



TÜRKİYE  
CUMHURİYET  
MERKEZ  
BANKASI

# enflasyon raporu

2010-I



# İçindekiler

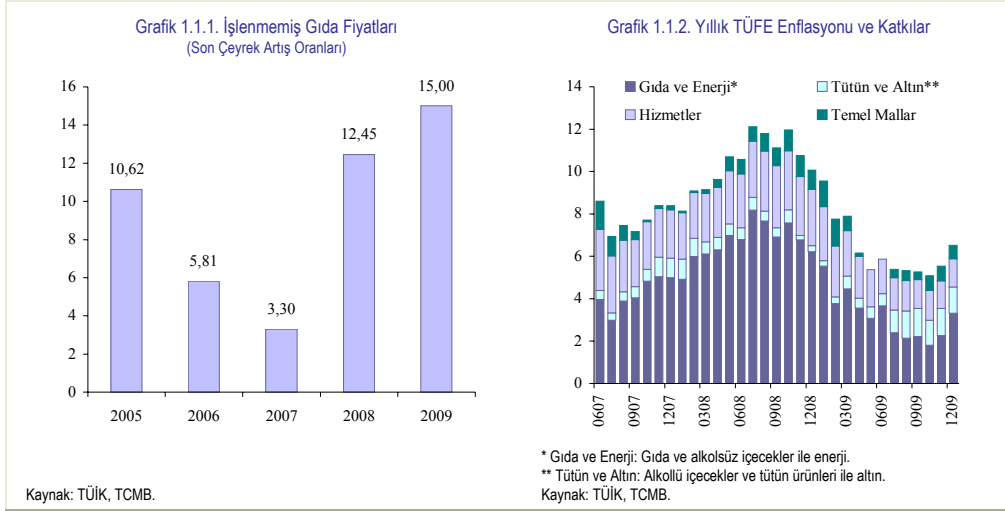
<b>1. GENEL DEĞERLENDİRME</b>	<b>1</b>
1.1. Enflasyon Gelişmeleri	1
1.2. Para Politikası Gelişmeleri	3
1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü	4
1.4. Riskler ve Para Politikası	9
<b>2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER</b>	<b>17</b>
2.1. Küresel Büyüme	18
2.2. Emtia Fiyatları	20
2.3. Küresel Enflasyon	22
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri	23
2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	26
<b>3. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	<b>29</b>
3.1. Enflasyon	29
3.2. Beklentiler	35
<b>4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ</b>	<b>43</b>
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	43
4.2. Dış Talep	46
4.3. İş Gücü Piyasası	49
<b>5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK</b>	<b>53</b>
5.1. Finansal Piyasalar	53
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	62
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>	<b>79</b>
6.1. Bütçe Gelişmeleri	81
6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler	85
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	<b>89</b>
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	89
7.2. Orta Vadeli Görünüm	96
7.3. Riskler ve Para Politikası	97
<b>KUTULAR</b>	
Kutu 1.1. 2009 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerinin Geriye Dönük Bir Muhasebesi	13
Kutu 3.1. Türkiye'de İşlenmemiş Gıda Enflasyonunda Oynaklık: Durum Tespiti	37
Kutu 3.2. Baz Etkileri ve 2010 Yılı Enflasyon Görünümüne Yansımaları	41
Kutu 5.1. Merkez Bankasının DİBS Alımlarının Piyasa Getirileri Üzerindeki Etkileri	66
Kutu 5.2. Banka Kredileri Eğilim Anketi ve Kredi Gelişmeleri	69
Kutu 5.3. Firma Mali Yapısı ve Kredi Aktarım Mekanizması	73
Kutu 7.1. 2008 Yılındaki Hedef Revizyonu Öncesi ve Sonrasında Enflasyon Beklentileri	101

## 1. Genel Değerlendirme

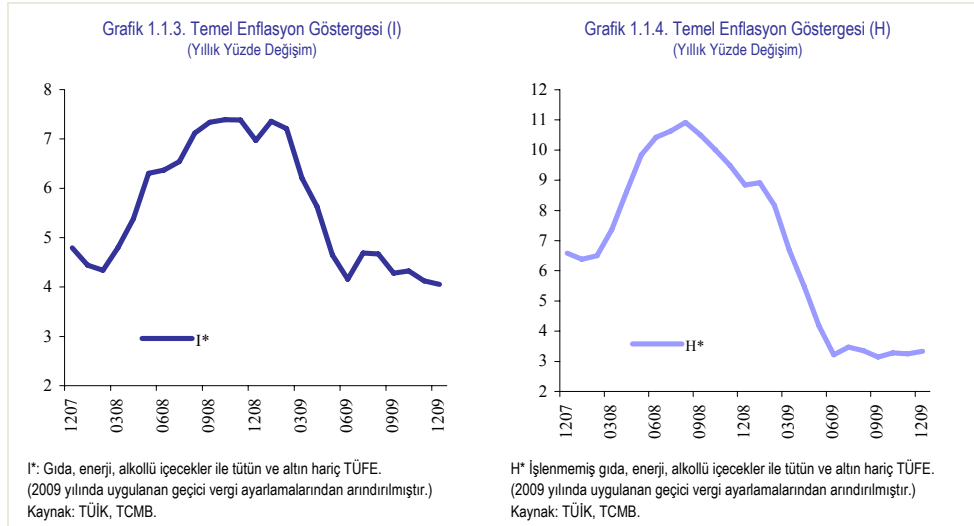
Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayıp 2008 yılı son çeyreğinden itibaren tüm dünyayı kapsayacak şekilde derinleşen küresel krizin yansımaları, 2009 yılının son çeyreğinde azalarak da olsa hissedilmeye devam etmiştir. Bu dönemde küresel finansal sisteme ve iktisadi faaliyete dair açıklanan veriler toparlanma eğiliminin sürdüğünü göstermektedir. Bununla birlikte, gelişmiş ülkelerde kamu borçlarının kaygı verici düzeylere ulaşması, kredi piyasalarındaki sorunların kısmen sürmesi ve işsizlik oranlarının yüksek seviyelerini koruması küresel ekonomiye ilişkin sorunların kalıcı olarak giderilmesinin uzun zaman alacağına işaret etmektedir. Ayrıca, olağanüstü parasal ve mali tedbirlerden çıkış stratejilerine dair belirsizliklerin sürmesi toparlanmanın kalıcılığına ilişkin risklerin devam etmesine neden olmaktadır.

