme paketi ve ECB tarafından uygulamaya koyulan tahvil alım programları olmuştur. Bu dönemde İsveç, Güney Kore, Çek Cumhuriyeti ve

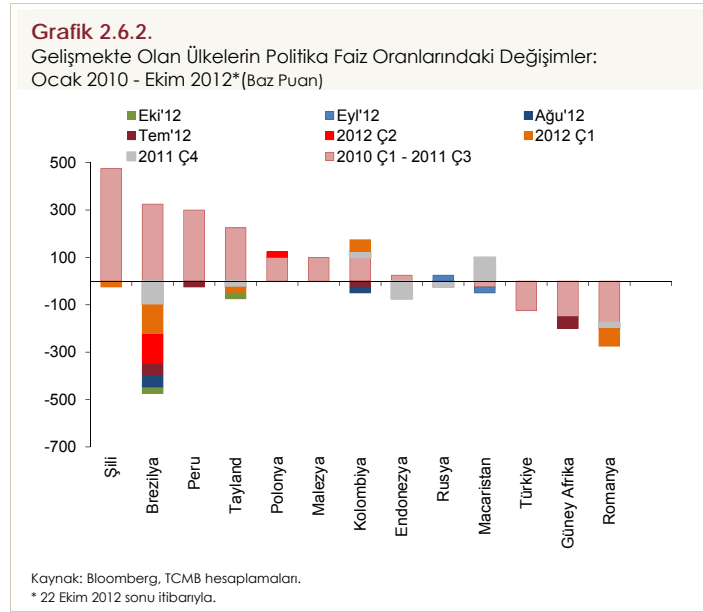
Avustralya merkez bankaları da politika faizlerini 25'er baz puan indirerek para politikalarını gevşetme yoluna gitmişlerdir (Grafik 2.6.1).



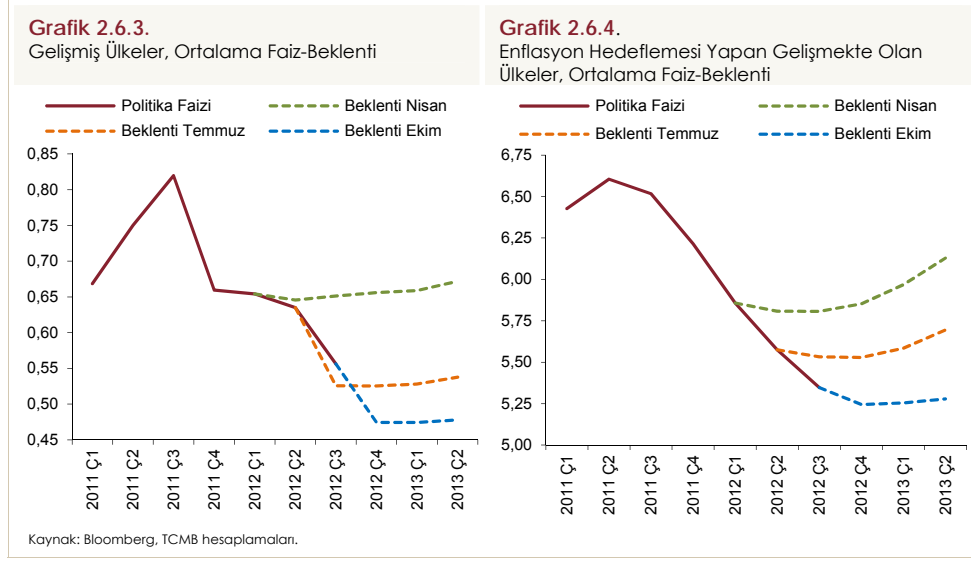
Fed'in geçtiğimiz çeyrekte açıkladığı üçüncü parasal genişleme paketi, aylık 40 milyar ABD dolarlık ipoteğe dayalı varlık alımı öngörmektedir. Buna ilaveten, devam edeceği açıklanan, piyasadaki uzun vadeli tahvilleri kısa vadeli tahvillerle değiştirme uygulaması (Operation Twist) ile birlikte piyasadan alınacak tahvil miktarı 2012 yılı sonuna kadar aylık 85 milyar ABD dolarına ulaşmaktadır. Üçüncü genişleme paketi önceki paketler ile kıyaslandığında, tahvil alımlarında bir zaman kısıtı bulunmadığı ve alımların büyüme ve istihdamda tatmin edici bir iyileşme gözlenene kadar devam edeceğinin belirtilmiş olduğu görülmektedir. Söz konusu genişleme paketine ilaveten, Fed, politika faizlerinin de 2015 yılı ortalarına kadar bulunduğu düşük seviyelerde kalmaya devam edeceğini kamuoyuyla paylaşarak, gevşek para politikası uygulamasını desteklemiştir. Para politikasındaki bu gevşemenin en önemli gerekçesi olarak, istihdamdaki olumsuz seyrin uzamasının yapısal sorunlar ortaya çıkarak yüksek işsizlik oranlarını kalıcı hale getirme olasılığı gösterilmiştir. ECB ise borç sorunu yaşayan ülkelerin kısa vadeli tahvillerine yönelik açıkladığı alım programının, söz konusu ülkelerin tahvil getirilerindeki aşırı yüksekliğe karşı bir önlem olduğunu belirtmiştir. Söz konusu programda alım miktarı konusunda bir üst sınır olmaması dikkat çekicidir.

Üçüncü çeyrekte gelişmekte olan ülke merkez bankalarının da politika faizlerinde önemli oranda indirimle giderek para politikalarını gevşetmiş oldukları görülmektedir. Brezilya Ekim ayındaki indirimle beraber, yılın üçüncü çeyreğinde politika faizini toplam 125 baz puan düşürürken, Peru 25 baz puan, Kolombiya ve

Güney Afrika ise 50'şer baz puan düşürmüştür. Faiz indirimleri, genel olarak küresel büyüme görünümündeki olumsuzluk ve buna paralel olarak zayıf seyreden talebin enflasyonist baskı oluşturmaması ile ilişkilendirilmiştir. Buna karşın, Rusya, orta vadeli enflasyon beklentilerindeki yükselişi gerekçe göstererek, aynı dönemde, politika faizini 25 baz puan artırmış ve diğer gelişmekte olan ülkelerden ayrılmıştır (Grafik 2.6.2).



Küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklere bağlı olarak, yılın ilk çeyreğinden itibaren, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin politika faizlerine ilişkin beklentilerin aşağı yönlü güncellenmiş olduğu görülmektedir. Geçtiğimiz Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerimiz ile uyumlu olarak, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin küresel politika faizlerindeki düşüş beklentisi büyük oranda gerçekleşmiştir. Ne var ki, ECB'den beklenen faiz indiriminin gerçekleşmemesi nedeniyle, gelişmiş ülkeler ortalama politika faizi Eylül ayı sonu itibarıyla, Temmuz ayındaki beklentinin 3 baz puan üzerinde kalmıştır. Buna karşın, ECB'nin söz konusu indirimi önümüzdeki çeyrekte gerçekleştireceği beklentisiyle birlikte, gelişmiş ülke politika faizi beklentileri yılsonu için aşağı yönlü güncellenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde ise, politika faizlerinin üçüncü çeyrekte, bir önceki Enflasyon Raporu döneminde beklenenden daha fazla düştüğü ve yılsonu beklentilerinin aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir (Grafik 2.6.3 ve Grafik 2.6.4).





Kutu  
2.1

## Son Dönem Portföy Akımlarını Belirleyen Faktörler

Gelişmiş ülke merkez bankalarının küresel finansal kriz süreci ve sonrasında uygulamaya koydukları parasal genişleme politikaları, küresel ölçekte likidite fazlası oluşturarak gelişmekte olan ülkelere yönelen özellikle kısa vadeli sermaye akımlarını canlandırmakta ve daha oynak hale getirmektedir. Bu durum ise söz konusu ülkelerde finansal istikrar açısından önemli bir tehdit oluşturmaktadır. Buradan hareketle, bu kutuda gelişmiş ülkelerce yürütülen genişletici para politikalarının gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını portföy tercihi ayırımında nasıl etkilediği incelenmekte ve portföy akımlarını belirleyen faktörler araştırılmaktadır.

Küresel finansal kriz sonrasında portföy yatırımı tercihlerinin belirlenmesi giderek zorlaşmıştır. Yatırımcılar bir yandan fonlarını nispeten güvenli limanlara yönlendirmek isterken, diğer yandan gelişmiş ülkelerde olağanüstü düşük seviyelere gerileyen faiz oranlarına karşılık, daha yüksek getirili alternatif yatırım arayışına da girmişlerdir. Buna ek olarak, Euro Bölgesi'nde, çevre ülkelerdeki borç sorunları ile başlayan ve giderek derinleşen sorunlar, hem küresel büyüme görünümü üzerindeki aşağı yönlü riskleri daha belirginleştirmiş, hem de belirsizlikleri artırarak risk iştahını daha oynak hale getirmiştir.

Her ne kadar küresel kriz gelişmekte olan ülkelerin ekonomik faaliyetlerini gelişmiş ülkelere kıyasla daha az sekteye uğratmış olsa da, kötüleşen küresel büyüme görünümü ve artan belirsizlikler nedeniyle, yatırımcılar bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarına olağandan daha fazla yatırım yapmaktan kaçınmışlardır. Bu nedenle, borçlanma senedi fonlarına kıyasla daha yüksek hacimli olan, büyüme odaklı ve genellikle uzun vadeli yatırımın tercih edildiği gelişmekte olan ülkeler hisse senedi fonlarına girişler kriz öncesi seviyelerinden belirgin olarak farklılaşmamıştır. Öte yandan, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke faiz oranları arasındaki farkın artması, yatırımcıların alternatif olarak tercihlerini daha kısa vadeli ve daha yüksek getirili gelişmekte olan ülke borçlanma senedi fonlarına yönlendirmesine neden olmuştur. Nitekim grafiksel olarak bakıldığında, genişletici tedbirlerin devreye girmesinin ardından borçlanma senedi fonlarının eğiliminde belirgin bir artış meydana geldiği görülürken, hisse senedi piyasalarında benzer bir yapısal kırılmaya rastlanmamaktadır (Grafik 1 ve 2).



<sup>1</sup> Analize dahil edilen ülkeler Brezilya, Meksika, Kolombiya, Peru, Şili, Venezuela, Çin, Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland, Güney Kore, Hindistan, Tayvan, Rusya, Türkiye, Polonya, Macaristan, Kazakistan, Güney Afrika, İsrail, Lübnan ve Mısır'dır. Söz konusu ülkeler 2012 yılı itibarıyla gelişmekte olan ülkeler borçlanma senedi fon akımlarının ortalama yüzde 95'ini, hisse senedi fon akımlarının ise ortalama yüzde 89'unu oluşturmaktadır.

Tablo 1. Portföy Akımlarını Belirleyen Faktörler †

	Borçlanma Senedi Akımları	Hisse Senedi Akımları
Sabit terim	7,543*** (2,996)	2,992 (1,311)
D(VIX endeksi)	-0,419*** (-5,369)	-0,361*** (-5,098)
Büyüme oranı	0,455*** (3,728)	0,193* (1,750)
D(Politik faizi)	10,874** (2,276)	-7,042 (-1,626)
Enflasyon oranı	-1,964*** (-5,611)	-0,630** (-1,986)
Kukla değişken	3,397*** (4,355)	-0,084 (-0,118)
Gözlem sayısı	92	92
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0,617	0,294

† Parantez içindeki değerler t istatistiklerini göstermektedir.

\*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 güven düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Elde edilen sonuçlar, yukarıda tartışılanları destekleyecek biçimde, parasal genişleme paketlerinden sonra oluşan küresel likidite fazlasının borçlanma senedi akımlarında anlamlı bir yapısal kırılmaya neden olduğunu, ancak benzer bir değişimin hisse senedi akımları için geçerli olmadığını ortaya koymaktadır. Ayrıca, risk iştahı, büyüme, faiz ve enflasyon değişkenleri borçlanma senedi fon hareketlerini beklenen yönde ve anlamlı şekilde etkilemekte olup, çeken faktörlerden en önemlisinin faiz oranlarındaki değişim olduğu anlaşılmaktadır. Diğer taraftan, bahsi geçen değişkenler hisse senedi fon hareketlerini açıklamada yetersiz kalmaktadır.

Sonuç olarak, gerek küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları genişletici politikalar neticesinde oluşan küresel likidite fazlası, gerekse durağanlaşan büyüme görünümü ve belirsizlik ortamı nedeniyle yatırımcıların yüksek getirili ve kısa vadeli yatırım arayışları, son dönemde gelişmekte olan borçlanma senedi fonlarına girişleri belirgin biçimde artırmıştır. Buna paralel olarak, 2012 yılı Eylül ayında Fed ve ECB'nin açıklamış olduğu son genişletici önlemler gelişmekte olan ülkelere yeni bir sermaye dalgası oluşturma riskini beraberinde getirdiğinden, gelişmekte olan ülkelere yönelen fon akımlarının, borçlanma senedi ağırlıklı olmak üzere, önümüzdeki dönemde istikrarlı bir biçimde devam edeceği değerlendirilmektedir.



## 3. Enflasyon Gelişmeleri

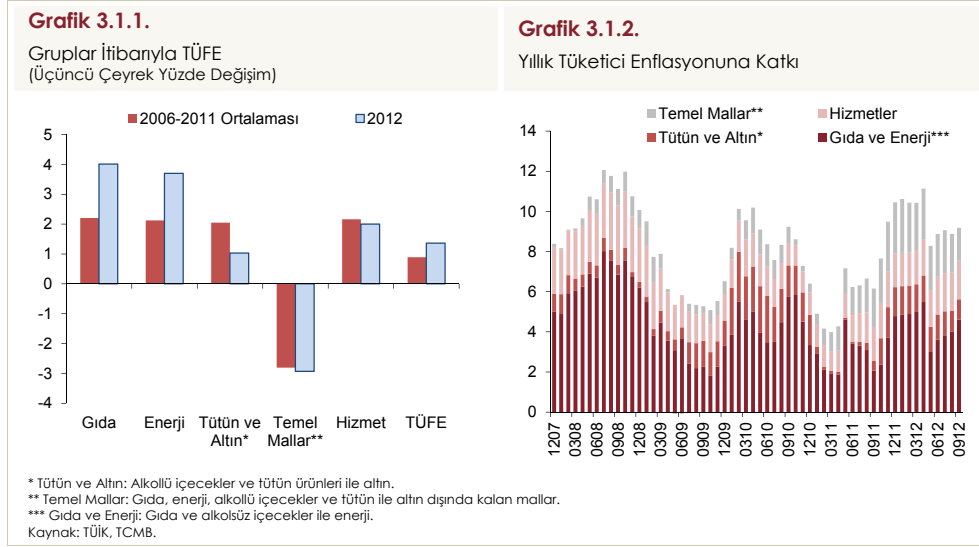
### 3.1. Enflasyon

2012 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 0,32 puan artarak yüzde 9,19 oranına yükselmiştir. Bu gelişmede mevsim ortalamalarının üzerinde artış kaydeden işlenmemiş gıda fiyatları ile öngörülerin üzerinde seyreden uluslararası petrol fiyatları belirleyici olmuştur. Bu dönemde temel mal grubu yıllık enflasyonu yavaşlama eğilimini sürdürürken, hizmet enflasyonunda bir değişim gözlenmemiştir. Yavaşlayan ekonomik faaliyet enflasyon görünümüne olumlu katkı sunmuş, aynı dönemde imalat sanayi fiyatları kaynaklı maliyet yönlü baskıların da hafiflemesi ile temel enflasyon göstergeleri aşağı yönlü bir eğilim göstermiştir. 22 Eylül 2012 tarihinde, bütçe gelişmelerine bağlı olarak alınan ek mali önlem kararları neticesinde akaryakıt, otomobil ve alkollü içeceklerden alınan ÖTV miktarları artırılmış; söz konusu kararların enflasyon üzerindeki olumsuz etkileri kısmen de olsa üçüncü çeyrek rakamlarına yansımıştır (Kutu 3.1). Böylelikle, üçüncü çeyrek sonu itibarıyla enflasyon, temelde işlenmemiş gıda, enerji fiyat artışları ile kamu fiyat ayarlamalarının etkisiyle Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminin üzerinde gerçekleşmiştir.

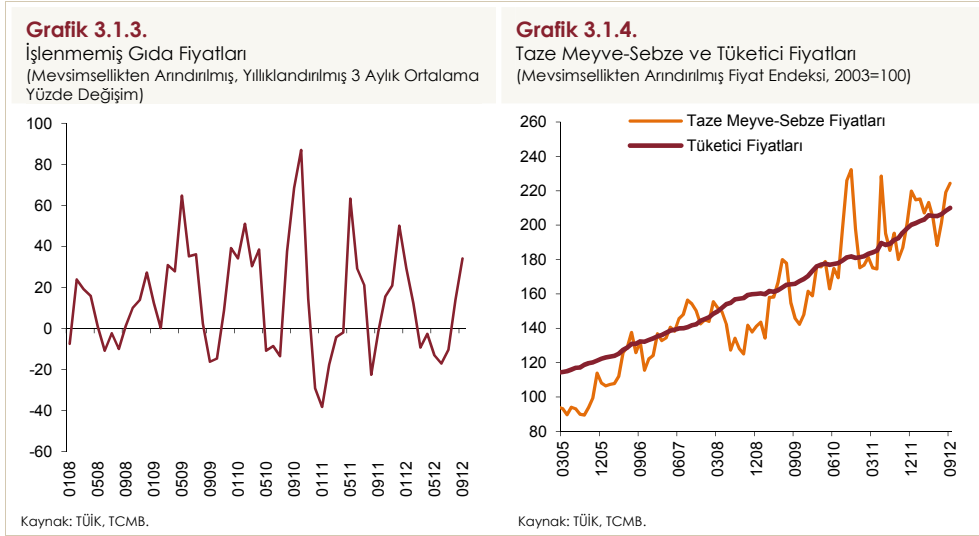
Alt gruplar detayında bakıldığında, yılın üçüncü çeyreğinde işlenmemiş gıda ve enerji gruplarındaki fiyat artış oranlarının geçmiş yıl ortalamalarına kıyasla daha yüksek gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 3.1.1). Bu çerçevede gıda grubunun enflasyona yaptığı katkı ikinci çeyrek sonuna kıyasla 0,75 puan, enerji grubunun katkısı ise son ÖTV ayarlamalarının da etkisiyle birlikte 0,24 puan yükselmiştir (Grafik 3.1.2). Temel mal grubunun katkısı ekonomik faaliyetteki zayıf görünüm paralelinde 0,48 puan azalırken, hizmet grubunun katkısında ise önemli bir değişim gözlenmemiştir.

Özetle, üçüncü çeyrekte enflasyonun seyrinde işlenmemiş gıda ve enerji fiyat gelişmeleri ön planda olmuştur. Temmuz Enflasyon Raporu'nda yılın ilk yarısı itibarıyla işlenmemiş gıda fiyatlarının ılımlı seyrettiği belirtilmiş, ancak tahminler üretilirken temkinli bir yaklaşımla söz konusu olumlu fiyat hareketlerinin yılın ikinci yarısında geri alınacağı varsayılmıştı. Söz konusu grupta gözlenen fiyat gelişmeleri bu varsayımı teyid eder nitelikte gerçekleşmiştir. Ancak enerji fiyatları öngörülerin üzerinde bir seyir izlemiştir. Yılın kalan döneminde vergi artışları ve yönetilen enerji kalemlerinde yapılan ayarlama ile enerji enflasyonundaki bu

olumsuz görünümün güçlenerek devam edeceği tahmin edilmektedir. Diğer taraftan son çeyrekte temel mal grubu enflasyonundaki azalışın süreceği, gıda ile alkollü içecekler ve tütün gruplarında ise yıllık enflasyonun belirgin olarak gerileyeceği öngörülmektedir.

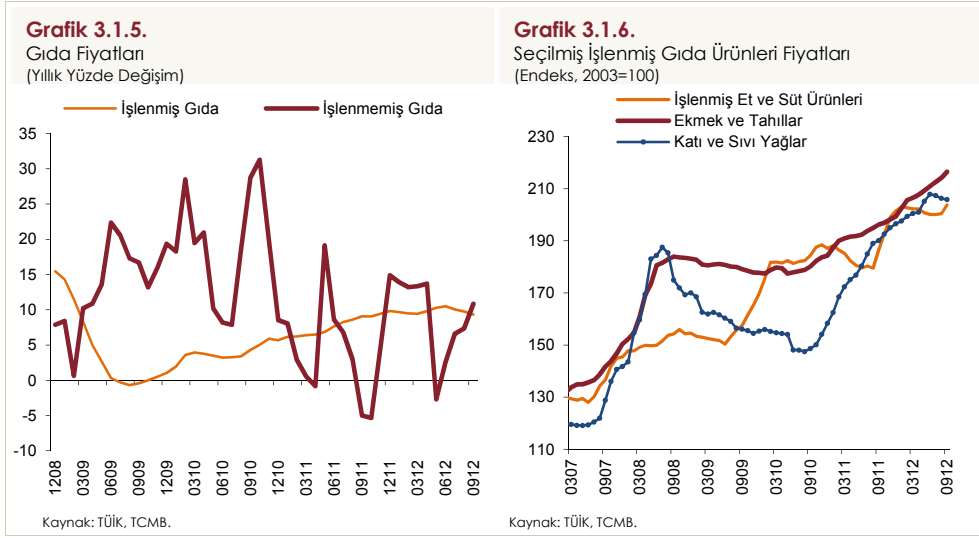


İşlenmemiş gıda fiyatlarında yılın ilk yarısında gözlenen düşüş eğilimi Temmuz ayı ile birlikte tersine dönmüştür (Grafik 3.1.3). Mevsimsel etkilerden arındırılmış işlenmemiş gıda fiyatlarında bu dönemde gözlenen yukarı yönlü seyirde fiyatları genel tüketici fiyat seviyesinin üzerine çıkan taze meyve ve sebze fiyat gelişmeleri belirleyici olmuştur (Grafik 3.1.4). Bu çerçevede, işlenmemiş gıda fiyatları yıllık enflasyonu üçüncü çeyrek sonu itibarıyla yüzde 10,85 oranına yükselerek Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyelerin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.5). Ancak, ilk dokuz aydaki gelişmeler birikimli olarak değerlendirildiğinde, üçüncü çeyrekteki artışların ilk yarıdaki fiyat düşüşleri ile dengelenmesi neticesinde, işlenmemiş gıda fiyatlarının içinde bulunduğumuz yılda geçmiş yıl ortalamalarına kıyasla daha olumlu bir seyir izlediği gözlenmektedir. Benzer şekilde meyve ve sebze dışında kalan diğer işlenmemiş gıda ürünlerinde de geçmiş yıllara kıyasla daha ılımlı bir artış eğilimi dikkat çekmektedir. Bu doğrultuda, yılın son çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatları yıllık artış oranının kayda değer bir oranda gerileyeceği tahmin edilmektedir.



İşlenmiş gıda ürünleri fiyatları üçüncü çeyrekte yüzde 1,92 ile tarihsel ortalamalara kıyasla düşük bir oranda artmıştır (Tablo 3.1.1). Böylelikle anılan dönemde grup yıllık enflasyonu da bir miktar yavaşlamıştır (Grafik 3.1.5). Bu gelişmede ekme ve tahıl dışında kalan işlenmiş gıda ürünleri fiyat hareketlerinin etkisi hissedilmiş, ekme ve tahıl ürünleri fiyatlarındaki yukarı yönlü seyir bu çeyrekte de devam etmiştir (Grafik 3.1.6). Yıl genelinde özellikle ekme fiyatlarında birikimli fiyat artışı yüzde 11,5 oranına ulaşmıştır. Bu gelişmede başlangıçta Türk Gıda Kodeksi Ekme ve Ekme Çeşitleri Tebliği'ndeki gramaja dair düzenlemelerin etkisi hissedilmiştir. Ancak Haziran ayı ile birlikte buğday fiyatları da yukarı yönlü bir eğilim izlemiş ve son dört aylık dönemde yurt içi buğday fiyatları yüzde 10,1 oranında artmıştır. Uluslararası buğday fiyatlarının artış eğilimindeki duraksamaya karşın, fiyatların ulaştığı yüksek seviye önümüzdeki dönem için işlenmiş gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. İşlenmiş gıda fiyatları aylık artış oranında Eylül ayında kaydedilen hızlanmaya rağmen, yüksek baz etkisi göz önüne alındığında, yıllık enflasyondaki yavaşlamanın düşük bir oranda olmakla birlikte süreceği tahmin edilmektedir.

Sonuç olarak, gıda grubu yıllık enflasyonu işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak bu çeyrekte yaklaşık 3 puan artarak yüzde 10,39 seviyesine yükselmiş ve Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir.

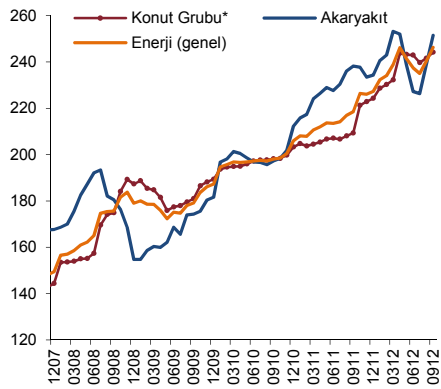
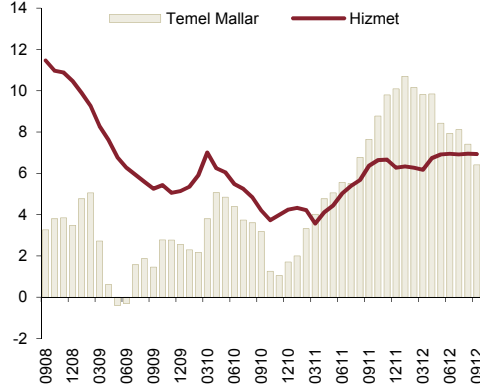


Enerji fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 3,70 oranında artmıştır (Tablo 3.1.1). Bu dönemde, ikinci çeyrek sonuna kıyasla önemli ölçüde yükselen uluslararası petrol fiyatlarına bağlı olarak akaryakıt fiyatlarında kaydedilen yüzde 10,68 oranındaki belirgin artış ön plana çıkmaktadır (Grafik 3.1.7). Benzer şekilde tüp gaz fiyatları da bu çeyrekte yüksek bir oranda artarken su fiyatları gerilemiştir. Sonuç olarak enerji grubu yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 1,5 puan yükselerek yüzde 12,71 olmuştur. Çeyrek sonunda ise enerji fiyatlarının seyrinde vergi düzenlemeleri ve kamu fiyat ayarlamaları etkili olmuştur. 22 Eylül'den itibaren akaryakıttan alınan ÖTV oranları artırılmış, 1 Ekim'den itibaren de elektrik ve doğalgaz tarifeleri yaklaşık yüzde 10 oranında yükseltilmiştir. Söz konusu fiyat ayarlamalarının Ekim ayı yıllık enflasyonuna katkısının yaklaşık 0,8 puan olacağı hesaplanmaktadır. Bu gelişmeler çerçevesinde üçüncü çeyrekte 1,89 puana ulaşan enerji grubunun yıllık enflasyona katkısı yılın son çeyreğinde daha da yükselecektir. Ayrıca, enerji fiyatlarında kaydedilen yüksek oranlı artışların firmalar üzerinde maliyet baskılarını artıracak olması tüketici fiyatları üzerinde dolaylı etkilerden kaynaklanacak yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.



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

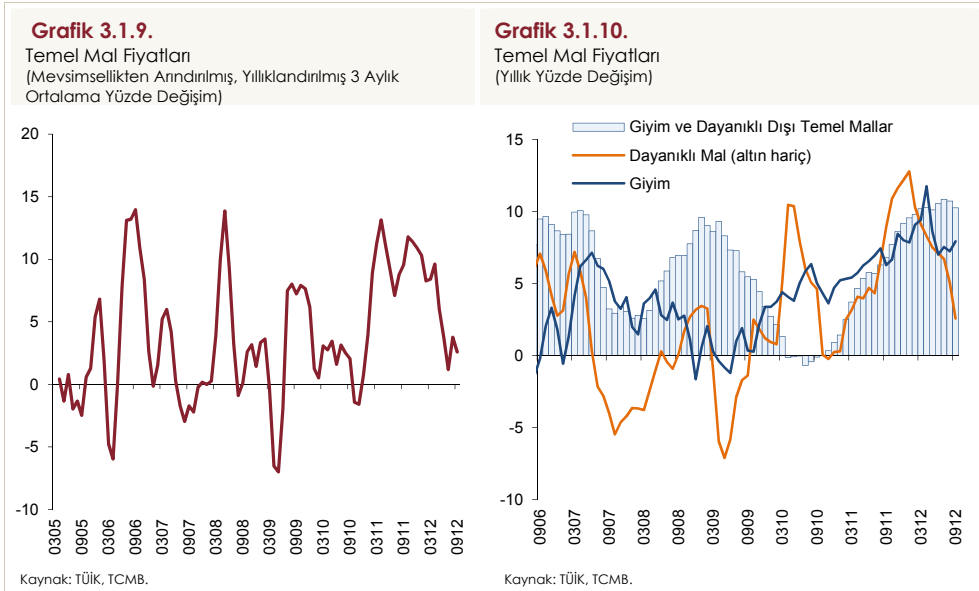
	2011					2012		
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III
<b>TÜFE</b>	<b>1,57</b>	<b>1,83</b>	<b>1,07</b>	<b>5,66</b>	<b>10,45</b>	<b>1,55</b>	<b>0,39</b>	<b>1,36</b>
<b>1. Mallar</b>	<b>1,53</b>	<b>2,05</b>	<b>0,73</b>	<b>7,29</b>	<b>11,97</b>	<b>1,54</b>	<b>-0,19</b>	<b>1,12</b>
Enerji	2,27	1,37	2,34	4,03	10,36	5,08	-0,57	3,70
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	3,77	-2,46	1,18	9,57	12,21	2,89	-5,85	4,01
İşlenmemiş Gıda	5,08	-5,79	-1,00	17,23	14,89	3,66	-14,76	0,74
İşlenmiş Gıda	2,61	0,57	3,03	3,30	9,82	2,25	1,55	1,92
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	-0,68	6,32	-0,36	6,93	12,51	-1,14	4,78	-2,24
Temel Mallar	-1,08	7,73	-1,55	4,92	10,09	-1,32	5,88	-2,93
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	4,26	1,85	3,69	1,90	12,19	1,41	-0,05	-0,69
Alkollü İçecek, Tütün ve Altın	0,81	1,05	4,38	14,46	21,70	-0,33	-0,17	1,03
<b>2. Hizmetler</b>	<b>1,67</b>	<b>1,22</b>	<b>2,02</b>	<b>1,22</b>	<b>6,27</b>	<b>1,57</b>	<b>1,96</b>	<b>2,00</b>
Kira	1,08	0,99	1,35	1,21	4,71	0,89	1,27	1,59
Lokanta ve Oteller	1,65	1,80	2,37	2,14	8,20	1,99	2,62	2,66
Ulaştırma	2,28	2,10	3,07	1,73	9,49	2,12	1,79	3,21
Haberleşme	1,96	-1,71	0,35	0,47	1,04	0,06	2,07	1,79
Diğer Hizmetler*	1,61	2,14	2,56	0,65	7,12	2,24	2,00	1,27

\*Kira, lokanta ve oteller, ulaştırma ile haberleşme hizmetleri dışında kalan hizmetler.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.**Grafik 3.1.7.**Enerji Grubu Fiyatları  
(Endeks, 2003=100)\*Konut grubunda yer alan enerji kalemleri elektrik, su, doğalgaz, tüp gaz ve katı yakıtlardır.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.**Grafik 3.1.8.**Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları  
(Yıllık Yüzde Değişim)

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Temel mal grubu yıllık enflasyonundaki yavaşlama eğilimi bu dönemde de sürmüştü ve çeyrek sonu itibarıyla enflasyon yüzde 6,41 oranına gerilemiştir (Grafik 3.1.8). Bu gelişmede Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki görece ılımlı seyir ile iktisadi faaliyette kaydedilen yavaşlamanın etkileri hissedilmektedir. Bu görünüm altında mevsimsellikten arındırılmış temel mal grubu fiyatları üçüncü çeyrekte geçmiş dönemlere kıyasla daha sınırlı bir oranda artış kaydederek düşük oranlı artış eğilimini sürdürmüştür (Grafik 3.1.9). Alt gruplar bazında bu gelişmeye en önemli katkı yıllık fiyat artış oranı çeyrek sonu itibarıyla yüzde 2,58'e gerileyen dayanıklı tüketim mallarından gelmiştir (Grafik 3.1.10). Söz konusu grup fiyatları üçüncü çeyrekte de azalışını sürdürmüştü ve bu azalışın alt gruplar

geneline yayıldığı izlenmiştir (Tablo 3.1.2). Giyim yıllık enflasyonu bu dönemde sınırlı bir oranda yükselirken giyim ve dayanıklı dışında kalan temel mal fiyatlarının artış oranı azalmıştır (Tablo 3.1.2). Eylül ayında alınan mali önlemler kapsamında motor hacmi 1600 cc'ye kadar olan otomobillerde için nispi ÖTV oranı yüzde 37'den yüzde 40'a yükseltilmiştir. Bu vergi artışının tamamen tüketici fiyatlarına yansıtılacağı varsayımı altında otomobil grubu fiyatları yaklaşık yüzde 1,94 oranında artmakta, bunun temel mal grubu enflasyonuna katkısı ise 0,5 puan civarında olmaktadır (Kutu 3.1). Bu bağlamda, alınan mali tedbirlerin son çeyrekte temel enflasyon göstergelerini olumsuz etkileme potansiyeli bulunmaktadır.



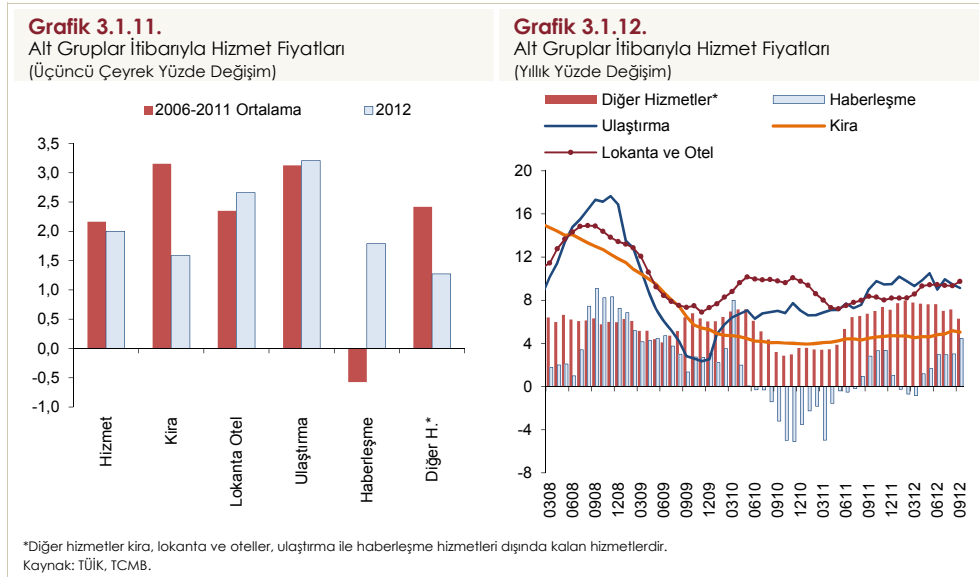
**Tablo 3.1.2.**  
Temel Mal Fiyatları  
(3 Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2011					2012		
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III
<b>Temel Mallar</b>	-1,08	7,73	-1,55	4,92	10,09	-1,32	5,88	-2,93
<b>Giyim ve Ayakkabı</b>	-12,04	25,08	-12,13	11,72	8,01	-10,90	22,34	-11,37
<b>Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)</b>	4,26	1,85	3,69	1,90	12,19	1,41	-0,05	-0,69
Mobilya	0,75	5,04	2,88	4,01	13,25	3,19	1,76	-0,58
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	2,87	-1,26	0,34	3,29	5,27	0,94	-2,75	-0,65
Otomobil	6,31	2,29	5,68	0,52	15,52	1,09	0,42	-0,82
Diğer Dayanıklı Mallar	2,15	2,71	1,85	3,00	10,06	1,22	3,13	0,69
<b>Diğer</b>	1,82	2,09	1,54	3,44	9,18	2,76	2,42	1,28

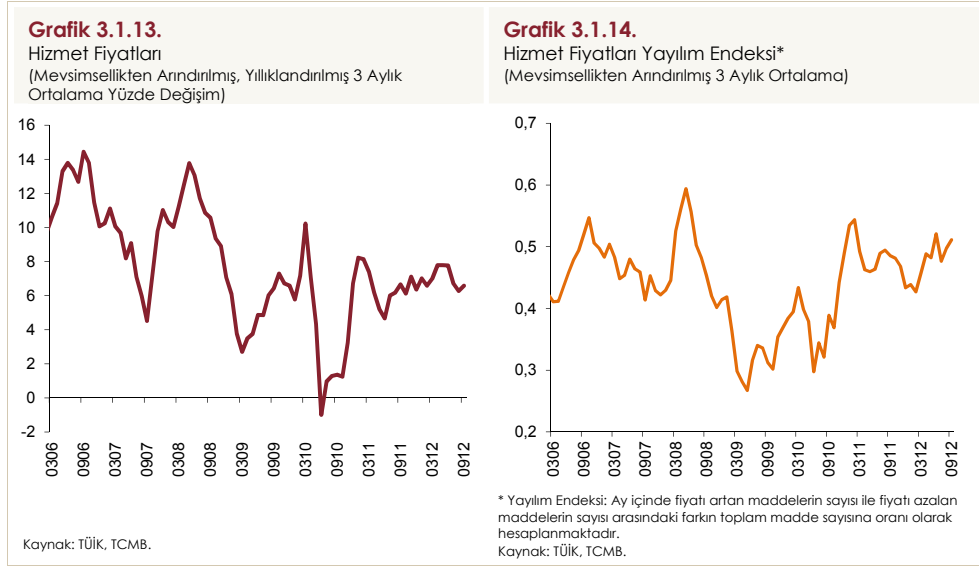
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hizmet grubu yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla değişmeyerek yüzde 6,93 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.8). Fiyatların geçmiş yıl ortalamalarına yakın bir oranda artış kaydettiği bu dönemde eğitim hizmetleri fiyatlarında gözlenen azalış hizmet enflasyonunun seyrinde belirleyici olmuştur

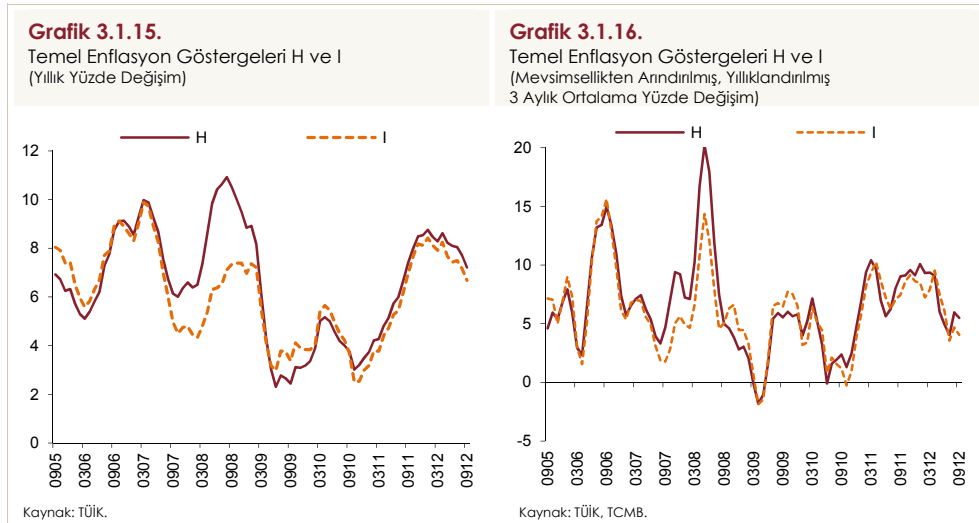
(Grafik 3.1.11). Eylül ayında mevsimsel olarak artan eğitim hizmetleri fiyatlarında, 29 Ağustos 2012 tarihli Resmi Gazete'de yer alan Bakanlar Kurulu Kararı ile kamu üniversite harçlarında yapılan düzenleme çerçevesinde belirgin bir azalış gözlenmiş ve eğitim hizmetleri yıllık enflasyonu Eylül ayında 3,16 puan azalarak üçüncü çeyrek hizmet grubu fiyat artışını sınırlamıştır. Bu çeyrekte akaryakıt fiyatlarında geçmiş dönemde kaydedilen birikimli artışların etkisiyle ulaştırma hizmetleri enflasyonunda artış gözlenirken kira enflasyonu da ikinci çeyrekteki sınırlı yükseliş eğilimini sürdürmüştür. Kira enflasyonundaki bu artışta yıllık tüketici enflasyon oranında son dönemde gözlenen yükselişlerin etkisi hissedilse de üçüncü çeyrek sonu itibarıyla grup yıllık enflasyonu yüzde 5,05 ile ılımlı bir seviyededir (Grafik 3.1.12). Son olarak bu dönemde, cep telefonu görüşme ücretlerinde gözlenen artış ile haberleşme hizmetleri yıllık enflasyonu yükseliş kaydederken paket tur fiyatlarındaki baz etkisi kaynaklı olarak eğlence hizmetleri enflasyonu gerilemiştir.



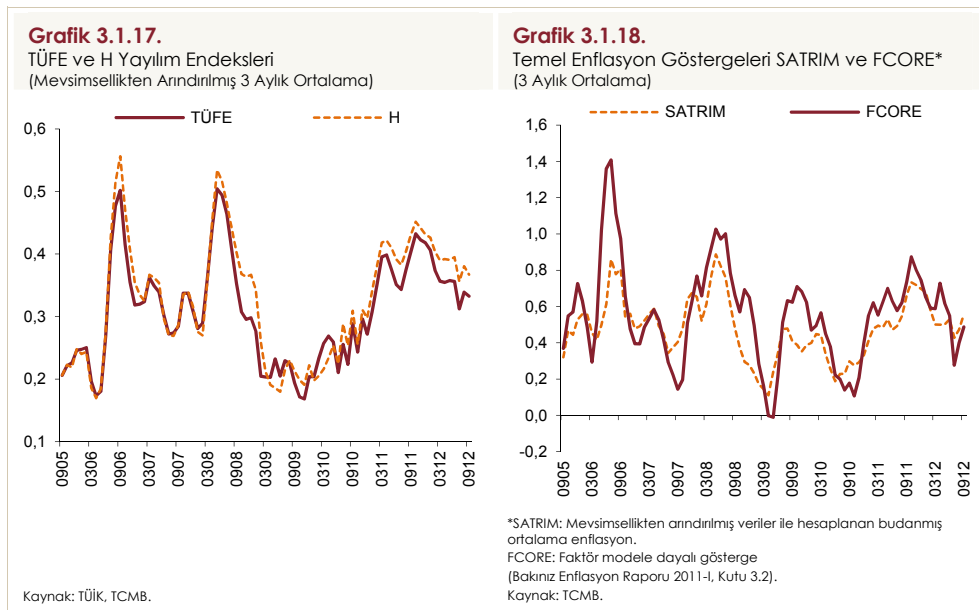
Özetle, tüketici enflasyonundaki yüksek seyre rağmen hizmet enflasyonu yatay seyrederek ılımlı görünümünü korumuştur. Bu dönemde mevsimsellikten arındırılmış veriler hem hizmet hem de eğitim hariç hizmet enflasyonu ana eğiliminde belirgin bir değişim olmadığını işaret etmiştir (Grafik 3.1.13). Öte yandan, hizmet fiyatlarındaki artış eğiliminin grup geneline önceki dönemlere kıyasla daha çok yayıldığı gözlenmiştir (Grafik 3.1.14).



Temel enflasyon göstergelerinden H ve I'nın yıllık enflasyonları yılın üçüncü çeyreğinde sırasıyla yüzde 7,21 ve 6,68'e gerilemiştir (Grafik 3.1.15). Hizmet grubunda yıllık enflasyonun yatay seyrettiği bu çeyrekte temel mal enflasyonundaki yavaşlama bu gelişmede belirleyici olmuştur. Mevsimsellikten arındırılmış veriler de ana eğilimin yavaşladığına işaret etmektedir (Grafik 3.1.16). Giyim fiyatlarındaki ağırlık şemasının değişmesi ile mevsimsel yapıda gözlenen kaymalar bu yıl içinde mevsimsellikten arındırılmış eğilimlerin değerlendirilmesini zorlaştırmaktadır. Bu çerçevede, temel enflasyon göstergelerine giyim fiyatları dışında bakıldığında, mevsimsellikten arındırılmış göstergelerin ima ettiği ana eğilimin geçen çeyreğe kıyasla daha düşük olmakla birlikte, çeyrek boyunca yatay bir görünüm sergilediği izlenmiştir.



TÜFE ve H göstergesine ilişkin yayılım endeksleri yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla gerilemiştir (Grafik 3.1.17). Ancak, yayılım endeksleri halen tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmektedir. Öte yandan, TCMB bünyesinde takip edilen alternatif çekirdek enflasyon göstergeleri enflasyonun ana eğiliminde son iki ayda sınırlı bir yükselişe işaret etmektedir (Grafik 3.1.18). Sonuç itibarıyla, temel enflasyon göstergeleri, yayılım endeksleri ve alternatif çekirdek göstergeler birlikte değerlendirildiğinde, enflasyonun ana eğiliminde ılımlı görünümün sürdüğü görülmektedir.

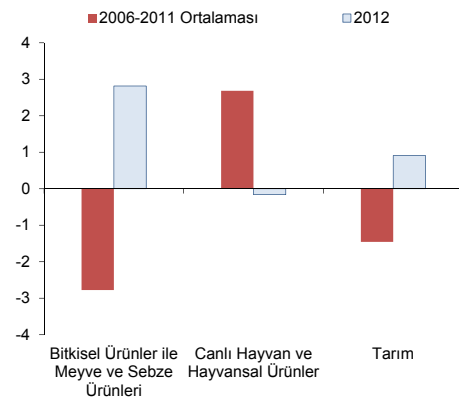


Üretici fiyatları üçüncü çeyrekte yüzde 0,97 oranında artmış, yıllık enflasyon imalat sanayi fiyatları kaynaklı olmak üzere yüzde 4,03'e gerilemiştir (Tablo 3.1.3). Tarihsel ortalamalara göre bu dönemde azalış kaydeden tarım fiyatlarında, bitkisel ürünler ile meyve sebze fiyatlarına bağlı olarak yükseliş gözlenmiştir (Grafik 3.1.19). Özellikle, uluslararası gelişmelere paralel olarak yurt içi buğday fiyatları bu dönemde yüksek oranlı artışlar göstermiş, bu durum ekmek-tahıl grubu fiyatlarında maliyet yönlü baskılara sebep olmuştur. Buna ek olarak, ayçiçeği fiyatları belirgin oranda yükselmiş ancak bu artış üçüncü çeyrekte tüketici fiyatlarına yansımamıştır. Öte yandan, canlı hayvan ve hayvansal ürünler fiyatlarındaki azalışın bu çeyrekte de devam etmesi tarım fiyatlarındaki artışı sınırlamıştır.

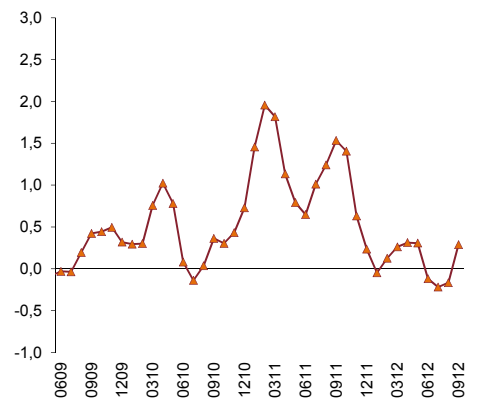
**Tablo 3.1.3.**ÜFE ve Alt Kalemler  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2011					2012		
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III
<b>ÜFE</b>	<b>5,40</b>	<b>0,77</b>	<b>3,31</b>	<b>3,28</b>	<b>13,33</b>	<b>0,65</b>	<b>-0,89</b>	<b>0,97</b>
<b>Tarım</b>	<b>5,84</b>	<b>-1,73</b>	<b>-6,03</b>	<b>13,09</b>	<b>10,53</b>	<b>1,65</b>	<b>-3,36</b>	<b>0,91</b>
Bitkisel, Meyve ve Sebze Ürünleri	6,81	-2,67	-9,84	17,18	9,83	0,76	-3,75	2,82
Canlı Hayvanlar ve Hayvansal Ürünler	-1,26	-0,39	2,68	5,51	6,56	-0,28	-2,44	-0,16
<b>Sanayi</b>	<b>5,31</b>	<b>1,30</b>	<b>5,24</b>	<b>1,48</b>	<b>13,92</b>	<b>0,45</b>	<b>-0,37</b>	<b>0,98</b>
Madencilik	9,70	1,08	4,94	2,93	19,76	0,90	2,24	2,13
<b>İmalat</b>	<b>6,27</b>	<b>1,98</b>	<b>4,98</b>	<b>0,72</b>	<b>14,59</b>	<b>1,06</b>	<b>-0,83</b>	<b>1,22</b>
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	5,55	1,95	4,67	0,70	13,42	0,79	-0,36	0,87
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	4,85	1,53	4,12	1,39	12,38	0,93	-0,09	1,15
Elektrik, Gaz ve Su	-4,08	-4,73	7,89	7,91	6,38	-4,64	2,57	-1,41

Kaynak: TÜİK, TCMB.

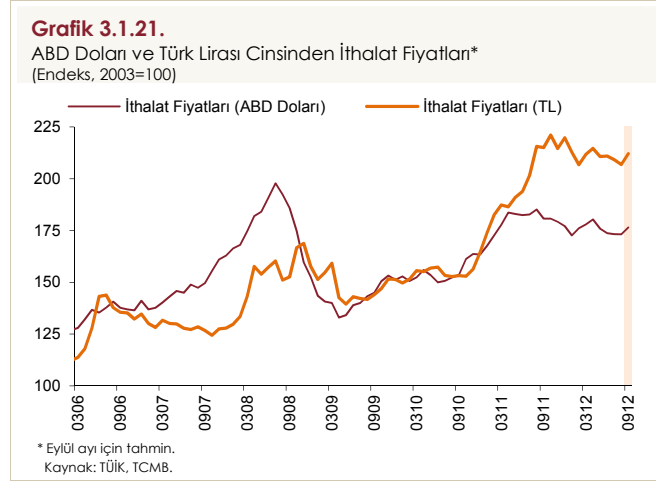
**Grafik 3.1.19.**Tarım Fiyatları  
(Üçüncü Çeyrek Yüzde Değişim)

Kaynak: TÜİK.

**Grafik 3.1.20.**Petrol Hariç İmalat Sanayi Fiyatları  
(Üç Aylık Ortalama Yüzde Değişim)

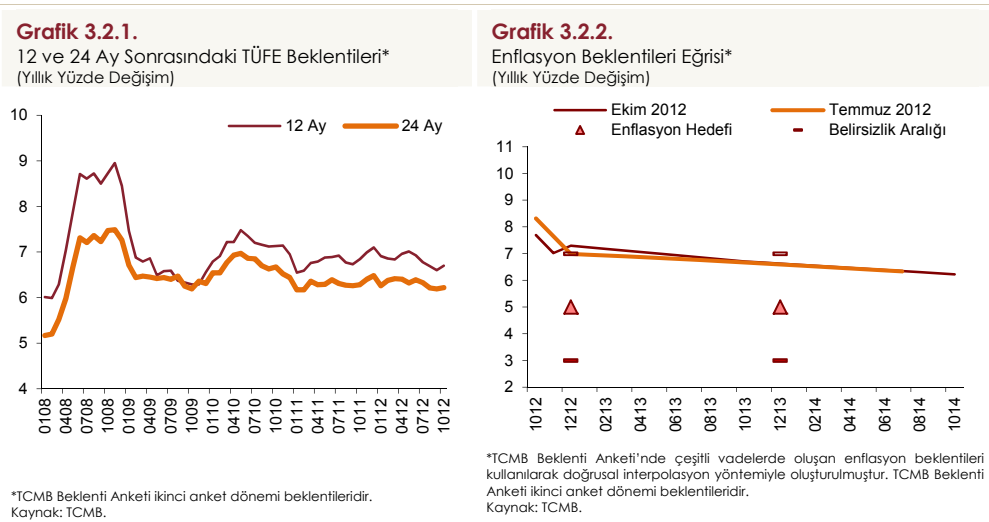
Kaynak: TÜİK, TCMB.

İkinci çeyrekte belirgin oranda gerileyen emtia fiyatları üçüncü çeyrekte tarım ve enerji fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle önemli oranda artarken önceki çeyrekte güçlü seyreden Türk lirası bu dönemde ılımlı bir seyir izlemiştir. Böylelikle, ikinci çeyrekte gerileyen ithalat fiyatları üçüncü çeyrekte bir miktar yükselmiş, bu durumun yansımaları imalat ve petrol hariç imalat sanayi fiyatlarında da gözlenmiştir (Grafik 3.1.20 ve Grafik 3.1.21). Bu dönemde petrol hariç imalat fiyatları yüzde 0,87 oranında artarken yıl başından bu yana olan birikimli artış yüzde 1,29 gibi düşük bir oranda kalmıştır. Alt gruplar bazında incelendiğinde bu dönemde imalat sanayi fiyatları dayanıklı ve dayanıksız mal üretici fiyatlarındaki artışlara bağlı olarak yükselmiş; bu gelişimde mobilya, mücevherat, gıda ve tekstil grupları ön planda olmuştur. Sonuç olarak, üçüncü çeyrekte tarım fiyatlarındaki gelişmeler gıda fiyatlarını olumsuz yönde etkilemiş, buna karşılık petrol ürünleri dışında kalan imalat sanayi fiyatları sınırlı bir oranda artarak tüketici fiyatları üzerinde söz konusu fiyatlar kaynaklı maliyet yönlü baskıların bu dönemde de zayıf seyrettiğine işaret etmiştir.

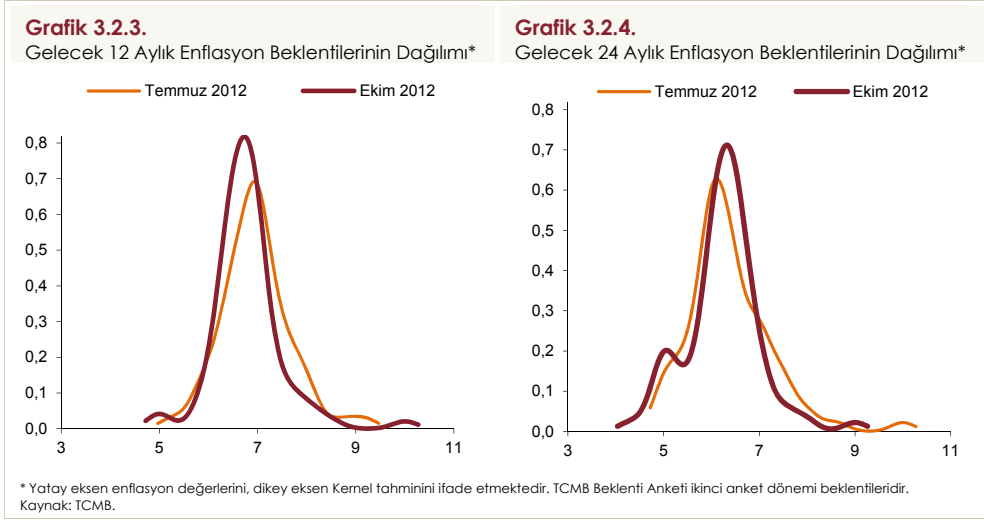


### 3.2. Beklentiler

2012 yılının ikinci çeyreğinde yatay bir seyir izleyen orta vadeli enflasyon beklentileri, yılın üçüncü çeyreğinde temel enflasyon göstergelerindeki olumlu seyre paralel olarak azalış göstermiştir. Ekim ayı ikinci anket verilerinde alınan kamu mali tedbirlerinin etkisine bağlı olarak yıl sonu enflasyon beklentisi yüzde 7,3 oranına yükselmiş, ancak orta vadeli beklentilerde bu dönemde önemli bir değişiklik gözlenmemiştir (Grafik 3.2.1). Bu durum vergi ve enerji fiyat artışlarının orta vadede enflasyon üzerindeki etkisinin geçici olduğunun değerlendirildiğine işaret etmektedir. Enflasyon beklentileri vadeler bazında incelendiğinde, 2012 sonuna kadarki yıllık enflasyon beklentilerinin aşağı yönlü, sonraki yılın ilk yarısı için bir miktar yukarı yönlü güncellendiği, daha uzun vadede ise bir değişim olmadığı gözlenmiştir (Grafik 3.2.2). Mevcut durumda, enflasyon beklentileri 2013 ve 2014 yıl sonları için belirlenen yüzde 5 düzeyindeki hedefin ima ettiği değerlerin üzerinde seyretmeye devam etmektedir.



Bu dönemde, katılımcıların hem gelecek 12 hem de gelecek 24 aylık enflasyon beklentileri arasındaki uyum artmıştır (Grafik 3.2.3 ve Grafik 3.2.4).





Kutu  
3.1

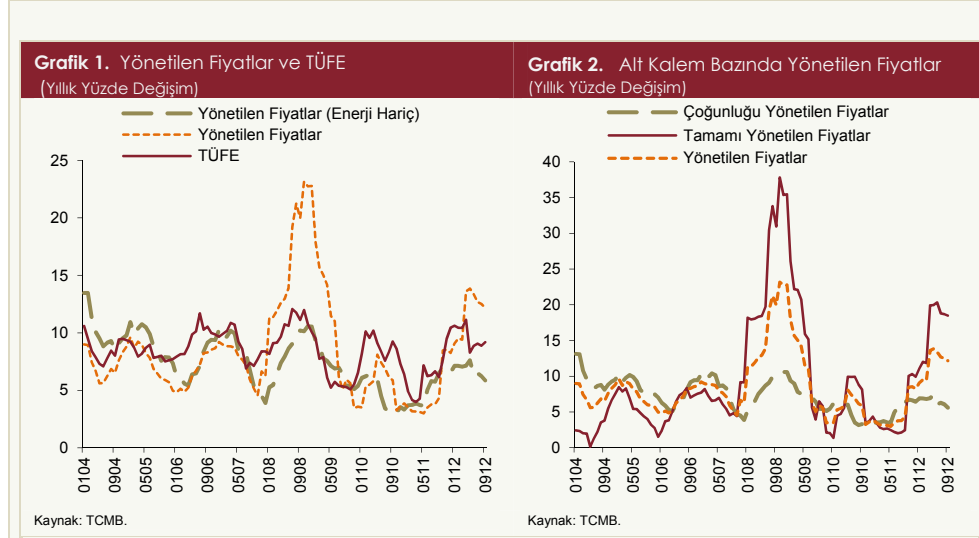
## Yönetilen Fiyatlar ile Dolaylı Vergi Ayarlamalarının Tüketici Enflasyonuna Etkileri

Yönetilen fiyatlar, tamamen devlet tarafından belirlenen veya belirlenmesinde devletin önemli ölçüde etkili olduğu mal ve hizmetlerin fiyatlarını kapsamaktadır.<sup>1</sup> Kapsamı ülkeden ülkeye değişmekle beraber şehir içi ulaşım hizmetleri, hastane hizmetleri, posta hizmetleri, ilaç gibi kalemler bu fiyatlara örnek olarak gösterilebilir. *Tamamı* (doğrudan devlet tarafından belirlenenler) veya *çoğunluğu* yönetilen fiyatlar (merkezi yönetim, yerel yönetim veya düzenleyici kurumların kararlarından önemli oranda etkilenenler) olmak üzere iki gruba ayrılan yönetilen fiyatların zaman zaman enflasyona katkısı yüksek düzeylere ulaşabilmektedir. Bu kutuda, yönetilen fiyatlar ile vergi değişimlerinin tüketici enflasyonuna katkısı incelenmekte ve bu çerçevede Eylül ayında alınan tedbirlerin etkisine dair bir analiz sunulmaktadır.<sup>2</sup>

Ocak 2004-Eylül 2012 döneminde hem tüketici fiyatlarının hem de yönetilen fiyatların yıllık artış oranı ortalama yüzde 8,5 olmuştur (Grafik 1). Enerji fiyatlarındaki yükselişe paralel olarak yönetilen fiyatlar 2008 yılının ilk dokuz ayında önemli ölçüde ivmelenmiştir. Benzer şekilde, 2012 yılı ikinci ve üçüncü çeyreğinde de yönetilen fiyatlar tüketici fiyatlarını yukarı çeken bir unsur olmuştur. Her iki dönemde de yönetilen fiyatlarda gözlenen artışların kaynağının *tamamı yönetilen* fiyatlar olduğu izlenmiştir (Grafik 2). Ancak burada vurgulanması gereken nokta, yönetilen fiyatların önemli bir kısmının enerji fiyatlarından (elektrik, doğalgaz gibi) oluşmasıdır. Bu bağlamda büyük ölçüde uluslararası fiyatların belirleyici olduğu enerji fiyatları dışlandığında, 2004-2012 yılları arası dönemde yönetilen fiyatların yıllık artış oranının, genelde tüketici enflasyonunun altında seyrederek, ortalamada yüzde 7,4 olduğu gözlenmektedir (Grafik 1).

<sup>1</sup> EUROSTAT (2010).

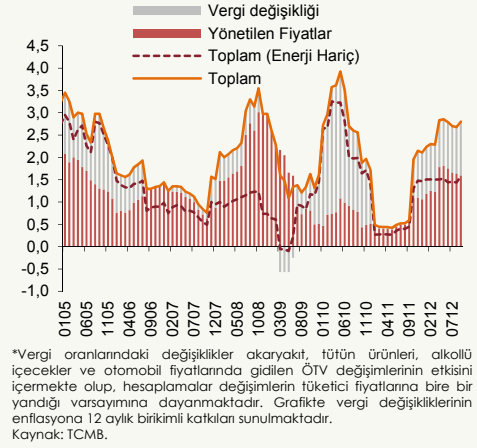
<sup>2</sup> AB ve üye ülkeleri için yönetilen fiyat endeksi dört basamaklı endeks seviyesinden türetilmekte ve endeks bazı kalemlerin serbestleşmesi/özelleşmesi veya bazı fiyatların devlet tarafından belirlenmeye başlanması sebebiyle her yıl Ocak ayında güncellenmektedir. Türkiye için yönetilen fiyat endeksi hesaplanırken, daha güvenilir bir endeks oluşturabilmek için alt kalem bazında en detay seviyedeki fiyat endeksleri kullanılmıştır. Avrupa Merkez Bankası (2007)'de de belirtildiği üzere, her alt kalem yönetilen veya piyasa tarafından belirlenen olarak doğrudan bir ağırlığa sahip değildir. Bu çalışmada, herhangi bir alt kalemde devlet tarafından belirlenen maddelerin ağırlığı yüzde 50'den fazla ise söz konusu kalem yönetilen fiyat endeksinde dahil edilmiştir. Endeks türetilirken 2003 yılından bu yana beş basamaklı endekse giren/çıkan bütün kalemler dikkate alınmış ve endeks her yıl Ocak ayında güncellenmiştir. Yönetilen fiyat endeksinin oluşturulmasında EUROSTAT tanımı esas alındığından endeks alkollü içecekler, tütün mamulleri ve akaryakıt kalemlerini içermemektedir.



Yönetilen fiyatların yanında, kamu kesiminin enflasyon üzerindeki etkisi dolaylı vergilerdeki değişimler kanalıyla da olmaktadır. Başta akaryakıt, tütün ürünleri ve alkollü içecekler olmak üzere belirli ürünlerden alınan dolaylı vergiler, vergi gelirleri içinde önemli bir paya sahiptir. Bu kutuda vergi değişikliğinin tüketici enflasyonuna katkısı hesaplanırken akaryakıt, tütün ürünleri, alkollü içecekler ve otomobil kalemlerindeki ÖTV ayarlamaları dikkate alınmıştır.

Buna göre, 2005-2012 döneminde yönetilen fiyatlar ile vergi ayarlamaları yoluyla kamu kesiminin yıllık tüketici enflasyonuna katkısı ortalama 2 puan olmuştur (Grafik 3). Enerji kalemlerinin etkisi dışlandığında, ortalama toplam katkı 1,3 puana gerilemekte, bunun da 0,7 puanını vergi ayarlamaları oluşturmaktadır. Özellikle, enflasyonun yüzde 4 ile tarihi düşük seviyeye gerilediği Mart 2011'de, yönetilen fiyatların katkısının geçmiş dönem ortalamalarının belirgin oranda altında gerçekleştiği ve ÖTV değişimlerinin katkısının sıfır olduğu dikkat çekmektedir. Son alınan kararların etkisiyle yönetilen enerji kalemleri hariç kamu kesimi fiyat ayarlamalarının yıllık enflasyona doğrudan katkısının Ekim ayı sonu itibarıyla 1,2 puan civarında olduğu tahmin edilmektedir. Enerji dahil değerlendirildiğinde ise söz konusu etki yaklaşık 2,3 puan olarak öngörülmektedir.

**Grafik 3. Yönetilen Fiyatlar ile Vergi Değişimlerinin Yıllık Enflasyona Katkısı\* (Yüzde Puan)**



### 2012 Yılı Eylül Ayında Alınan Tedbirlerin Etkisi

Yakın dönem enflasyon gelişmelerini daha sağlıklı değerlendirebilmek için Eylül ayında alınan tedbirlerin enflasyona etkilerinin daha detaylı olarak incelenmesinde fayda görülmektedir. 22 Eylül 2012 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan ve ÖTV Kanunu'na tabi bazı ürünlerdeki vergi oranlarının değiştirilmesine ilişkin düzenlemede akaryakıt, otomobil ve alkollü içeceklerdeki ÖTV oranları artırılmıştır. Bu dönemde ayrıca, 1 Ekim 2012'den itibaren geçerli olmak üzere, elektrik ve doğalgaz fiyatlarında da artış gözlenmiştir. Bu düzenlemelerin yıllık tüketici enflasyonuna *doğrudan* etkisinin, ÖTV artışlarının tamamen fiyatlara yansıtılması durumunda, 1,16 puan olacağı hesaplanmaktadır (Tablo 1). Ancak Ekim ayı içindeki ilk gelişmeler çerçevesinde, söz konusu etkinin yaklaşık 1,10 puan olacağı tahmin edilmektedir. Halihazırda bu etkinin 0,22 puanı Eylül ayı enflasyonuna yansıtıldığı göz önüne alınırsa, kamu kesimi kararlarının enflasyon üzerindeki *doğrudan* etkisinin büyük bir kısmının (yaklaşık 0,88 puan) Ekim ayında gözlenmesi beklenmektedir.

Tablo 1. ÖTV Artışları ve Enerji Fiyat Ayarlamalarının Enflasyona Katkısı

	Toplam Değişim (Yüzde)	Toplam Katkı (Hesaplanan*)	Toplam Katkı (Ekim Ayı İtibarıyla Tahmini**)
<b>ÖTV artışları:</b>			
Akaryakıt	10,43	0,50	0,50
Otomobil	1,94	0,12	0,06
Alkollü içecekler	9,89	0,03	0,04
<b>Toplam</b>		<b>0,66</b>	<b>0,60</b>
<b>Yönetilen enerji fiyatları</b>			
Elektrik	9,8	0,34	0,34
Doğalgaz	9,8	0,16	0,16
<b>Toplam</b>		<b>0,50</b>	<b>0,50</b>
<b>Genel Toplam</b>		<b>1,16</b>	<b>1,10</b>

\* Vergi artışlarının tamamının fiyatlara yansıtacağı varsayımıyla hesaplanmıştır.

\*\* Ekim ayı içindeki ilk gerçekleşmeler dikkate alınarak yapılan tahminleri vansıtmaktadır.

Sonuç olarak, kamu kesimi kararları temel olarak iki kanaldan enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. Birincisi fiyatları kısmen ya da tamamen kamu tarafından yönetilen kalemlerdeki fiyat ayarlamalarıdır. İkinci kanal ise dolaylı vergilerde yapılan değişikliklerdir. Bu kanallarla kamu kesiminin enflasyona olan *doğrudan* katkısı 2011'in son çeyreğinden itibaren yükselmiştir.

### Kaynakça:

EUROSTAT (2010), "HICP-Administered Prices (HICP-AP)".

Avrupa Merkez Bankası (2007), "Measuring and Assessing the Impact of Administered Prices on HICP Inflation", Mayıs 2007 Aylık Bülteni.



## 4. Arz ve Talep Gelişmeleri

2012 yılının ikinci çeyreğine ilişkin milli gelir verilerine göre iktisadi faaliyet Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüm ile büyük ölçüde uyumlu seyretmiştir. İkinci çeyrekte milli gelir dönemlik bazda belirgin bir artış sergilemiş olsa da, bu artışta ilk çeyrekteki hava koşulları gibi geçici unsurların telafisinin de olduğu, dolayısıyla iktisadi faaliyetin ana eğiliminin ılımlı olduğu değerlendirilmektedir. Bu dönemde yurt içi talep zayıf seyrini korurken, net ihracat büyümenin temel sürükleyicisi olmuş, böylece talep kompozisyonundaki dengelenme sürmüştür.

Üçüncü çeyreğe ilişkin veriler iktisadi faaliyetin yavaşladığına işaret etmektedir. Şubat-Mayıs döneminde dört ay üst üste artış gösteren sanayi üretimi son dönemde dalgalı bir seyir izlerken, üretim Temmuz-Ağustos döneminde bir önceki çeyreğe göre gerilemiştir. Diğer taraftan, yakın dönemde açıklanan verilere göre tüketim talebinde ılımlı bir toparlanma gözlenirken, artan talep belirsizliği gibi unsurların da etkisiyle yatırım talebi zayıf seyretmektedir.

Yakın dönem göstergeleri son çeyrekte toparlanma sinyalleri içermektedir. Nitekim, Ağustos ayındaki olumsuz görünümün ardından, öncü üretim verileri ve satış göstergeleri Eylül ayında toparlanmaya işaret etmektedir. Firmaların sipariş beklentilerinde son aylarda gözlenen iyileşmeler de son çeyreğe ilişkin toparlanma sinyalleri vermektedir. Küresel ekonomiye ilişkin devam eden sorunlara paralel olarak küresel büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellense de, önümüzdeki dönemde, ürün ve pazar çeşitlenmesi ile dengelenme yönünde uygulanan politikaların etkisiyle ihracatın sergilediği olumlu performansın sürebileceği düşünülmektedir. Bu doğrultuda, toplam talep koşulları enflasyondaki düşüşü desteklerken, cari işlemler açığı kademeli olarak azalmaya devam etmektedir.

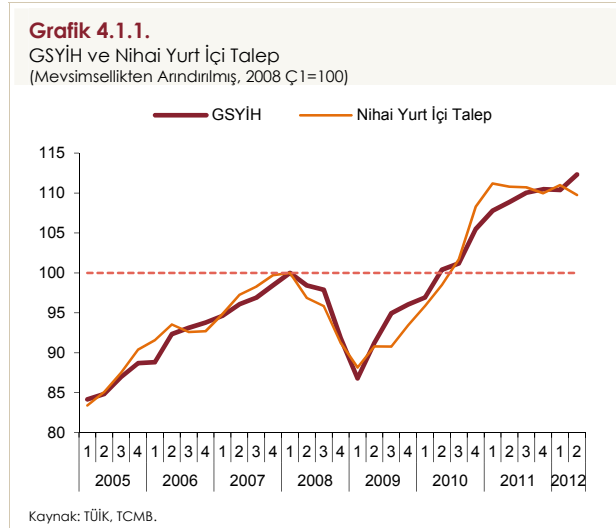
Önümüzdeki dönemde ekonomideki ılımlı büyümenin süreceği tahmin edilmektedir. Para politikasının etkilerinin kademeli olarak hissedilmesi, ekonomideki dengelenme sürecinin sonucu olarak cari dengedeki düzelmelerin risk algılamalarını olumlu etkilemesi ve kriz öncesi seviyelerinin de altında seyreden işsizlik oranları gibi unsurların tüketim talebini desteklemesi beklenmektedir. Bununla birlikte, küresel belirsizliklerin sürmesi özellikle güven kanalından yatırım talebine ilişkin aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Nitekim, bir önceki rapor dönemine göre değerlendirildiğinde, görece daha uzun vadeye

yönelik algılamaları yansıtan yatırım eğilimi göstergelerindeki zayıflamanın devam ettiği gözlenmektedir.

#### 4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

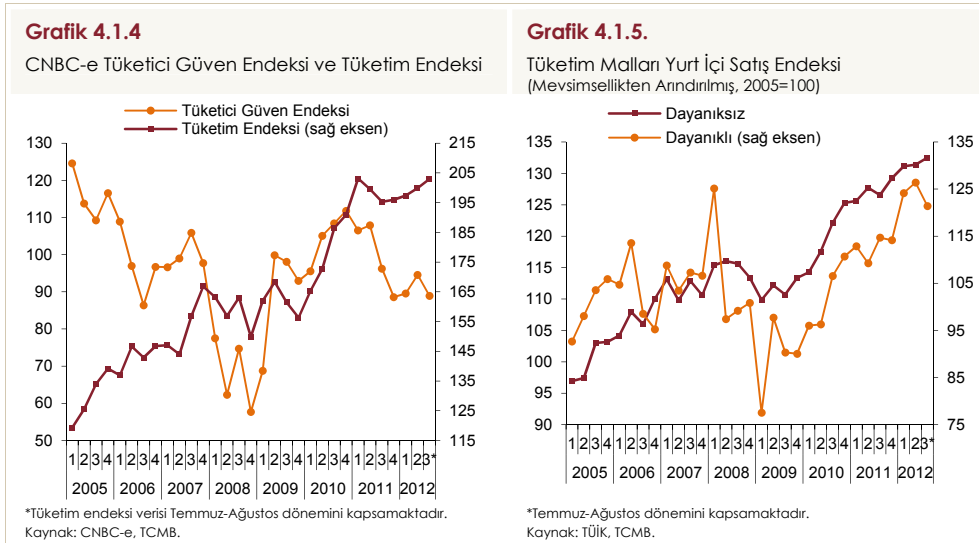
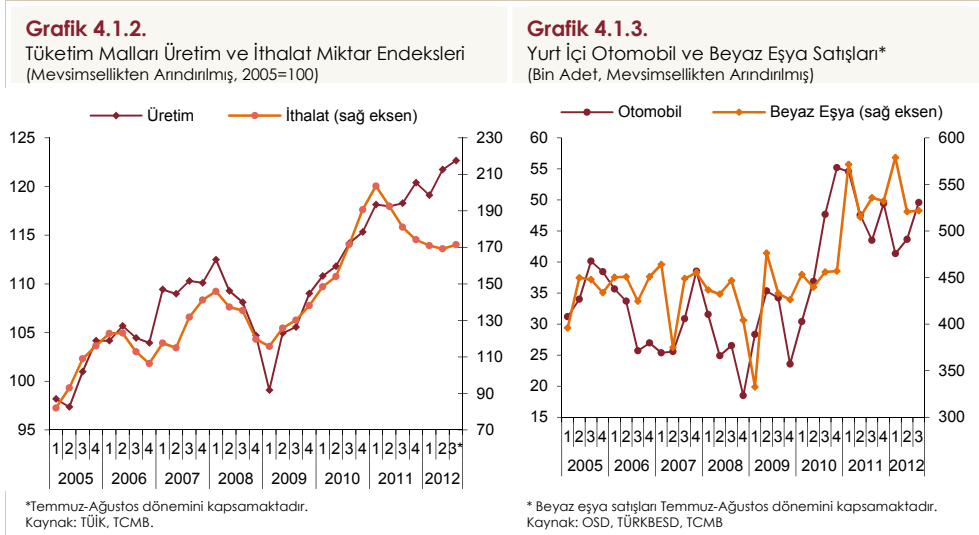
TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre GSYİH 2012 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 2,9 oranında artış kaydetmiştir. Talep bileşenlerindeki dengelenme bu dönemde kuvvetlenerek devam etmiştir. Yıllık büyümeye katkılar incelendiğinde, net dış talebin önemli derecede artırıcı katkı sağladığı, özel kesim tüketim ve yatırım talebi ile stokların ise negatif katkı sağladıkları görülmektedir.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, GSYİH'nin yılın ikinci çeyreğinde dönemlik bazda yüzde 1,8 oranında arttığı görülmektedir. Bununla birlikte, iktisadi faaliyette görülen bu kuvvetli artışta Temmuz Enflasyon Raporu'nda belirtildiği üzere, ilk çeyreğin telafisinin de önemli rol oynadığı düşünülmekte; dolayısıyla iktisadi faaliyetteki eğilim ılımlı büyüme şeklinde değerlendirilmektedir. Bu dönemde özel tüketim ve kamu tüketimi dönemlik büyümeye sınırlı oranda katkı sağlarken, yatırımların yüksek oranda azalması sonucunda yurt içi talep gerilemiştir (Grafik 4.1.1).