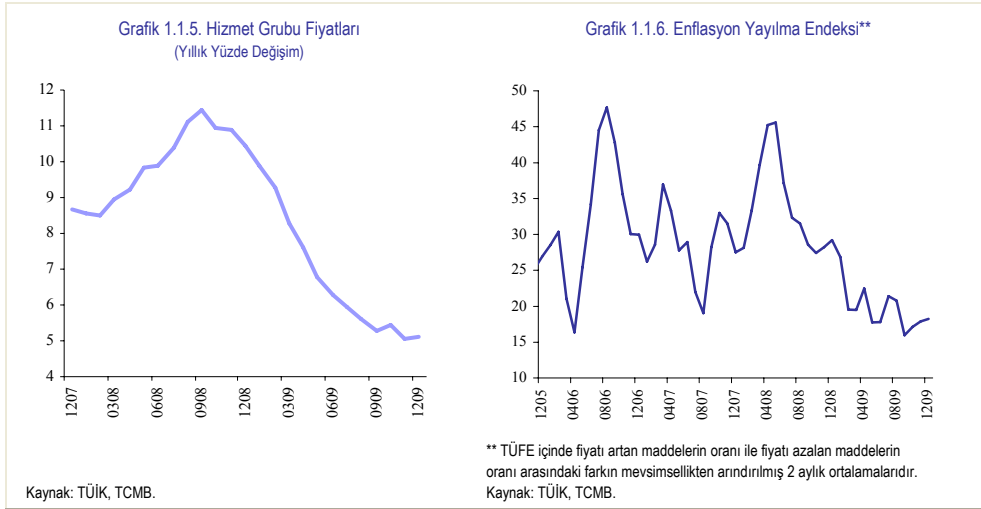
### 1.1. Enflasyon Gelişmeleri

2009 yılının son çeyreğinde enflasyonun ana eğilimini etkileyen unsurlar Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan görünüm ile uyumlu seyretmiştir. Gerek iç talep, gerekse dış talep öngörülen şekilde ılımlı toparlanma eğilimine devam etmiş, ekonomide kaynak kullanımı düşük düzeylerini korumuştur. Bununla birlikte, işlenmemiş gıda fiyatlarının öngörülmedik şekilde yakın tarihin en yüksek artışlarını sergilemesi (Grafik 1.1.1), 2009 yıl sonu enflasyonunun Ekim Enflasyon Raporu'nda tahmin edilenin 1 puan üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur. Bir başka ifadeyle, 2009 sonu için Ekim Enflasyon Raporu'nda yer alan enflasyon tahminindeki sapmanın tamamı işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış ile açıklanabilmektedir (Kutu 1.1, Kutu 3.1). Bu dönemde petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki yükselişler ile iktisadi faaliyeti desteklemek amacıyla uygulanan geçici vergi indirimlerinin sona ermesi gibi gelişmeler de enflasyonun yükselmesinde etkili olmuş, böylece 2009 yılının son çeyreğinde yıllık enflasyon yüzde 5,27 oranından yüzde 6,53 düzeyine yükselmiştir (Grafik 1.1.2).



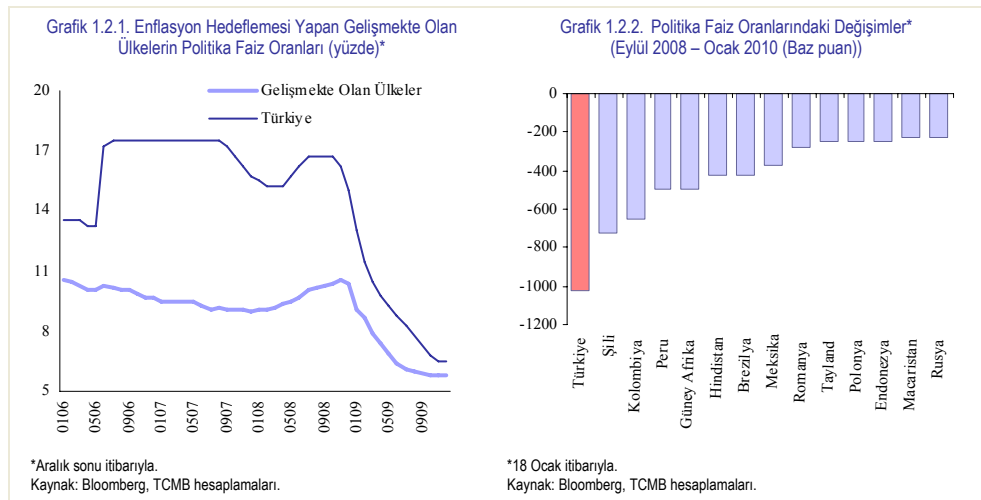
Yıllık enflasyondaki yükseliş genel fiyatlama davranışlarındaki bozulmadan ziyade bir çok geçici unsurun bir arada ortaya çıkmasından kaynaklanmıştır. Nitekim, temel enflasyon göstergeleri son çeyrekte yüzde 4 ile 5 arasında bir enflasyon eğilimine işaret etmiş ve orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini sürdürmüştür. Ayrıca, hizmet fiyatlarının yıllık artış oranı ve enflasyon yayılma endeksi tarihsel olarak düşük düzeylerde seyretmiştir. Bütün bu gözlemler, enflasyonda yılın son çeyreğinde gözlenen artışın, enflasyonun temel bileşenlerinden ziyade para politikasının etki alanı dışında kalan kalemler ile geçici unsurlardan kaynaklandığını göstermektedir (Grafik 1.1.3 ve 1.1.6).





## 1.2. Para Politikası Gelişmeleri

2008 yılı son çeyreğinden itibaren enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını öngören Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek potansiyel tahribatı sınırlamaya odaklanmış, bu süreçte bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını süratli bir şekilde aşağı çekerken diğer yandan, dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasasındaki tıkanıklığı gidermeyi hedeflemiştir. Bu çerçevede, 2008 yılının Kasım ayından 2009 yılının Kasım ayına kadar politika faizi 1.025 baz puan indirilmiştir. Böylece, Türkiye'nin politika faizi gelişmekte olan ülke sınıfında yer alan ve enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin ortalamasına yaklaşmıştır (Grafik 1.2.1 ve 1.2.2).



Yılın son çeyreğinde kredi piyasasında gözlenen olumlu gelişmeler ve iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanma eğilimini göz önüne alan Para Politikası Kurulu (Kurul), faiz indirimlerini kademeli olarak yavaşlatmış ve son iki toplantıda politika faizlerini sabit tutmuştur. Bununla birlikte, küresel ekonomideki sorunların henüz tam olarak giderilememiş olduğunu ve toparlanmanın gücüne ve kalıcılığına ilişkin belirsizliklerin devam ettiğini dikkate alan Kurul, faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceğini vurgulamıştır.

Ocak ayı toplantısında Kurul, vergi ayarlamaları ve baz etkileri nedeniyle enflasyonun 2010 yılının ilk iki ayında belirgin artışlar göstereceğine ve sonrasında bir müddet hedefin üzerinde kalacağına dikkat çekmiştir. Bununla birlikte, temel enflasyon göstergelerinin işaret ettiği ana eğilimin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyredeceğini öngören Kurul; ekonomideki kaynak kullanımı seviyesi, iş gücü ortamı ve uluslararası gelişmeler dikkate alındığında geçici etkilerden kaynaklanan bu durumun genel fiyatlandırma davranışlarında bozulmaya yol açmasının beklenmediğini, dolayısıyla da söz konusu etkiler ortadan kalktığında enflasyonun tekrar düşüş sürecine gireceğini vurgulamıştır.

Yılın son çeyreğinde piyasa faizleri büyük ölçüde para politikası duruşu doğrultusunda şekillenmiştir. Ekim ayından itibaren politika faizlerindeki indirimin sonuna geldiği algılamasının güçlenmesi nedeniyle piyasa faizlerinde sınırlı bir artış gözlemlense de yılın sonuna doğru risk algılamalarındaki iyileşme eğiliminin sürmesiyle yakın dönemde piyasa faizleri tekrar tarihsel olarak düşük düzeylere inmiştir.

### 1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Anılan dönemde mali tedbirlerin iç talep üzerindeki etkisi azalırken, dış talep kademeli toparlanma eğilimini sürdürmüştür. Bu çerçevede, milli gelirin dönemlik bazdaki artış eğilimi, ikinci çeyreğe kıyasla yavaşlamasına rağmen, devam etmiştir. Stok eritme süreci oldukça zayıflasa da toplam talep koşulları enflasyona düşüş yönlü katkısını sürdürmüştür.

Güncel veriler iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanmanın devam ettiğine işaret etmektedir. Bununla birlikte vergi indirimlerinin uygulamadan kaldırılmasının ardından özel tüketim talebinin bir miktar yavaşlama eğilimine

girdiği gözlenmektedir. Yatırım talebinde ise, 2009 yılının ikinci yarısında kısmi bir toparlanma gözlenmesine rağmen, mevcut talep belirsizliği ve düşük kapasite kullanım oranları göz önüne alındığında yatırım harcamalarının krizden önceki seviyelerine ulaşmasının uzun süreceği anlaşılmakta ve kısa vadede belirgin bir ivmelenme beklenmemektedir.

2008 yılının son çeyreği ve 2009 yılının ilk çeyreğinde iktisadi faaliyette gözlenen keskin daralmada dış talepteki sert düşüşün önemli etkisi olmuştur. Bu doğrultuda önümüzdeki dönemde dış talebin seyri iktisadi faaliyetin toparlanma hızı konusunda belirleyici olmaya devam edecektir. Yakın dönemde açıklanan veriler ihracattaki ılımlı toparlanma eğiliminin sürdüğüne işaret etmektedir. Bununla birlikte, ihracatın mevcut seviyesi küresel büyümeye ilişkin beklentilerle bir arada değerlendirildiğinde, dış talebin kriz öncesi seviyelere ulaşmasının uzun bir süre alacağı tahmin edilmektedir.