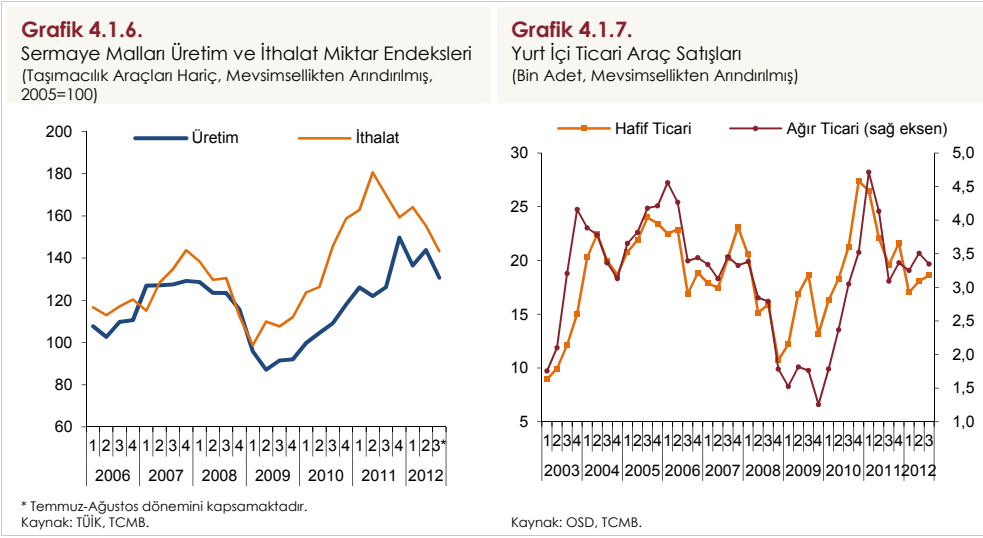


Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin veriler, nihai yurt içi talepte ılımlı bir artışa işaret etmektedir. Nitekim, özel tüketim talebine ilişkin göstergelerden tüketim malları üretimi bu dönemde artarken, ithalattaki artış daha sınırlı bir oranda kalmıştır (Grafik 4.1.2). Diğer taraftan, yurt içi otomobil satışları üçüncü çeyrekte yüksek oranda artarken beyaz eşya satışlarında ise önemli bir değişim

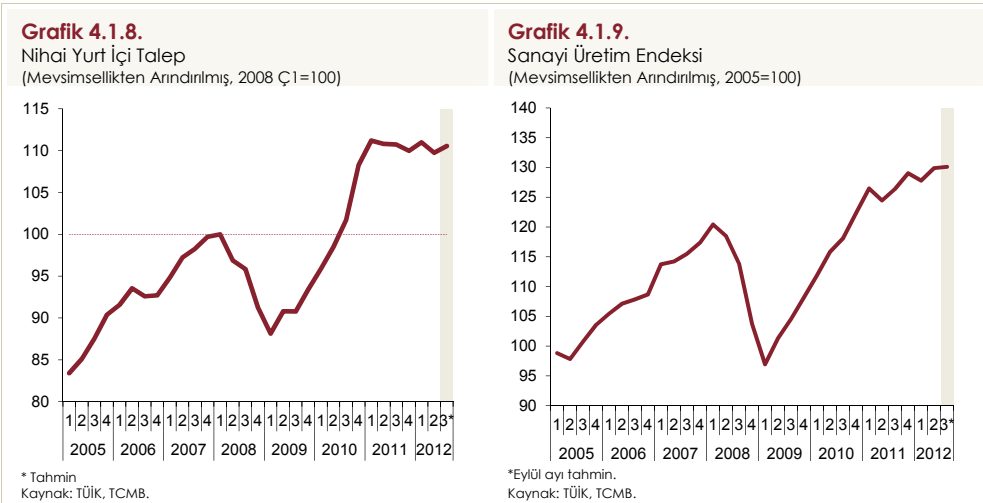
gözlenmemiştir (Grafik 4.1.3). Bunun yanı sıra, tüketici güven endeksi gerilemiş, tüketim endeksi ise artış eğilimini korumuştur (Grafik 4.1.4). Temmuz-Ağustos döneminde dayanıksız mallar yurt içi satışları artarken, dayanıklı mallar yurt içi satışları gerilemiştir (Grafik 4.1.5).



Yakın dönem göstergeleri, yatırım talebinde ikinci çeyrekte görülen gerilemenin üçüncü çeyrekte devam ettiğine işaret etmektedir. Sermaye malları üretimi ve ithalatı Temmuz-Ağustos döneminde gerilemiştir (Grafik 4.1.6). Üçüncü çeyrekte iç piyasaya yapılan hafif ticari araç satışları artarken, ağır ticari araç satışları azalmıştır (Grafik 4.1.7).



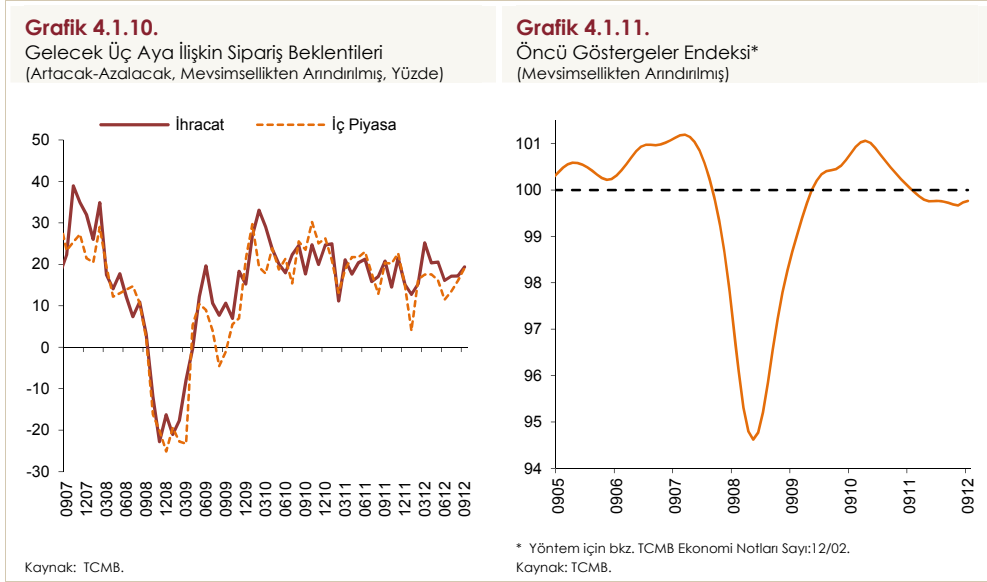
Özetle, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin göstergeler yurt içi talebin tüketim harcamaları kaynaklı olmak üzere ılımlı bir oranda artacağına işaret etmektedir (Grafik 4.1.8). İktisadi faaliyet üretim tarafından incelendiğinde, mevsimsellikten arındırılmış sanayi üretimi Temmuz-Ağustos ayları ortalamasının ikinci çeyreğe göre azaldığı görülmektedir. Ağustos ayında üretimde görülen yüksek oranlı azalışta Ramazan Bayramı tatili, 30 Ağustos Zafer Bayramı tatili ile hafta sonu arasında kalan günlerde fazladan yapılan tatillerin etkili olabileceği düşünülmektedir. Üretime ilişkin göstergeler üçüncü çeyrekte zayıf bir üretim faaliyetine işaret etmektedir (Grafik 4.1.9).



Diğer taraftan, son döneme ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetin yılın son çeyreğinde artacağına işaret etmektedir. Eylül ayına ilişkin İYA'dan alınan gelecek üç ay iç ve dış piyasa sipariş beklentileri ile öncü göstergeler

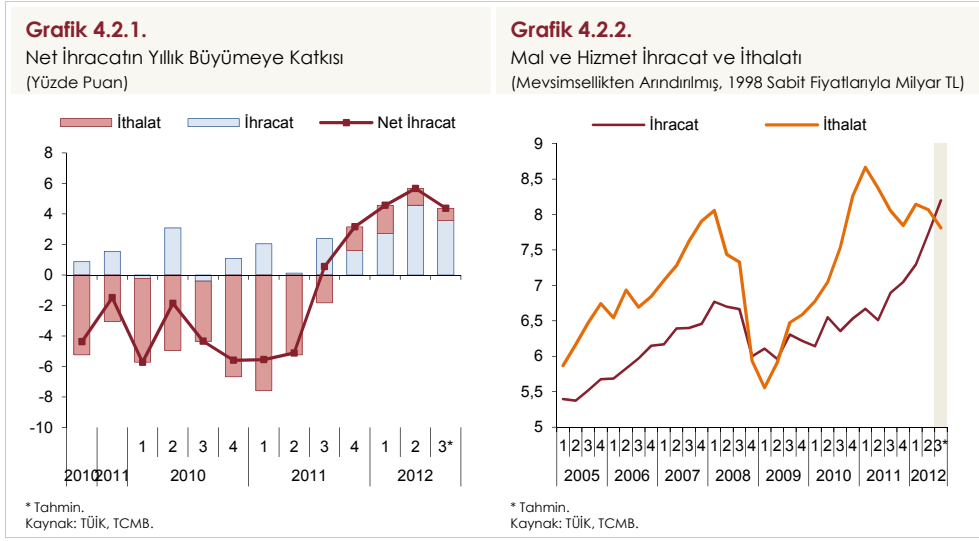


endeksinde görülen hafif toparlanma bu görünümü desteklemektedir (Grafik 4.1.10 ve Grafik 4.1.11).



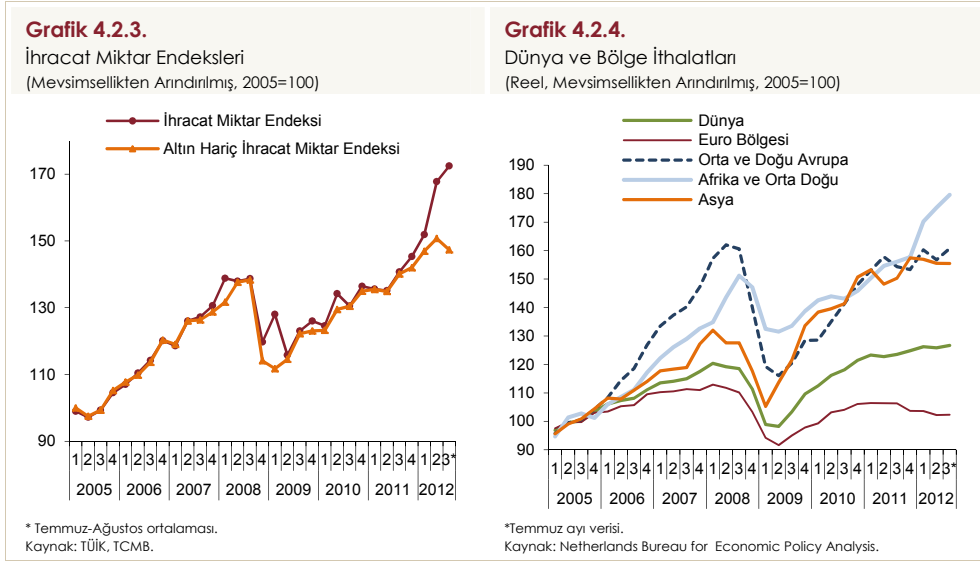
## 4.2. Dış Talep

2012 yılı ikinci çeyreğine ilişkin milli gelir verileri bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerle uyumlu bir şekilde talep bileşenlerindeki dengelenmenin sürdüğüne işaret etmektedir. Bu dönemde mal ve hizmet ihracatı yıllık bazda yüzde 19,8 oranında artarken, mal ve hizmet ithalatı yüzde 3,6 oranında gerilemiştir. Böylece, net ihracat önceki iki çeyrekte olduğu gibi, bu çeyrekte de yıllık büyümeye en yüksek katkı yapan harcama bileşeni olmuştur (Grafik 4.2.1). Net ihracatın yıllık büyümeye yüksek oranlı katkı yapmasında net altın ihracatının etkisi not edilmelidir (Kutu 4.3). Dönemlik bazda değerlendirildiğinde, ikinci çeyrekte mevsimsellikten arındırılmış verilerle mal ve hizmet ihracatının güçlü artış kaydettiği, buna karşılık mal ve hizmet ithalatının zayıf bir seyir izlediği görülmektedir (Grafik 4.2.2).

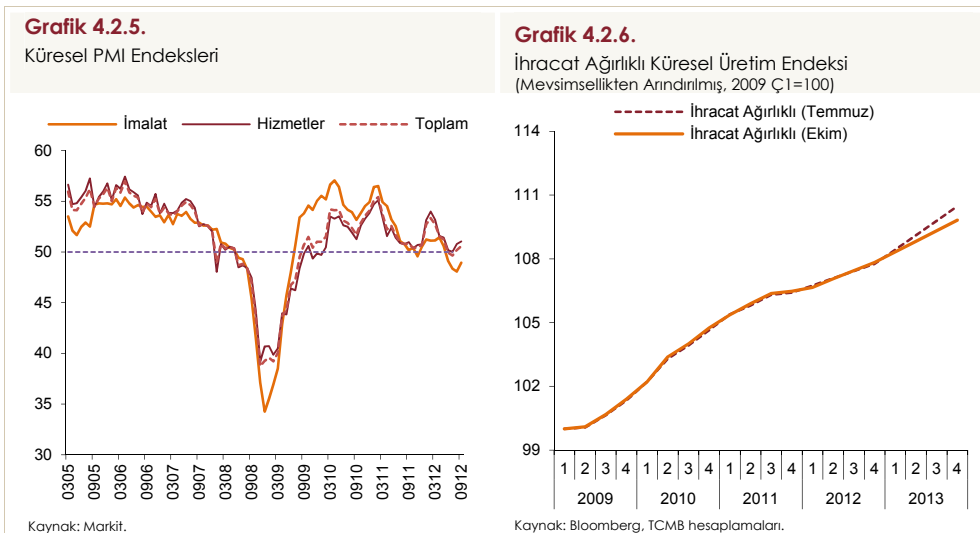


Temmuz-Ağustos döneminde ihracat miktar endeksi artış eğilimini koruyarak beş çeyrek üst üste artış kaydetmiştir. Yılın ilk çeyreğinde altın ihracatında görülen yüksek düzeyler bu dönemde de devam etmiş, böylece altın ihracatı toplam ihracatın güçlü seyrine önemli katkı sağlamıştır. Bu durumun dönemsel altın dış talebi artışından kaynaklandığı ve kalıcı bir eğilime dönüşmeyeceği düşünülmektedir. Bu nedenle, ihracatın ana eğilimini değerlendirebilmek amacıyla altın hariç ihracat miktar endeksi takip edilmektedir. Bu çerçevede oluşturulan çekirdek endeks, genel endeksin aksine Temmuz-Ağustos döneminde bir önceki çeyreğe kıyasla gerilemiştir (Grafik 4.2.3). Bu durum, ihracatın ana eğiliminde zayıflayan bir seyre işaret etse de Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) verileri altın hariç ihracatın Eylül ayında bir miktar toparlandığını göstermektedir.

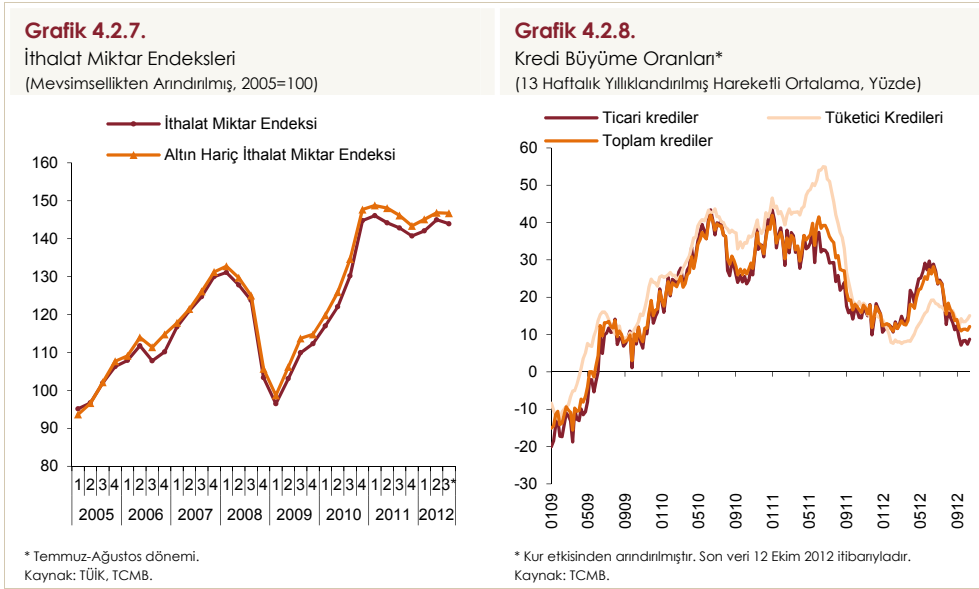
Küresel eğilimlere bakıldığında, dünya geneli ithalat talebinin Temmuz ayında bir önceki çeyreğe kıyasla sınırlı da olsa artış kaydettiği görülmektedir. Ne var ki, ihracatımızda önemli paya sahip olan ana ticaret ortağımız Euro Bölgesi ithalat talebi zayıf seyretmeye devam etmektedir. Euro Bölgesi'yle birlikte gelişmekte olan Asya ülkeleri de dünya ithalat talebini sınırlamaktadır. Öte yandan, son dönemde ihracat içerisindeki payı giderek yükselen Afrika ve Orta Doğu ülkelerinin ithalat talebindeki artış eğilimi sürmektedir (Grafik 4.2.4). Ek olarak, Orta ve Doğu Avrupa bölgesi dünya ithalat talebine olumlu katkıda bulunan bir diğer ülke grubudur. Bu gelişmeler ışığında, dış talep koşullarında ek bir kötüleşmenin olmadığı vurgulanmalıdır. Böylece, yılın üçüncü çeyreğinde mal ve hizmet ihracatının artış eğilimini koruduğu tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.2).



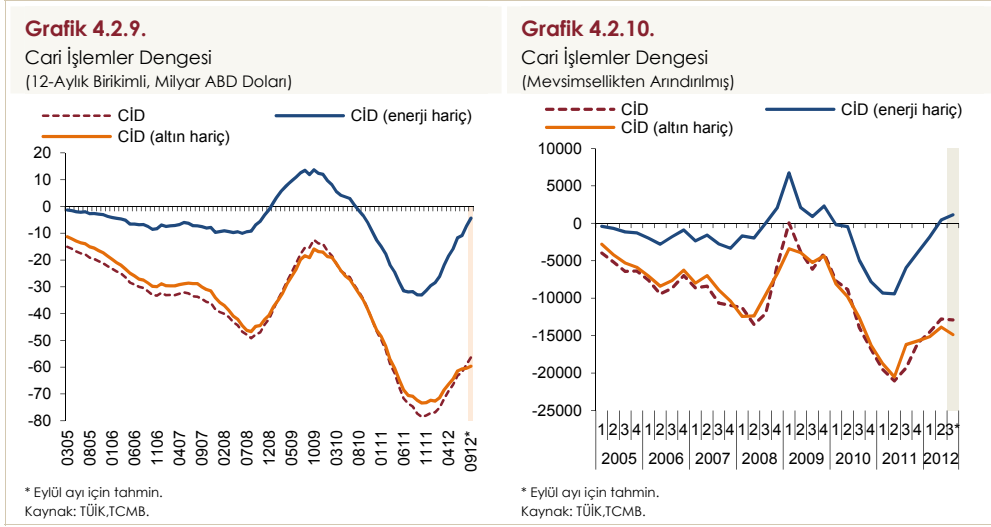
Küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyri ve finansal piyasalarda süregelen sorunlar dış talep üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olmayı sürdürmektedir. Nitekim, küresel PMI imalat endeksi Eylül ayında da zayıf seyrini sürdürmüş dört ay üst üste 50 düzeyinin altında gerçekleşmiştir. Diğer yandan toplam endeks, hizmetler sektöründeki ılımlı toparlanmanın sonucunda nötr seviyesine yakın gerçekleşmiştir (Grafik 4.2.5). İhracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre bir miktar aşağı yönlü güncellenmesi risklerin canlılığını koruduğunu teyid etmektedir (Grafik 4.2.6).



İthalat miktar endeksi Temmuz-Ağustos döneminde bir önceki çeyreğe göre gerilemiştir. Öte taraftan, ithalatın ana eğilimine ilişkin göstergelerden altın hariç ithalat miktar endeksi yataya yakın bir seyir izlemiştir (Grafik 4.2.7). Kredi kanalının ithalata verdiği destek azalmaya devam etmektedir. Nitekim, gerek ticari krediler gerekse tüketici kredileri yavaşlama eğilimini korumaktadır (Grafik 4.2.8). Ek olarak, nihai yurt içi talep yılın üçüncü çeyreği itibarıyla ılımlı seyretmekte ve göreceli fiyat etkisi ithalat talebini sınırlamayı sürdürmektedir. Bu çerçevede, mal ve hizmet ithalatının yılın üçüncü çeyreğinde gerileyeceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.2).

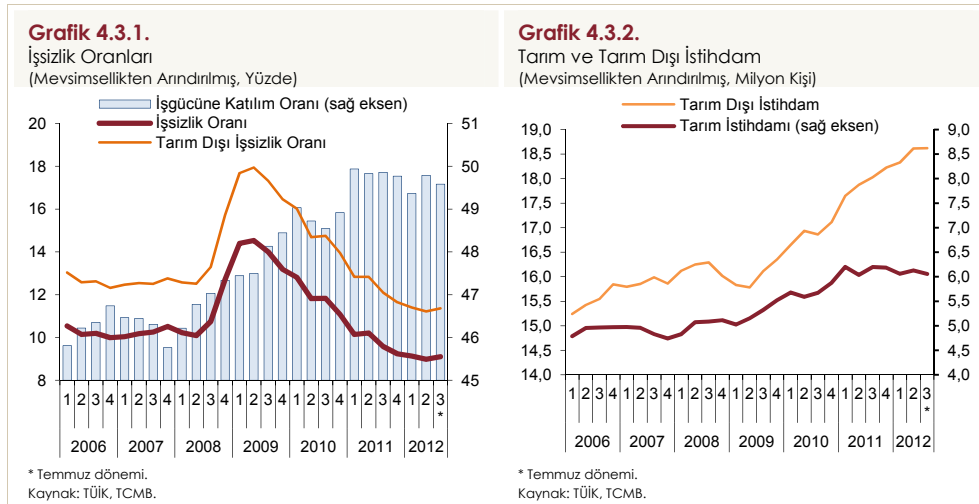


Özetle, yakın döneme dair göstergeler dengelenme sürecinin yılın üçüncü çeyreğinde de devam ettiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, 12 aylık birikimli verilerle gerek cari açık gerekse enerji hariç cari açık kademeli olarak azalmaktadır. Diğer taraftan, altın dış ticareti dışlanarak oluşturulan altın hariç cari işlemler dengesindeki iyileşmenin ise daha sınırlı olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 4.2.9 ve Kutu 4.3). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle cari işlemler ve altın hariç cari işlemler dengesinde sınırlı bir bozulma gözlenmesine karşın, enerji hariç cari açığı iyileşme yavaş da olsa sürmektedir (Grafik 4.2.10). Tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların sürdürülmesi cari açığın orta vadede arzulan boyutlara ulaşmasına katkıda bulunacaktır.

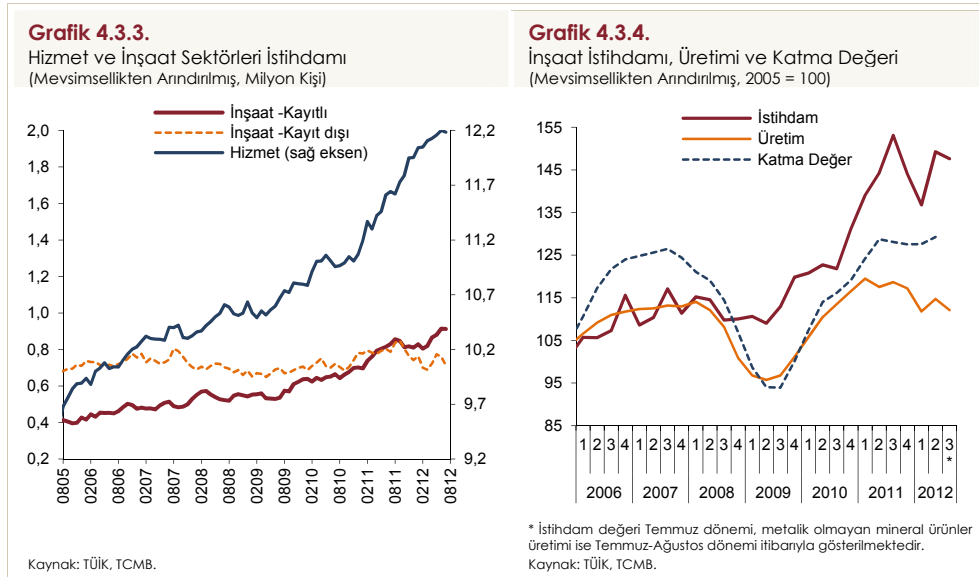


### 4.3. Emek Piyasası

2012 yılının ikinci çeyreğinde işsizlik oranları tarım dışı istihdam artışlarına bağlı olarak azalmaya devam etmiştir. Tarım dışı işgücüne katılım oranı yılın ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre artış göstermiştir. Buna karşın, tarım dışı işgücüne katılım oranının 2010 yılından itibaren zayıf seyretmesi işsizlik oranlarını azaltıcı bir etki yapmıştır. Bu durumun ortaya çıkmasında özellikle 2008 yılından sonra kadınların işgücüne katılım oranında gözlenen güçlü artışın 2010 yılından itibaren hızını kaybetmesi de etkili olmuştur. Bu çerçevede, mevsimsel etkilerden arındırılmış toplam ve tarım dışı işsizlik oranları bu dönemde bir önceki döneme göre sırasıyla 0,2 ve 0,3 puan azalarak yüzde 8,9 ve yüzde 11,1 olarak gerçekleşmiştir. Ancak, toplam ve tarım dışı işsizlik oranları Temmuz döneminde bir önceki döneme göre 0,2 puan artarak yüzde 9,1 ve yüzde 11,4 olmuştur (Grafik 4.3.1 ve Grafik 4.3.2).



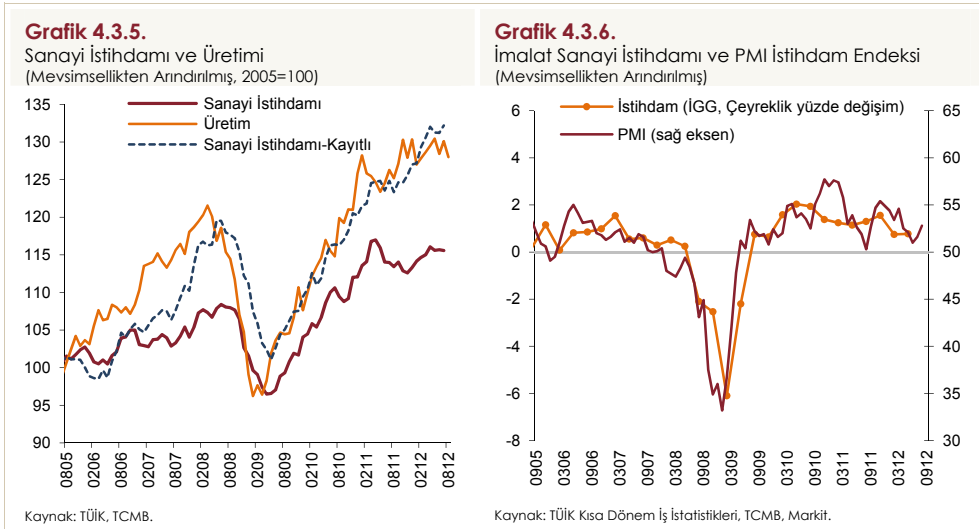
2012 yılının Temmuz döneminde işsizlik oranlarında gözlenen artışlar tarım dışı istihdamın düşmesinden kaynaklanmıştır. Bu dönemde, tarım istihdamı aynı seviyede kalmasına karşın, tarım dışı istihdam bir önceki döneme göre yüzde 0,3 oranında azalmıştır. Tarım dışı istihdamın gerilemesine inşaat ve hizmet sektörleri istihdamlarının düşmesi yol açarken, sanayi istihdamı ise seviyesini korumuştur. İnşaat istihdamında 2012 yılı Mart döneminden itibaren gözlenen artış eğilimi Temmuz döneminde yerini düşüşe bırakmıştır (Grafik 4.3.3). İnşaat istihdamında bu dönemde gözlenen azalış büyük ölçüde kayıt dışı istihdamda gerçekleşmiştir. Hizmet istihdamı artış eğilimi 2012 yılı içinde ivme kaybetmiş ve Temmuz döneminde bir önceki döneme kıyasla azalmıştır (Grafik 4.3.3). Bu dönemde, toplum hizmetleri sektörü istihdamı artmaya devam etmesine karşın, ticaret sektörü istihdamı yüksek bir oranda gerilemiştir. Ayrıca, inşaat üretiminde girdi olarak kullanılan ve inşaat sektörü faaliyetine ilişkin bilgi değeri bulunan metalik olmayan mineral ürünler imalatının 2012 yılının üçüncü çeyreğinde azalması söz konusu dönemde inşaat istihdamına ilişkin iyimser beklentileri zayıflatmaktadır (Grafik 4.3.4).



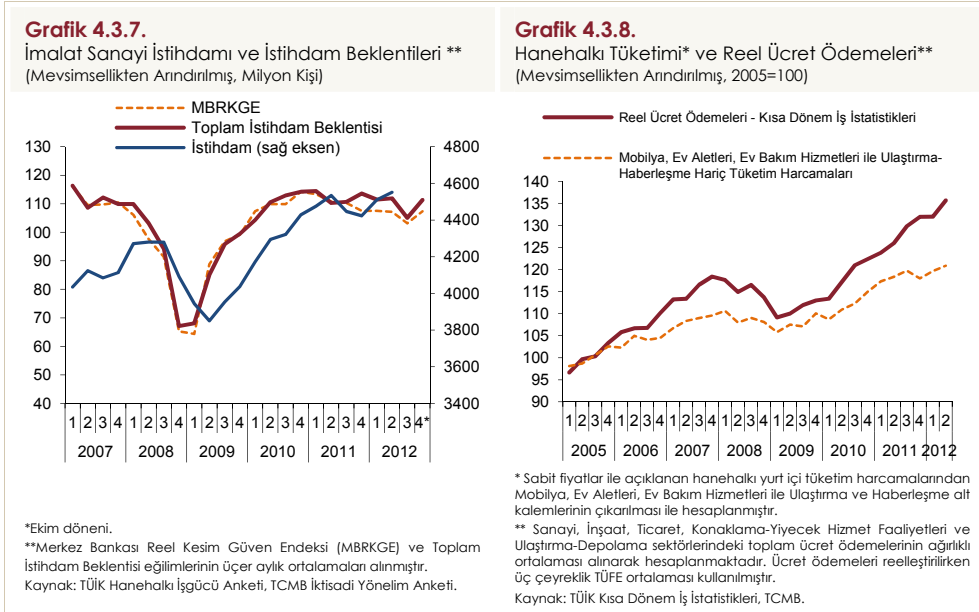
Sanayi üretimi 2012 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre artış göstermiştir. Üretim artışlarıyla birlikte kayıtlı sanayi istihdamı yılın ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yükselirken, kayıt dışı sanayi istihdamı ise aynı dönemde gerilemiştir (Grafik 4.3.5). Öte yandan, sanayi üretimi Ağustos ayında bir önceki aya göre azalmıştır. Ancak, son ay hariç yılın bütününe bakıldığında sanayi üretimindeki ılımlı artış eğiliminin sürdüğü gözlenmektedir. Sanayi üretiminin Eylül

ayında yeniden artış göstereceği ve yılın üçüncü çeyreğinde üretimin ikinci çeyreğe yakın bir seviyede gerçekleşeceği öngörülmektedir.

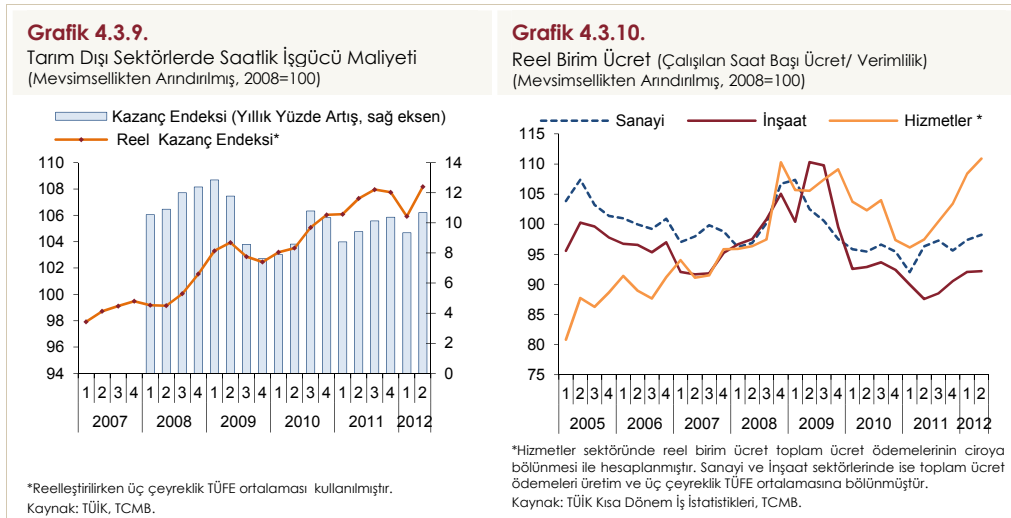
Öncü göstergeler incelendiğinde, PMI istihdam değerinin yılın ikinci çeyreğinin ardından üçüncü çeyreğinde de bir önceki döneme göre düşmesine karşın henüz olumsuz bir eğilime işaret etmediği görülmektedir (Grafik 4.3.6). TCMB İktisadi Yönelim Anketi göstergeleri arasında yer alan ve imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren özel şirketlerin gelecek üç aylık döneme ilişkin beklentilerini yansıtan Toplam İstihdam Beklentisi yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre azalsa da, iyimser bir görünüm olduğunu gösteren 100 değerinin üzerinde kalmıştır (Grafik 4.3.7). Ayrıca, 2012 yılının Ekim ayında bir önceki döneme göre belirgin bir biçimde yükselmiştir. Bu veriler ışığında, yılın üçüncü çeyreğinde sanayi sektöründe istihdamın düşük bir oranda artmaya devam edeceği, fakat küresel iktisadi görünüme ilişkin olumsuz gelişmelerin ve belirsizliklerin istihdam koşullarındaki iyileşmeyi sınırlandıracağı düşünülmektedir.



Emek piyasası gelişmeleri iç talep açısından değerlendirildiğinde reel ücret gelirleri ile hanehalkı tarafından yarı dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları ile hizmetlere yönelik harcamalar arasında uzun dönemde istikrarlı bir ilişki olduğu, fakat tüketim harcamalarının reel ücretlere kıyasla daha yavaş arttığı gözlenmektedir (Grafik 4.3.8). 2012 yılının ilk çeyreğinde yatay seyreden reel ücret ödemelerinin yılın ikinci çeyreğinde yüksek bir oranda artarak hanehalkı harcamalarına destek vermeye devam ettiği görülmektedir.

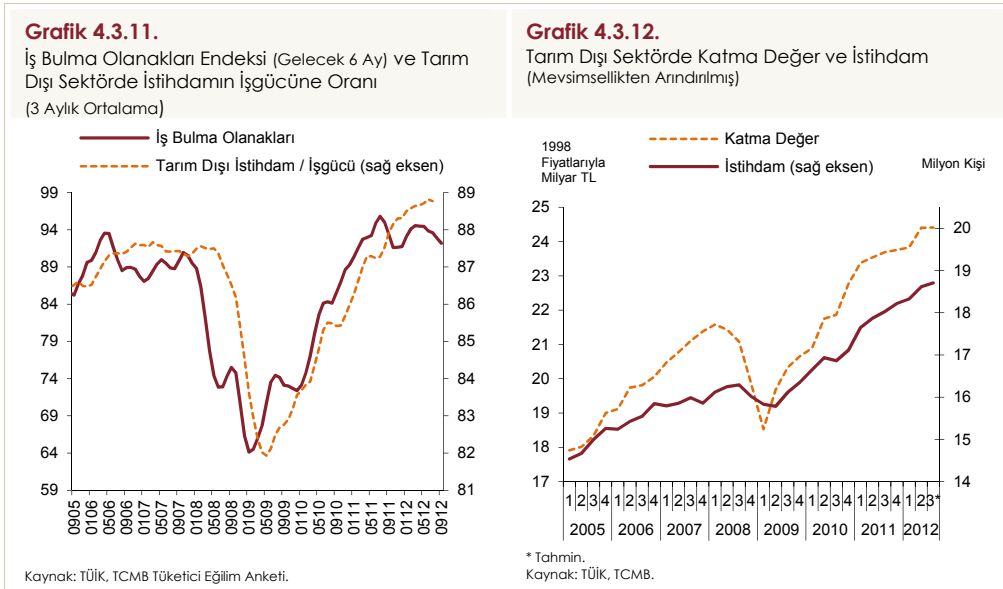


Ücret gelişmeleri maliyet unsuru olarak incelendiğinde ise İşgücü Maliyeti Endeksleri kapsamında yayımlanan tarım dışı saatlik reel kazanç endeksinin 2012 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yükseldiği gözlenmektedir (Grafik 4.3.9). Verimlilik gelişmelerini içeren reel birim ücretler ise sanayi ve hizmet sektörlerinde 2012 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla artarken, inşaat sektöründe aynı düzeyde kalmıştır (Grafik 4.3.10). Tarım dışı sektörlerde üretim artışları yaşanmasına karşın toplam ücret ödemelerinin daha hızlı artması nedeni ile reel birim ücretler yükselmiştir. Ayrıca, bu dönemde tüm tarım dışı sektörlerde çalışılan saat başına reel ücretler artış göstermiştir. Hizmet sektöründe gözlenen reel birim ücret artışları hizmet fiyatlarına ilişkin bir risk unsuru olmaya devam etmektedir (Kutu 4.4).





Özetle, başta inşaat olmak üzere tüm tarım dışı sektörler 2012 yılının ikinci çeyreğinde istihdam artışına katkı sağlamıştır. Öncü göstergeler sanayi istihdamında gözlenen artışın yılın üçüncü çeyreğinde yavaşlayacağına işaret etmektedir. TÜİK-TCMB Tüketici Eğilim Anketi göstergeleri arasında yer alan ve hanehalkının işgücü piyasasına ilişkin beklentilerini yansıtan İş Bulma Olanakları endeksi yılın üçüncü çeyreğinde önceki dönemlere göre bir miktar gerilemiştir (Grafik 4.3.11). Ancak, İş Bulma Olanakları endeksi henüz uzun dönem ortalamalarının üzerinde seyretmektedir. Bu çerçevede, 2012 yılının üçüncü çeyreğinde tarım dışı istihdamın ılımlı bir artış göstereceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.3.12). Ancak, öncü göstergeler küresel ekonomideki olumsuz gelişmelerin ve belirsizliklerin sürmesi durumunda ilerleyen dönemlerde istihdam artışlarının daha fazla yavaşlayabileceğine işaret etmektedir.

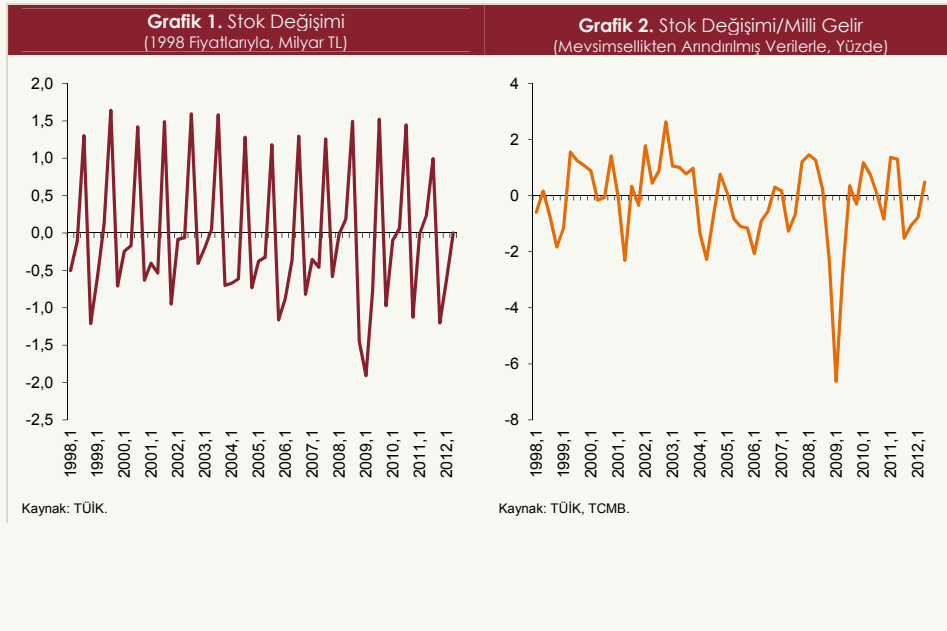


Kutu  
4.1

## Stoklardaki Son Dönem Hareketler

Milli gelir verileri TÜİK tarafından üretim ve harcama yönlerinden yayımlanmaktadır. Özel ve kamu kesimi talebi, net ihracat ve stok değişimleri kalemleri hakkında bilgi içeren harcama yönünden milli gelir verileri uygulanan politikaların ekonomi üzerindeki sonuçlarını takip etmekte önemli bir rol oynamaktadır. Örneğin, anılan veriler incelendiğinde son dönemde nihai yurt içi talebin yataya yakın seyrettiği, net ihracatın büyümeye katkısının ise arttığı görülmektedir. Bununla birlikte, zaman zaman stok değişimi kalemi büyümeye önemli oranda katkı yapabilmektedir. Bu nedenle bazı dönemlerde, sadece nihai yurt içi talep ve net ihracat verilerinin incelenmesi büyümenin kaynaklarının anlaşılmasını zorlaştırabilecektir. Bu çerçevede bu kutuda, söz konusu iki ana kalem dışındaki talep unsuru olan stok değişimi gelişmeleri incelenmiştir.

Stoklar arz ve talep arasında çeşitli nedenlerden kaynaklanan farkları dengeleyerek ekonomideki dalgalanmaları azaltabilecektir.<sup>1</sup> Örneğin, mevsimsellikten arındırılmamış verilerle incelendiğinde tarım hasatının olduğu üçüncü çeyrekte stokların arttığı görülmektedir (Grafik 1). Böylece, bazı ürünlerde üretim dönemsel olarak yoğunlaşmış olsa da yıl geneline yayılan talep stoklar aracılığıyla karşılanabilmektedir.



<sup>1</sup> Tüketim, yatırım ve ihracat talebi, ithalat ve üretim aracılığıyla karşılanmakta, bu kaynaklardan sağlanan arz ile nihai talep arasındaki fark ise stok değişimleri aracılığıyla dengelenmektedir.

Mevsimsel olarak gözlenen bu tür stok hareketlerine ek olarak firmaların ekonomideki talep koşullarına ilişkin beklentileri sonucu stok biriktirme ya da eritme süreci yaşanabilir. Örneğin, talebe dair olumlu beklentileri olması durumunda firmalar stok biriktirme yoluna gidebilirler. Buna karşın, talep koşullarında belirsizliğin arttığı durumda talebi birikmiş stoklardan karşılamayı ve daha sonra stok birikimine gitmemeyi tercih edebilirler. Bu çerçevede, stok değişimi hareketlerini daha iyi yorumlayabilmek için stokların mevsimsellikten arındırılmış verilerine bakılması faydalı olacaktır. Nitekim, mevsimsellikten arındırılmış verilerle incelendiğinde 2001 krizi sonrası firmaların stok biriktirdiği, küresel krizin etkilerinin belirgin şekilde hissedildiği 2009 yılı ilk çeyreğinde ise stokların önemli ölçüde azaldığı ve devamında istikrarlı bir stok biriktirme davranışı olmadığı görülmektedir (Grafik 2).

Bu noktada milli gelir çerçevesinde yayımlanan stok değişiminin toplam stoklarla ilgili bilgi vermediği, o dönemdeki stok değişimiyle ilgili olduğunun dikkate alınması gerektiği vurgulanmalıdır. Bu durum, stokların azaldığı durumlarda dahi stok değişiminin milli gelir büyümesine pozitif katkı yapabileceğine işaret etmektedir. Zira, stok değişimlerinin büyümeye katkısı  $t$  dönemindeki stok değişimi ile karşılaştırma yapılmak istenen dönemdeki  $(t-k)$  stok değişimi farkı ilgili dönemdeki  $(t-k)$  milli gelire bölünerek hesaplanabilir. Bu nedenle,  $t$  dönemindeki stok değişimi negatif olsa da karşılaştırma yapılan dönemdeki stok değişiminden daha az negatif ise büyümeye olumlu katkı yapacaktır. Örneğin, Grafik 2'de mevsimsellikten arındırılmış olarak sunulan stok değişimleri incelendiğinde 2012 ilk çeyreğinde stok değişiminin negatif olduğu ancak, 2011 son çeyreğine göre daha az negatif olduğu görülmektedir. Böylece, stok değişiminin dönemlik büyümeye katkısı pozitif olmuştur (Grafik 3). Öte yandan, milli gelir yıllık büyümesinde ilk açıklanan veriler ile 2012 yılı ikinci çeyreği itibarıyla mevcut olan veriler karşılaştırıldığında bazı dönemlerde stok değişiminin katkısında belirgin güncellemeler olabildiği görülmektedir (Grafik 4). Bu çerçevede, milli gelir alt kalemlerinde güncellemeler sonucu değişiklik olabileceğinden yakın dönem stok değişimi gelişmelerine temkinli yaklaşmak gerekmektedir.<sup>2</sup>

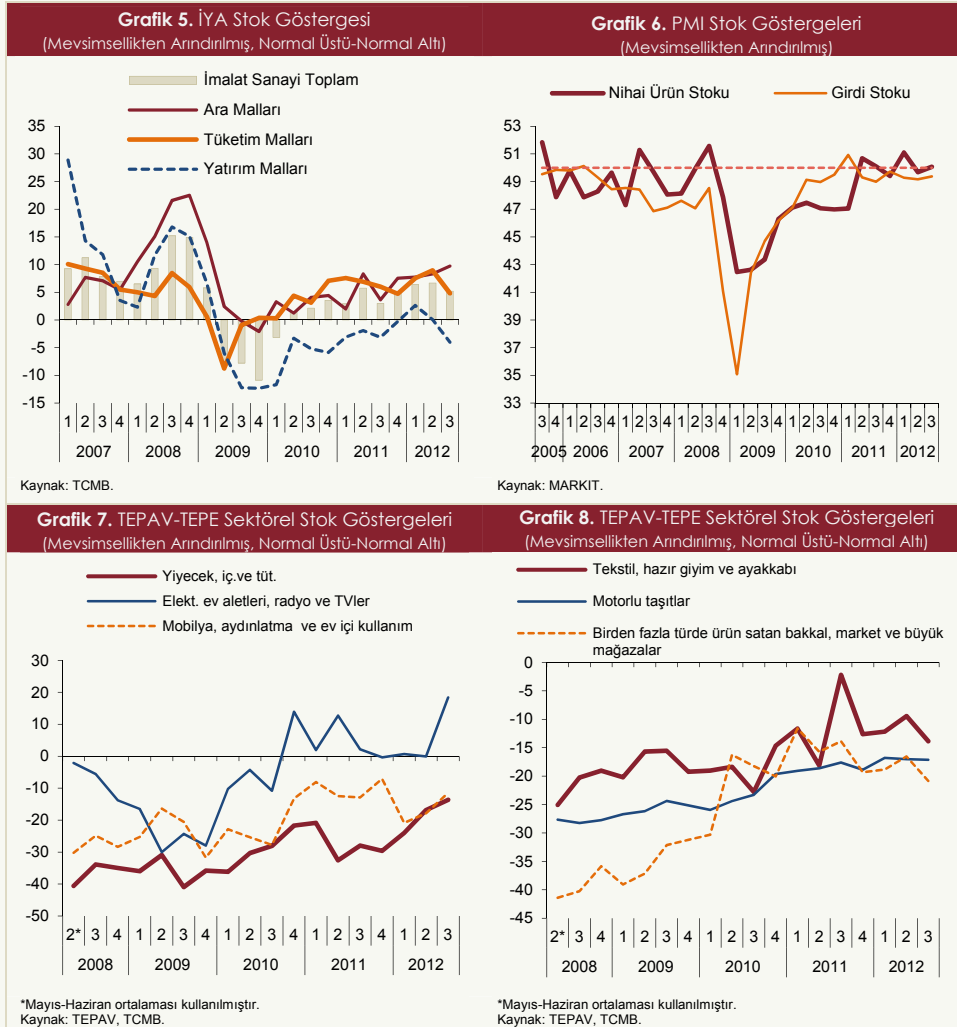
<sup>2</sup> Milli gelirdeki güncellemelere dair daha detaylı bir analiz için bakınız Günay (2011).



<sup>3</sup> Avrupa Merkez Bankası’nın 2012 Mayıs tarihli Aylık Bülteni’nde konu ile ilgili bir analiz yer almıştır.

İYA ve PMI anketleri imalat sanayi firmalarına yöneliktir. TEPE kapsamında ise perakende sektörünün stoklarına ilişkin de bir soru yer almaktadır. Anketin Mayıs 2008'den başlaması nedeniyle gözlem sayısı sınırlı olsa da perakende sektöründe de stokların seyrinin sektörlere göre farklılaştığı görülmektedir (Grafik 7 ve Grafik 8).

Özetle, talebin kompozisyonuna ilişkin yakından takip edilen nihai yurt içi talep ve net ihracat kalemlerinin yanında stok değişimleri de iktisadi faaliyete dair önemli bilgi içerme potansiyeline sahiptir. Zira, 2012 yılı ikinci çeyreğinde olduğu gibi bazı dönemlerde sadece nihai yurt içi talep ve net ihracatın dönemlik büyümeye katkıları ile milli gelir dönemlik büyümesi açıklanamamaktadır. Kriz sonrası eğilimler dikkate alındığında, milli gelir ve anket göstergeleri ekonomide stok biriktirme sürecinin henüz başlamadığına işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde, anket göstergelerine ilişkin gözlem sayısının da artmasıyla birlikte stoklama davranışının daha sağlıklı incelenmesinin mümkün olacağı düşünülmektedir.



**Kaynakça:**

Günay, M. (2011). "Milli Gelir Güncellemeleri", TCMB Ekonomi Notu, No. 11/21.

"Stockbuilding-Theoretical Considerations and Recent Developments", Avrupa Merkez Bankası Aylık Bülteni, Mayıs 2012.

Kutu  
4.2

## Türkiye'nin Altın Stokunun Hesaplanması

Türkiye'de hane halkı tarafından geleneksel tasarruf aracı olarak görülen fiziki altın, ziynet eşyası olmasının yanı sıra saklama ve tasarruf aracı olarak da kullanılmaktadır. Diğer taraftan, özellikle 2008-2009 yıllarında yaşanan küresel kriz sonrası dönemde altın fiyatlarında yaşanan artışlar hane halkının yastık altında tuttuğu altınların kayıt içine alınması vasıtasıyla ekonomiye kazandırılması olgusunu yeniden gündeme taşımıştır. Bu süreçte, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından Türk lirası zorunlu karşılıkların bir kısmının standart işlenmemiş altın cinsinden tutulabilmesine ilişkin yeni düzenlemeler getirilmiştir. Bu düzenleme ile birlikte TCMB net uluslararası rezervlerinin içinde gösterilen altın mevcudu hızlı bir şekilde artış göstermiştir. Ayrıca, ekonomideki aktörlerin altın varlıklarının uluslararası piyasada kolayca dövize çevrilebilir olması sebebiyle altın stoku Türkiye'nin net döviz pozisyonu kapsamında dikkate alınması gereken bir kalemdir. Bu çerçevede, Türkiye'de altın stokunun büyüklüğünün ölçümü büyük önem taşımaktadır.

Türkiye'deki altın stokunun hesaplanması gerek ülkemizdeki altın birikiminin yüzyıllara yayılması, gerekse veri setinin çok geriye gitmemesi sebebiyle güçlük arz etmektedir. Ancak, belirli dönemler arası akım altın hareketleri hesaplanarak söz konusu dönemler içindeki stok altın rakamları tahmin edilebilmektedir. Bu noktadan hareketle, 1984-2012 Ağustos dönemi arasındaki ithalat, ihracat ve üretim değerleri kullanılarak her yıl için akım altın hareketi hesaplanmıştır. Daha sonra akım altın hareketleri toplulaştırılarak 1984 yılından bu yana biriken altın stoku bulunmuştur.

Yöntemsel olarak 1984 yılından günümüze her bir yıl için akım altın (AA) değerlerinin hesaplanması 1 numaralı denklemde gösterilmektedir:

$$AA(t) = \text{İthalat}(t) + \text{Üretim}(t) - \text{İhracat}(t) \quad (1)$$

Her yıl için hesaplanan AA(t) değerleri toplanarak 1984 yılından günümüze kadar olan stok altın (SA<sub>2012</sub>) hesaplanmıştır.

$$SA_{2012} = \sum_{t=1984}^{2012} (AA_{(t)}) \quad (2)$$

Hesaplamaya dahil edilen altın ihracatı ve ithalatı işlenmemiş ve işlenmiş altını kapsamaktadır. İşlenmemiş altın için referans olarak kullanılan parasal olmayan altın ihracatı ve ithalatı verileri, 1984-2012 arası TCMB ödemeler dengesi istatistiklerinden derlenmiştir. İşlenmiş altın ihracat ve ithalatı için TÜİK dış ticaret istatistikleri veri tabanı kullanılmıştır.<sup>4</sup> İşlenmemiş altın dış ticareti olarak adlandırılan parasal olmayan altın verileri miktar cinsinden değil değer cinsinden (ABD doları) açıklanmaktadır. Miktar cinsinden parasal olmayan altın dış ticaret verilerini hesaplamak için ilgili yıldaki altın ihracat ve ithalat değeri o yıldaki referans altının fiyatına bölünmüştür. İşlenmiş altın ihracat ve ithalatı için de yukarıda anlatılan işlem uygulanmıştır.

**Tablo 1:** Türkiye'nin Altın Stoku (1984-2012 Ağustos dönemi)

	Toplam İhracat (ton)	Toplam İthalat (ton)	Üretim (ton)	Stok (ton)	Stok (milyar ABD doları)
1984	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1985	0.0	26.4	0.0	26.4	0.3
1986	0.0	8.1	0.0	34.5	0.4
1987	0.0	8.5	0.0	43.0	0.6
1988	0.0	2.3	0.0	45.2	0.6
1989	0.0	85.2	0.0	130.4	1.6
1990	0.2	124.3	0.0	254.4	3.1
1991	0.5	99.1	0.0	353.0	4.1
1992	1.1	125.7	0.0	477.6	5.4
1993	2.0	158.1	0.0	633.7	7.5
1994	3.6	38.8	0.0	668.9	8.3
1995	4.9	107.0	0.0	771.0	9.5
1996	8.9	135.1	0.0	897.3	11.2
1997	15.3	178.3	0.0	1060.4	11.3
1998	22.3	191.4	0.0	1229.5	11.6
1999	32.2	123.7	0.0	1320.9	11.8
2000	85.7	219.8	0.0	1455.0	13.0
2001	69.0	121.7	1.1	1508.8	13.1
2002	85.2	150.6	4.3	1578.4	15.8
2003	93.6	241.0	5.4	1731.3	19.9
2004	111.4	283.0	5.0	1907.9	25.1
2005	119.3	291.0	5.0	2084.6	29.9
2006	118.0	228.3	8.0	2202.8	43.1
2007	139.8	260.6	10.0	2333.6	52.4
2008	213.9	200.3	11.2	2331.2	65.3
2009	201.5	62.2	14.3	2206.2	69.2
2010	108.4	75.0	16.4	2189.2	86.1
2011	84.7	134.6	24.0	2263.1	114.0
2012 (Ağustos)	218.8	126.6	15.6	2189.1	115.5

Kaynak: TÜİK, İstanbul Altın Borsası ve TCMB hesaplamaları.

<sup>4</sup> TÜİK'in yayınladığı Gümrük Tarife İstatistik Pozisyonu (GTİP) sınıflamasında yer alan 711319 ve 711419 kodlu mücevher ve kuyumcu eşyası kalemlerinden derlenmiştir.



Türkiye'nin 1984 yılından bu yana altın ihracat, ithalat ve üretim değerleri, Tablo 1'de yer almaktadır. Buna göre, 1984–2012 Ağustos döneminde Türkiye'nin altın stokunun 2189 ton arttığı tahmin edilmektedir. Bir başka deyişle, 1984 yılının başında Türkiye'nin altın stokunun sıfır olduğu varsayımı altında, 2012 yılı Ağustos ayı itibarıyla Türkiye'nin altın stokunun 2189 ton olduğu tahmin edilmektedir. Söz konusu miktar yaklaşık 115,5 milyar ABD dolarına tekabül etmektedir. Burada vurgulanması gereken bir nokta, söz konusu altın stoku tutarının varsayımımız gereği mevcut verilerle hesaplanabilen en düşük rakam olduğudur. Türkiye'de altının yüzyıllar boyunca yatırım ve ziynet eşyası olarak kullanıldığı göz önüne alınırsa, ülkemizin altın stokunun yukarıda belirtilen rakamdan çok daha yüksek olması beklenmektedir.

**Kaynakça:**

Aktaş Z., Altan A., Aydın F., Bozok İ. ve Kanlı İ. B. (2012), "Türkiye'de Altın: Dış Ticaret, Cari İşlemler Dengesi ve Büyüme Üzerine Etkisi," TCMB Ekonomi Notu, No.12/29.

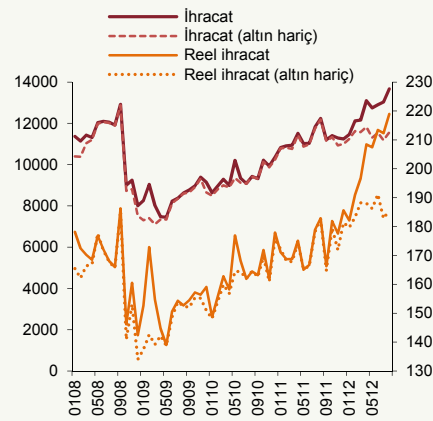
Kutu  
4.3

## Altının Cari İşlemler Dengesi ve Büyüme Üzerine Etkisi

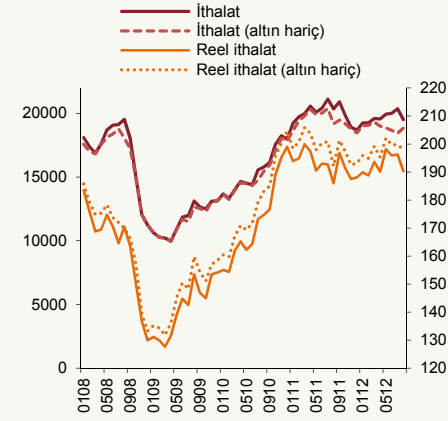
2012 yılında İran kaynaklı olarak altın ihracatı ve paralelinde altın ithalatı ciddi ölçüde artmıştır. Bu kutuda, söz konusu hareketin dış ticaret, cari işlemler dengesi ve büyüme üzerine etkileri incelenmiştir.<sup>5</sup>

## Cari İşlemler Üzerine Etkisi

İhracat rakamları gerek nominal gerekse reel olarak incelendiğinde altın hariç ihracat 2012 yılı başından itibaren yataya yakın bir seyir izlerken, toplam ihracatta bir ivmelenme görülmektedir (Grafik 1). Nominal verilerle incelendiğinde son dönemde ılımlı bir artış görüntüsü çizen ithalat, altın dışlandığında gerileme eğilimindedir. Öte yandan, reel olarak bakıldığında toplam ithalat ile altın hariç ithalat arasında ciddi bir eğilim farkı bulunmamaktadır (Grafik 2).

Grafik 1. Nominal ve Reel İhracat  
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 2. Nominal ve Reel İthalat  
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hem net altın ithalatının dalgalı bir seyir izlemesi hem altın fiyatlarında gözlenen yükseliş eğilimi, cari işlemler dengesi üzerinde önemli etki yapmıştır. Dolayısıyla, cari işlemler dengesinin altın etkisi hariç tutularak incelenmesi önem taşımaktadır. Tablo 1'de cari işlemler dengesi rakamları altın dahil ve hariç olarak sunulmaktadır.

Tablo 1. Altın Ticaretinin Cari İşlemler Dengesi Üzerine Etkisi  
(milyar ABD doları)

	2009	2010	2011	2012*
<b>1. Toplam</b>	<b>-13,99</b>	<b>-46,64</b>	<b>-77,14</b>	<b>-59,01</b>
<b>2. Altın Hariç</b>	<b>-17,00</b>	<b>-46,19</b>	<b>-72,36</b>	<b>-60,39</b>

\* ilk 8 ay, yıllıklandırılmış.

<sup>5</sup> Kutuya ilişkin detaylı bilgi ve hesaplama yöntemleri için bakınız: Aktaş ve diğerleri (2012).

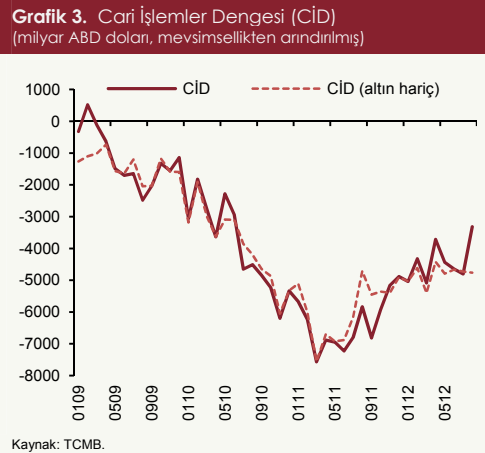
2009 yılında cari işlemler açığı 14 milyar ABD dolarına gerilerken, özellikle yılın ilk çeyreğinde altın ihracatı büyük ölçüde artış göstermiş ve yıl genelinde Türkiye net altın ihracatçısı olmuştur. Söz konusu etki dışlandığında cari işlemler açığının 17 milyar ABD doları olduğu görülmektedir. 2010 yılında, dış ticaret açığında gözlenen büyüme cari açığın genişlemesinde belirleyici olurken söz konusu eğilim 2011 yılında da devam etmiş ve cari açık 77 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Ancak, 2011 yılında yapılan yaklaşık 5 milyar ABD doları net altın ithalatı dışlandığında cari işlemler açığının 72 milyar ABD doları seviyesinde kaldığı görülmektedir. 2011 yılında cari işlemler açığında gözlenen 30 milyar ABD doları tutarındaki kötüleşmenin yüzde 16'sı net altın ithalatından kaynaklanmıştır.

2012 yılının ilk 8 aylık döneminde yapılan yüksek miktarda altın ihracatı büyük ölçüde ithalatla karşılanmış olup, 3 milyar ABD doları tutarında net altın ihracatı gerçekleşmiştir. 2012 yılı Ağustos ayında 59 milyar ABD doları olan yıllıklandırılmış cari işlemler açığının söz konusu etki dışlandığında 60,4 milyar ABD doları seviyesine yükseldiği görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, bu dönemde cari işlemler açığında gözlenen 15 milyar ABD doları iyileşmenin yüzde 20'si net altın ihracatından kaynaklanmıştır.

Mevsimsellikten arındırılmış olarak bakıldığında dış ticaretle ilgili yukarıda sözü geçen eğilim cari işlemler dengesinde de görülmektedir. Altın hariç cari işlemler dengesinde 2012 yılı başından itibaren ılımlı bir toparlanma gözlenirken, toplam cari işlemler açığında önemli ölçüde bir daralma göze çarpmaktadır (Grafik 3).

### Büyüme Üzerine Etkisi

Net altın ihracatının Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'ya (GSYİH) etkide bulunabilmesi için, söz konusu ihracatın bir bölümünün yurt içinde üretilmiş veya işlenmiş olması gerekmektedir. İhracata konu olan altın herhangi bir katma değer içermese de, harcama yönünden GSYİH kompozisyonunu değiştirebilmektedir. Bu çerçevede, altın ihracatının milli gelir büyümesi ve talep kompozisyonu üzerindeki etkilerine ihraç edilen altının kaynaklarının incelenmesi yoluyla bakılmıştır.



Bir dönemde ihraç edilen altın, aynı dönemde yapılan ithalat veya yurt içi üretim tarafından ya da önceki dönemlerde yapılan yurt içi üretim veya ithalat yoluyla biriktirilen altın stoklarından karşılanabilir. Öte yandan, ihracatın bir bölümünün cari dönemde veya önceki dönemlerde kayıt dışı yollarla yurt içine girmiş altın tarafından da karşılanması mümkündür. Tüm bu durumlarda altın ihracatının GSYİH'ye ve talep kompozisyonuna etkileri Tablo 2'de gösterilmektedir.<sup>6</sup>

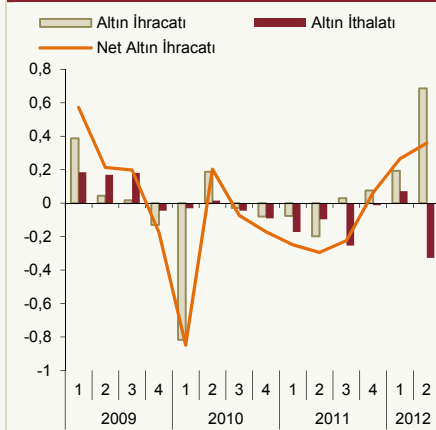
Tablo 2. t Döneminde Yapılan Altın İhracatının, Karşılandığı Kaynağa ve Döneme Bağlı Olarak GSYİH'ye ve Harcama Alt Kalemlerine Etkisi\*

Altın Kaynağı	t-k		t (ihracat dönemi)	
	İhracat (+) İthalat (-)	Stoklar (+)** GSYİH (0)	İhracat (+) İthalat (-)	Stoklar (-) GSYİH (0)
t döneminde üretilen altının ihracatı			İhracat (+) İthalat (0)	Stoklar (0) GSYİH (+)
t döneminde ithal edilen altının ihracatı			İhracat (+) İthalat (-)	Stoklar (0) GSYİH (0)
t-k döneminde ithal edilen altının ihracatı	İhracat (0) İthalat (-)	Stoklar (+)** GSYİH (0)	İhracat (+) İthalat (0)	Stoklar (-) GSYİH (0)
t-k döneminde üretilen altının ihracatı	İhracat (0) İthalat (0)	Stoklar (+)** GSYİH (+)	İhracat (+) İthalat (0)	Stoklar (-) GSYİH (0)
Kayıt dışı yollarla ülkeye giren altının ihracatı			İhracat (+) İthalat (0)	Stoklar (-) GSYİH (0)

\* Parantez içerisindeki işaretler ilgili alt kalemin GSYİH'ye olan katkısını göstermektedir.  
\*\* Tablo önceki dönemlerde üretilen veya ithal edilen altının tüketilmediği veya üretimde girdi olarak kullanılmadığı varsayılarak oluşturulmuştur.

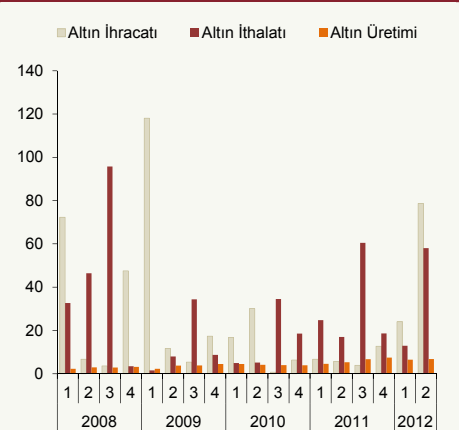
Bu bilgiler ışığında yapılan hesaplamalara göre 2012 yılı ikinci çeyreğinde altın ihracatı yıllık büyümeye 0,69 puan pozitif katkı yaparken altın ithalatının negatif katkısı 0,33 puan olmuştur (Grafik 4). Bu dönemdeki altın ihracatının ithalat ile karşılanmayan kısmının tamamen yurt içinde üretilmiş olması durumunda net altın ihracatının katkısı büyümeye yansacaktır. Aksi durumda ise yalnızca büyümenin kompozisyonu değişecektir.

Grafik 4: Altın Ticaretinin Net İhracatın Katkısına Etkisi (yüzde puan)



Kaynak: TÜİK, Yazarların Hesaplamaları.

Grafik 5: Altın Üretim, İhracat ve İthalatı (ton)



Kaynak: İstanbul Altın Borsası, TÜİK ve Yazarların hesaplamaları.

<sup>6</sup> Tablo 2 TÜİK'ten edinilen bilgiye göre düzenlenmiştir.

Grafik 5'te görüldüğü üzere, ihracat ve ithalat arasındaki farkın ancak sınırlı sayılabilecek bir bölümü üretim yoluyla karşılanmaktadır. Nitekim, 2012 yılı ikinci çeyreğinde, bir önceki yılın aynı dönemine göre altın net dış talebindeki artış 32 ton iken, aynı dönemlerde altın üretimindeki artış 1,4 ton olarak gerçekleşmiştir. Bu durum, altın net dış talebinin karşılanmasında yurt içi üretimin payının çok düşük olduğunu ve dolayısıyla son dönemde altın ticaretinde gözlenen hareketlerin GSYİH yıllık büyümesine katkısının oldukça sınırlı olduğunu ortaya koymaktadır.

**Kaynakça:**

Aktaş Z., Altan A., Aydın F., Bozok İ. ve Kanlı İ. B. (2012), "Türkiye'de Altın: Dış Ticaret, Cari İşlemler Dengesi ve Büyüme Üzerine Etkisi," TCMB Ekonomi Notu, No.12/29.

Kutu  
4.4

## Ticaret-Hizmet Sektöründe Reel Birim Ücretler

Ticaret-Hizmet sektörü için reel birim ücret, TÜİK tarafından üçer aylık dönemlerle Ticaret-Hizmet Endeksleri kapsamında yayımlanan brüt ücret maaş (toplam ücret ödemeleri) endeksinin ciro endeksine bölünmesiyle elde edilmektedir. Bu sektör için üretim verisi açıklanmadığından hesaplamalar ciro üzerinden yapılmaktadır. Reel birim ücret, üretim verisi kullanılarak hesaplandığında, bir birim üretmek için yapılması gereken işgücü maliyetini gösterirken, ciro kullanılarak hesaplandığında ücret ödemelerinin ciro içerisindeki ağırlığını ortaya koymaktadır. Ücret ödemelerinin ağırlığının artması, diğer her şey sabitken, sektördeki kâr marjlarının daraldığına işaret etmektedir. Makro düzeyde sektör verileri üzerinden gözlenen bu olgunun mikro düzeyde ortalama bir firma için de geçerli olduğu varsayımı altında, reel birim ücretin artması, kâr marjlarını sabit tutmak isteyen bir işletme için maliyetlerdeki yükselişi fiyatlara yansıtma olasılığının artması olarak yorumlanabilir.

2010 yılı sonundan itibaren artış eğiliminde olan Ticaret-Hizmet sektörü reel birim ücreti, söz konusu dönemde yaklaşık yüzde 16 oranında artmıştır. Ortalama saatlik ücretin reel olarak yüzde 6 oranında yükseldiği bu dönemde, reel birim ücretin artmasında daha çok ortalama verimlilikteki zayıf seyir etkili olmuştur (Tablo 1).

**Tablo 1: 2010Ç4: 2012Ç2 Ticaret-Hizmet Sektöründe Reel Birim Ücret Gelişmeleri**  
(Logaritmik Fark, Mevsimsellikten Arındırılmış)

	Ticaret-Hizmet	Ticaret	Konaklama-Yiyecek Hizmetleri	Ulaştırma-Depolama	Bilgi ve İletişim	Mesleki-Bilimsel-Teknik Faaliyetler	İdare- Destek Hizmet Faaliyetleri
Reel Birim Ücret (1)=(2)-(3)	0.16	0.20	0.18	-0.14	0.08	0.01	-0.09
Saatlik Reel Ücret (2)	0.06	0.04	0.09	0.02	0.04	0.05	0.18
Verimlilik (Reel Ciro/Çalışılan Saat) (3)=(4)-(5)	-0.10	-0.16	-0.10	0.16	-0.04	0.03	0.27
Ciro (reel) (4)	0.00	-0.02	0.04	0.35	-0.05	0.06	0.07
Çalışılan Saat (5)	0.10	0.14	0.14	0.19	-0.01	0.03	-0.20
<i>Bilgi için:</i>							
Ciro Pay (Yüzde, 2009 Yılı için)	100	78.1	9.9	2.7	3.6	3.4	2.4

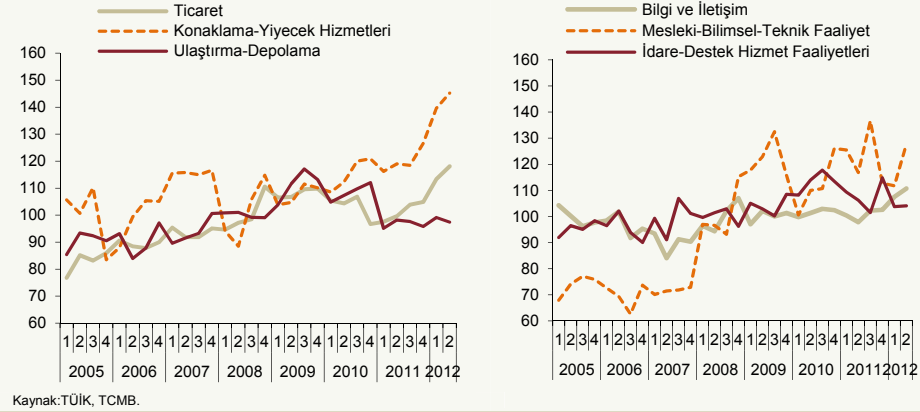
Kaynak:TÜİK, TCMB.

Not: Ticaret-Hizmet sektörü için ortalama birim ücret, toplam ücret ödemelerinin ciroya bölünmesi ile elde edilmektedir. Bu oranın hem pay hem paydasının çalışılan saat ve fiyat endeksine bölünmesi durumunda birim ücret saatlik reel ücretin ortalama çalışılan saat başı reel ciroya, diğer bir ifadeyle ortalama verimliliğe) oranı olarak da ifade edilebilir. Hesaplamalarda fiyat endeksi olarak kira hariç hizmet fiyatları kullanılmıştır.

Aynı dönemde asgari ücret reel olarak yaklaşık yüzde 5 oranında yükselmiştir. Konaklama-Yiyecek Hizmetleri ile İdari Destek Hizmet Faaliyetleri hariç diğer hizmet kalemlerinde ise ortalama ücret artışı asgari ücret artışının altında gerçekleşmiştir (Tablo 1). İdari-Destek Hizmet faaliyetlerindeki saatlik reel ücret artışı verimlilikteki artışla desteklenirken, Konaklama-Yiyecek Hizmetlerinde ücret gelişmelerinin tersine verimlilik gerilemektedir.

**Grafik 1. Hizmet Sektörü Altı Kalemlerinde Reel Birim Ücret (2008=100)**

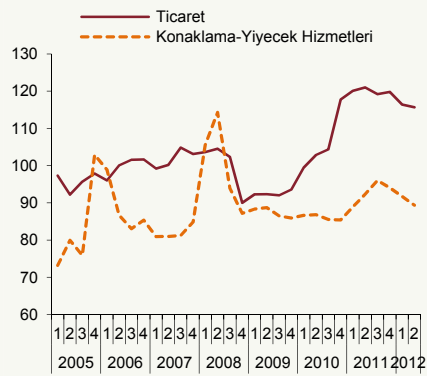
(Mevsimsellikten Arındırılmış)



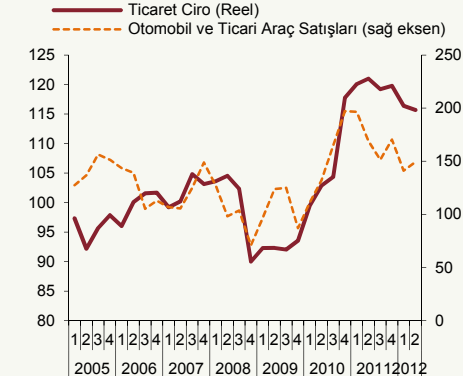
Ticaret-Hizmet sektörünün NACE.Rev2 sınıflamasına<sup>7</sup> göre alt detayına bakıldığında, reel birim ücretteki bu eğilimin geneli yansıtmadığı, reel birim ücretin sadece Ticaret, Konaklama-Yiyecek Hizmetleri ile Bilgi ve İletişim sektörlerinde artış gösterdiği gözlenmektedir (Tablo 1 ve Grafik 1). 2009 dönemi yıllık Sanayi ve Hizmet İstatistiklerine göre Ticaret-Hizmet sektörü içinde Ticaret ve Konaklama-Yiyecek Hizmetleri sektörlerinin payı sırasıyla yüzde 80 ve yüzde 10 seviyesindedir (Tablo 1). Dolayısıyla, Ticaret-Hizmet genelindeki eğilim büyük ölçüde Ticaret sektöründeki gelişmeleri yansıtmaktadır. Ticaret sektöründe reel birim ücret artışının önemli bir kısmı verimlilikteki gerilemeden kaynaklanırken, Konaklama-Yiyecek Hizmetleri sektöründe ücret artışlarının ve verimlilikteki gerilemenin katkısı birbirine yakın gerçekleşmiştir (Tablo 1).

**Grafik 2. Bazı Hizmet Sektörlerinde Ciro**

(Mevsimsellikten Arındırılmış, Reel, 2008=100)

**Grafik 3. Ticaret Sektöründe Ciro ve Araç Satışları**

(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2008=100)



<sup>7</sup> Avrupa Topluluğunda ekonomik faaliyetlerin güncel istatistik sınıflaması.

Ticaret ile Konaklama-Yiyecek hizmetleri sektörlerinde verimliliğin gerilemesinde çalışılan saatteki hareketlerin yanı sıra cirodaki azalma da etkili olmuştur (Grafik 2). Söz konusu sektörler içinde Ticaret-Hizmet sektöründe önemli paya sahip olan Ticaret sektörü incelendiğinde, sektör cirosunun gerilemesinde, yüzde 7'lik paya sahip olan motorlu kara taşıtları ve motosikletlerin toptan ve perakende ticaretindeki gelişmelerin de etkili olduğu görülmektedir (Grafik 3).

Özetle, bazı hizmet sektörlerinde reel birim ücretin artış eğilimini sürdürmesi bu sektörlerde fiyatlar üzerindeki ücret baskısının ağırlık kazandığına işaret etmektedir. Ancak, reel birim ücret artışının kısmen iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın da etkisiyle ortaya çıkan ciro düşüşlerinden kaynaklanmasının, artan işgücü maliyetinin fiyatlara yansıtılma olasılığını sınırlandırdığı düşünülmektedir.