Dış talepteki zayıf seyir özellikle sanayi sektörü kanalıyla ekonomi genelinde iktisadi faaliyeti ve istihdamı sınırlamaya devam etmektedir. Nitekim, sanayide kapasite kullanım oranları ve kişi başına çalışılan saat göstergeleri ekonomideki kaynak kullanımının düşük düzeylerde seyrettiğine işaret etmektedir. Mevcut atıl kapasitenin yatırım ve istihdam imkanlarını sınırlamaya devam edeceği öngörüsü altında, yakın dönemde istihdam verilerinde gözlenen iyileşmenin hızlı bir toparlanmaya dönüşmesi beklenmemekte, işsizlik oranlarının uzunca bir müddet yüksek düzeylerini koruyacağı tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, birim iş gücü maliyeti ve yurt içi talebe ilişkin görünümün enflasyona düşüş yönünde verdiği desteği sürdürmesi beklenmektedir.

Küresel likidite koşullarının ve risk algılamalarının iyileşmesiyle Temmuz 2009 Enflasyon Raporu'ndan bugüne kredi koşullarındaki sıkılığın azalma eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu dönemde finansal koşullardaki sıkılığın azalmaya devam etmesi ve kredi faizlerinde süregelen düşüş eğilimi, para politikasının genişletici etkisini güçlendirmiştir. 2009 Ekim Enflasyon Raporu'nda yılın son çeyreğinden itibaren kredi piyasasındaki gelişmelerin yurt içi iktisadi faaliyeti desteklemeye başlayacağı öngörülmüştü. Nitekim, anılan dönemde kredi talebi canlanmaya başlamış, özellikle ticari krediler hızlı bir artış eğilimine girmiştir. Bununla birlikte, küçük ve orta boy işletmelere verilen kredilerde standartların halen görece olarak sıkı olması, parasal koşullardaki

genişlemenin iktisadi faaliyet üzerindeki olumlu etkisini kısmen de olsa sınırlamaya devam etmektedir.

Önümüzdeki dönemde kredi piyasasındaki gelişmelerin yurt içi iktisadi faaliyeti desteklemeye devam edeceği, orta vadede ise para politikasının etkilerinin daha da belirgin hissedileceği tahmin edilmektedir. Diğer yandan, kamunun halen yüksek seyreden iç borçlanma gereksiniminin, küresel ekonomide süregelen sorunların ve yüksek işsizlik oranlarının kredi genişlemesini sınırlayacağı öngörülmektedir.

Özetle, son dönemde açıklanan veriler ekonominin ılımlı bir toparlanma sürecine girdiğini göstermiştir. Önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyetteki kademeli canlanma eğiliminin süreceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, ekonomideki kaynak kullanımının bir müddet daha uzun dönem ortalamalarının altında seyredeceği düşünülmektedir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminlerimiz güncellenirken toplam arz ve talep dengesinin enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkının, bir önceki döneme kıyasla azalmakla birlikte, 2012 yılı başına kadar devam ettiği bir görünüm esas alınmıştır.

Son üç ay içinde iktisadi faaliyete ilişkin gelişmeler büyük ölçüde Ekim Enflasyon Raporu öngörülerini doğrultusunda seyretmesine rağmen, kısa vadeli enflasyon tahminlerinin belirgin olarak yukarı yönlü güncellenmesine neden olan gelişmeler ortaya çıkmıştır:

- Ocak ayı içinde bütçe gelirlerini artırmak amacıyla akaryakıt ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünlerine getirilen vergi düzenlemelerinin 2010 yılı tüketici enflasyonuna, yaklaşık 1,5 puanlık katkı yapacağı tahmin edilmektedir. 2009 Ekim Enflasyon Raporu'nda 2010 yılına ilişkin tahminler yapılırken söz konusu kalemlerin enflasyon hedefi doğrultusunda artırılacağı varsayılmış ve bu bağlamda 2010 yılı için 0,5 puanlık bir katkı öngörülmüştü. Dolayısıyla, Ocak ayında yapılan vergi ayarlamaları 2010 yılı boyunca enflasyon tahminlerini yaklaşık 1 puan yükseltmiştir. Bu etkinin Ocak 2010 döneminden itibaren görülmeye başlayacağı ve Ocak 2011 döneminde ortadan kalkacağı belirtilmelidir.
- Küresel ekonomiye ilişkin olumlu algılamaların güçlenmesiyle emtia fiyatlarında başlayan yukarı yönlü hareketlenme 2009



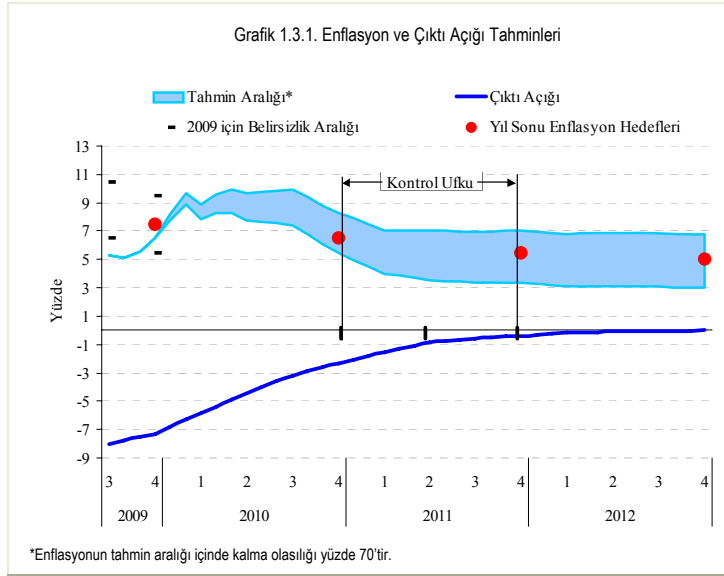
yılıının son çeyreğinde de sürmüştür. Bu gelişmeye paralel olarak, petrol fiyatları Ekim Enflasyon Raporu'nda 2009 yılıının son çeyreği için 70 ABD doları olarak belirlenen varsayımın üzerinde seyretmiştir. Petrol fiyatlarına ilişkin varsayımlarımız güncellenirken Ocak ayının ilk yarısı boyunca vadeli piyasada oluşan fiyatların ortalaması temel alınmıştır. Bu çerçevede, petrol fiyatları varsayımı 2010 yılı için 75 ABD dolarından 80 ABD dolarına, 2011 yılı ve sonrası için ise 80 ABD dolarından 85 ABD dolarına güncellenmiştir. Bu güncellenmenin 2010 yılı enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi yaklaşık 0,2 puan olmuştur. Ayrıca, orta vadeli tahminler üretilirken, dünya ekonomisindeki ılımlı toparlanma sürecine paralel olarak ithal girdi maliyetlerinin de petrol fiyatlarında olduğu gibi kademeli artışlar göstereceği varsayılmıştır.

- Ekim Enflasyon Raporu'nda gıda grubunda yıllık fiyat artış oranının 2009 yılında yüzde 5,8 sonraki yıllar için ise yüzde 6 olarak gerçekleşeceği bir çerçeve esas alınmıştır. Geçen süre zarfında beklenenden olumsuz bir seyir izleyen işlenmemiş gıda fiyatları göz önüne alınarak 2010 yıl sonu için gıda fiyatlarının yıllık artış oranına ilişkin öngörü yüzde 6 seviyesinden yüzde 7 düzeyine çıkarılmıştır. Söz konusu değişikliğin 2010 yılı enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi yaklaşık 0,3 puan olmuştur. Benzer şekilde 2011 yıl sonu için gıda fiyatlarının yıllık artış oranına ilişkin varsayım yüzde 6 seviyesinden yüzde 6,5 düzeyine güncellenirken, sonraki yıllar için yüzde 6 oranındaki yıllık artış oranı öngörüsü korunmuştur.