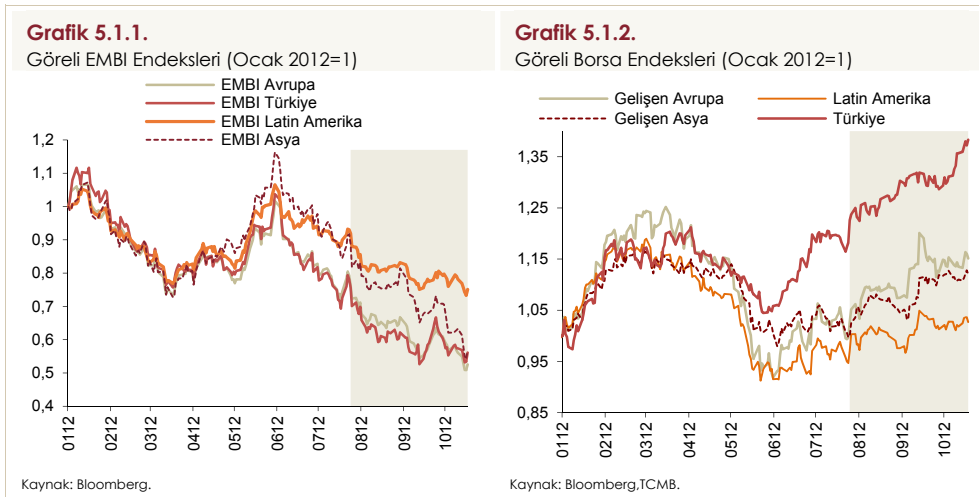


## 5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

### 5.1. Finansal Piyasalar

#### Küresel Risk Algılamaları

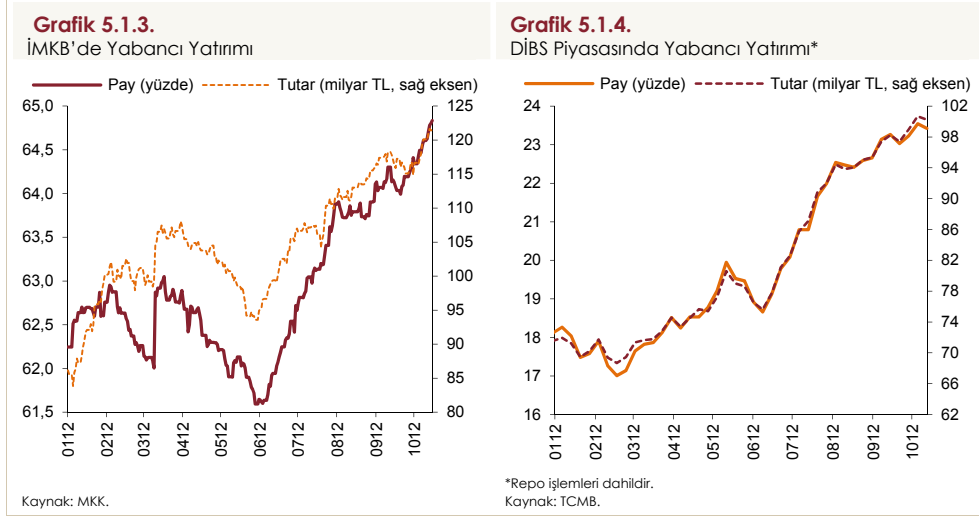
Yılın üçüncü çeyreğinde küresel büyümedeki yavaşlama eğilimi başta gelişmiş ülkeler olmak üzere bir çok ülkenin genişletici yönde para politikası uygulamalarına yol açmıştır. Bu gelişmelerin yanısıra, Euro Bölgesi'ndeki ülkelerin mali sorunlarının çözümüne ilişkin somut önlemler alınması, Haziran ayından bu yana risk iştahının artmasına neden olmuştur. Küresel risk iştahındaki yükselişe paralel olarak gelişmekte olan ülkelerin risk primleri de gerilemiştir (Grafik 5.1.1). Son dönemde, gelişmiş ülkelerin yeni parasal genişleme paketleri açıklaması ile birlikte gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarında tekrar canlanma eğilimi gözlenmiştir. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin borsa endeksleri küresel risk iştahına paralel olarak yükseliş eğilimi sergilemiştir (Grafik 5.1.2). Ekim ayında başta cari açık olmak üzere makroekonomik göstergelere ilişkin verilerin beklenenden olumlu gelmesi İMKB'nin diğer gelişmekte olan ülkelere göre artış yönünde ayrışmasına neden olmuştur.



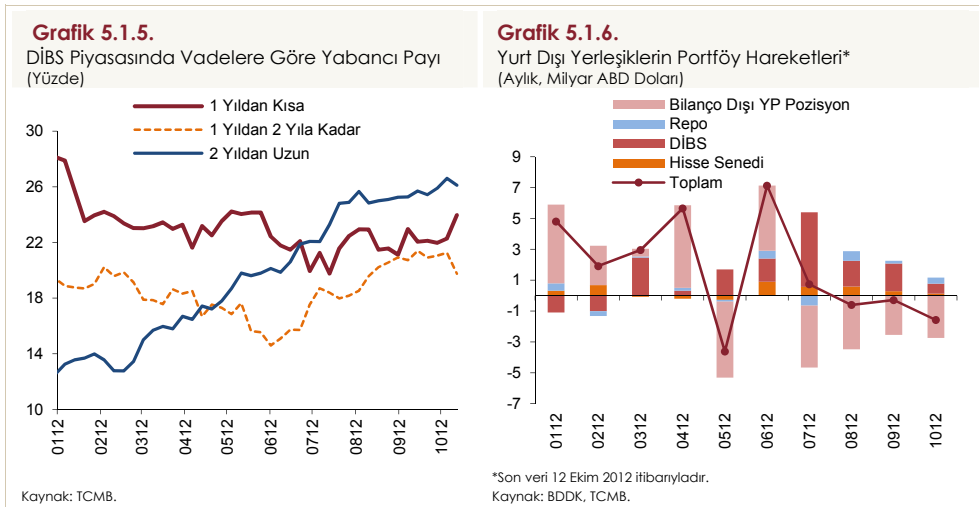
#### Portföy Hareketleri

Üçüncü çeyrekte, gelişmiş ülke merkez bankalarının aldığı parasal genişleme önlemlerinin etkisiyle, diğer gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi, Türkiye'de de kamu borçlanma senetleri ve hisse senedi piyasalarına sermaye girişleri gerçekleşmiştir. Bu doğrultuda İMKB'deki ve DİBS piyasasındaki yabancı

payları Haziran ayından bu yana artış eğiliminde olmuştur (Grafik 5.1.3 ve 5.1.4). İMKB'de yabancı yatırımdaki tutar artışında fiyat yükselişinin de etkisi olmuştur.

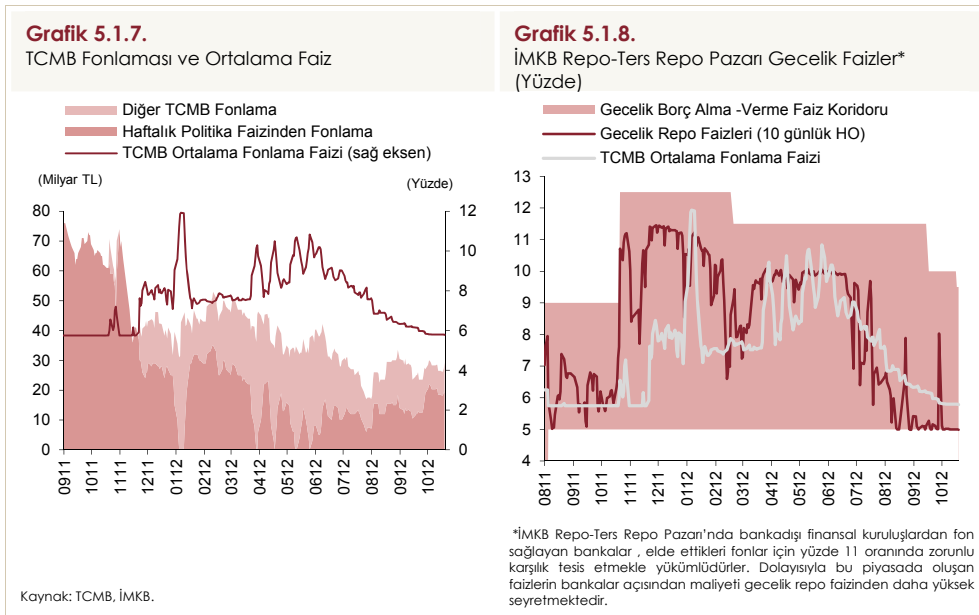


DİBS piyasasındaki yabancı yatırımları bir yıldan uzun vadelerde yoğunlaşmıştır (Grafik 5.1.5). Bu durumda, Türkiye'nin orta vadeli makroekonomik performansına ilişkin olumlu beklentiler ile uzun vadeli getirilerin oynaklığının görece olarak düşük olmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Hisse senedi ve DİBS piyasalarında gözlenen sermaye girişine rağmen, kur takası işlemlerinde azalma gözlenmiştir. TCMB'nin kısa vadeli faizleri ve likidite koşullarını destekleyici bir konuma geçmesi ve döviz opsiyon kullanım imkânı getirmesi ile bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarında düşüş olmasının kur takası işlemleri üzerinde etkili olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.1.6). Sonuç olarak, geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana yurt dışı yerleşiklerin toplam portföy yatırımlarında azalma gözlenmiştir.

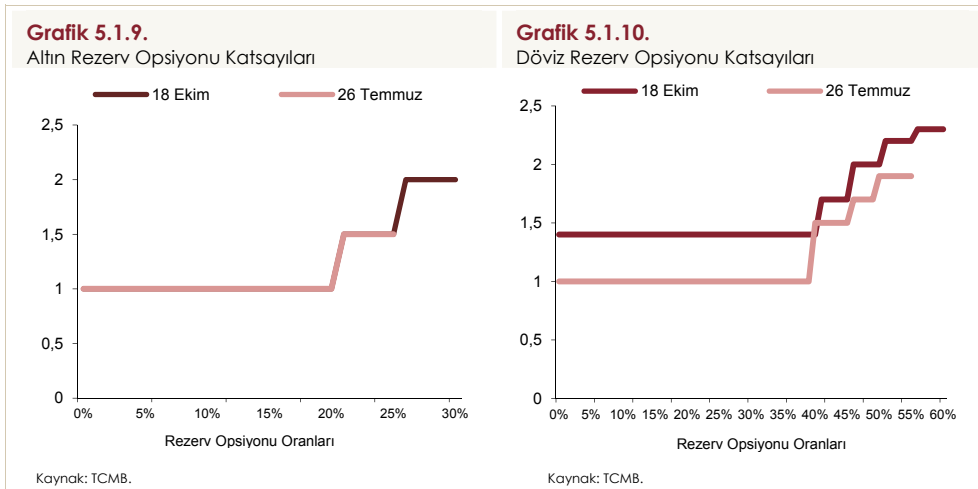


## Para Politikası Uygulamaları

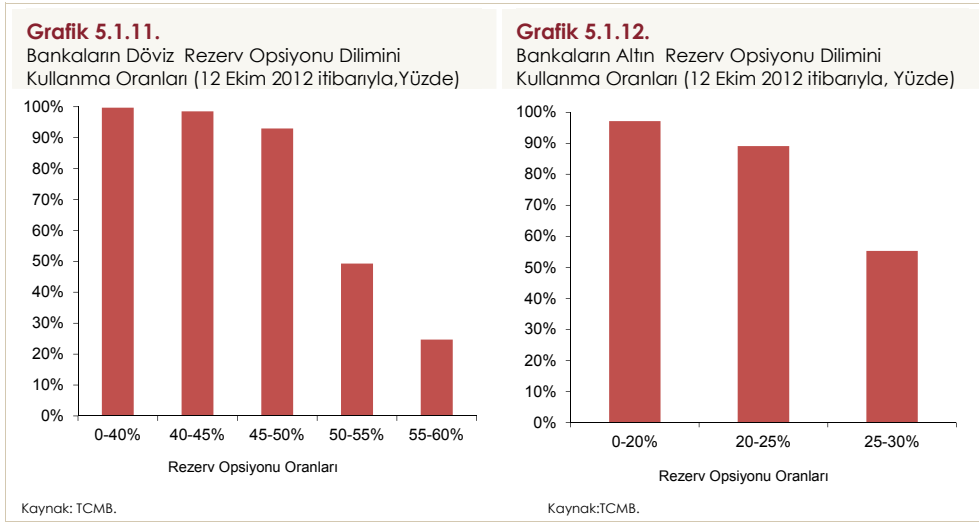
TCMB, Ağustos ayı PPK toplantısında enflasyonun önümüzdeki dönemde aşağı yönlü bir eğilim sergileyeceği yönündeki öngörüsünü kamuoyu ile paylaşmış, ancak enflasyonun bir süre daha hedefin üzerinde seyredecek olmasının fiyatlama davranışlarına dair oluşturabileceği riskleri sınırlamak amacıyla temkinli duruşunu korumuştur. Diğer taraftan, Eylül ve Ekim aylarında gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişlemeye gitmesinin sermaye akımlarını hızlandırma potansiyeli taşıması sebebiyle gecelik borç verme faiz oranı sırasıyla 150 ve 50 baz puan indirilerek faiz koridoru daratılmış, ancak küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi nedeniyle para politikası esnekliğini korumaya devam etmiştir. Bu dönemde yurt içi nihai talepteki ılımlı toparlanma ve diğer makro ekonomik değişkenlere dair olumlu veriler ortalama fonlama faizinin düşük seviyelerde oluşmasına zemin hazırlamıştır. Bu doğrultuda TCMB piyasayı ağırlıklı olarak miktar ihalesiyle gerçekleştirilen bir hafta vadeli repo ve geleneksel ihale yöntemiyle gerçekleştirilen aylık repo ile fonlamıştır. Ayrıca, para piyasasındaki faizlerin TCMB faiz koridorunun alt bandı olan gecelik borç alma seviyesinde oluşmasını sağlamak için finansal sisteme ihtiyacının üzerinde likidite sağlanmış ve fazla likidite İMKB para piyasalarında gecelik vadede çekilmiştir. (Grafik 5.1.7). Nitekim, ortalama fonlama faizinin düşmesi ve finansal sistemin ihtiyacının üzerinde fonlanması sonucunda İMKB'de oluşan gecelik repo faizlerinin koridorun alt seviyesine hızla gerilediği gözlenmektedir (Grafik 5.1.8). Gecelik faizlerdeki düşük seviyelere rağmen koridorun halen geçmiş dönemlere göre genişliğini koruması TCMB'nin temkinli duruşuna işaret etmektedir.



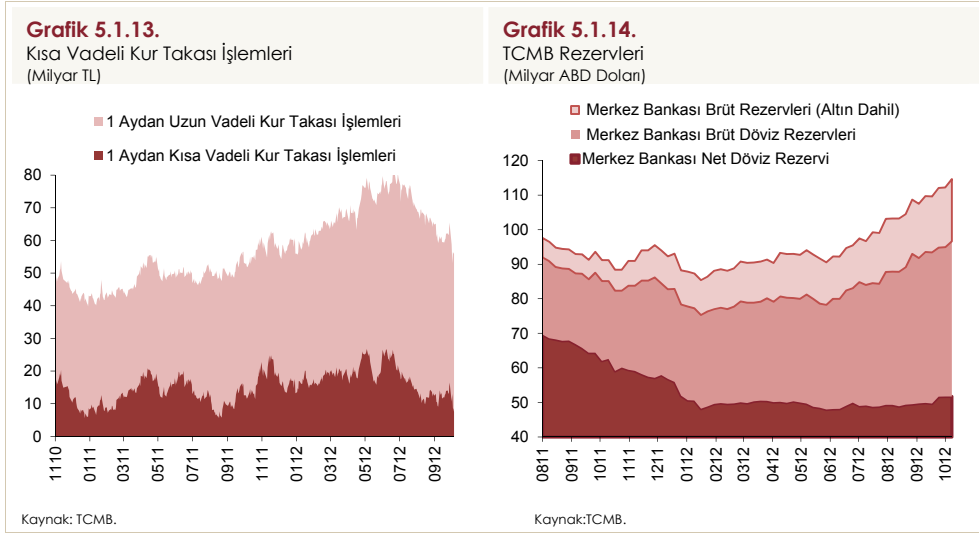
Ağustos ayı PPK toplantısında Türk lirası zorunlu karşılıkların Türk lirası veya döviz cinsinden tesis edilmesindeki maliyet farkının azaltılması ve bankaların yeni imkânı likidite gereksinimleri doğrultusunda serbestçe kullanabilmeleri amacıyla, Türk lirası yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis imkânına ilişkin ilave düzenlemeler getirilmiştir. Söz konusu imkânı dair esneklik bir miktar artırılarak yüzde 55'ten yüzde 60'a çıkarılmıştır. Ayrıca, yüzde 5'lik ilave dilime denk gelen tutar "2" rezerv opsiyonu katsayısıyla (ROK) çarpılmak suretiyle hesaplanan toplam tutar üzerinden ABD doları ve/veya euro döviz cinsinden tesis edilebilmesine imkan verilmiştir. Bunun yanısıra, finansal istikrarı desteklemek amacıyla Türk lirası zorunlu karşılık yükümlülüklerinin ilk yüzde 40'lık dilimine denk gelen tutara ilişkin ROK'un "1,1"e yükseltilmesine karar verilmiştir. Ayrıca, aynı amaç doğrultusunda halî hazırda yüzde 25 olan Türk lirası zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilmesine ilişkin üst sınır yüzde 30'a yükseltilmiş ve yüzde 5'lik ilave dilime denk gelen tutar "2" ROK ile çarpılmak suretiyle bulunan toplam tutar üzerinden altın olarak tesis edilebilmesine imkân sağlanmıştır (Grafik 5.1.9). Eylül ve Ekim ayı PPK toplantılarında ise gelişmiş ülke merkez bankalarının yeni parasal genişleme önlemleri de dikkate alınarak finansal istikrarı desteklemek amacıyla bütün dilimlere ilişkin rezerv opsiyonu katsayıları sırasıyla "0,2" ve "0,1" puan artırılmıştır (Grafik 5.1.10). Rezerv opsiyonu mekanizması, sermaye akımlarının yurt içi piyasalar üzerinde oluşturduğu oynaklığı düşürmesi suretiyle faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmen azaltmaktadır. Bununla birlikte, faiz koridorunun hem kredi aktarım mekanizması hem de etkin likidite yönetimi açısından farklı işlevleri bulunmaktadır. Dolayısıyla, faiz koridoru fiyat istikrarına ve finansal istikrara yönelik etkin bir politika aracı olarak kullanılmaya devam edilecektir.



Rezerv opsiyon mekanizması ile bankalara Türk lirası zorunlu karşılıkları daha düşük maliyetle tesis etme imkânı sağlanmıştır. Nitekim, bankaların söz konusu imkânları yüksek oranlarda kullandığı dikkat çekmektedir. Ancak, rezerv opsiyonu katsayılarının yükseldiği üst dilimlerde bazı bankaların imkânın tamamına yakınına veya bir kısmını kullandığı, bazı bankaların ise imkânı kullanmadığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.11 ve Grafik 5.1.12). Bu durum bankaların döviz ve altın fon edinme maliyetlerindeki farklılaşmadan kaynaklanabilmektedir (ROK ile ilgili detaylı bilgi için bakınız Kutu 5.1).



Döviz ve altın rezerv opsiyonu imkânlarının bankalar tarafından aktif olarak kullanılmaya başlanmasıyla beraber özellikle yılın üçüncü çeyreğinden itibaren bankaların kısa vadeli kur takası işlemlerinin azaldığı dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.13). Bu durum, söz konusu imkân sayesinde bankaların kısa vadeli Türk lirası likidite gereksinimlerinin azalmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca, imkân sayesinde kur takası yoluyla gelen ve oynaklığı yüksek olan kısa vadeli sermaye akımları zayıflamaktadır. Bu açıdan, imkân döviz kuru oynaklığında gözlemlenen düşük seviyenin korunmasına katkıda bulunmaktadır. Öte yandan, rezerv opsiyonu mekanizması sayesinde bankalar gönüllü olarak döviz rezervi biriktirirken TCMB'nin brüt döviz ve altın rezervleri de artış göstermeye devam etmektedir (Grafik 5.1.14). Ancak, ROK kapsamında tutulan altın ve dövizin bankalara ait olmasından dolayı TCMB'nin net döviz rezervi ise yatay bir seyir izlemektedir.

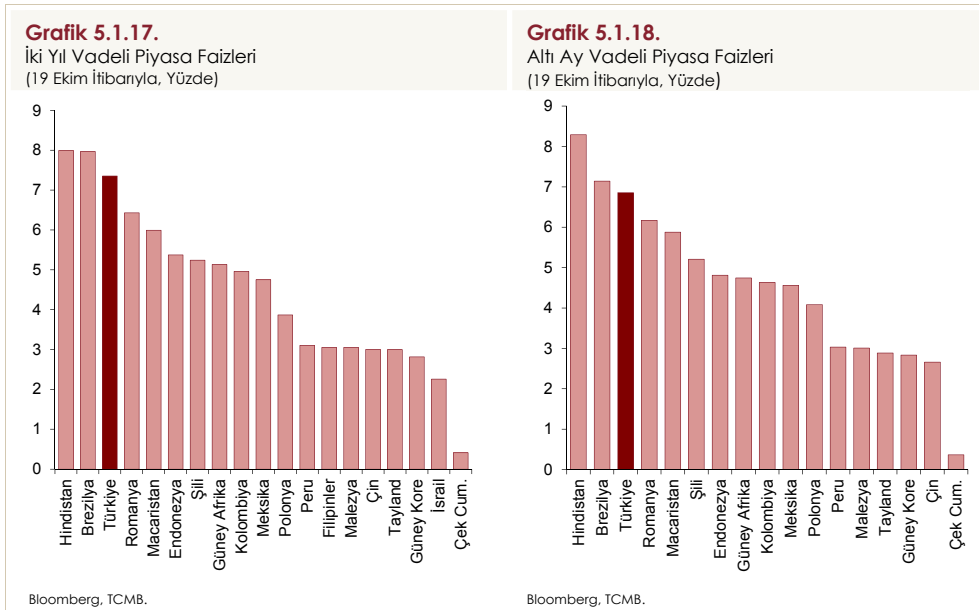
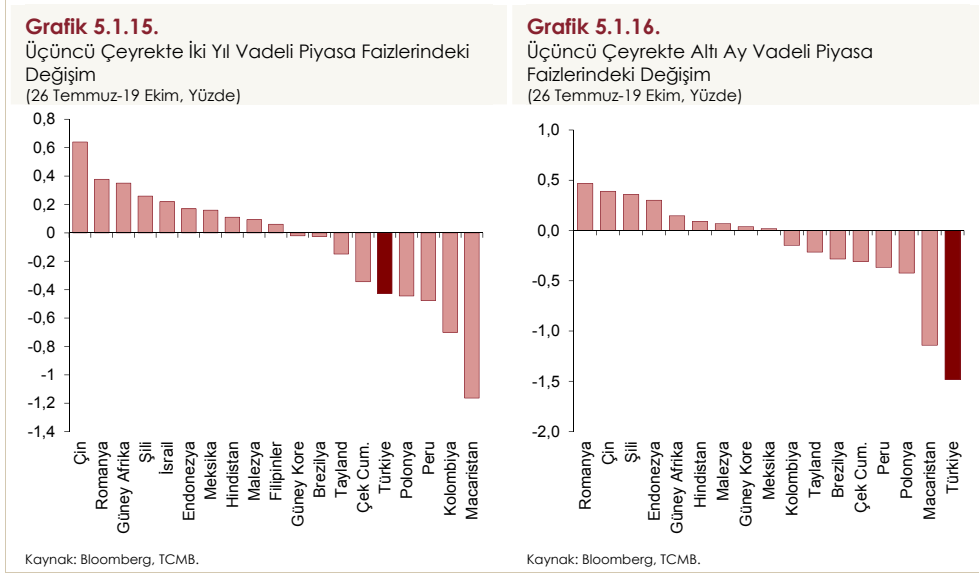


Ayrıca TCMB, yılın üçüncü çeyreğinde de bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla miktar ihalesi açılacak günlerdeki fonlama tutarını ve bir ay vadeli repo ihale miktarına ilişkin üst sınırı duyurmaya devam etmiştir. Yapılan TL likidite öngörülerini çerçevesinde, Temmuz ayında politika faizinden yapılan fonlama miktarının alt sınırı 0,5 milyar TL'ye düşürülmüş ve bu miktar Ağustos ve Eylül aylarında 0,5 milyar TL olarak korunmuştur. Fonlamanın üst sınırı ise Temmuz ayında 6,5 milyar TL, Ağustos ve Eylül aylarında 7,5 milyar TL, Ekim ayında ise 6,5 milyar TL olarak belirlenmiştir. Geleneksel yöntemle yapılan bir ay vadeli repo ihaleleri kapsamında ise üst sınır Eylül ayında 5 milyar TL'den 3 milyar TL'ye düşürülmüş ve Ekim ayında ise 4 milyar TL'ye artırılmıştır.

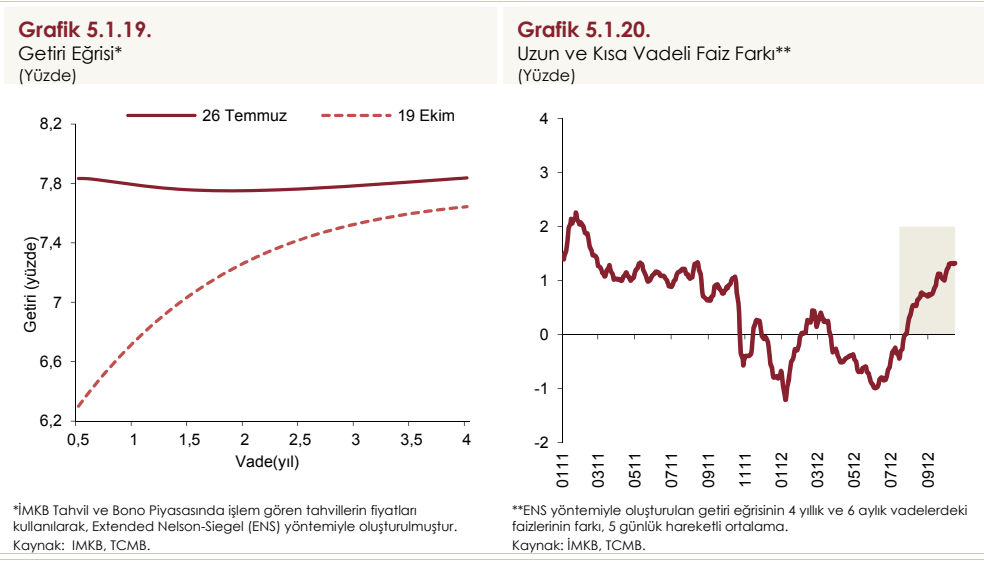
### Piyasa Faizleri

Yılın üçüncü çeyreğinde bazı gelişmekte olan ülke piyasa faizlerinin genel olarak küresel risk iştahındaki artışa ve bu ülkelerin merkez bankalarının ekonomik büyümeyi destekleyici politika faiz indirimlerine bağlı olarak düşüş gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.15 ve 5.1.16). Ancak, bazı gelişmekte olan ülkeler ise enflasyona dair endişeler ile politika faizlerinde artışa gitmişler ve bunun sonucunda söz konusu ülkelerde piyasa faizleri yükselmiştir. Türkiye'nin piyasa faizlerinin ise özellikle kısa vadede daha belirgin olmak üzere düşüş gösterdiği gözlenmektedir. Bu gelişmede ortalama fonlama faizindeki düşüş ve faiz koridorunun daraltılması etkili olmuştur. Ancak, Türkiye'nin nominal piyasa faizlerinin hem kısa hem de orta vadelere diğer gelişmekte olan ülkeler

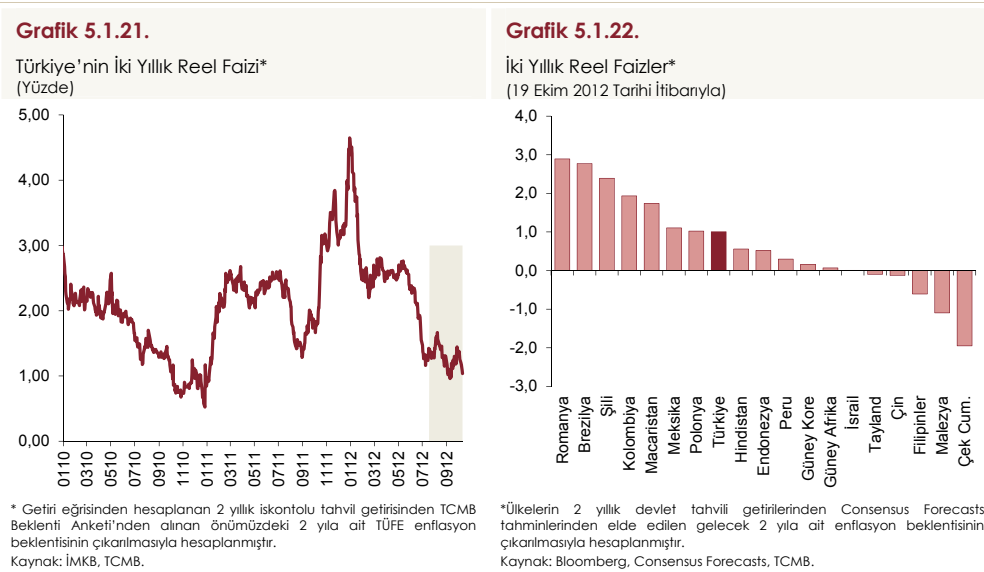
arasında halen yüksek seviyelerde olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.17 ve 5.1.18).



Yılın üçüncü çeyreğinde yukarıda bahsi geçen gelişmelerin etkisiyle kısa-orta vadeli DİBS faizlerinin düştüğü ve getiri eğrisinin pozitif eğime döndüğü gözlenmektedir (Grafik 5.1.19). Kısa vadeli faizlerdeki hızlı düşüşün etkisiyle uzun ve kısa vadeli faiz farkı pozitif olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.20).



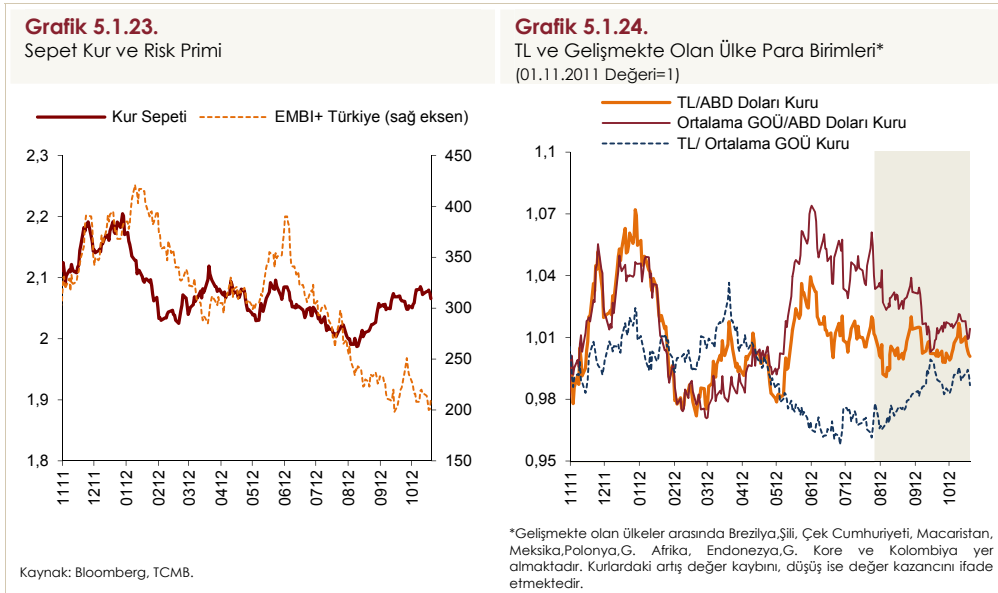
Kısa vadeli piyasa faizlerindeki hızlı düşüğe rağmen orta vadeli faizlerin bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı bir düşüş göstermesi ve iki yıl sonrası için enflasyon beklentilerinde önemli bir değişim olmaması iki yıl vadeli reel faizin bir önceki çeyreğe göre benzer bir seviyede gerçekleşmesine neden olmuştur. (Grafik 5.1.21). Gelişmekte olan ülkelerin nominal faiz sıralamasında üst sıralarda bulunan Türkiye'nin reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında orta seviyelerde yer almaya devam etmiştir (Grafik 5.1.22). Türkiye'nin reel faiz sıralamasındaki yerinin daha geride olması enflasyon beklentilerinin ülkeler arasında farklılaşmasından kaynaklanmaktadır.



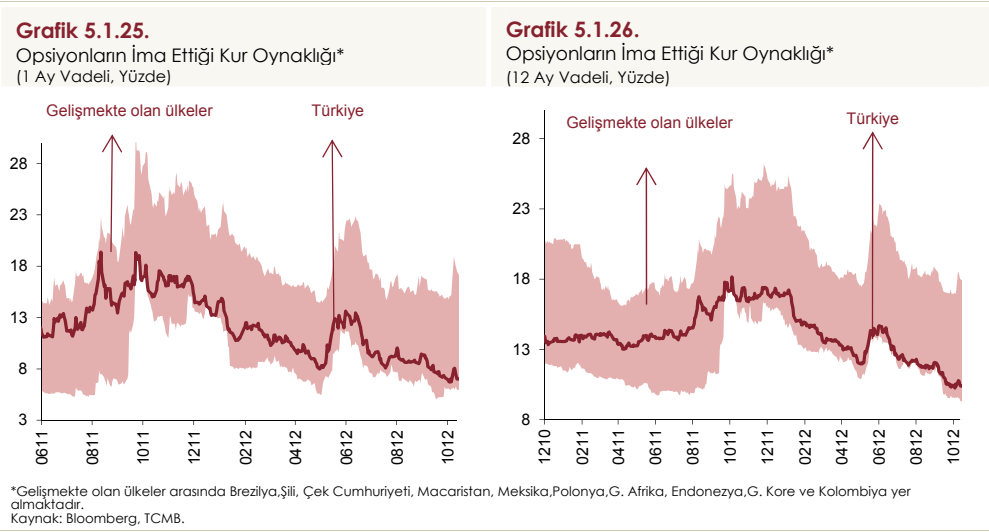


## Döviz Piyasaları

Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne ilişkin son dönemde atılan somut adımlar euronun geleceğine ilişkin kaygıları azaltmıştır. Dolayısıyla euro, gerek Türk lirası gerekse de diğer para birimlerine karşı hızla değer kazanmıştır. Bu değerlenmenin etkisiyle kur sepeti yılın üçüncü çeyreğinde artış eğilimi sergilemiştir (Grafik 5.1.23). Küresel likiditedeki artışa bağlı olarak diğer GOÜ para birimlerinde değerlenme görülmüştür. Ancak Türkiye'de kısa-orta vadeli faizlerdeki düşüş ve son dönemde Ortadoğu'da artan siyasi sorunlar nedeniyle yılın üçüncü çeyreğinde Türk lirası diğer GOÜ para birimleri karşısında değer kaybetmiştir. (Grafik 5.1.24).

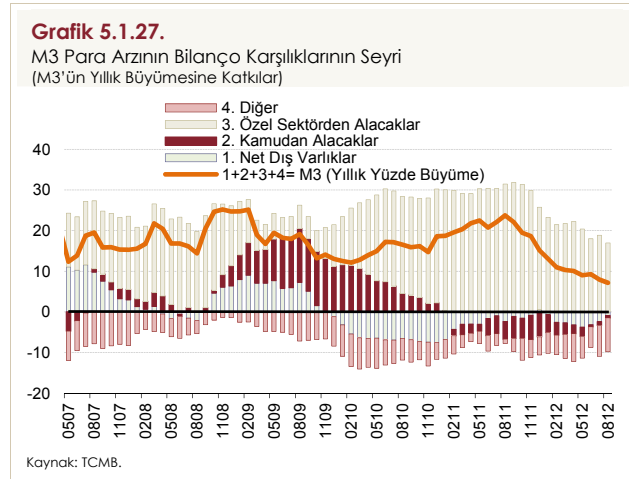


Gelişmekte olan ülkelerin risk primlerindeki gerilemeye bağlı olarak üçüncü çeyrekte döviz kuru oynaklıklarında düşüş eğilimi gözlenmektedir. Son dönemde başta cari açık olmak üzere makroekonomik göstergelerin olumlu yönde seyretmesi ve TCMB tarafından uygulanan politikalar Türk lirasının ima edilen oynaklığının gelişmekte olan ülkeler arasında düşük seviyesini korunmasına katkıda bulunmuştur (Grafik 5.1.25 ve 5.1.26).



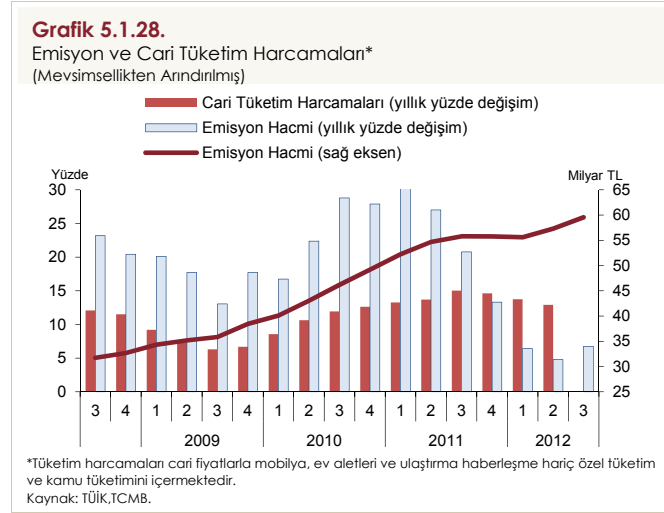
### Parasal Göstergeler

Özel sektöre yönelik kredi genişlemesinin yavaşlamasına paralel olarak M3 tanımlı para arzının yıllık büyümesi yılın üçüncü çeyreğinde azalmaya devam etmiştir. Öte yandan, Kamudan Alacaklar kalemi azalarak da olsa M3 büyümesine negatif katkı vermeyi sürdürmüştür. Net Dış Varlıklar kaleminde gözlenen azalışın yavaşlamasında ise, özellikle Merkez Bankasının dış varlıklarındaki artışın etkili olduğu görülmektedir. Son olarak Diğer kalemi, banka karlıklarına paralel olarak bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı yaratma gücünü korumaktadır (Grafik 5.1.27).



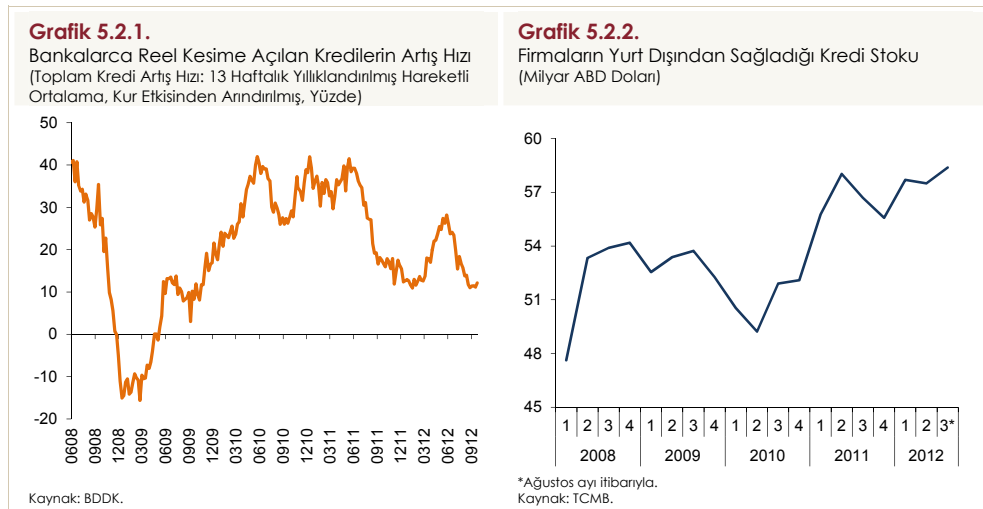
Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacminin artış hızı yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre sınırlı bir miktar artmış olsa da, 2009 yılı sonrasında sergilediği güçlü eğiliminin ima ettiği seviyenin altında kalmıştır (Grafik 5.1.28). Daha çok nakit işlemlerde ödeme aracı olarak kullanılan emisyon

kaleminin toparlanmasında gözlenen bu yavaş eğilim yılın üçüncü çeyreğinde cari tüketim harcamalarının zayıf seyrini koruduğuna işaret etmektedir.

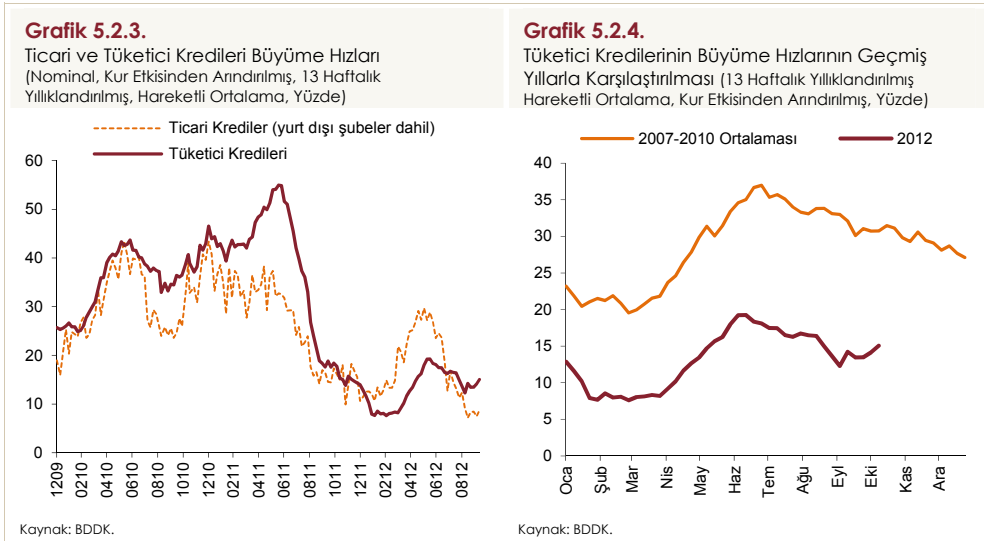


## 5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Yurt içi bankalarca reel sektöre açılan kredilerin büyüme hızı mevsimsel eğilimlere ve iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya bağlı olarak Haziran ayından itibaren gerilemeye başlamıştır (Grafik 5.2.1). Yılın ikinci çeyreğinde bankaların kredi standartlarını bir miktar sıkılaştırması da bu eğilimde etkili olmuştur. Söz konusu gelişmelere bağlı olarak, finansal olmayan kesime açılan krediler üçüncü çeyrek sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 16,2, üçüncü çeyrek itibarıyla yıllıklandırılmış bazda ise yüzde 11,4 oranında bir büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.1). Öte yandan, Ağustos ayı itibarıyla reel kesimin yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlardan sağladığı finansmanın sınırlı ölçüde arttığı gözlenmektedir (Grafik 5.2.2).

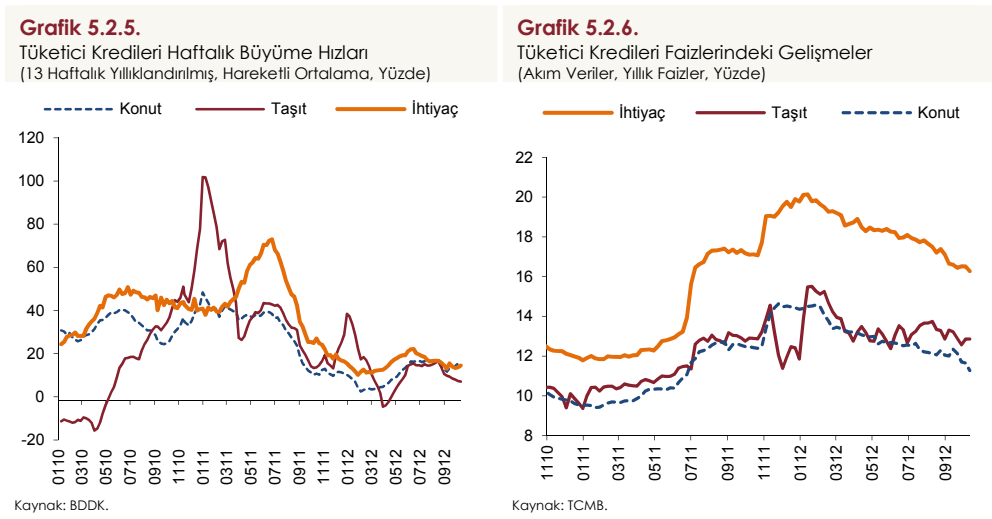


Ticari krediler ikinci çeyrekte tüketici kredilerinden önemli oranda daha hızlı büyümüşken, üçüncü çeyrekte bu durum tersine dönmüş ve ticari kredilerin büyümesi tüketici kredilerinin büyümesinden belirgin şekilde düşük kalmıştır (Grafik 5.2.3). Yatırım harcamalarında 2011 yılının son çeyreğinden itibaren kaydedilen yavaşlamanın tüketim harcamalarına kıyasla daha belirgin olması ticari kredilerin görece olarak daha hızlı yavaşlamasına neden olmuştur. İç talep ve net ihracat arasındaki dengelenmenin belirginleşmesi sonucunda, yurt içi üretimdeki artışa paralel olarak firmaların işletme sermayesi ihtiyaçlarına yönelik kısa vadeli ticari kredi kullanımı ikinci çeyrekte önemli ölçüde yükselmiştir. Ancak, küresel büyüme görünümüne ve AB ekonomisindeki sorunlara dair belirsizlikler, üçüncü çeyrekte yurt içi iktisadi faaliyeti olumsuz etkilemiş, üretim ve yatırım eğilimi zayıflamıştır. Bu gelişmelerin yansıması olarak ticari kredilerde üçüncü çeyrekte belirgin bir yavaşlama kaydedilmiştir. Tüketici kredilerinde ise yılın üçüncü çeyreğinde gözlenen yavaşlamanın büyük ölçüde mevsimsellikten kaynaklandığı görülmekle birlikte, yavaşlama eğiliminin önceki yıllara göre olan farkı üçüncü çeyrekte bir miktar açılmıştır (Grafik 5.2.4).



Tüketici kredilerinin büyüme oranlarında yılın ikinci çeyreğinde mevsimsel unsurların da etkisiyle belirginleşen toparlanma üçüncü çeyrekte yine geçmiş yıllardaki dönemsel hareketlere paralel olarak yerini sınırlı bir yavaşlamaya bırakmıştır. Bu eğilim özellikle ihtiyaç kredilerinde ve kısmen taşıt kredilerinde daha belirgin şekilde görülmektedir (Grafik 5.2.5). Dönemsel etkilerden arındırılmış tüketici kredilerinin büyüme oranları üçüncü çeyrekte genel olarak yatay bir seyir izlemiştir. Bankaların, parasal sıkılaştırmayı takiben konut, taşıt ve diğer tüketici kredilerinin faiz oranlarını 2011 yılı sonunda belirgin şekilde yükseltmesinin ardından, Şubat ayında TCMB'nin faiz koridorunu yukarıdan sınırlı

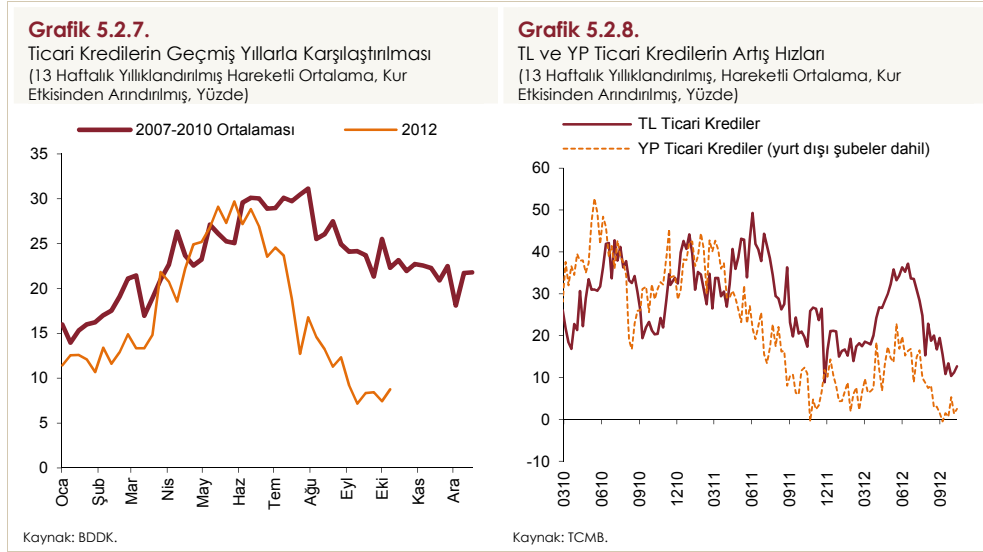
ölçüde daraltmasıyla tüketici kredisi faizleri gerileme eğilimine girmiş, Ağustos ayında faiz koridorunun daraltılacağına yönelik işaret verilmesinin ardından ihtiyaç ve konut kredisi faizlerindeki düşüş kısmen ivmelenmiştir (Grafik 5.2.6). Eylül ve Ekim aylarında faiz koridorunun üst sınırının düşürülmesi ve ilerleyen dönemlerde de sınırlı ölçüde düşürülebileceğine dair değerlendirmelerin paylaşılması sonrasında kredi faizlerindeki düşüşün devam ettiği gözlenmektedir.



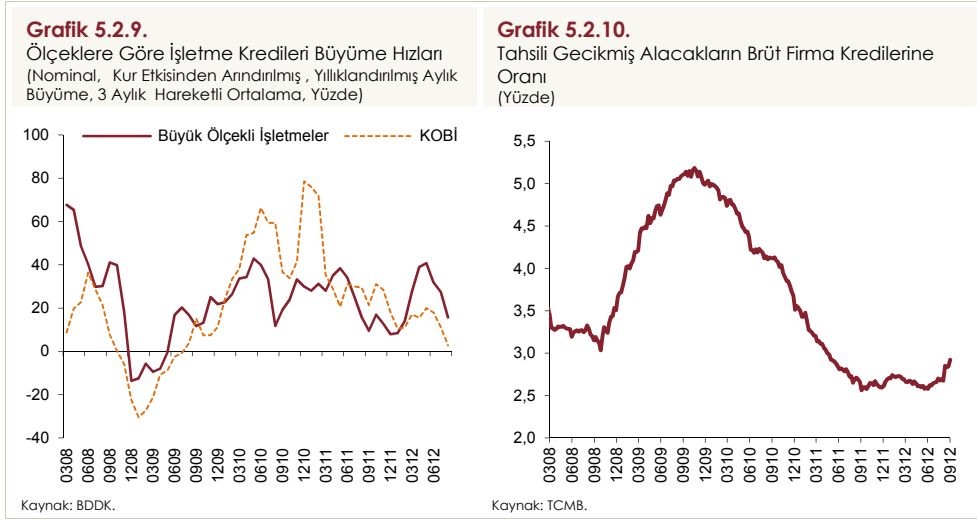
Nisan-Haziran dönemine ait Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçlarına göre, 2012 yılının ikinci çeyreğinde konut ve taşıt kredilerine ilişkin standartlarda kısmi bir sıkılaştırma kaydedilmiş, ihtiyaç kredilerinde ise standartlarının gevşetildiği gözlenmiştir. Diğer yandan, kredilerin koşul ve kurallarına ilişkin anket sonuçları bankaların konut kredilerindeki kâr marjlarında artış olduğunu, ihtiyaç kredilerindeki marjlarda ise önemli bir değişim olmadığını göstermektedir. Bankaların bireysel kredi talebine dair sorulara verdiği yanıtlar, 2012 yılının ikinci çeyreğinde kredi talebinde önemli bir artış olduğunu göstermektedir. Bankalar talebi artırıcı unsurların başında tüketici güvenindeki gelişmeler olduğunu beyan etmiştir. Bu doğrultuda, bankalar Temmuz ayında yapılmış olan Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde üçüncü çeyrekte tüketicilerin kredi talebinin artmaya devam edeceğini tahmin ettiklerini ifade etmiş olsa da, üçüncü çeyrekte tüketici güveninde yaşanan olumsuz gelişmelerin kredi talebine de yansımış olduğu düşünülmektedir.

Ticari kredilerin büyüme hızında üçüncü çeyrekte mevsimsel eğilimlerden daha keskin bir yavaşlama kaydedilmiştir (Grafik 5.2.7). Söz konusu eğilim gerek Türk lirası gerekse yabancı para cinsinden açılmış ticari krediler için geçerlidir (Grafik 5.2.8). Ancak, ağırlıklı olarak yatırım harcamalarının finansmanında kullanıldığı tahmin edilen yabancı para cinsinden kredilerde üçüncü çeyrekte

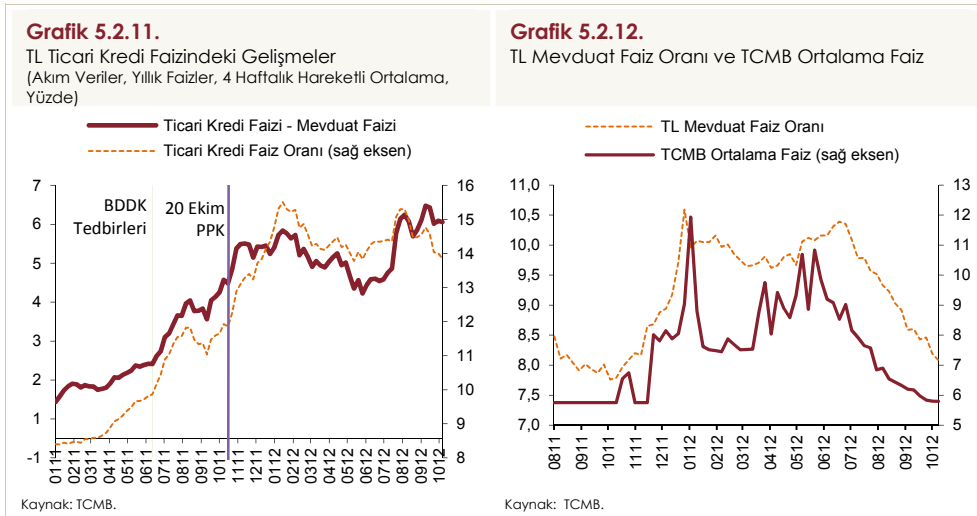
gözlenen zayıf eğilim, yatırım harcamalarında 2011 yılının son çeyreğinden itibaren gözlenen zayıflamayla da tutarlıdır. Benzer şekilde, uzun vadeli ticari kredilerin büyüme eğilimi de Ağustos ayı itibarıyla kısa vadeli ticari kredilerin büyüme eğiliminden belirgin ölçüde zayıf kalmıştır. Nitekim, bankalar da Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde yılın üçüncü çeyreğinde firmaların uzun vadeli kredilere olan talebinin yatay seyredeceğini belirtmiştir.



İşletmelere verilen krediler ölçekler ayırımında incelendiğinde, yılın ilk yarısında büyük ölçekli işletme kredileri ve KOBİ kredilerinin büyüme oranlarının önemli ölçüde ayrıştığı ve KOBİ kredilerindeki artışın nispeten zayıf kaldığı görülmektedir (Grafik 5.2.9). Bu durum bankaların kredi riskine yönelik kaygılarının ağırlık kazandığı 2011 yılının son çeyreğinden itibaren, finansal durumları büyük ölçekli işletmelere göre daha kırılgan olan KOBİ'lere yönelik olarak daha sıkı kredi standartları uygulamasından kaynaklanmıştır. Haziran ayından itibaren ise gerek KOBİ'lere gerekse daha büyük ölçekli firmalara açılan kredilerin büyümesinde belirgin bir yavaşlama kaydedilmiştir. 1 Temmuz 2012 tarihinde yürürlüğe giren Basel II uygulamasında bankaların perakende portföylerinde yer alacak KOBİ kredilerinin daha avantajlı hale gelmesine rağmen, bankalar iktisadi faaliyete ilişkin kötüleşen beklentiler ve sermaye yeterliliğine dair kısıtlar nedeniyle ikinci çeyrekte itibaren kredi standartlarını özellikle KOBİ'ler için sıkılaştırma yoluna gitmiştir. Diğer taraftan, bankaların firmalardan tahsil gecikmiş alacaklarında Haziran-Ağustos döneminde ılımlı bir artış eğilimi gözlenirken Eylül ayında yüksek tutarlı bir kredinin tahsilatında sorun yaşanmasından ötürü hızlı bir yükseliş kaydedilmiştir (Grafik 5.2.10).



2011 yılının Ekim ayında faiz koridorunun üst sınırının yükseltilmesinin ardından ticari kredi faizlerinde önemli oranda artış kaydedilmiş, Şubat ayında faiz koridorunun yukarıdan sınırlı ölçüde daraltılması da kredi faizlerine yansımıştır (Grafik 5.2.11). Şubat-Eylül döneminde genel olarak yatay seyreden ticari kredi faizleri, 18 Eylül 2012 tarihindeki Para Politikası Kurulu toplantısında TCMB'nin gecelik borç verme faizinin düşürülmesi neticesinde gerilemeye başlamıştır. Kredi-mevduat faizi farklarındaki hareketler yıl başından Mayıs ayına kadar olan dönemde büyük ölçüde kredi faizlerindeki hareketlerin bir yansıması olmuşken, Mayıs ve Haziran aylarında mevduat faizlerinde gözlenen yükseliş, sonrasında da TCMB'den sağlanan fonların ortalama faiz oranının kademeli olarak yaklaşık 300 baz puan düşürülmesine paralel olarak mevduat faizlerinin gerilemesi kredi-mevduat faizi farkı üzerinde belirleyici olmuştur (Grafik 5.2.12).



Yılın üçüncü çeyreğinde TCMB tarafından uygulanan likidite politikaları ve yurt dışı finansman koşulları bankaların kredi arzı açısından destekleyici rol oynamış, ancak başta yatırım harcamaları olmak üzere yurt içi talepte ve iktisadi faaliyette gözlenen yavaşlama kredi talebini kısıtlayıcı etkide bulunmuştur. Son dönemde TCMB'den sağlanan fonların ortalama faizinin önemli ölçüde gerilemesi ve TCMB'nin gecelik borç verme faizini düşürmesinin ardından önümüzdeki dönemde bankaların kredi faizlerinin ve kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki farkın düşmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, yılın son çeyreğinde kredilerin bir miktar hızlanmakla birlikte ılımlı artışını koruyacağı ve yıl sonunda kredi büyümesinin yüzde 14'e yakın bir oranda gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.



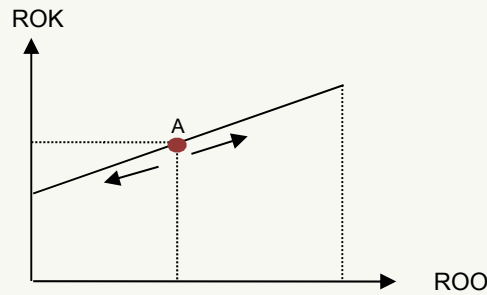
Kutu  
5.1

## Rezerv Opsiyonu Mekanizması

Bu kutuda sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla TCMB'nin geliştirdiği araçlardan biri olan Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) tanıtılmaktadır. ROM, bankaların Türk lirası (TL) zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para (YP) ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. Bu imkanın hangi ölçüde kullanılabileceği rezerv opsiyonu oranı (ROO) ile belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek YP veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK) olarak tanımlanmıştır.

**Para Politikası Aracı Olarak ROK**

ROM'un nasıl çalıştığını basit bir grafik üzerinden anlatmak faydalı olacaktır. ROK'un kullanım oranına göre lineer arttığı ve herhangi bir dönemde bankaların imkanı A noktasında kullandığını varsayalım. Hızlı sermaye girişlerinin olduğu bir dönemde bankaların yabancı para kaynaklara daha rahat ulaşabilmeleri ve yabancı para kaynakların maliyetinin bu dönemde düşük olmasının etkisiyle bankalar imkânı daha fazla kullanmak eğiliminde olacaklardır. Dolayısıyla, yurt içine giren dövizin bir kısmı, bankalarca zorunlu karşılıkların tesisinde kullanılmak üzere TCMB nezdinde bulunan hesaplara aktarılarak piyasadan çekilmiş olacaktır. Bu durumda kullanım çizgi üzerinde A noktasının sağına doğru yükselecektir. Böylece TL üzerindeki değerlenme baskısı sınırlanmış olacağı gibi giren dövizin krediye dönüşme oranı da azalacaktır. Bu şekilde sermaye akımlarının yol açabileceği TL'deki, döviz likiditesindeki ve kredilerdeki, özellikle yabancı para kredilerde olmak üzere, oynaklık sınırlandırılacaktır. Ayrıca imkânın daha fazla kullanılmasıyla beraber bankalar Türk lirası likidite elde edeceklerdir. Bu açıdan ROM sterilize edilmemiş döviz alım ihalesi ile benzer bir etki yapmakta, ancak döviz alım ihalesinden farklı olarak birim TL başına piyasadan daha fazla döviz likiditesi çekilmektedir (Alper, Kara ve Yörükoğlu 2012).



Diğer taraftan, imkânın tamamıyla kullanıldığı durumda TCMB piyasadan daha fazla döviz likiditesi çekmek için mevcut katsayıları artırabilecek, ya da ROM'a yeni bir dilim ekleyebilecektir. Yeni bir dilim eklenmesi durumunda piyasaya TL cinsi likidite sağlanabilecek, ancak mevcut katsayıların artırılması durumunda TL cinsi likidite miktarında değişiklik olmayacaktır. Hızlı sermaye çıkışlarının olduğu dönemde ise yabancı para fon maliyetlerinin artması veya yabancı para kaynaklara ulaşmada sorun yaşanması durumunda, bankalar imkânı daha az kullanacaklar ve TCMB'deki rezervlerini azaltabileceklerdir. Böyle bir durumda piyasaya döviz likiditesi sağlanmış olacak ve kullanım yukarıdaki grafikteki çizgi üzerinde A noktasının soluna doğru azalacaktır. Ancak, dikkat edilmesi gereken husus bu durumda bankaların Türk lirası likidite ihtiyaçlarının artacağıdır. Bu açıdan ROM sterilize edilmemiş döviz satım ihalesine benzemekte, ancak mekanizma sayesinde piyasaya birim Türk lirası başına daha fazla döviz likiditesi sağlanmaktadır.

Bu politika aracı, hızlı sermaye girişlerinden dolayı oluşabilecek kredi genişlemesinin sınırlanmasına da katkıda bulunacaktır. Özellikle yabancı para cinsinden verilebilecek kredi miktarı arz yönünden kısıtlanabilecektir. Ani sermaye çıkışlarının olduğu durumlarda ise, bankalar daha önceden biriktirdikleri döviz rezervini kullanabilecektir. Bu bakımdan ROM'un kur oynaklığını azaltıcı yönde etki etmesi beklenmektedir. Ayrıca ROM, kredi büyümesini hem genişletici hem de daraltıcı yönde etkileyebilecek çevrim karşıtı (countercyclical) bir politika aracı olarak da kullanılabilir. Böylelikle kredilerin sermaye akımlarına olan duyarlılığı azaltılmış olacaktır.

ROM'un inşa aşamasında dolaylı olarak önemli katkı sağlayabileceği bir diğer unsur da, bankaların kısa vadeli kur takası işlemlerine olan ihtiyaçlarını sınırlamak suretiyle kısa vadeli sermaye akımlarının yaratabileceği oynaklığı azaltmasıdır. Bankalar kısa vadeli kur takası işlemlerini Türk lirası likidite ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kullanmaktadırlar. Rezerv opsiyonu uygulamasının ardından bankaların kısa vadeli kur takası işlemlerinin azalması beklenmektedir. Bu açıdan bakıldığında kısa vadeli kur takaslarına yatırım yapan yatırımcılar açısından kur takaslarının cazibesi azalacağından, bu yolla gelen ve oynaklığı yüksek olan kısa vadeli sermaye akımlarının zayıflaması beklenmektedir.

Son olarak, ROM uygulaması sonucunda TCMB brüt döviz rezervleri artış göstermektedir. ROK kapsamında tutulan döviz ve altının TCMB tarafından satın alınmaması ve bankalara ait olmasından dolayı imkân TCMB'nin net döviz pozisyonunu etkilemeyip sadece brüt döviz rezervini artırmaktadır. Brüt rezervin özel sektör lehine artması rezervlerin daha etkin kullanımına yol açarak bir bütün olarak finansal sistemin dayanıklılığını ve verimliliğini destekleyen bir unsur olmaktadır. ROM aracılığıyla rezervi TCMB'den ziyade daha çok özel sektörün biriktirmesi ve şokların niteliğine göre optimal olarak kullanabilmesi sistemin etkinliğini artırmaktadır.

### **ROK İmkânının Maliyetinin Diğer Fon Kaynaklarıyla Karşılaştırılması**

Mevcut durumda yabancı para veya altın cinsi borçlanmanın maliyetinin Türk lirası cinsi borçlanmaya göre daha düşük olması sebebiyle bankalar imkânı kullanmak suretiyle daha az maliyetle zorunlu karşılık tesis edebilmektedir. Öte yandan TCMB'nin ROK'u artırması (azaltması) söz konusu maliyet avantajını azaltıcı (artırıcı) yönde etkilemektedir.

Bankaların Türk lirası zorunlu karşılık tesis etmek amacıyla kullanabilecekleri birçok fon kaynağı bulunmaktadır. Dolayısıyla, bankaların ROM'u kullanma oranı, imkânın maliyetinin diğer fon kaynaklarının maliyetinden ne ölçüde farklılaştığına bağlı olacaktır. Bu durumda, döviz ve altın imkânını diğer fonlama kaynaklarıyla kayıtsız bırakacak katsayı değerlerinin (eşik ROK) hesaplanması önem arz etmektedir.

Eşik ROK değerinin  $x$ , yabancı para yükümlülükler için zorunlu karşılık oranının  $ZK_y$ , spot döviz kurunun da  $S_0$  olduğu varsayımı altında, bankanın  $S_0$  birim Türk lirası zorunlu karşılığı döviz olarak tutmak için gerekli kaynağı yabancı para borçlanarak sağlaması durumunda  $x/(1 - ZK_y)$  birim yabancı para borçlanması gerekecektir. Ayrıca, bankanın kur riskinden kaçınmak amacıyla borç almış olduğu yabancı paranın faiz ödemesi için kur forward sözleşmesi yaptığını varsayalım. Bu durumda, imkânı kullanmanın Türk lirası cinsinden maliyeti şu şekilde olacaktır:

$$\text{Toplam Maliyet} = \frac{x}{1 - ZK_y} (Libor + p) F_{0,t} \frac{t}{365}$$

Yukarıdaki denklemden,  $x$ : Eşik ROK değerini,  $p$ : Bankaların yabancı para borçlanmalarında LIBOR üstüne ödedikleri faizi,  $ZK_y$ : Yabancı para zorunlu karşılık oranını,  $F_{0,t}$ :  $t=0$  anında yapılan ve zorunlu karşılık tesis süresi sonunda vadesi dolacak olan forward kur sözleşmesini göstermektedir. Forward kur oranının hesaplanmasında aynı vadede işlem gören kur takaslarının TL cinsi faizi kullanılmıştır.  $t$ : Zorunlu karşılık tesis dönem süresi olan 14 gündür.

Öte yanda, bankaların Türk lirası zorunlu karşılık için kullanabileceği önemli bir diğer fon kaynağı ise İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'ndan sağlanan fonlardır. Bankalar bu piyasada banka dışı finansal kuruluşlardan fon temin ediyorsa, elde ettikleri fonlar için Türk lirası zorunlu karşılık tesis etmek zorundadırlar. Bu durumda, piyasadan  $S_0$  birim Türk lirası kaynak elde etmenin maliyeti şu şekilde olacaktır:

$$\text{Toplam Maliyet} = \frac{S_0}{1 - ZK_{TL}} r_{imkb} \frac{t}{365}$$

Burada  $ZK_{TL}$  :Türk lirası zorunlu karşılık oranı,  $S_0$  : ABD/TL döviz kuru değerini,  $r_{imkb}$  : İMKB Repo-Ters Repo Pazarı gecelik repo faizidir. Her iki fon kaynağının maliyetinin birbirine eşitlenmesi ile İMKB'den elde edilen fonlar ile döviz imkânını birbirine kayıtsız bırakan katsayı ( $x$ ) elde edilecektir (bu durumda eşik ROK  $x$  olacaktır).

$$x = \frac{(1 - ZK_y)(1 + \text{Libor} \frac{t}{365})r_{imkb}}{(1 - ZK_{TL})(\text{Libor} + p)(1 + \text{swap}_{TL} \frac{t}{365})}$$

Eşik ROK değeri, ( $x$ ); Libor faizine, bankaların borçlanmalarındaki ek faize ( $p$ ), kur takası ( $\text{swap}_{TL}$ )ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda oluşan faiz oranları ( $r_{imkb}$ ) ile yabancı ve yerli para zorunlu karşılık oranlarına bağlı olarak değişim göstermektedir. Benzer yaklaşımla döviz ve altın imkânını diğer fonlama kaynaklarıyla kayıtsız bırakacak katsayı değerleri de hesaplanabilmektedir (ayrıntılar Küçüksaraç ve Özel (2012) çalışmasında yer almaktadır).

Vurgulanması gereken önemli bir husus, yukarıdaki hesaplamada yapılan analizin marjinal maliyetlere odaklanmasıdır. Bir diğer deyişle, bankaların sağladıkları fonları Türk lirası zorunlu karşılık tesis etmede kullandıkları varsayılmaktadır. Bankalar bu fonları diğer varlıklara (kredi vermek veya DİBS alımı gibi) yatırım yaparak da değerlendirebilirler. Bu durumda eşik ROK değeri yukarıda belirtilen hesaplamaya göre farklılaşabilecektir.

### Sonuç ve Değerlendirmeler

ROM özellikle sermaye girişlerinin döviz kuru ve yabancı para cinsi krediler üzerindeki olumsuz yansımalarını, TL faizleri sınırlı ölçüde veya hiç etkilemeden azaltabilmesi bakımından benzer diğer araçlara göre öne çıkmaktadır. Ayrıca ROM'un, piyasadaki doğrudan döviz alımı veya müdahale gibi ihtiyari araçlara kıyasla önemli bir avantajı daha bulunmaktadır. Bu sistemde imkanın ne kadar kullanılacağı bankaların optimizasyon kararları sonucu oluşacağından, döviz kurunun seviyesine veya para politikasının duruşuna dair yanlış algılanma riski çok daha sınırlı olacaktır.

TCMB, ROM'u temelde "otomatik dengeleyici" olarak kullanmak üzere tasarlanmıştır. Bu çerçevenin her bankaya kendi optimizasyonunu yapabileme olanağı tanıması, sistemi diğer araçlara kıyasla görece olarak daha verimli kılmaktadır. Bununla birlikte, gerekli görüldüğünde sistemin parametrelerinin değiştirilebileceği de vurgulanmalıdır. Örneğin, iç ve dış maliyetleri belirleyen koşullarda ve sermaye akımlarının hızında kalıcı veya yapısal bir değişiklik olduğunda katsayıların yeniden belirlenmesi söz konusu olabilecektir.

**Kaynakça:**

Küçüksaraç,D. ve Ö. Özel, "Yeni Bir Para Politikası Aracı: Rezerv Opsiyon Katsayısı", TCMB Çalışma Tebliği (yayım aşamasında).

Alper,K., H. Kara ve M. Yörükoğlu, "Rezerv Opsiyonu Mekanizması", TCMB Ekonomi Notu, No.12/28.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2010 yılının sonlarından itibaren finansal istikrarı da gözeten yeni bir para politikası stratejisi uygulamaya başlamıştır. Bu yeni çerçevede likidite, kredi ve faiz politikalarının bir arada kullanılması, uygulanan ekonomi politikalarının sıklık derecesini ölçmek için parasal koşullar yanında "finansal koşullar" gibi daha geniş tanımlı göstergelerin geliştirilmesini ve izlenmesini gerekli kılmaktadır. Kara, Özlü ve Ünalmiş (2012) çalışması bu kapsamda çeşitli parasal ve finansal göstergeler kullanarak Türkiye için Finansal Koşullar Endeksi (FKE) hesaplamaktadır. Bu kutu, söz konusu çalışmanın bulgularını tartışmakta ve finansal koşulların yakın tarihteki seyrini değerlendirmektedir.

Endeksin hesaplanmasında ilgili yazında yaygın olarak kullanılan ağırlıklı toplam yaklaşımı benimsenmiştir.<sup>1</sup> Bu yaklaşımda parasal ve finansal göstergeler GSYİH'yi etkileme dereceleri ile orantılı olarak ağırlıklandırılmaktadır. İlgili değişkenlerin Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) üzerindeki dinamik etkileri Vektör Otoregresyon (VAR) modeli aracılığı ile tahmin edilmiş ve bu etkiler kullanılarak bir endeks oluşturulmuştur. Değişkenlerin endekste ağırlıkları oluşturulurken modeldeki parasal ve finansal değişkenlerin GSYİH üzerindeki 1 yıllık birikimli genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonları kullanılmıştır. Denklem (1) FKE'nin hesaplanma yöntemini göstermektedir. Burada,  $y_j$  modeldeki parasal ve finansal değişkenleri,  $\omega_j$  söz konusu değişkene gelen 1 standart sapmalı şoka GSYİH'nin 1 yıllık birikimli tepkisini (bir diğer ifadeyle, endekste ağırlıkları),  $\bar{y}_j$  ve  $\sigma_{y_j}$  ise  $y_j$  değişkeninin örneklem dönemi içerisindeki aritmetik ortalamasını ve standart sapmasını göstermektedir.

$$FKE_t = \sum_{j=1}^n w_j \frac{y_{j,t} - \bar{y}_j}{\sigma_{y_j}} \quad (1)$$

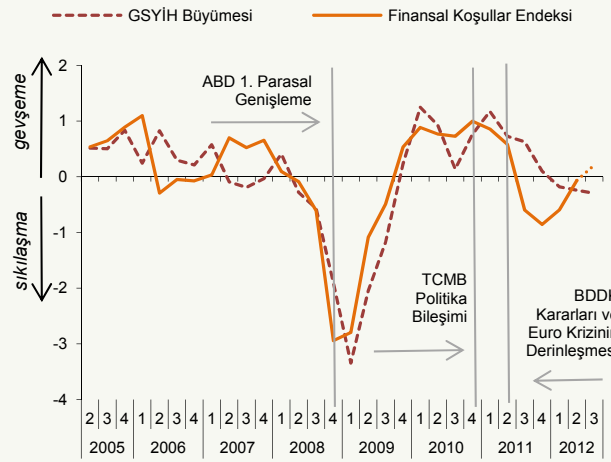
Çalışmada reel GSYİH büyüme oranını açıklamak için kullanılan değişkenler; kredi stokundaki yıllık değişimin GSYİH'ye oranı, çeyreklik kredi standartları endeksi, reel efektif döviz kuru, reel gösterge faiz, kredi-mevduat faiz farkı ve İMKB-100 endeksinin yıllık reel getiri oranıdır.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Hatzius ve diğerleri (2010) finansal koşullar endeksi yazını üzerine detaylı bir literatür taraması yapmaktadır. Guichard ve Turner (2008), Swinson (2008) ve Osorio, Pongsaparn ve Ünal (2011) VAR kapsamında ağırlıklı toplam yaklaşımını benimseyen güncel çalışmalara örnektir.

<sup>2</sup> Endeks hesaplamaları veri kısıtı nedeniyle 2005'in ikinci çeyreğinden başlatılmıştır. Endekste kullanılan göstergelerin ağırlıklarının hesaplanmasında 2005-2012 ikinci çeyrek verileri kullanılmıştır.

Yukarıda bahsi geçen yöntem ve değişkenler ile hesaplanan finansal koşullar endeksi Grafik 1'de sunulmaktadır. Grafikte de gösterildiği gibi, endeksteği yukarı yönlü hareket daha destekleyici finansal koşulları, aşağı yönlü hareket ise daha sıkı finansal koşulları yansıtmaktadır. Endeks 2008-2009'daki küresel krizde dip noktasına ulaşmış, 2008'in son çeyreğinden itibaren ise politika faizlerindeki indirim ve ABD'de uygulanan parasal genişleme politikalarının da etkisiyle hızla artmıştır. Bu artış Avrupa'da borç krizinin gündeme gelmesiyle birlikte duraksamış olsa da 2010 yılının sonuna kadar finansal koşulların oldukça genişletici bir konumda kaldığı görülmektedir. Endekse göre, 2010 yılının sonlarında TCMB'nin uyguladığı politikaların ardından finansal koşullar sıkılaşmaya başlamıştır. 2011 yılının ortalarında BDDK'nın kredi arzına dair aldığı önlemler ve derinleşen Avrupa borç krizinin etkisiyle finansal koşullardaki sıkılaşmanın daha da belirginleştiği gözlenmektedir. 2012 yılının başlarından itibaren ise finansal koşullardaki sıkılık kademeli olarak azalmıştır. Bu dönemde küresel risk iştahının artmasının ve sermaye girişlerinin hızlanmasının endeksteği artışta önemli rol oynadığı düşünülmektedir. Yılın üçüncü çeyreği itibarıyla ise TCMB politikalarının daha destekleyici bir konuma geçmesinin de etkisiyle endeksin pozitif konuma geçtiği tahmin edilmektedir.

**Grafik 1. Finansal Koşullar Endeksi ve Ekonomik Aktivite (Standardize)**



Nottlar: GSYİH ve FKE standardize edilmiştir. Bir başka ifadeyle, serilerdeki değişimler söz konusu serinin dönem ortalamasına göre kaç standart sapma aşağı veya yukarı hareket ettiğini göstermektedir. Eylül 2012 verileri tahmindir.