Son olarak, maliye politikası tarafında, Orta Vadeli Program (OVP)'da öngörülen tutarlı çerçevenin kurumsal ve yapısal iyileştirmelerle desteklenerek hayata geçirileceği bir görünüm esas alınmıştır. Diğer bir ifadeyle, enflasyonda öngörülemeyen oynaklıklara sebep olacak kamu fiyat/vergi ayarlamalarının yapılmayacağı ve önümüzdeki üç yıl boyunca yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile vergi ayarlamalarının enflasyon hedefi ile uyumlu olacağı varsayılmıştır. Ayrıca, OVP projeksiyonları doğrultusunda maliye politikasının genişletici etkisinin 2010 yılında azalarak devam edeceği, 2011 yılından itibaren ise kademeli bir mali sıkılaşmaya gidileceği öngörülmüştür. Bu doğrultuda, borcun milli gelire oranındaki yükselişin 2011 yılından itibaren kademeli olarak tersine

döndüğü, dolayısıyla tahmin ufku boyunca risk priminde önemli bir değişim olmadığı bir görünüm esas alınmıştır.

Bu çerçevede, politika faizlerinin uzun bir süre sabit tutulduğu, sonrasında ise sınırlı artışlar göstererek tahmin ufku (üç yıl) boyunca tek haneli düzeylerde kaldığı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2010 yılı sonunda yüzde 5,5 ile 8,3 aralığında (orta noktası yüzde 6,9), 2011 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile 7,0 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun 2012 yılı sonunda yüzde 4,9 düzeyine düşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Sonuç olarak, iktisadi faaliyet büyük ölçüde Ekim 2009 Raporu'nda ifade edilen görünüm doğrultusunda geliştiğinden, orta vadeli tahminlerde ve para politikası duruşunda belirgin bir değişiklik yapılmamıştır. Bununla birlikte, kısa vadeli tahminler açısından belirleyici olan değişkenlerin tamamı (gıda, enerji ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar) yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede 2010 yılı enflasyon tahmini belirgin olarak yukarı çekilirken, 2011 ve sonrası için tahminlerde önemli bir değişiklik yapılmamıştır.

Güncellenen tahminler, politika faizinin uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması durumunda dahi enflasyonun ana eğilimi üzerinde yukarı yönlü bir baskı hissedilmeyeceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, Grafik 1.3.1'de de görüldüğü gibi, vergi ayarlamaları ve baz etkileri nedeniyle enflasyon önümüzdeki iki ay boyunca belirgin bir artış sergileyecektir. Bunun yanı sıra, küresel krizin fiyatlar üzerindeki aşağı yönlü etkilerinin belirginleştiği 2009

yılıının ilk yarısındaki Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) değerlerinin oldukça düşük bir baz oluşturması nedeniyle, ikinci çeyrekte de yıllık enflasyon sınırlı bir miktar artış gösterebilecektir (Kutu 3.2). Bu doğrultuda enflasyon bir müddet hedefin üzerinde kalsa da, bütçe dengesi gözetilerek yapılan vergi ve fiyat ayarlamalarının yıllık enflasyon üzerindeki etkilerinin ortadan kalkmasıyla birlikte enflasyonun tekrar kademeli bir düşüş eğilimine girerek orta vadede yüzde 5 düzeylerinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir.

Önümüzdeki dönemde vergi düzenlemelerinin yansımaları ve baz etkisi gibi geçici unsurlar nedeniyle, enflasyonun bir süre yüksek seviyelerde seyredecek olması, beklenti yönetiminin önemini artırmaktadır. Bu çerçevede iktisadi birimlerin, geçici unsurların farkındalığıyla hareket ederek enflasyonun orta vadeli eğilimine odaklanmaları, sözleşme ve planlamalarında enflasyon hedeflerini referans almaları büyük önem taşımaktadır.

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

#### 1.4. Riskler ve Para Politikası

2008 yılının son çeyreğinden itibaren küresel krizin derinleşmesiyle, yurt içi makroekonomik görünüm ve buna ilişkin riskler büyük ölçüde küresel gelişmelere paralel olarak şekillenmiştir. 2009 yılında ekonomimizde yaşanan daralmada dış ticaret ve küresel finansman kanalının rolü göz önüne alındığında, önümüzdeki dönemde yurt içi iktisadi faaliyet ve enflasyon görünümü üzerinde küresel gelişmelerin bir müddet daha temel belirleyici olmaya devam edeceği düşünülmektedir. Bu çerçevede, bu bölümde küresel ve yurt içi iktisadi faaliyetin olası seyri ile bunun yurt içi enflasyon görünümüne yansımaları bir arada ele alınmaktadır.

Gerek bütçe açıklarının ulaştığı yüksek seviyeler, gerekse kredi ve gayrimenkul piyasalarında süregelen sorunlar özellikle gelişmiş ülkelerdeki toparlanma sürecine ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Küresel büyümenin tekrar kesintiye uğraması olasılığı, önceki dönemlere kıyasla azalmış olsa da yurt içi iktisadi faaliyet ve enflasyon üzerinde aşağı yönlü bir risk unsuru olarak önemini korumaktadır. Önümüzdeki dönemlerde küresel

büyümenin duraklaması ve bu durumun yurt içi iktisadi faaliyetteki toparlanmayı geciktirmesi durumunda, politika faizlerinde ek bir indirim söz konusu olabilecektir.

Küresel ve yurt içi iktisadi faaliyet üzerinde aşağı yönlü riskler devam etmekle birlikte, 2009 yılının ikinci yarısından itibaren yukarı yönlü riskler de kendini göstermeye başlamıştır. Küresel iktisadi faaliyette 2009 yılının ikinci yarısında gözlenen toparlanmanın boyutu, iktisadi faaliyete ilişkin yukarı yönlü risklerden de bahsedilmesini mümkün kılmaktadır. Bunun yanı sıra, 2008 yılının son çeyreğinden bu yana küresel ölçekte alınan olağanüstü mali ve parasal tedbirlerin etkilerinin önemli bir bölümünün gecikmeli olarak gözlenebileceği dikkate alınmalıdır. Benzer şekilde, ülkemizde bu süreçte gerçekleştirilen 1.025 baz puanlık faiz indiriminin yansımalarının da belirli bir gecikmeyle ortaya çıkacağı göz ardı edilmemelidir. Önümüzdeki dönemde beklenenden daha hızlı bir toparlanma olması durumunda baz senaryoda öngörülen sınırlı parasal sıkılaştırma daha erken gündeme gelebilecektir.

Önümüzdeki aylarda, baz etkisi ve kamu fiyat ayarlamaları nedeniyle enflasyonda gözlenecek yükselişin beklentiler üzerindeki etkisi önemli bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. 2009 yılının son çeyreğinden itibaren işlenmemiş gıda, petrol ve yönetilen/yönlendirilen kamu fiyatları ile baz etkisi gibi bir çok farklı unsur enflasyonu artırıcı yönde etki yapmaya başlamıştır. Bu gelişmeler, geçici nitelikte olmasına karşın, ortalama yıllık enflasyonun bir müddet hedeflerin üzerinde kalmasına neden olacaktır. İktisadi birimlerin söz konusu unsurların geçici niteliğini doğru anlaması ve orta ve uzun vadeli beklentilerini bozmaması önem taşımaktadır. Zira, ekonomideki kaynak kullanımının bir süre daha düşük seviyelerde kalacağı, iş gücü ortamının tüketim talebinde bir genişlemeye imkan tanımayacağı ve maliye politikasının kademeli şekilde daraltıcı yönde etkili olacağı varsayımı altında söz konusu geçici gelişmelerden ve bir seferlik şoklardan kaynaklanan fiyat artışlarının genel fiyatlama davranışları üzerindeki etkisi çok sınırlı olacaktır. Halihazırda gerek hizmet fiyatlarının yıllık artış oranının gerekse temel enflasyon göstergelerinin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyretmesi ve ciddi bir yayılma riski gözlenmemesi nedeniyle politika faizlerinin uzun bir süre düşük düzeyde tutulması öngörülmektedir. Bununla birlikte, bu Rapor'da çizilen çerçevenin dışında beklenmeyen bir durumun ortaya çıkması ve genel fiyatlama davranışlarında bozulma gözlenmesi halinde, TCMB'nin para politikasını baz

senaryoda öngörülenden önce sıkılaştırmakta tereddüt etmeyeceği vurgulanmalıdır.