Sonuç olarak, küresel kriz sonrasında finansal istikrara yönelik araçların aktif olarak kullanılmaya başlanması ile birlikte finansal koşulların daha geniş bir perspektiften takip edilmesi önem kazanmıştır. Türkiye için ilk deneme niteliğindeki finansal koşullar endeksi, ülkemizin yakın tarihindeki politika uygulamalarının ve küresel koşullardaki değişimlerin finansal koşullar üzerindeki etkisine dair makul bir bakış açısı getirmekte olup, bu açıdan bakıldığında finansal sektör politikalarının sıklık derecesine dair önemli bilgi sağlama potansiyeline sahiptir.

**Kaynakça:**

Guichard, S. ve D. Turner (2008) "Quantifying the Effect of Financial Conditions on US Activity" OECD Economics Department Working Papers, No.635.

Hatzius, J., P. Hooper, F.S. Mishkin, K.L. Schoenholtz ve M.W. Watson (2010) "Financial Conditions Indexes: A Fresh Look after the Financial Crisis" NBER Working Papers, No.16150.

Kara, H., P. Özlü ve D. Ünalmış (2012). "Financial Conditions Indices for the Turkish Economy", TCMB Ekonomi Notu, yayımlanma aşamasında.

Osorio, C., R. Pongsaparn ve D.F. Ünsal (2011) "A Quantitative Assessment of Financial Conditions in Asia" IMF Working Papers, No.11/170.

Swiston, A. (2008) "A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due" IMF Working Papers, No.08/161.



Kutu  
5.3

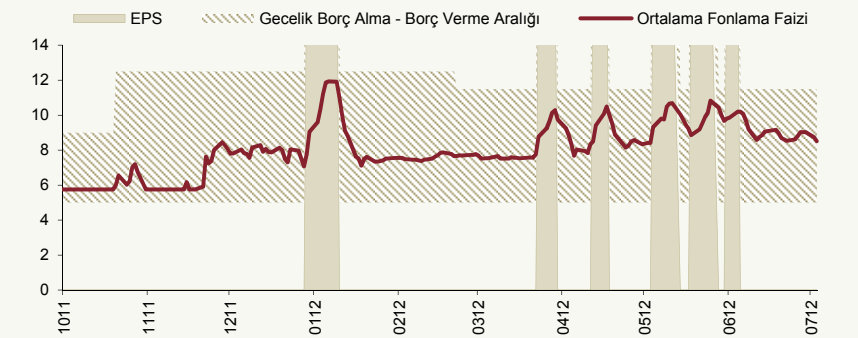
## Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi

2008-2009 küresel kriziyle birlikte finansal sistemdeki riskler göz önünde bulundurulmadan uygulanan para politikalarının yeterli olmadığı anlaşılmış ve fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarın da gözetilmesi gerektiği ortaya çıkmıştır (Borio, 2011). Bu çerçevede, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlayacak olan faiz oranlarının birbirinden farklı olabileceği, dolayısıyla kısa vadeli faiz oranlarının tek başına yeterli bir politika aracı olmadığı gözlenmiştir.

Bu doğrultuda, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kasım 2010'dan itibaren yeni politika bileşimini uygulamaya başlamıştır. Bu bağlamda kredi politikası çerçevesinde zorunlu karşılıklar ve diğer makro-ihtiyati araçlar, faiz politikası çerçevesinde haftalık repo faizleri, likidite politikası çerçevesinde ise faiz koridoru ve fonlama stratejisi tamamlayıcı nitelikteki araçlar olarak bir arada kullanılmaktadır. Bu politika araçları kullanılırken beklentiler, kredi büyümesi ve döviz kuru, fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından takip edilen göstergeler olarak yer almaktadır (Başçı, 2012).

Yeni politika bileşiminin bir ayağı olan likidite politikası çerçevesinde gecelik piyasada oluşan faiz oranları, faiz politikasında değişikliğe gidilmeden; yani politika faizi olan haftalık repo faizleri değiştirilmeksizin, ekonomik ve finansal gelişmelerin seyrine göre ayarlanabilmektedir (Başçı, 2011). Bu bağlamda TCMB, geçici fiyat hareketlerinin beklentiler üzerinden enflasyon görünümünü bozmasına engel olmak amacıyla gerekli gördüğü günlerde Ek Parasal Sıkılaştırma (EPS)'ya gitmiştir. EPS yapılan günlerde piyasaya miktar ihalesi yöntemiyle politika faizinden yapılan fonlama miktarı azaltılarak (veya hiç yapılmayarak), bunun yerine geleneksel ihale yöntemiyle piyasa fonlanmakta, böylece faizlerin koridorun üst seviyelerine yakın oluşması sağlanmaktadır. Bugüne kadar en uzununu 8, en kısası 3 gün olmak üzere 6 defa EPS yapılmış, çizilen çerçeve dahilinde EPS'lerin güçlü, etkili ve geçici olması amaçlanmıştır (Grafik 1).

Grafik 1. Ek Parasal Sıkılaştırma



Kaynak:TCMB.

Bu kutuda, GARCH modelleri kullanılarak TCMB tarafından uygulanan söz konusu politika aracının döviz kurları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Çalışmada günlük frekansta kur verisi kullanılmıştır.  $0,5 \cdot (TL/Euro) + 0,5 \cdot (TL/ABD \text{ doları})$  hesaplanarak döviz sepeti kuru oluşturulmuş ve bunun günlük değişimi elde edilmiştir. Veri seti 20.10.2011 – 19.07.2012 tarihleri arasını kapsamaktadır.<sup>3</sup>

EPS'lerin döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkinliğini ölçmek için aşağıda tanımlanan GARCH (1,1) modelleri kullanılmıştır.<sup>4</sup> Her iki modelde de kur sepetinin değişimi seviye denklemdeki bağımlı değişken olarak yer alırken, EPS'ler modellerde kukla değişkeni olarak yer almıştır. Modellerde sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları iyi yansıtan VIX endeksinin değişimi ( $CVIX_t$ ) kontrol değişkeni olarak yer alırken, 2. modelde 1. modele ek olarak döviz müdahalesi için de bir kukla değişken kullanılmıştır.<sup>5,6</sup>

*Model1:*

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 D_{EPS} + \beta_3 CVIX_t + \varepsilon_t \quad (1.a)$$

$$\varepsilon_t \sim N(0, h_t) \quad (1.b)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 h_{t-1} + \alpha_3 D_{EPS} + \alpha_5 CVIX_t + u_t \quad (1.c)$$

*Model2:*

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 D_{EPS} + \beta_2 D_{DM} + \beta_3 CVIX_t + \varepsilon_t \quad (2.a)$$

$$\varepsilon_t \sim N(0, h_t) \quad (2.b)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 h_{t-1} + \alpha_3 D_{EPS} + \alpha_4 D_{DM} + \alpha_5 CVIX_t + u_t \quad (2.c)$$

<sup>3</sup> Başlangıç tarihinin 20.10.2011 olarak seçilmiş olmasının nedeni, bu tarihte gerçekleştirilen Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısı ile faiz koridorunun üst bandının yükseltilerek faiz koridorunun genişletilmesi ve böylece ek parasal sıkılaştırma için zemin oluşturulmasıdır. 19.07.2012'nin son tarih olarak alınmasının nedeni ise, bu tarihte gerçekleştirilen PPK toplantısında önceki ayları aksine EPS'lerin yapılabileceğine dair söylemin terk edilmesi ve bu tarihten itibaren EPS yapılmamasıdır.

<sup>4</sup> GARCH(1,1) modelinin diğer GARCH spesifikasyonlarına tercih edilmesinin nedeni literatürde ve piyasa analizlerinde oynaklığın modellenmesinde en çok kullanılan GARCH modelinin GARCH(1,1) olması, ayrıca AIC ve SIC kriterlerine göre de GARCH(1,1)'in daha iyi sonuçlar vermesidir.

<sup>5</sup> Modelin 2 farklı versiyonu olmasının nedeni, 1. EPS'nin gerçekleştirildiği dönemin (29.12.11-09.01.12) bir kısmında (30.12.11-04.01.12) EPS'nin yanı sıra döviz müdahalelerinin de gerçekleştirilmiş olması, döviz müdahalesi olan günler için de bir kukla değişken oluşturarak EPS'lerin etkisinin daha doğru bir şekilde analiz edilmesinin hedeflenmesidir.

<sup>6</sup> Döviz oynaklığını inceleyen literatürdeki benzer çalışmalarda da VIX endeksi kontrol değişkeni olarak modele dahil edilmiştir. (Cairns et al. 2007, Chadwick et al. 2012) Model sonuçlarında CVIX değişkeninin anlamlı çıkması da, bu değişkenin dahil edilmemesinin "dahil edilmemiş değişken hatası"na (omitted variable bias) neden olacağını göstermektedir. Literatürde yurt içi ve yurtdışı faizleri arasındaki farkında modellere dahil edilmiş olmasına rağmen bu çalışmada faiz farkının modele dahil edilmemesi; burada esas etkisi incelenen EPS'lerin doğrudan faizleri etkiliyor olması, dolayısıyla bu farkın da modele eklenmesinin "çoklu bağlantı" (multicollinearity) problemine neden olacak olmasıdır.

Modellerde kullanılan değişkenlerin açıklamaları aşağıda yer almaktadır:

$$R_t = \ln\left(\frac{p_t}{p_{t-1}}\right) * 100, \quad p_t: \text{kur sepetinin değeri}$$

$$D_{EPS} = \begin{cases} 0, & \text{diğer günler} \\ 1, & \text{ek parasal sıkılaştırmanın yapıldığı günler} \end{cases}$$

$$D_{DM} = \begin{cases} 0, & \text{diğer günler} \\ 1, & \text{döviz müdahalesinin olduğu günler} \end{cases}$$

$$CVIX_t = \ln\left(\frac{VIX_t}{VIX_{t-1}}\right) * 100, \quad VIX_t: \text{VIX değeri}$$

Model sonuçları Tablo 1'de gösterilmektedir. EPS'nin kur oynaklığını düşürücü yönde etkili olduğu ve bu etkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Modele döviz müdahalesi kukla değişkeninin katılması da bu sonucu değiştirmemiştir.

**Tablo 1.** Model Sonuçları

Seviye Denklemi			Varyans Denklemi		
Bağımlı Değişken: $R_t$			Bağımlı Değişken: $h_t$		
	Model 1	Model 2		Model 1	Model 2
c	-0,046 (0,000)	-0,030 (0,006)	c	0,014 (0,000)	0,017 (0,000)
$D_{EPS}$	-0,103 (0,120)	-0,074 (0,300)	$D_{EPS}$	-0,020 (0,006)	-0,024 (0,019)
$D_{DM}$		-0,410 (0,038)	$D_{DM}$		0,045 (0,127)
$CVIX_t$	0,021 (0,000)	0,022 (0,000)	$CVIX_t$	0,003 (0,049)	0,003 (0,108)
			$\varepsilon_{t-1}^2$	-0,081 (0,000)	-0,091 (0,001)
			$h_{t-1}$	1,019 (0,000)	1,019 (0,000)
$R^2$	0,1020	0,1188			

**Özetle,** EPS'nin döviz kuru üzerindeki etkisinin analiz edildiği bu çalışmada, EPS'nin kur oynaklığını düşürücü yönde belirgin bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Sonuç olarak EPS'lerin etkin bir politika aracı olarak geçici fiyat hareketlerinin enflasyon görünümünü bozmasına engel olmanın yanı sıra sermaye akımlarındaki oynaklıklar nedeniyle ortaya çıkan kur oynaklıklarının azaltılmasına da katkı yaptığı düşünülmektedir.

**Kaynakça:**

Akçelik, Yasin, Ermişoğlu, Ergun, Oduncu, Arif ve Taşkın, Temel (2012). "Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi," TCMB Ekonomi Notu No. 12/30.

Başçı, Erdem (2011). "Başkan Başçı'nın 2012 Yılında Para ve Kur Politikası Toplantısında Yaptığı Konuşma (Ankara, 27/12/2011)"

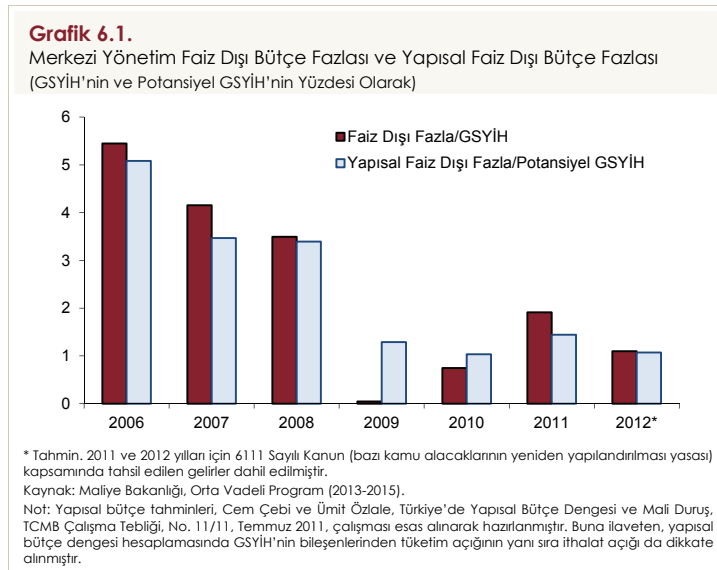
Başçı, Erdem (2012). "Başkan Başçı'nın Türkiye İhracatçılar Meclisi Başkanlar Kurulu Toplantısında Yaptığı Sunum (İstanbul, 18/05/2012)".

Borio, Claudio (2011). "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?" BIS Working Papers No. 353.

## 6. Kamu Maliyesi

2012 yılının ilk üç çeyreği itibarıyla, bütçe performansında olumsuz bir seyir gözlenmiştir. Bu seyrinde, iktisadi faaliyette gözlenen dengelenme sürecine bağlı olarak vergi gelirlerinin artış hızında izlenen belirgin yavaşlama, “Kamu Alacaklarının Yeniden Yapılandırılması Kanunu” kapsamında sağlanan gelirlerin bir önceki yıla göre azalmasının sebep olduğu olumsuz baz etkisi ve faiz dışı harcamalarda temel olarak personel giderlerindeki hızlanmanın neden olduğu artışlar etkili olmuştur. Bununla birlikte, Eylül ayında gelirleri artırmaya yönelik olarak uygulamaya konulan mali önlemler çerçevesinde motorlu taşıtlara uygulanan ÖTV oranlarının, akaryakıt ve alkollü içeceklerdeki maktu vergi tutarlarının ve tapu harcı bedellerinin artırılmasının yılın son çeyreğinde bütçe gelirlerini olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir.

2013 - 2015 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program (OVP) Ekim ayında kamuoyuna açıklanmıştır. Buna göre, 2012 yılında merkezi yönetim faiz dışı fazlasının GSYİH'ye oranının 2011 yılına göre 0,8 puan gerileyeceği tahmin edilmektedir. Buna ilaveten, konjonktürel etkilerden arındırılmış olarak hesaplanan yapısal faiz dışı fazlasının potansiyel GSYİH'ye oranının 2012 yılında bir önceki yıla göre 0,3 puan düşeceği öngörülmektedir (Grafik 6.1). Bu çerçevede, OVP öngörülerinin gerçekleşmesi halinde 2012 yılına ilişkin olarak genişleyici bir maliye politikası söz konusu olacaktır.



Kamu maliyesine ilişkin olarak OVP'de sunulan çerçeve, iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın da etkisiyle bütçe performansında 2012 yılında 2011 yılına göre bir miktar kötüleşme öngörmekle birlikte, kötüleşmenin boyutu izleyen yıllarda tedrici olarak azalmaktadır (Tablo 6.1). OVP'ye göre, faiz dışı bütçe harcamalarının 2012 ve 2013 yıllarında 2011 yılına göre bir miktar artış göstermesi öngörülmekte, ancak 2014 yılından itibaren faiz dışı harcamaların kademeli olarak azaltılması hedeflenmektedir. Bunun yanı sıra OVP'de, yasal ve idari düzenlemelerle vergi gelirlerinin artırılması ve 2013 yılından itibaren kamu kesimi borçlanma gereğinin aşamalı olarak azaltılması amaçlanmaktadır. Toplam kamu kesimi finansman gereğindeki azalmayla birlikte kamu borç stokunun GSYİH'ye oranının 2010 yılından itibaren başlayan düşüş eğiliminin orta vadede devam edeceği öngörülmektedir (Tablo 6.1).

**Tablo 6.1.**

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

	2009	2010	2011	2012*	2013**	2014**	2015**
Bütçe Gelirleri	22,5	23,1	22,8	22,9	23,6	23,1	22,6
Bütçe Giderleri	28,0	26,8	24,1	25,3	25,7	25,1	24,4
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-5,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,8</b>
Bütçe Gelirleri (Program Tanımlı)	21,0	21,8	22,2	22,0	22,8	22,5	22,1
Faiz Dışı Harcamalar (Program Tanımlı)	22,5	22,2	20,9	21,9	22,3	21,9	21,4
<b>Faiz Dışı Denge (Program Tanımlı)</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>
<b>Kamu Kesimi Genel Dengesi</b>	<b>-5,1</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,9</b>
<b>AB Tanımlı Nominal Borç Stoku</b>	<b>46,1</b>	<b>42,4</b>	<b>39,2</b>	<b>36,5</b>	<b>35,0</b>	<b>33,0</b>	<b>31,0</b>

\* Tahmin.

\*\* Hedef.

Kaynak: Orta Vadeli Program (2013-2015).

OVP hedefleri, kamu maliyesinde 2012 yılındaki bozulmanın ardından, izleyen yıllarda maliye politikasında sınırlı bir sıkılaşmaya ve kamu borç stokundaki azalma eğiliminin devam edeceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, orta vadede mali disiplinin tekrar kalıcı bir şekilde sağlanabilmesi açısından mali çerçevenin OVP'de öngörülen kurumsal ve yapısal iyileştirmelerle güçlendirilmesinin kritik önemini koruduğu vurgulanmalıdır.

## 6.1. Bütçe Gelişmeleri

Merkezi yönetim bütçesi 2012 yılının ilk üç çeyreği itibarıyla 14,4 milyar TL açık, faiz dışı denge ise 25,2 milyar TL fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). Yurt içi iktisadi faaliyette gözlenen yavaşlama ve 6111 sayılı "Kamu Alacaklarının Yeniden Yapılandırılması Kanunu" çerçevesinde ortaya çıkan baz etkisi, vergi gelirlerindeki artış hızının yavaşlamasına neden olarak bütçe performansının önceki yılın aynı dönemine göre bozulmasında önemli bir rol oynamıştır. Faiz dışı

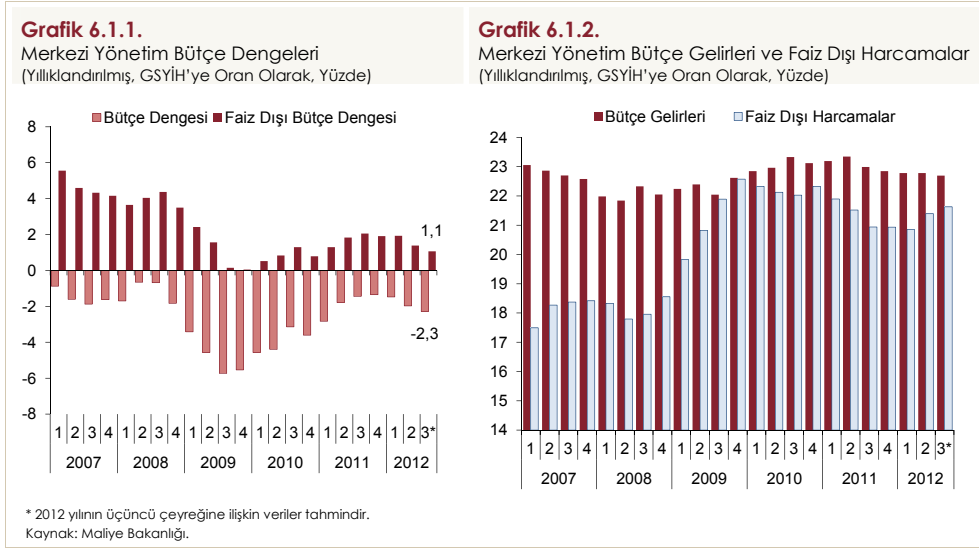
bütçe harcamalarında ortaya çıkan artış eğilimi de söz konusu bozulmaya katkıda bulunmuştur.

**Tablo 6.1.1.**  
Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri  
(Milyar TL)

	Ocak-Eylül 2011	Ocak-Eylül 2012	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme / Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	220,9	258,0	16,8	73,5
Faiz Giderleri	34,8	39,5	13,7	78,7
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	186,1	218,5	17,4	72,7
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	221,1	243,7	10,2	73,9
I. Vergi Gelirleri	188,4	201,9	7,2	72,7
II. Vergi Dışı Gelirler	25,8	33,2	28,7	75,4
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>0,2</b>	<b>-14,4</b>	<b>-</b>	<b>68,0</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>35,0</b>	<b>25,2</b>	<b>-28,0</b>	<b>86,4</b>

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2011 yılının sonunda yüzde 1,3'e gerileyen merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranı, 2012 yılında iç ve dış talep arasındaki dengelenmenin vergi gelirleri üzerinde neden olduğu olumsuz etki ve faiz dışı harcamalardaki hızlanma eğilimi neticesinde 2012 yılının ilk çeyreğinden itibaren artış eğilimine girmiş ve yılın üçüncü çeyreği itibarıyla yüzde 2,3'e çıkmıştır (Grafik 6.1.1). 2009 yılında küresel ekonomik krizin Türkiye ekonomisine olumsuz yansımaları sınırlamak amacıyla hayata geçirilen mali önlemlerin etkisiyle belirgin olarak artan merkezi yönetim faiz dışı harcamalarının GSYİH'ye oranının izleyen yıllarda azalma eğilimine girmekle birlikte halen kriz öncesi seviyesinin üzerinde seyrettiği görülmektedir. 2012 yılında ise merkezi yönetim faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının tekrar artış eğilimine girdiği gözlenmektedir. Merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranı, 2011 yılının ikinci çeyreğinde son yıllardaki en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra vergi gelirlerindeki yavaşlamayla birlikte 2011 yılının ikinci yarısından itibaren azalma eğilimine girmiş ve 2012 yılı itibarıyla yaklaşık olarak geçen yıl sonundaki seviyesini korumuştur. 2012 yılında vergi gelirlerindeki yavaşlamaya karşın bütçe gelirlerinin görece istikrarlı bir seyir izlemesinin arkasında vergi dışı gelirlerde gözlenen yüksek artışlar yatmaktadır (Grafik 6.1.2).



Merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderleri 2012 yılının Ocak-Eylül döneminde önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 17,4 oranında artmıştır. Faiz dışı harcamalar içindeki ana kalemlerden cari transferler ve personel giderleri sırasıyla yüzde 21,4 ve yüzde 18,8 oranında artarken, mal ve hizmet alım giderleri ise yüzde 0,9 düzeyinde gerilemiştir. Mal ve hizmet alım giderlerindeki gerileme esas olarak yeşil kartlıların sağlık giderlerinin büyük ölçüde genel sağlık sigortası kapsamına alınmasıyla birlikte sağlık giderlerinde ortaya çıkan hızlı düşüşten kaynaklanmıştır. Genel sağlık sigortası çerçevesinde yapılan sağlık giderleri ise mal ve hizmet alım giderleri altında değil cari transferler altında yer almaktadır. Cari transfer giderlerindeki yüksek oranlı artışta sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderlerindeki yüzde 25,6 oranındaki yükseliş belirleyici olmuştur. Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK) bütçe açığının finansmanı sağlık, emeklilik ve sosyal yardım gideri olarak muhasebeleştirilmektedir. SGK bütçe performansı 2011 yılına göre, 6111 Sayılı Kanun çerçevesinde prim borçlarının yeniden yapılandırılması neticesinde elde edilen gelirin azalması ve yeşil kartlıların sağlık harcamalarının 2012 yılının başından itibaren SGK'ya aktarılmasına bağlı olarak kötüleşmiştir. Söz konusu kötüleşme sonucunda SGK'ya merkezi yönetim bütçesinden açık finansmanı olarak aktarılan transfer tutarı 2012 yılının ilk dokuz ayı itibarıyla yüzde 55,2 oranında artmıştır. 2012 yılının ilk dokuz ayında personel giderlerinde ortaya çıkan yükselişte ise temel olarak memur maaşlarına yönelik zamlar ve tazminatlardaki artışlar etkili olmuştur. Eylül ayı itibarıyla personel giderlerinin yıl sonu hedefine göre gerçekleşme oranının yüzde 80,7 seviyesine ulaşması yıl sonu hedefinin üzerine çıkılacağına işaret etmekte kalmayıp, esnekliği olmayan bir harcama kalemi olan personel giderlerinin sonraki yıllarda da merkezi yönetim



bütçesi gerçekleşmeleri açısından bir risk unsuru olarak dikkatle takip edilmesi gerektiğini göstermektedir (Tablo 6.1.2).

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

	Ocak-Eylül 2011	Ocak-Eylül 2012	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Faiz Hariç Bütçe Giderleri</b>	<b>186,1</b>	<b>218,5</b>	<b>17,4</b>	<b>72,7</b>
1. Personel Giderleri	55,5	65,9	18,8	80,7
2. SGK Devlet Primi Giderleri	9,4	10,9	15,4	76,3
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	20,5	20,4	-0,9	70,6
a) Savunma-Güvenlik	6,0	6,8	13,3	64,6
b) Sağlık Giderleri	4,0	0,4	-89,3	46,7
4. Cari Transferler	80,0	97,2	21,4	74,6
a) Görev Zararları	1,2	2,1	69,1	48,3
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	39,9	50,2	25,6	72,6
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	5,8	6,8	18,1	95,2
d) Gelirden Ayrılan Paylar	22,8	25,1	10,2	74,2
5. Sermaye Giderleri	14,5	15,6	7,5	56,0
6. Sermaye Transferleri	2,7	2,6	-3,2	60,8

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

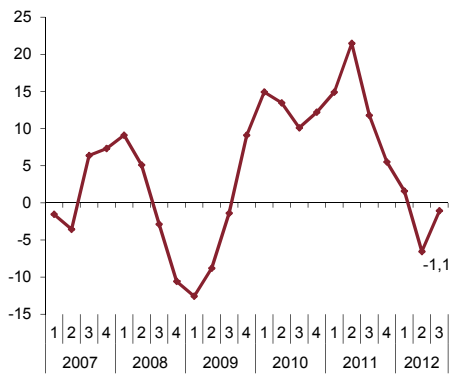
2012 yılının ilk dokuz ayı itibarıyla merkezi yönetim genel bütçe gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 9,8 oranında yükselmiştir. Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüzde 7,2 oranında, vergi dışı gelirler ise Merkez Bankası'nın yüksek düzeyde gerçekleşen kâr transferine bağlı olarak yüzde 28,7 oranında artış göstermiştir (Tablo 6.1.3). 6111 sayılı "Kamu Alacaklarının Yeniden Yapılandırılması Kanunu" çerçevesinde yapılan tahsilatın önceki yıla göre gerilemesi vergi gelirleri artışını sınırlayan bir faktör olarak değerlendirilmektedir. Kurumlar vergisi, 2011 yılındaki yüksek büyümeye paralel olarak artan şirket kârlarıyla birlikte 2012 yılının ilk beş ayı itibarıyla yüksek bir artış eğilimi gösterirken, sonraki aylarda "Yeniden Yapılandırma" yasasının neden olduğu baz etkisinden kaynaklı olarak yılın ilk dokuz ayında yüzde 6,3 gibi ılımlı bir oranda artmıştır. Gelir vergisi, kayıtlı istihdamda bir süredir devam etmekte olan yükseliş neticesinde yüzde 14,7 oranında artmıştır. Bu durum, toplam vergi gelirlerinde dolaylı vergilerdeki görece düşük orandaki artışlardan kaynaklanan yavaşlamayı bir miktar telafi etmiştir. Diğer yandan, tüketime dayalı vergilerin artış oranlarının iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya bağlı olarak azaldığı gözlenmektedir. Yılın ilk dokuz ayı itibarıyla ÖTV yüzde 7,5 oranında artarken, dahilde alınan KDV artış oranı yüzde 2,7 ile sınırlı bir düzeyde gerçekleşmiştir. ÖTV artış oranındaki yavaşlama esas olarak petrol ve doğalgaz ürünleri ile motorlu taşıtlar üzerinden sağlanan ÖTV tahsilatında geçen yılın aynı dönemine göre gözlenen olumsuz performanstan kaynaklanmaktadır. İthalde alınan KDV ise ithalattaki yavaşlamaya paralel olarak 2011 yılındaki seviyesine göre bir miktar gerilemiştir.

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

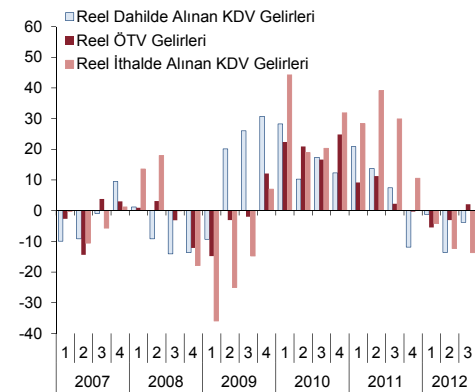
	Ocak-Eylül 2011	Ocak-Eylül 2012	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>214,2</b>	<b>235,1</b>	<b>9,8</b>	<b>73,1</b>
<b>I-Vergi Gelirleri</b>	<b>188,4</b>	<b>201,9</b>	<b>7,2</b>	<b>72,7</b>
Gelir Vergisi	35,8	41,0	14,7	76,3
Kurumlar Vergisi	19,7	21,0	6,3	77,2
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	23,4	24,0	2,7	71,6
Özel Tüketim Vergisi	46,7	50,3	7,5	71,2
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	35,8	35,1	-1,9	65,1
<b>II-Vergi Dışı Gelirler</b>	<b>25,8</b>	<b>33,2</b>	<b>28,7</b>	<b>75,4</b>
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	7,5	12,4	65,7	134,1
Faizler, Paylar ve Cezalar	14,7	16,2	10,2	74,1
Sermaye Gelirleri	2,4	1,9	-19,0	16,7

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2011 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren yavaşlamaya başlayan reel vergi gelirlerindeki yıllık artış oranı, son dönemde iç ve dış talep arasında yaşanan dengelenme ve baz etkisiyle birlikte on çeyreklik bir dönemin ardından negatif bir değer almış ve 2012 yılının ikinci çeyreği itibarıyla yüzde 6,6 oranında geriledikten sonra 2012 yılının üçüncü çeyreğinde de geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 1,1 oranında azalmıştır (Grafik 6.1.3). İç ve dış talep arasındaki dengelenmeden olumsuz yönde etkilenen vergi kalemlerinin başında tüketime dayalı vergiler gelmektedir. Bu çerçevede, vergi gelirleri içinde önemli bir paya sahip olan ÖTV'nin 2012 yılının üçüncü çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak yüzde 2,1 oranında arttığı, dahilde alınan KDV ve ithalde alınan KDV'nin ise sırasıyla yüzde 3,8, ve yüzde 13,7 oranında gerilediği gözlenmektedir (Grafik 6.1.4).

**Grafik 6.1.3.**Reel Vergi Gelirleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

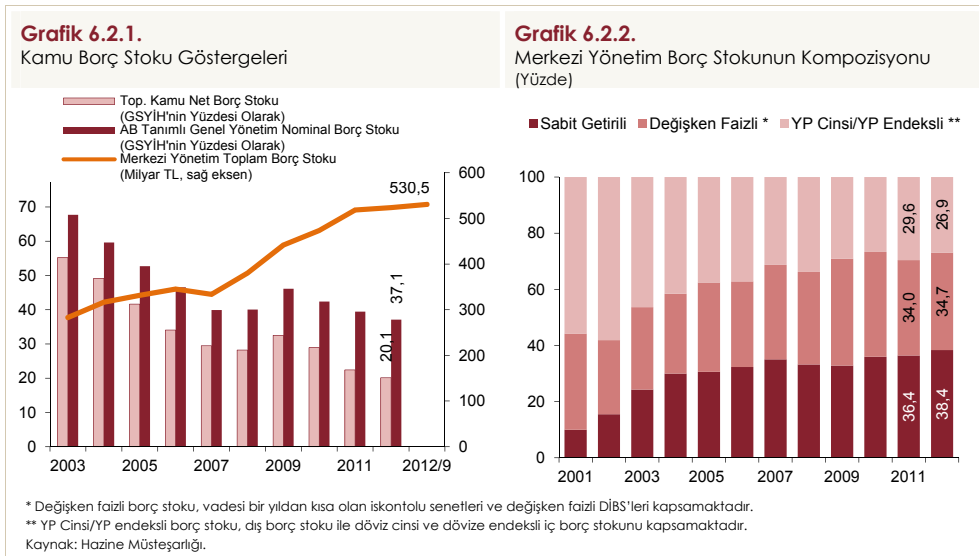
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

**Grafik 6.1.4.**Reel KDV ve ÖTV Gelirleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

## 6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

Kamu borç stoku göstergelerindeki iyileşme eğilimi, 2012 yılı Eylül ayı itibarıyla devam etmektedir. Kamu borç oranları azalmaya devam etmiş, borçlanmanın reel maliyeti düşük seviyelerde gerçekleşmiş, borç stokunun ortalama vadesi uzamış, borç stoku içinde faiz ve döviz kuruna duyarlı borç senetlerinin payı azalmış ve iç borç çevirme oranı gerilemiştir.

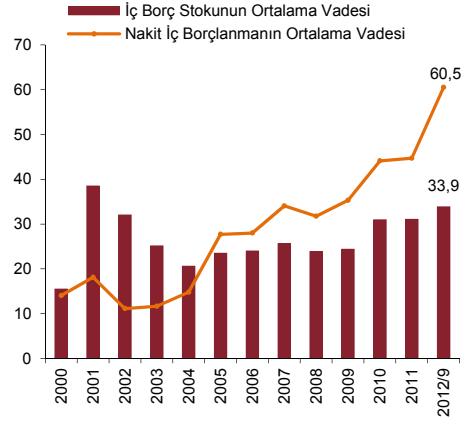
2012 yılının ilk yarısında, toplam kamu net borç stoku ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranları, bir önceki yıl sonuna göre 2,3'er puan azalarak, sırasıyla yüzde 20,1 ve 37,1 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.1). Merkezi yönetim borç stoku ise, 2012 yılı Eylül ayı sonunda, 2011 yılındaki seviyesini korumuştur (Grafik 6.2.1).



Hazine'nin, borç stokunun likidite, faiz oranı ve döviz kuruna olan hassasiyetini azaltma yönündeki borçlanma stratejisi, 2012 yılının Eylül ayı itibarıyla devam etmektedir. Bu bağlamda, sabit getirili borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payında artış olduğu görülmektedir (Grafik 6.2.2). Kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı ise yüzde 293,7 düzeyindedir. Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesinin 2011 yılı ortalamasına göre belirgin olarak artmasıyla birlikte, toplam iç borç stokunun vadeye kalan süresi 33,9 aya çıkmıştır (Grafik 6.2.3). Tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı ise, 4,6 milyar ABD doları olup, söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 14,4 yıl ile geçen yılki düzeyinde bulunmaktadır (Grafik 6.2.4).

**Grafik 6.2.3.**

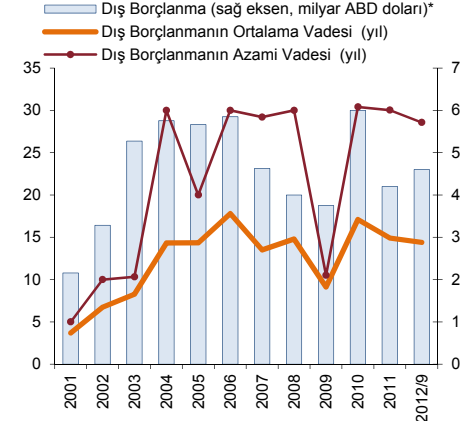
Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Süresi (Ay)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

**Grafik 6.2.4.**

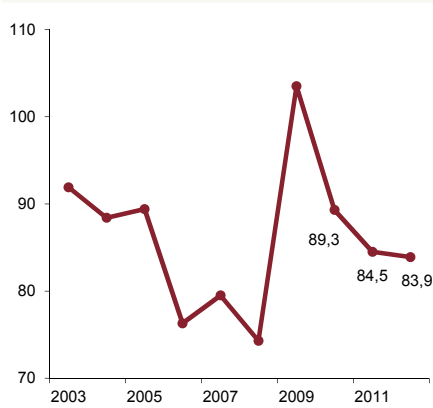
Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma

\* İlgili yılda yapılan toplam dış borçlanma miktarını göstermektedir.  
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

İç borç çevirme oranı, 2012 yılının ilk sekiz ayı sonunda yüzde 83,9 düzeyindedir (Grafik 6.2.5). Ancak, Hazine Müsteşarlığı'nın Ekim-Aralık 2012 dönemi için açıklamış olduğu iç borçlanma stratejisine göre, bu oranın yıl sonunda yüzde 84,1 olacağı öngörülmektedir. 2009 yılının başından 2011 yılının başına kadar hızlı bir düşüş eğilimi gösteren iskontolu hazine bonusu ihalelerinde gerçekleşen ortalama reel faiz oranı ise düşük seviyelerde seyretmektedir (Grafik 6.2.6).

**Grafik 6.2.5.**

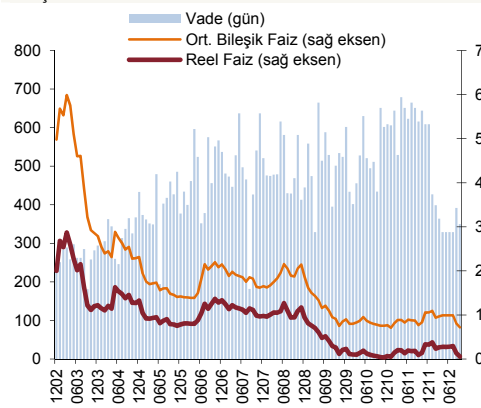
Toplam İç Borç Çevirme Oranı (Yüzde)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB.

**Grafik 6.2.6.**

İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadesi ve Faiz Oranı



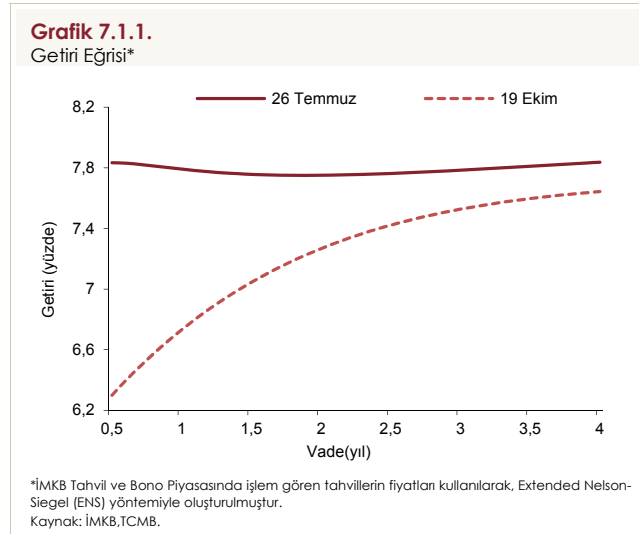
## 7. Orta Vadeli Öngörüler

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

Temmuz Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde TCMB ortalama fonlama faiz oranının düşmesini takiben kısa vadeli para piyasası faizleri aşağı yönlü bir eğilim göstermiş ve getiri eğrisi pozitif eğime dönmüştür (Grafik 7.1.1). Bu gelişmede küresel risk algılamalarındaki olumlu seyir de etkili olmuştur. Son dönemde ise fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki artışların etkisiyle faiz oranları sınırlı bir yükseliş göstermiştir.