Küresel krize karşı alınan mali tedbirler sonucu özellikle gelişmiş ülkelerde bütçe açıklarının yüksek boyutlara ulaşması, uzun vadede enflasyon beklentileri ve dolayısıyla uzun vadeli küresel piyasa faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Sağlam bankacılık sistemi ve basiretli maliye politikası gibi güçlü yönleriyle öne çıkan ekonomiler bu özellikleri taşımayanlardan ayrışacak, söz konusu risklerin yansımalarına karşı daha dayanıklı olacaktır. Bu çerçevede TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. OVP’de yer alan hedeflerin vergi ve fiyat artışlarından ziyade kurumsal ve yapısal iyileştirmeler yoluyla sağlanması halinde, tahmin ufku boyunca politika faizinin tek hanede kalmasının mümkün olduğu düşünülmektedir.

Petrol ve diğer emtia fiyatlarının olası seyri önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir. Küresel ölçekte kamu otoritelerinin aldığı dengeleyici tedbirler sonucu bollaşan kısa vadeli likidite emtia fiyatlarını spekülâtif hareketlere maruz bırakabilmektedir. Çin ve Hindistan gibi ülkelerde gözlenen hızlı büyüme eğilimi ve bu ekonomilerin dünya emtia talebi içinde artan ağırlığı, söz konusu spekülâtif davranışları beslemektedir. Dolayısıyla, küresel ekonomideki toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağı bir senaryo esas alındığında dahi petrol ve diğer emtia fiyatlarının yükselmeye devam etme olasılığı bulunmaktadır. Mevcut durumda ülkemizde talep koşullarının halen zayıf olması, yukarı yönlü maliyet şoklarının yurt içi fiyatlara geçişini sınırlamaktadır. Bu nedenle TCMB, özellikle yurt içi kaynak kullanımının düşük seyretmeye devam edeceği kısa vadede, küresel emtia fiyatlarındaki dalgalanmaların birincil etkilerine tepki vermeyecektir. Bununla birlikte, emtia fiyatlarında gözlenen artışın küresel büyümedeki kalıcı ve güçlü bir toparlanma ile birlikte gerçekleşmesi ve bunun enflasyon beklentilerini bozması durumunda, enflasyonu orta vadeli hedeflerle uyumlu tutacak şekilde parasal sıkılaştırmaya gidilecektir.

2008 yılının son çeyreğinden itibaren fiyat istikrarı temel amacı ile çelişmeden küresel krizin yurt içi iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamaya odaklanan TCMB, bu konuda üzerine düşeni büyük ölçüde yapmıştır. Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak

tesis edilebilmesine odaklanmaya devam edecektir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak makroekonomik istikrar ve fiyat istikrarını destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

**Kutu**  
**1.1**
**2009 YIL SONU ENFLASYON TAHMİNLERİNİN GERİYE DÖNÜK BİR MUHASEBESİ**

Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayıp 2008 yılı son çeyreğinden itibaren tüm dünyayı kapsayacak şekilde derinleşen küresel krizin yansımaları, 2009 yılı genelinde ülkemiz iktisadi gelişmeleri üzerinde belirleyici olmuştur. Yaşanan krizin ve buna karşı uygulanan politikaların yakın tarihte bir örneğinin bulunmaması, enflasyon tahminlerindeki belirsizliği artıran bir unsur olmuştur. Bunun yanı sıra, yılın ikinci yarısında işlenmemiş gıda fiyatları tarihsel olarak yüksek oynaklıklar göstermiştir. Bu gelişmeler ışığında, son bir yıl içinde enflasyon tahminlerini şekillendiren finansal piyasalar, küresel büyüme, yurt içi iktisadi faaliyet ile emtia ve gıda fiyatlarına ilişkin varsayımlarda dönemsel olarak kapsamlı revizyonlar yapılması gereği duyulmuştur. Bu kutuda, 2009 yılı içinde yayımlanmış enflasyon raporlarında söz konusu revizyonlar çerçevesinde 2009 yıl sonu enflasyon tahminlerinde ortaya çıkan temel değişiklikler ve nedenleri özetlenmektedir.

#### Ocak Enflasyon Raporu

Küresel finans krizinin neden olduğu belirsizlik ortamında, 2008 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyet hızla daralırken, kredi koşulları belirgin olarak sıkılaşmış risk primi ve kredi faizlerinde ise hızlı yükselişler gözlenmiştir. Krizin neden olduğu derin güven kaybı ve finansal sıkılığın sürüyor olması 2009 yılının başlarında tüm dünyada büyüme oranlarının belirgin şekilde gerilemesine yol açmış, bu süreçte emtia fiyatlarında da hızlı bir gerileme yaşanmıştır (Tablo 1). Diğer bir ifadeyle, enflasyon görünümünü etkileyen unsurlarda belirgin bir aşağı yönlü hareket gözlenmiştir.

Tablo 1. Enflasyon Raporu Varsayımları

		Oca.09	Nis.09	Tem.09	Eki.09
<b>Büyüme tahminleri*</b>					
Dünya	2009	-0,2	-2,1	-2,6	-2,3
	2010	2,0	1,9	2,1	2,7
ABD	2009	-1,8	-2,7	-2,6	-2,5
	2010	2,3	1,8	2,1	2,6
Euro Bölgesi	2009	-1,4	-3,4	-4,4	-3,9
	2010	0,8	0,3	0,4	1,1
Gıda Enflasyonu	2009	7,5	7,5	7,5	5,8
	2010	6	6	6	6
Brent tipi ham petrol varil fiyatı (ABD doları)	2009	55	55	60	70
	2010	55	55	70	75

\*Consensus Forecasts.  
Kaynak: TCMB

## Nisan Enflasyon Raporu

Söz konusu görünüm doğrultusunda, 2009 yılı Ocak ayında yayımlanan Enflasyon Raporu'nda 2009 yıl sonuna ilişkin yıllık enflasyon tahmini yüzde 6,8 olarak verilmiştir. Ancak, yılın ilk çeyreğine ilişkin açıklanan veriler nihai yurt içi talepte Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha derin bir daralmaya işaret ederken, pek çok uluslararası kuruluş küresel gelişmeler ışığında küresel büyümeye ilişkin tahminlerini aşağı yönlü güncellemeye devam etmiştir. Bu bağlamda, iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamanın tahmin edilenden daha güçlü olduğunun anlaşılmasıyla, toplam talep koşullarının enflasyona yaptığı düşüş yönlü katkının bir önceki rapor dönemine göre arttığı bir çerçevede esas alınmış ve çıktı açığı tahminleri Nisan ayında belirgin olarak aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1a). Bu durum, enflasyonun ana eğilimine ilişkin tahminin 0,8 puan aşağı yönlü güncellenmesine neden olarak Nisan 2009 Enflasyon Raporu'nda yıl sonu enflasyon tahmininin yüzde 6,0 düzeyine çekilmesinin temel kaynağını oluşturmuştur (Tablo 2).

Tablo 2. 2009 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemelerin Kaynakları

	Ocak 09	Nisan 09	Temmuz 09	Ekim 09
Enflasyon Tahminleri (yüzde)	6,8	6,0	5,9	5,5
<i>İki Enflasyon Raporu Tahmini Arasındaki Farkın Kaynakları (puan katkı)</i>				
	Oca-Nis	Nis-Tem	Tem-Eki	Eki-Ara*
Gıda	0,0	0,0	-0,5	1,0
Petrol	0,0	0,2	0,5	0,1
Ek Mali Tedbirler	0,0	0,5	0,0	0,0
<b>Enflasyondaki Ana Eğilim</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>

\*Tahmin ile gerçekleşme arasındaki farkın kaynaklarını göstermektedir. 2009 yıl sonu enflasyonu yüzde 6,5 olarak gerçekleşmiştir.  
Kaynak: TCMB.