#### Enflasyon

2012 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu yüzde 9,2 oranına yükselerek Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Bu gelişmede işlenmemiş gıda fiyatlarının mevsim ortalamalarının üzerinde artış kaydetmesi ve uluslararası petrol fiyatlarının öngörülerin üzerinde seyretmesi belirleyici olmuştur. Ayrıca 22 Eylül 2012 tarihinde, bütçe gelişmelerine bağlı olarak alınan ek mali önlem kararlarının

kısmen de olsa üçüncü çeyrek rakamlarına yansımış olması da bu yükselişte etkili olmuştur (Kutu 3.1). Bu dönemde temel mal grubu yıllık enflasyonu yavaşlama eğilimini sürdürürken, hizmet enflasyonunda bir değişim gözlenmemiştir. Yavaşlayan ekonomik faaliyetin de etkisiyle temel enflasyon göstergeleri aşağı yönlü bir eğilim göstermiştir.

Üçüncü çeyrekte işlenmemiş gıda fiyatları geçmiş yıl ortalamalarına kıyasla daha yüksek oranda artış kaydederek Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyelerin üzerinde gerçekleşmiştir. İşlenmiş gıda ürünleri yıllık enflasyonu ise bu dönemde bir miktar yavaşlamıştır. Böylelikle, gıda grubu yıllık enflasyonu işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak bu çeyrekte yükselmiş ve Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Yılın son çeyreğinde ise işlenmemiş gıda fiyatları yıllık artış oranının kayda değer bir oranda gerileyeceği, işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki risklerin ise yukarı yönlü olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte, 2012 dönemi için yılsonu gıda fiyat enflasyonu varsayımı temkinli bir yaklaşımla yüzde 7,0 olarak korunmuştur.

**Tablo 7.1.1.**  
Varsayımlardaki Güncellemeler

		Ekim 2012	Temmuz 2012
Çıktı Açığı	2012 Ç2	-1,65	-1,45
	2012 Ç3	-2,00	-1,63
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yılsonu Yüzde Değişim)	2012-2013	7,0	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	-1,9	-3,9
	2013	0,2	-1,8
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2012	112	110
	2013	107	100
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	1,2	1,1
	2013	1,7	2,1

### Talep Koşulları

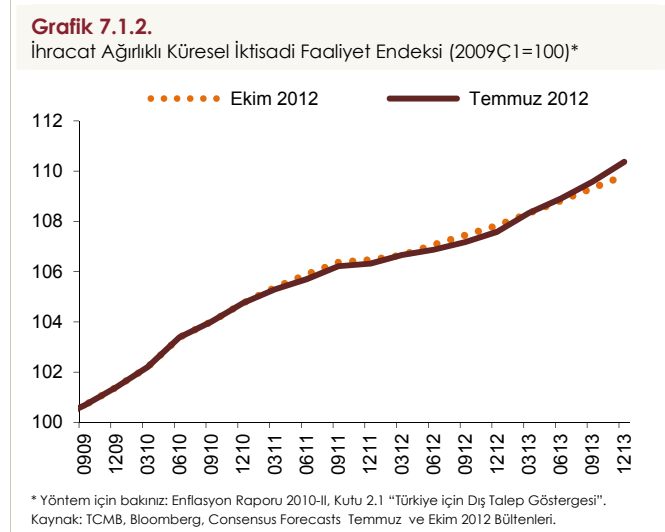
İktisadi faaliyet, 2012 yılının ikinci çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüme kıyasla daha zayıf seyretmiştir. Bu dönemde yurt içi talep yatırım kaynaklı olarak yavaşlarken, net ihracat da küresel büyüme görünümündeki gelişmelere bağlı olarak öngörülerin altında gerçekleşmiştir.

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin veriler, iktisadi faaliyetin yavaşlamaya devam ettiğine işaret etmektedir. Sanayi üretimi son dönemde dalgalı bir seyir izlerken,

Üretim bir önceki çeyreğe göre gerilemiştir. Ancak yılın son çeyreğinde iktisadi faaliyetin üçüncü çeyreğe kıyasla daha olumlu seyredeceği, son dönemdeki para politikası kararlarının da büyüme görünümüne olumlu katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyri ve finansal piyasalarda süregelen sorunlar dış talep üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olmayı sürdürmektedir. Küresel büyüme görünümünün Temmuz Enflasyon Raporu'ndan bu yana daha olumsuz bir hal almasıyla, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksi sınırlı ölçüde aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.2). Dolayısıyla dış ekonomilerde önümüzdeki dönemde belirgin bir toparlanma beklenmemekte ve küresel ölçekteki belirsizliklerin dış talebi baskılamaya devam edeceği düşünülmektedir. Bununla birlikte, pazar ve ürün çeşitlendirmesinin katkısıyla, önümüzdeki dönemde ihracatın görece olarak olumlu seyrini koruyacağı tahmin edilmektedir.

İç ve dış talep göstergelerindeki bu gelişmeler doğrultusunda, çıktı açığı tahminleri geçen Rapor dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1).

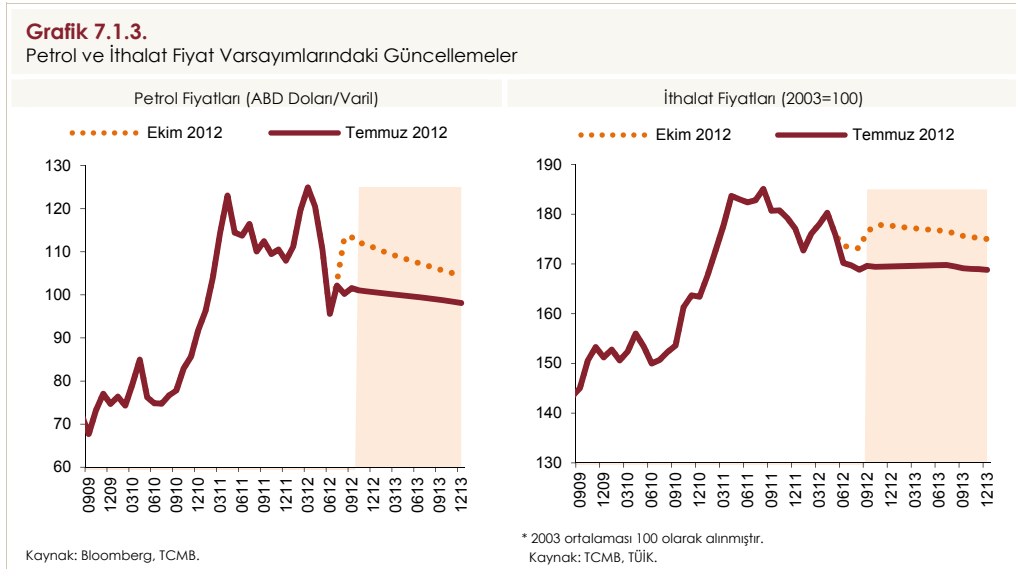


### İthalat Fiyatları

2012 yılının üçüncü çeyreğinde, temelde arz yönlü faktörlerin etkisiyle petrol fiyatları Temmuz Enflasyon Raporu'ndaki varsayımlara kıyasla daha yüksek seviyelerde seyretmiştir. Bu doğrultuda Temmuz Enflasyon Raporu'nda 110 ABD doları olarak belirlenen 2012 yılı ortalama petrol fiyatları varsayımı, yukarı yönlü güncellenerek 112 ABD dolarına çekilmiştir. Yıl geneli için yapılan bu

güncelleme sınırlı görünse de yılın ikinci yarısı için ortalama petrol fiyatları belirgin olarak yükseltilmiştir. Benzer şekilde 2013 yılı için de varsayımlar bir önceki rapora göre yukarı yönlü güncellenmiş, 2013 yılı için ortalama petrol fiyatının 107 ABD doları olacağı varsayılmıştır (Tablo 7.1.1 ve Grafik 7.1.3).

İthalat fiyatları genelinde de benzer şekilde olumsuz bir seyir gözlenmiştir. Vadeli fiyatlar baz alınarak yapılan güncel projeksiyonlarda 2012 yılı için ithalat fiyatları varsayımı bir önceki Rapor'a göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.3). Petrol ve ithalat fiyatları genelinde yapılan bu güncellemeler, döviz kurundaki gelişmeler ile birlikte değerlendirildiğinde toplamda 2012 yılsonu enflasyon tahminini 0,40 puan yükseltici yönde etkilemiştir.



### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan görünüme kıyasla kısa vadeli enflasyon tahminlerinde güncelleme gerektiren en temel gelişme yakın dönemdeki vergi artışları ve enerji fiyat ayarlamaları olmuştur. Söz konusu düzenlemelerin 2012 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi 0,9 puan artırıcı yönde olmuştur.

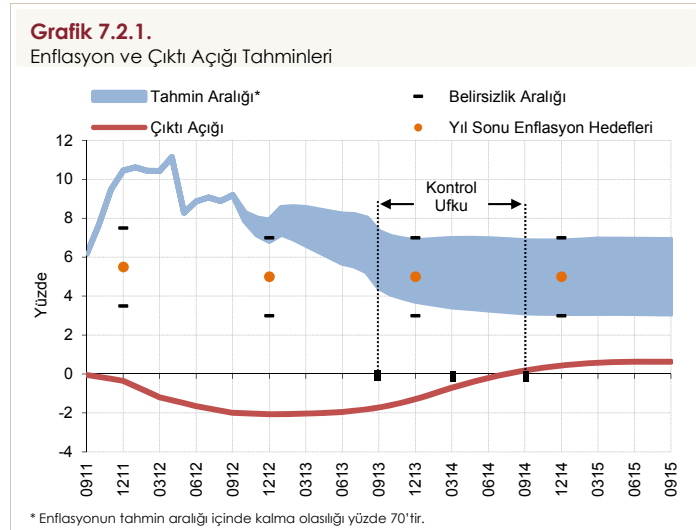
Orta vadeli tahminler üretilirken, tütün fiyatlarının 2013 yılının başlarında 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerinin ima ettiği oranlarda artacağı öngörülmüştür. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır.



Maliye politikasının duruşu için ise Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde mali disiplinin süreceği ve yapısal bütçe dengesinde önemli bir değişim olmayacağı varsayılmıştır.

## 7.2. Orta Vadeli Görünüm

Enflasyon tahminleri yapılırken para politikasının temkinli ve esnek duruşunu koruyacağı, kredilerin büyüme oranının ise yüzde 14 civarında seyredeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 6,9 ile yüzde 7,9 aralığında (orta noktası yüzde 7,4), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,8 ile yüzde 6,8 aralığında (orta noktası yüzde 5,3) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).



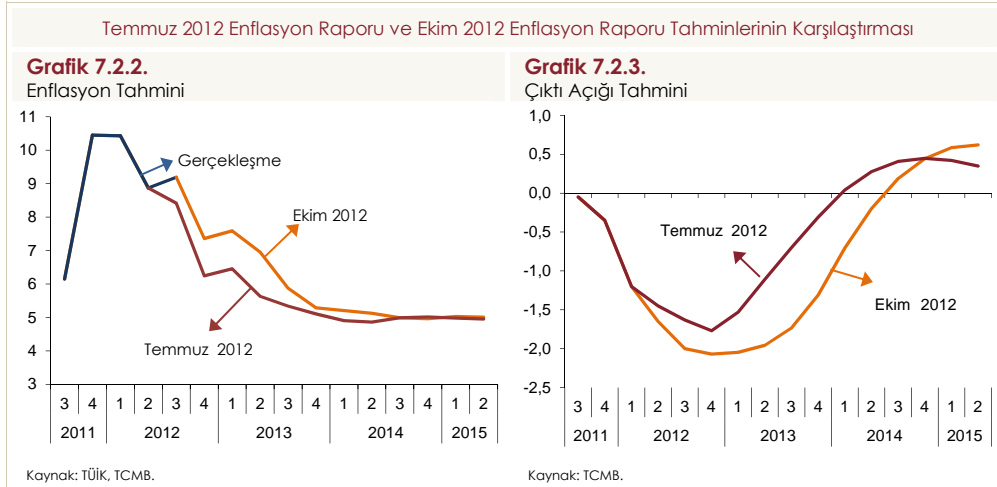
Sonuç olarak 2012 yılsonu tahmini Ekim Enflasyon Raporu'na kıyasla 1,2 puan yukarı çekilmiştir (Grafik 7.2.2). Söz konusu artışın yaklaşık 0,4 puanı petrol ve ithalat fiyatlarındaki yukarı yönlü güncelleme ve döviz kuru gelişmelerini yansıtırken, bir önceki Rapor'da öngörülemeyen kamu zamlarının yılsonu tahminine etkisi 0,9 puan yukarı yönlü olmuştur. İthalat fiyatları ve kamu zamlarından kaynaklanan yükseltici etkinin 0,1 puanının çıktı açığındaki aşağı yönlü güncelleme tarafından telafi edilmesi beklenmektedir (Tablo 7.1.2).

**Tablo 7.2.1**

2012 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncellemenin Kaynakları

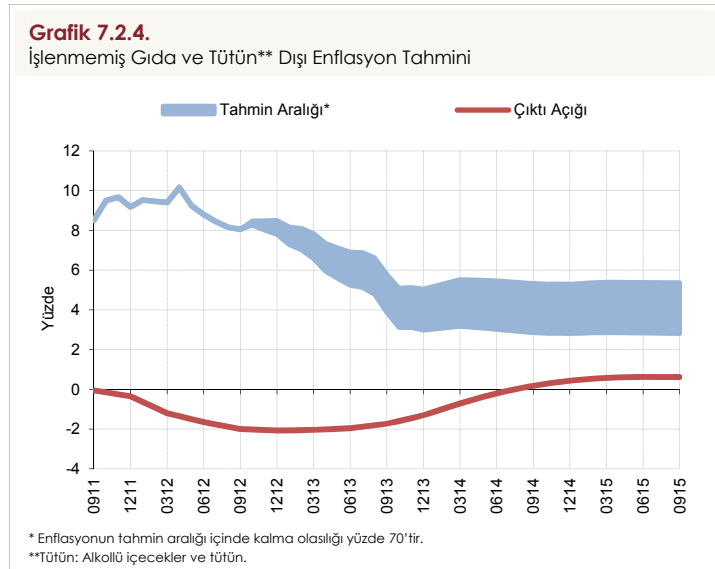
<b>Petrol ve İthalat Fiyatları</b>	<b>+0,4 puan</b>
<b>Vergi ve Yönetilen Fiyat Ayarlamaları</b>	<b>+0,9 puan</b>
<b>Çıktı Açığı</b>	<b>-0,1 puan</b>
<b>Yıl Sonu Tahminindeki Toplam Güncelleme</b>	<b>+1,2 puan</b>

Eylül ayında enerji ve diğer yönetilen/yönlendirilen ürünlerde yapılan fiyat ayarlamaları ve ithalat fiyat varsayımlarındaki yukarı yönlü güncelleme nedeniyle enflasyonun 2013 yılı boyunca Temmuz Raporu'nda öngörülen seviyelerin üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.2). 2013 yılı Ekim ayından itibaren kamu fiyat ayarlamalarından kaynaklanan baz etkisinin ortadan kalkmasıyla beraber enflasyondaki düşüşün hız kazanacağı ve 2013 yılının sonunda enflasyonun yüzde 5 hedefine yakın gerçekleşeceği öngörülmektedir.



Çıktı açığı tahminleri, yurt içi talebin ve küresel ekonominin Temmuz Raporu'nda öngörülene göre daha zayıf seyretmesine ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin artmasına bağlı olarak 2012 yılının ikinci çeyreğinden itibaren aşağı doğru revize edilmiştir (Grafik 7.2.3). Talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin bir önceki Rapor'a göre daha güçlü olmasının kamu fiyat ayarlamalarından kaynaklanabilecek ikincil etkileri sınırlayacağı düşünülmektedir.

İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının tamamen kontrolü dışındaki kalemlerdeki öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde 2012 yılsonu enflasyonunun yüzde 4,5 düzeyinde gerçekleşeceği varsayılmıştır. 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 Mayıs ayından bu yana sergilediği düşüş eğiliminin enerji ve diğer yönetilen/yönlendirilen ürünlerde yapılan fiyat ayarlamalarından dolayı yılın son çeyreğinde yavaşlayacağı, 2013 yılının son çeyreğinden itibaren ise yüzde 5 seviyesinin biraz altında istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir.



#### TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslaması

İktisadi birimlerin, geçici unsurların farkındalığıyla hareket ederek enflasyonun orta vadeli eğilimine odaklanmaları, sözleşme ve planlamalarında enflasyon hedeflerini esas almaları büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, referans teşkil etmesi açısından, TCMB'nin mevcut enflasyon tahminlerinin diğer iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri ile kıyaslanması önem taşımaktadır. Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin baz senaryodaki tahminlerimizin bir miktar üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1).

**Tablo 7.2.1.**

TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklentisi Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2012 Yılı Sonu	7,36	7,29	5,0
12 Ay Sonrası	5,58	6,70	5,0
24 Ay Sonrası	4,98	6,22	5,0

\*Ekim 2. dönem anketi.  
\*\*2012-2014 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.  
Kaynak: TCMB.

### 7.3. Riskler ve Para Politikası

Enflasyonun bir süre daha hedefin üzerinde seyredecek olması ve son dönemde enerji fiyatlarında gözlenen artışlar, fiyatlama davranışlarının yakından takip edilmesini gerektirmektedir. Rapor'daki baz senaryoda ikincil etkilerin sınırlı kalacağı öngörülmektedir. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde farklı bir görünümün ortaya çıkması halinde gerekli tedbirler alınacaktır.

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi ve sermaye akımlarında gözlenen oynaklıklar para politikasında her iki yönde esnekliğin korunmasını gerektirmektedir. Gelişmiş ülke ekonomilerinde kamu, hane-halkı ve bankaların bilanço düzeltme sürecine dair belirsizlikler sürmektedir. Küresel ekonominin henüz arzu edilen ölçüde toparlanamaması gelişmiş ülkelerdeki parasal genişleme politikalarının devam etmesine neden olmaktadır. Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne dair atılan adımlara rağmen finansal sistemde süregelen kırılganlıklar, çevre ülkelerde yüksek seyreden borçlanma maliyetleri ve büyüme görünümünün zayıf seyri küresel risk iştahının her türlü yeni gelişmelere karşı duyarlılığının yüksek kalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığın sürmesi yüksek bir olasılık olarak görülmektedir.

2012 yılı üçüncü çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının alınan tedbirler küresel finans piyasalarındaki en kötü olasılıkları azaltmış ve dalgalanmaları sınırlamıştır. Bununla birlikte, politika önlemlerinin uygulamasına dair belirsizlikler önemini korumaktadır. TCMB, bu belirsizlik döneminde gerektiğinde kullanmak üzere elinde yeterince politika aracı bulundurmaktadır.

Küresel büyüme görünümünün uzun süre zayıf seyretmesi durumunda, gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişleme paketlerini devam ettirme olasılığı bulunmaktadır. Yeni tedbirlerin süresinin uzaması Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için makro finansal riskleri besleyebilecektir. Söz konusu durumda kısa vadeli sermaye akımlarında yaşanabilecek ivmelenme, hızlı kredi

genişlemesi ve yerli para üzerinde oluşabilecek değerlenme baskısı ekonomimizdeki dengelenme sürecini yavaşlatabilecektir. Bu riskin gerçekleşmesi halinde TCMB, kısa vadeli faizleri düşük düzeylerde tutarken zorunlu karşılıklar gibi makro ihtiyati araçlarla sıkılaştırmaya gidebilecektir. Ayrıca, Rezerv Opsiyonu Mekanizması da otomatik dengeleyici özelliği ile finansal istikrarı destekleyecektir.

Küresel parasal genişleme politikaları emtia fiyatları üzerinde de risk oluşturmaktadır. Ancak, söz konusu politikaların daha çok küresel talebin zayıf olduğu zamanlarda uygulanıyor olması emtia fiyatlarının genel enflasyonist baskısını sınırlayabilmektedir. Bununla birlikte TCMB, emtia fiyatlarındaki artışların uzun süreli olması ve bu durumun fiyatlama davranışlarını bozma olasılığının ortaya çıkması halinde gereken sıkılaştırıcı politika tedbirlerini alacaktır.

Öte yandan, küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde toplam talep ve emtia fiyatlarında öngörülenden daha hızlı bir artış ortaya çıkabilecektir. Böyle bir durumda orta vadeli enflasyon baskıları söz konusu olabileceğinden bütün politika araçları sıkılaştırıcı yönde kullanılabilir.

İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler 2012 yıl sonunda enflasyonun öngörülenden daha olumlu gerçekleşmesine yol açabilecektir. Öncü verilerin olumlu seyrine rağmen, tahminler üretilirken temkinli bir yaklaşım izlenmiş ve bu grupta yılın son çeyreğinde fiyat artışlarının geçtiğimiz yıllara yakın oranlarda gerçekleşeceği varsayılmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarında varsayılandan daha olumlu bir gelişme gözlenmesi halinde, enflasyon yıl sonunda baz senaryoda öngörülenden daha düşük seviyelere inebilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmektedir. Rapor'da baz senaryoda oluşturulan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almaktadır. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülmeyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. 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.

Küresel konjonktürdeki belirsizliklere karşı ekonomimizin dayanıklılığının korunması açısından ihtiyatlı maliye politikaları kritik önem taşımaktadır. Orta

vadede ise 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 atılacak adımlar 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.

## Grafikler

### 1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1.	Cari İşlemler Dengesi	2
Grafik 1.1.2.	Net İhracatın Yıllık Büyümeye Katkısı	2
Grafik 1.1.3.	Para Politikası Uygulamaları	3
Grafik 1.1.4.	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	3
Grafik 1.1.5.a.	Getiri Eğrisi	4
Grafik 1.1.5.b.	Uzun ve Kısa Vadeli Faiz Farkı	4
Grafik 1.1.6.	Tüketici Kredileri ve Ticari Kredilerin Büyüme Hızları	5
Grafik 1.1.7.	TL Kredi Faizleri	5
Grafik 1.2.1.	Temmuz Ayında Yapılan Enflasyon Tahminleri ve Gerçekleşmeler	6
Grafik 1.2.2.	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	6
Grafik 1.2.3.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	6
Grafik 1.2.4.	2012 Yılı'nın İkinci Çeyreğinde Nihai Yurt İçi Talep: Tahmin ve Gerçekleşme	7
Grafik 1.2.5.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi (2009Ç1=100)	8
Grafik 1.2.6.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	9
Grafik 1.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	10

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1.	Küresel Büyüme Oranları	16
Grafik 2.1.2.	Küresel Büyüme Oranları	16
Grafik 2.1.3.	ABD İmalat Sanayii PMI Endeksleri	17
Grafik 2.1.4.	Euro Bölgesi PMI Endeksleri	17
Grafik 2.1.5.	Çin İmalat Sanayii PMI Endeksleri	18
Grafik 2.1.6.	JP Morgan Küresel PMI Endeksleri	19
Grafik 2.1.7.	Küresel Üretim Endeksleri	19
Grafik 2.2.1.	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	20
Grafik 2.2.2.	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	20
Grafik 2.2.3.	ABD Ham Petrol Stokları	21
Grafik 2.2.4.	WTI – Brent Fiyat Gelişmeleri	21
Grafik 2.3.1.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	22
Grafik 2.3.2.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	22
Grafik 2.3.3.	ABD ve Euro Bölgesi Enflasyon Telifisi	23
Grafik 2.4.1.	GIIPS Ülkeleri Getiri Farkı	24
Grafik 2.4.2.	Küresel Risk İştahı Endeksleri	24
Grafik 2.4.3.	Küresel Hisse Senedi Piyasaları	25
Grafik 2.4.4.	Gelişmekte Olan Ülke Kur Gelişmeleri	25
Grafik 2.4.5.	Gecelik Endeks Takası (OIS) Farkları	25
Grafik 2.4.6.	Euro – ABD Dolan Çapraz Kur Takası Oranları	25
Grafik 2.4.7.	Euro Bölgesi Kredi Eğilim Anketi	26
Grafik 2.4.8.	ABD Kredi Eğilim Anketi	26
Grafik 2.5.1.	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımları	27
Grafik 2.6.1.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 - Ekim 2012	28
Grafik 2.6.2.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 - Ekim 2012	29
Grafik 2.6.3.	Gelişmiş Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti	30
Grafik 2.6.4.	Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti	30

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1.	Gruplar İtibarıyla TÜFE	36
Grafik 3.1.2.	Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı	36
Grafik 3.1.3.	İşlenmemiş Gıda Fiyatları	37
Grafik 3.1.4.	Taze Meyve-Sebze ve Tüketici Fiyatları	37
Grafik 3.1.5.	Gıda Fiyatları	38
Grafik 3.1.6.	Seçilmiş İşlenmiş Gıda Ürünleri Fiyatları	38
Grafik 3.1.7.	Enerji Grubu Fiyatları	39
Grafik 3.1.8.	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	39
Grafik 3.1.9.	Temel Mal Fiyatları	40

Grafik 3.1.10.	Temel Mal Fiyatları	40
Grafik 3.1.11.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	41
Grafik 3.1.12.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	41
Grafik 3.1.13.	Hizmet Fiyatları	42
Grafik 3.1.14.	Hizmet Fiyatları Yayılm Endeksi	42
Grafik 3.1.15.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	42
Grafik 3.1.16.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	42
Grafik 3.1.17.	TÜFE ve H Yayılm Endeksleri	43
Grafik 3.1.18.	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRİM ve FCORE	43
Grafik 3.1.19.	Tarım Fiyatları	44
Grafik 3.1.20.	Petrol Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	44
Grafik 3.1.21.	ABD Dolan ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	45
Grafik 3.2.1.	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	45
Grafik 3.2.2.	Enflasyon Beklentileri Eğrisi	45
Grafik 3.2.3.	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	46
Grafik 3.2.4.	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	46

#### 4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1.	GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep	52
Grafik 4.1.2.	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	53
Grafik 4.1.3.	Yurt İçi Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları	53
Grafik 4.1.4.	CNBC-e Tüketici Güven Endeksi ve Tüketim Endeksi	53
Grafik 4.1.5.	Tüketim Malları Yurt İçi Satış Endeksi	53
Grafik 4.1.6.	Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	54
Grafik 4.1.7.	Yurt İçi Ticari Araç Satışları	54
Grafik 4.1.8.	Nihai Yurt İçi Talep	54
Grafik 4.1.9.	Sanayi Üretim Endeksi	54
Grafik 4.1.10.	Gelecek Üç Aya İlişkin Sipariş Beklentileri	55
Grafik 4.1.11.	Öncü Göstergeler Endeksi	55
Grafik 4.2.1.	Net İhracatın Yıllık Büyümeye Katkısı	56
Grafik 4.2.2.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	56
Grafik 4.2.3.	İhracat Miktar Endeksleri	57
Grafik 4.2.4.	Dünya ve Bölge İthalatları	57
Grafik 4.2.5.	Küresel PMI Endeksleri	57
Grafik 4.2.6.	İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	57
Grafik 4.2.7.	İthalat Miktar Endeksleri	58
Grafik 4.2.8.	Kredi Büyüme Oranları	58
Grafik 4.2.9.	Cari İşlemler Dengesi	59
Grafik 4.2.10.	Cari İşlemler Dengesi	59
Grafik 4.3.1.	İşsizlik Oranları	59
Grafik 4.3.2.	Tarım ve Tarım Dışı İstihdam	59
Grafik 4.3.3.	Hizmet ve İnşaat Sektörleri İstihdamı	60
Grafik 4.3.4.	İnşaat İstihdamı, Üretimi ve Katma Değeri	60
Grafik 4.3.5.	Sanayi İstihdamı ve Üretimi	61
Grafik 4.3.6.	İmalat Sanayi İstihdamı ve PMI İstihdam Endeksi	61
Grafik 4.3.7.	İmalat Sanayi İstihdamı ve İstihdam Beklentileri	62
Grafik 4.3.8.	Hanehalkı Tüketimi ve Reel Ücret Ödemeleri	62
Grafik 4.3.9.	Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik İşgücü Maliyeti	62
Grafik 4.3.10.	Reel Birim Ücret	62
Grafik 4.3.11.	İş Bulma Olanakları Endeksi (Gelecek 6 Ay) ve Tarım Dışı Sektörde İstihdamın İşgücüne Oranı	63
Grafik 4.3.12.	Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam	63



## 5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1.1.	Görelî EMBI Endeksleri (Ocak 2012=1) _____	79
Grafik 5.1.2.	Görelî Borsa Endeksleri (Ocak 2012=1) _____	79
Grafik 5.1.3.	İMKB'de Yabancı Yatırımı _____	80
Grafik 5.1.4.	DİBS Piyasasında Yabancı Yatırımı _____	80
Grafik 5.1.5.	DİBS Piyasasında Vadelere Göre Yabancı Payı _____	80
Grafik 5.1.6.	Yurt Dışı Yerleşiklerin Portföy Hareketleri _____	80
Grafik 5.1.7.	TCMB Fonlaması ve Ortalama Faiz _____	81
Grafik 5.1.8.	İMKB Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik Faizler _____	81
Grafik 5.1.9.	Altın Rezerv Opsiyonu Katsayıları _____	82
Grafik 5.1.10.	Döviz Rezerv Opsiyonu Katsayıları _____	82
Grafik 5.1.11.	Bankaların Döviz Rezerv Opsiyonu Dilimini Kullanma Oranları _____	83
Grafik 5.1.12.	Bankaların Altın Rezerv Opsiyonu Dilimini Kullanma Oranları _____	83
Grafik 5.1.13.	Kısa Vadeli Kur Takası İşlemleri _____	84
Grafik 5.1.14.	TCMB Rezervleri _____	84
Grafik 5.1.15.	Üçüncü Çeyrekte İki Yıl Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim _____	85
Grafik 5.1.16.	Üçüncü Çeyrekte Altı Ay Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim _____	85
Grafik 5.1.17.	İki Yıl Vadeli Piyasa Faizleri _____	85
Grafik 5.1.18.	Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri _____	85
Grafik 5.1.19.	Getiri Eğrisi _____	86
Grafik 5.1.20.	Uzun ve Kısa Vadeli Faiz Farkı _____	86
Grafik 5.1.21.	Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi _____	86
Grafik 5.1.22.	İki Yıllık Reel Faizler _____	86
Grafik 5.1.23.	Sepet Kur ve Risk Primi _____	87
Grafik 5.1.24.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri _____	87
Grafik 5.1.25.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı _____	88
Grafik 5.1.26.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı _____	88
Grafik 5.1.27.	M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri _____	88
Grafik 5.1.28.	Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları _____	89
Grafik 5.2.1.	Bankalarca Reel Kesime Açılan Kredilerin Artış Hızı _____	89
Grafik 5.2.2.	Firmaların Yurt Dışından Sağladığı Kredi Stoku _____	89
Grafik 5.2.3.	Ticari ve Tüketici Kredileri Büyüme Hızları _____	90
Grafik 5.2.4.	Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması _____	90
Grafik 5.2.5.	Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları _____	91
Grafik 5.2.6.	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler _____	91
Grafik 5.2.7.	Ticari Kredilerin Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması _____	92
Grafik 5.2.8.	TL ve YP Ticari Kredilerin Artış Hızları _____	92
Grafik 5.2.9.	Ölçeklere Göre İşletme Kredileri Büyüme Hızları _____	93
Grafik 5.2.10.	Tahsilî Gecikmiş Alacakların Brüt Firma Kredilerine Oranı _____	93
Grafik 5.2.11.	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler _____	93
Grafik 5.2.12.	TL Mevduat Faiz Oranı ve TCMB Ortalama Faiz _____	93

## 6. KAMU MALİYESİ

Grafik 6.1.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Bütçe Fazlası ve Yapısal Faiz Dışı Bütçe Fazlası _____	107
Grafik 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri _____	110
Grafik 6.1.2.	Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar _____	110
Grafik 6.1.3.	Reel Vergi Gelirleri _____	112
Grafik 6.1.4.	Reel KDV ve ÖTV Gelirleri _____	112
Grafik 6.2.1.	Kamu Borç Stoku Göstergeleri _____	113
Grafik 6.2.2.	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu _____	113
Grafik 6.2.3.	Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Süresi _____	114
Grafik 6.2.4.	Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma _____	114
Grafik 6.2.5.	Toplam İç Borç Çevirme Oranı _____	114
Grafik 6.2.6.	İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadesi ve Faiz Oranı _____	114

**7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER**

Grafik 7.1.1.	Getiri Eğrisi	115
Grafik 7.1.2.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi (2009Ç1=100)	117
Grafik 7.1.3.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	118
Grafik 7.2.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	119
Grafik 7.2.2.	Enflasyon Tahmini	120
Grafik 7.2.3.	Çıktı Açığı Tahmini	120
Grafik 7.2.4.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini	121

**Tablolar****1. GENEL DEĞERLENDİRME**

Tablo 1.3.1.	2012 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncellemenin Kaynakları	10
--------------	---	----

**2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER**

Tablo 2.1.1.	2012 ve 2013 Yıllarına İlişkin Büyüme Tahminleri	19
Tablo 2.2.1.	Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri	22
Tablo 2.3.1.	2012 ve 2013 Yıllarına İlişkin Enflasyon Tahminleri	23
Tablo 2.5.1.	2012 Yılında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımları	27

**3. ENFLASYON GELİŞMELERİ**

Tablo 3.1.1.	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	39
Tablo 3.1.2.	Temel Mal Fiyatları	40
Tablo 3.1.3.	ÜFE ve Alt Kalemler	44

**6. KAMU MALİYESİ**

Tablo 6.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi ve AB Tanımlı Borç Stoku	108
Tablo 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	109
Tablo 6.1.2.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	111
Tablo 6.1.3.	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	112

**7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER**

Tablo 7.1.1.	Varsayımlardaki Güncellemeler	116
Tablo 7.1.2.	2012 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncellemenin Kaynakları	120
Tablo 7.2.1.	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	122

## Geçmiş Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

### 2012-III

- 2.1. ABD Konut Piyasası Dinamikleri
- 3.1. TÜFE'de Mevsimlik Ürünler ve Önaörülemez Oynaklık
- 3.2. Türkiye'de Enflasyonun Yüksek Seyrinde Öne Çıkan Alt Gruplar
- 4.1. İktisadi Faaliyetin İkinci Çeyrekteki Ana Eğilimi
- 4.2. İhracatta Bölgesel ve Sektörel Cesitlenme
- 4.3. 2001 ve 2008 Krizleri Sonrası İşsizlik Oranı Gelişmelerinin, İşgücü, İstihdam ve Büyüme Dinamikleri İtibarıyla İncelenmesi
- 5.1. Capraz Kur Takası ve Bono Piyasaları Arasındaki İlişki
- 5.2. Türkiye'nin Net Finansal Döviz Pozisyonu

### 2012-II

- 2.1. Euro Bölgesi'nde Son Dönemde Öne Çıkan Gelişmeler
- 4.1. İktisadi Faaliyetin Ana Eğilimi: Mevsimsellikten Arındırılmış Veriler
- 4.2. Bölgesel Reel İhracat Gelişmeleri
- 4.3. İthalat Fiyatlarındaki Son Dönem Eğilimler
- 4.4. GSYİH, İsaücü, İstihdam ve İşsizlik
- 5.1. Para Politikası Kararlarının TCMB Rezervleri Üzerindeki Etkileri
- 5.2. Tüketici Kredilerinde Oluşan Marjlar ve Kredi Arzı
- 6.1. Yeni Teşvik Sisteminin (Yatırımlarda Devlet Yardımları) Temel Özellikleri
- 7.1. İç ve Dış Talep Ayırımında Çıktı Acıdı
- 7.2. Enflasyon Beklentileri ve İletişim

### 2012-I

- 2.1. 9 Aralık Kararları ve Euro Bölgesi Borç Krizi
- 2.2. Orta Doğu Ülkelerinde Artan Kamu Harcamalarının Ham Petrol Fiyatlarına Olası Etkileri
- 3.1. Enflasyon Ana Eğiliminin Temel Bileşenler Analiziyle İncelenmesi
- 4.1. Türkiye İçin Gerçek Zamanlı Bir İş Çevrimi Göstergesi
- 4.2. Son Dönem Talep Kompozisyonu Gelişmeleri
- 4.3. İhracatın İthalatı Karşılama Oranlarına Sektörel Bir Bakış
- 4.4. 2005-2007 ve Son Dönem İşsizlik Oranı Gelişmelerinin Sektörel Kaynakları İtibarıyla Karşılaştırması
- 5.1. Son Dönemde Likidite Yönetimi ve Etkileri
- 5.2. Küresel Kriz Sonrasında Para Politikasının Değişen Rolü
- 7.1. 2011 Yılı Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları
- 7.2. 2012 Yılı Tüketici Enflasyonu Üzerinde Baz Etkilerinin Rolü

### 2011-IV

- 2.1. Bilanço Durgunlukları: Japonya – ABD Kıyaslaması
- 2.2. Euro Bölgesi Borç Krizi ve Borç Sürdürülebilirliği
- 2.3. Türkiye İçin Reel Etkif 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 Telafisinin 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 ithalatında 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 için 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 için 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: İF 2009-2010 Tahminleri
- 3.1. Dayanıklılı Tüketim Mali 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 Yükleme 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. Bıtkisel 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

<b>AB</b>	Avrupa Birliđi
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>BDDK</b>	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>TÜRKBESD</b>	Beyaz Eşya Sanayicileri Derneđi
<b>CDS</b>	Kredi İflas Takası
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>ECB</b>	Avrupa Merkez Bankası
<b>EMBI</b>	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
<b>EPFR</b>	Emerging Portfolio Fund Research
<b>Fed</b>	Amerikan Merkez Bankası
<b>FHFA</b>	Federal Konut Finansman Ajansı
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>IEA</b>	Uluslararası Enerji Ajansı
<b>IMF</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>İYA</b>	İktisadi Yönelim Anketi
<b>KDV</b>	Katma Değer Vergisi
<b>KOBİ</b>	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
<b>Kurul</b>	Para Politikası Kurulu
<b>MKK</b>	Merkezi Kayıt Kuruluşu
<b>OIS</b>	Gecelik Endeks Takası
<b>OECD</b>	Uluslararası İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
<b>OSD</b>	Otomotiv Sanayii Derneđi
<b>OVP</b>	Orta Vadeli Program
<b>ÖTV</b>	Özel Tüketim Vergisi
<b>PMI</b>	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
<b>ROK</b>	Rezerv Opsiyonu Katsayısı
<b>ROM</b>	Rezerv Opsiyonu Mekanizması
<b>SGK</b>	Sosyal Güvenlik Kurumu
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi
<b>TÜİK</b>	Türkiye İstatistik Kurumu
<b>WTI</b>	Texas Tipi Ham Petrol
<b>TL</b>	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)		