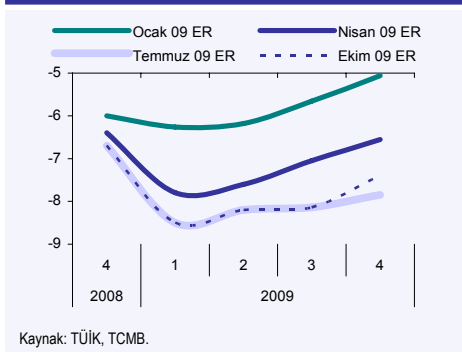
## Temmuz Enflasyon Raporu

Takip eden dönemde, enflasyon tahminlerini her iki yönde etkileyen gelişmeler ortaya çıkmıştır: 2009 yılı ilk çeyreğine ilişkin iktisadi faaliyetlerdeki daralmanın öngörülenden de derin olması ve Avrupa ekonomisinin 2009 yılı büyümesine ilişkin beklentilerin daha da kötüleşmesi, Temmuz 2009 Enflasyon Raporu'nda güncellenen tahminlere aşağı yönde etkide bulunurken, petrol fiyatlarının varsayımlardan yüksek seyretmesi ve bütçe dengesini sağlamaya yönelik vergi düzenlemeleri tahminleri yukarı yönlü etkilemiştir. Toplam talep koşullarındaki gelişmeler doğrultusunda ortaya çıkan görünüm, çıktı açığı tahminlerinin bir önceki rapora göre bir miktar aşağı yönlü güncellenmesine neden olmuştur (Grafik 1a). Ayrıca, iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamanın enflasyon üzerindeki etkisi öngörülenden de güçlü olmuştur. Böylece, enflasyonun ana eğilimine ilişkin tahmin bir önceki rapora göre 0,8 puan aşağı çekilmiştir.

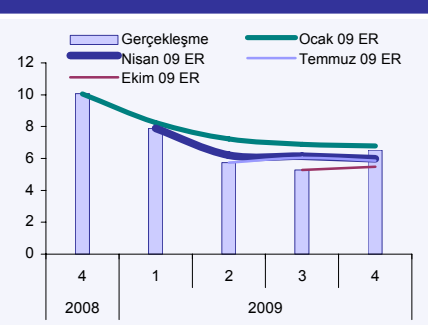


Öte yandan, söz konusu dönemde petrol fiyatlarında gözlenen artışlar petrol fiyatlarına ilişkin varsayımların yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuş ve yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan yukarı çekmiştir. Bunun yanı sıra, Temmuz ayında tütün ürünlerinde yapılan fiyat artışlarının yıl sonu enflasyonuna 0,5 puanlık ek katkı katkı yapacağı öngörülmüş ve bu öngörü tahminlere yansıtılmıştır. Sonuç olarak, Temmuz 2009 Enflasyon Raporu'nda yer alan yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki rapora göre aşağı yönlü güncellenerek yüzde 5,9 düzeyine çekilmiştir (Tablo 2).

Grafik.1a: 2009 Yılı İçinde Yapılan Çıktı Açığı Tahminleri



Grafik.1b: 2009 Yılı İçinde Yapılan Enflasyon Tahminleri



### Ekim Enflasyon Raporu

Yılın üçüncü çeyreğinde yurt içi iktisadi faaliyete ilişkin gelişmeler Temmuz 2009 Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan çerçeve ile uyumlu bir seyir izlemiş, küresel iktisadi faaliyete ilişkin varsayımlar ise, uluslararası kuruluşların tahminleri doğrultusunda Temmuz Enflasyon Raporu'na göre sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu bağlamda Ekim Raporu'nda toplam talep görünümüne ilişkin bir önceki rapora göre önemli bir değişiklik yapılmamıştır. Bununla birlikte, 2009 üçüncü çeyreğinde temel enflasyon göstergelerinin seyri, toplam talep koşullarının enflasyonun ana eğilimi üzerindeki etkilerinin tahmin edilenden daha güçlü olduğunu göstermiştir. Hizmet fiyatlarının yıllık artış oranlarının ve enflasyon yayılma endeksinin tarihsel olarak düşük düzeylerde seyretmesi bu görüşü teyid etmiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda enflasyonun ana eğilimine ilişkin tahminimiz sınırlı bir miktar aşağı doğru güncellenmiştir.

2009 yılı üçüncü çeyreğinde, petrol fiyatları varsayımların üzerinde gerçekleşmesine rağmen, gıda grubu yıllık enflasyonunun beklenenin çok üzerinde bir düşüş göstermesi kısa vadeli tahminlerin aşağı yönlü güncellenmesine neden olmuştur. Bu dönemde, üretici olmayan yatırımcıların emtia piyasalarına yeniden yönelmesinin de etkisiyle yılın ikinci çeyreğinde ortalama 60 ABD doları olan petrol fiyatı, yılın üçüncü çeyreğinde ortalama 70 ABD doları seviyesine yükselmiştir. Spot piyasalarda yaşanan bu gelişmeler, yıl sonuna ilişkin petrol fiyatı varsayımımızın yükseltilmesini gerekli kılmış; bu durum yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde 0,5 puanlık yukarı yönlü bir katkı yapmıştır.

Öte yandan, mevsimsellikten arındırılmış gıda fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde geçmiş yıllardaki artış eğiliminden farklı olarak azalış göstermiş ve gıda enflasyonu yılın ilk dokuz aylık dönemine ilişkin öngörülerin altında kalmıştır. Bu durumun temel nedeni işlenmemiş gıda fiyatlarının yıllık artış oranındaki gerilemenin beklenenden daha hızlı olmasıdır. Bu gelişmeler göz önüne alınarak, Ekim 2009 Enflasyon Raporu'nda, 2009 yılı sonuna ilişkin gıda grubu yıllık artış oranı varsayımı yüzde 7,5'ten yüzde 5,8'e indirilmiş (Tablo 1), bu değişiklik 2009 yıl sonu tahminleri üzerinde 0,5 puan aşağı yönlü etki yapmıştır (Tablo 2). Sonuç olarak, Ekim 2009 Enflasyon Raporu'nda yıl sonu enflasyon oranına ilişkin tahminimiz Temmuz ayındaki yüzde 5,9 değerinden yüzde 5,5'e çekilmiştir (Tablo 2).

#### 2009 Yıl Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi

2009 yılının son çeyreğindeki gelişmeler, enflasyonun ana eğilimini etkileyen unsurların Ekim 2009 Enflasyon Raporu'nda sunulan görünümle uyumlu olduğunu teyid etmiştir. Bununla birlikte, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülemez artışlar nedeniyle, Ekim 2009 Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,8 olarak varsayılan yıl sonu gıda enflasyonu yüzde 9,3 olarak gerçekleşmiştir (Kutu 3.1). Gıda enflasyonundaki söz konusu gelişmeler, Ekim Enflasyon Raporu'nda yüzde 5,5 olarak tahmin edilen 2009 yıl sonu enflasyonu ile yüzde 6,5 düzeyindeki gerçekleşme arasındaki farkı büyük ölçüde açıklamaktadır (Grafik 1b).

Sonuç olarak, TCMB, Ocak 2009 döneminde yayımladığı Enflasyon Raporu'nda yılın ilk yarısında enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını ve yıl sonunda enflasyonun hedefin altında kalacağını öngörmüş ve bu çerçevede politika faiz oranlarında hızlı bir indirim sürecine gitmiştir. Zaman içinde açıklanan veriler TCMB'nin öngörülerini teyid etmiş, 2009 yılında enflasyon bir önceki yıla kıyasla belirgin bir düşüş göstererek yüzde 6,5 ile hedefin altında gerçekleşmiştir. Diğer yandan, yıl boyunca küresel krizin toplam talep üzerindeki etkilerine dair belirsizlikler ile petrol ve gıda fiyatlarındaki öngörülemez hareketler 2009 yıl sonuna dair enflasyon tahminlerinin çeyrekler boyunca dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur. TCMB enflasyon raporları aracılığı ile tahminlerdeki güncellemeleri ve alınan politika tedbirlerini şeffaf bir şekilde kamuoyuna duyurmuş ve bu bağlamda hesap verme sorumluluğunu düzenli olarak yerine getirmiştir.

## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

2009 yılının ikinci yarısına ilişkin göstergeler küresel ekonominin toparlanma eğilimine girdiğini teyid etmiştir. Bu durum, küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin ve finansal piyasalardaki normalleşme eğiliminin devamını sağlamıştır. Bununla birlikte, küresel ekonomiye dair sorunların henüz tam olarak giderilememiş olması, toparlanmanın hızına ve sürdürülebilirliğine ilişkin belirsizliklerin sürmesine yol açmaktadır.

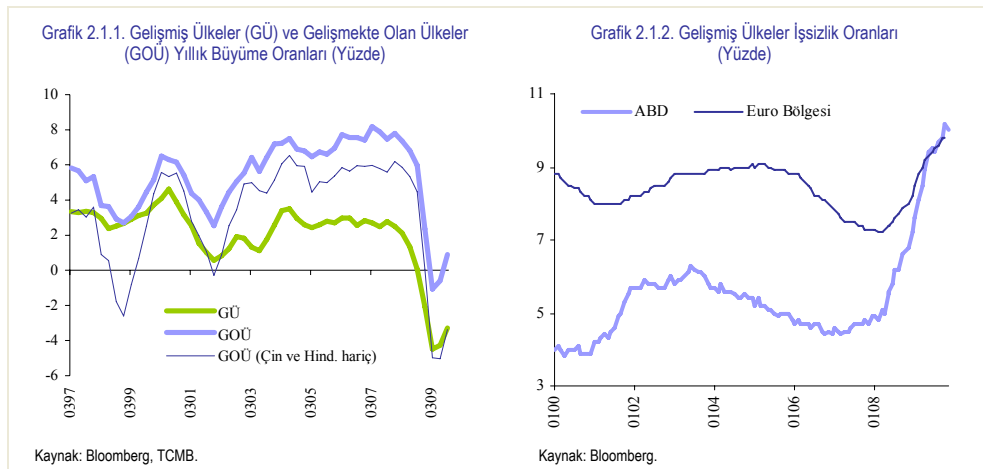
Gelişmiş ülkeler başta olmak üzere küresel ölçekte uygulamaya koyulan geniş kapsamlı parasal ve mali teşvik programları son dönemdeki ekonomik toparlanma eğiliminin temel kaynağını oluştururken, stok birikimleri de büyümeyi destekleyici etkide bulunmuştur. Küresel finans piyasalarında gözlenen olumlu gelişmelere karşın, özellikle bankacılık kesimindeki sorunlu varlıkların çözüme kavuşturulamamış olması ve kırılanlıkların halen büyük ölçüde devam etmesi, kredi mekanizmasının etkin bir şekilde işleyememesine neden olmaktadır. Bu da tüketim ve yatırım harcamalarındaki artışın sürdürülebilirliğine ilişkin riskleri canlı tutmakta, dolayısıyla küresel büyümenin kalıcı bir nitelik kazanmasının önünde önemli bir engel teşkil etmektedir.

Küresel ekonomik büyüme son dönemde olumlu bir görünüm arz etmekle birlikte, aşağı yönlü riskler önemini korumaktadır. Kısa vadedeki en önemli risk, küresel büyümenin kalıcı bir nitelik kazandığı şeklindeki yanlış bir algılama veya artan bütçe açıkları sonucunda daralan mali alan nedeniyle kamusal teşvik politikalarının erken terk edilmesidir. Diğer taraftan, devam eden yüksek işsizlik oranları hanehalkı harcamalarını azaltarak toplam talebi olumsuz yönde etkileyebilecektir. Ayrıca, özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan genişleyici maliye politikalarının bir sonucu olarak hızla artan bütçe açıkları ve kamu borç stokları, uzun vadeli faiz oranlarını artırarak özel talebi olumsuz yönde etkileyebilecek önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Bir diğer önemli risk de, emtia piyasalarına yönelik spekülasyon sermaye hareketlerinin emtia fiyatlarında kısa süreli artışlara yol açmasıdır. Bu durum, bir yandan büyüme dinamiklerini olumsuz yönde etkilerken, diğer yandan da küresel enflasyonda artışa neden olabilecektir.

Özetle, yılın son çeyreğinde küresel büyüme tahminlerinin sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellendiği dikkat çekmektedir. Ancak, mevcut büyüme gelişmelerinin daha çok geçici faktörlere bağlı olması, toparlanmanın yavaş ve kademeli, hatta inişli çıkışlı bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, Rapor'un son bölümünde yer alan orta vadeli tahminler üretilirken, Ekim Enflasyon Raporu'nda olduğu gibi, dış talebin zayıf seyrini koruduğu bir görünüm esas alınmıştır.

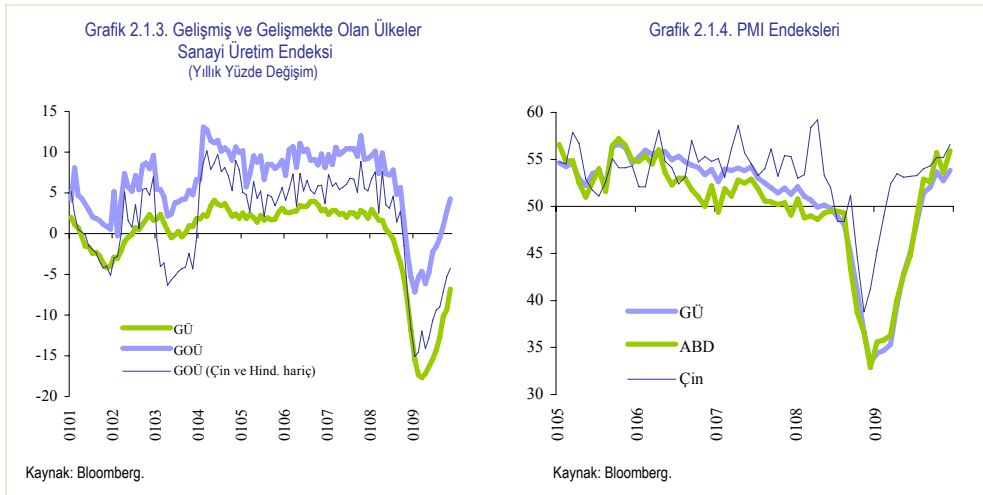
## 2.1. Küresel Büyüme

Küresel ekonomideki yıllık büyüme oranlarına bakıldığında, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerin 2009 yılının ilk çeyreğinde dip yapıp sonraki iki çeyrekte yukarı yönlü hareket ettikleri görülmektedir (Grafik 2.1.1).<sup>1</sup> Gelişmekte olan ülkeler ağırlıklandırılmış yıllık büyüme endeksi üçüncü çeyrekte büyümenin yeniden başladığını ima etse de, Çin ve Hindistan hariç tutulduğunda daralmanın henüz sona ermediği gözlenmektedir. Ayrıca, üçüncü çeyrekte çoğu ülke ekonomisinin stok birikimlerinin ve kamu harcamalarının olumlu katkısıyla bir önceki çeyreğe göre büyüdüğü görülmüştür. Bu olumlu gelişmelerde tüm dünyada uygulanan genişletici para ve maliye politikaları önemli rol oynamıştır. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde, özellikle ABD ve Euro bölgesinde, iş gücü piyasalarındaki olumsuz seyir devam etmektedir (Grafik 2.1.2). İşsizlik oranlarının yüksek olması ve olumlu gelişmelerin daha çok geçici nitelikteki genişleyici politikalara dayanması büyüme eğiliminin sürdürülebilirliğine ilişkin risk oluşturmakta ve toparlanmanın yavaş olacağına işaret etmektedir.



<sup>1</sup> Büyüme rakamları çeyreklik milli gelirin bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişimini göstermektedir.

Gelişmiş ülkeler ile Çin ve Hindistan hariç gelişmekte olan ülkelerin sanayi üretim endeksleri incelendiğinde, Kasım ayı itibarıyla her iki grupta da yıllık gerileme hızının belirgin bir şekilde yavaşlamaya devam ettiği gözlenmektedir (Grafik 2.1.3). Çin ve Hindistan dahil edildiğinde gelişmekte olan ülkeler sanayi üretim endeksinin yıllık değişim oranının Ekim ve Kasım aylarında pozitif değerler aldığı görülmektedir. Büyüme rakamları ile birlikte incelendiğinde, bu durum Çin ve Hindistan'ın küresel toparlanma sürecinde etkin ve öncü bir rol oynayacağına işaret etmektedir. Fakat, ekonomik büyüklükleri dikkate alındığında, sadece bu iki ülkenin olumlu performansının istikrarlı bir küresel büyüme için yeterli olamayabileceği unutulmamalıdır. Diğer taraftan, hedef pazarlardaki büyüme görünümü dikkate alındığında, Çin ekonomisinin ihracata dayalı büyüme stratejisinin sürdürülebilirliğine ilişkin belirsizlikler bulunmaktadır.



Gelişmiş Ülkeler Satın Alma Yöneticileri Endeksi (Purchasing Managers Index - PMI), 2009 yılının Ekim-Aralık döneminde 50 olan nötr seviyenin üzerinde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 2.1.4). Belirtilen dönemde ABD PMI endeksinin de benzer bir seyir izleyerek Aralık ayı itibarıyla 55,9 değerine ulaştığı görülmektedir. Daha erken toparlanmaya başlayan Çin'in PMI endeksi de Ekim-Aralık döneminde istikrarlı bir şekilde nötr seviyenin üzerinde kalmıştır. Sanayi üretim endekslerindeki gelişmelerle beraber değerlendirildiğinde, PMI endeksleri yılın dördüncü çeyreği itibarıyla hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde iktisadi faaliyette bir canlanmaya işaret etmektedir.

Tablo 2.1.1. Büyüme Tahminleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2009		2010	
	Önceki Tahmin	Yeni Tahmin	Önceki Tahmin	Yeni Tahmin
<b>Consensus Economics</b>				
Dünya	-2,3	-2,2	2,7	3,0
ABD	-2,5	-2,5	2,6	2,9
Euro Bölgesi	-3,9	-3,9	1,1	1,3
Doğu Avrupa	-5,6	-5,8	2,2	2,9
Latin Amerika	-2,4	-2,3	3,1	3,8
Asya Pasifik	1,0	1,3	5,0	5,2

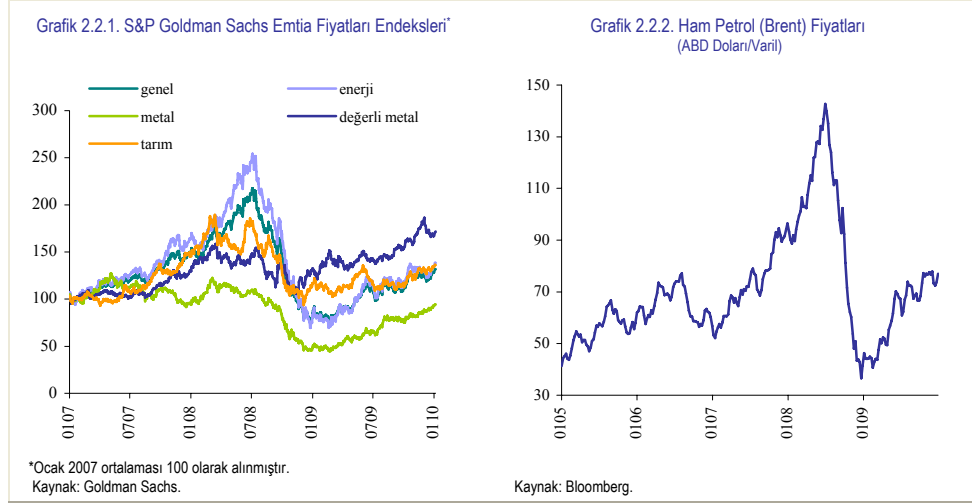
Kaynak: Consensus Forecasts, Ekim 2009 ve Ocak 2010.

Yılın dördüncü çeyreğinde iktisadi faaliyete ilişkin göstergelerdeki canlanmanın etkisiyle, yıllık küresel büyüme tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Söz konusu tahminlere göre, Euro bölgesindeki toparlanmanın ABD'ye kıyasla daha sınırlı ve gecikmeli olması beklenmektedir. Öte yandan, Asya Pasifik bölgesindeki toparlanmanın daha belirgin ve erken olacağı öngörülmektedir. Söz konusu yukarı yönlü güncellemelere rağmen, aşağı yönlü risklerin de etkisiyle tahminler küresel ekonomideki toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağı görüşünü desteklemektedir.

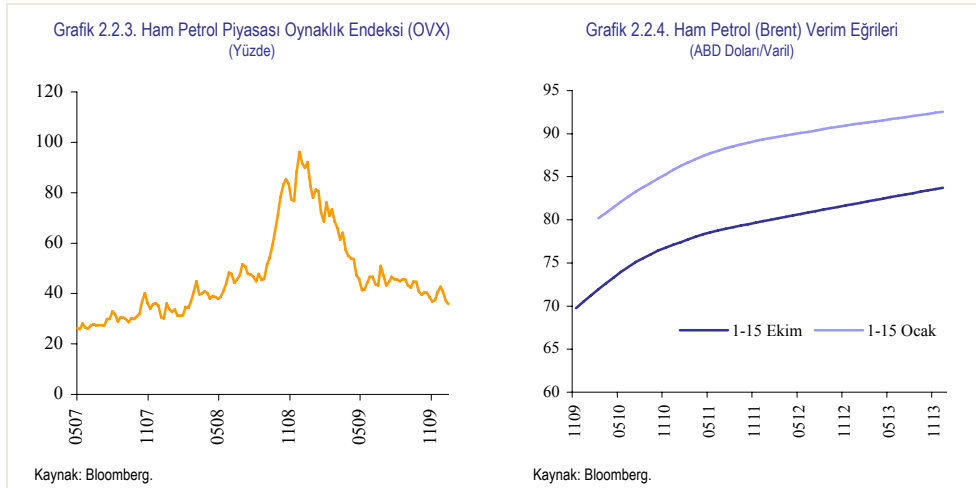
## 2.2. Emtia Fiyatları

Küresel likidite bolluğu, ABD dolarının zayıf seyrini koruması ve küresel büyümede öngörülen toparlanmaya bağlı olarak önümüzdeki dönemde emtia talebinin artacağı beklentisi dördüncü çeyrekte emtia fiyatlarını etkileyen temel unsurlar olmuştur. Önümüzdeki dönemde metal talebinin artacağına dair beklentiler ve artan finansman imkanları stok miktarlarının yükselmesinde etkili olurken, metal fiyatlarında da artış gözlenmiştir. Öte yandan, tahıl fiyatları da benzer koşullardan etkilenmiş olmakla birlikte hava koşullarının üretimi olumsuz etkilemesi fiyatları yükselten diğer bir etken olmuştur. Altın fiyatları ABD dolarının zayıf seyrini sürdürmesi sonucu Aralık ayı başlarında tarihi zirve değerlerine yükselmiş, daha sonra ABD dolarındaki toparlanma ile birlikte sınırlı miktarda gerilemiştir. Petrol fiyatları ise sınırlı bir artış göstermiştir.

Bu gelişmeler ışığında, emtia fiyatları endeksi Aralık ayında çeyreklik bazda yüzde 11,6, yıllık bazda ise yüzde 50 artış göstermiştir. Emtia fiyatları endeksinin alt endeksleri olan enerji, endüstriyel metaller, tarım ve değerli metaller alt endeksleri çeyreklik bazda sırasıyla yüzde 10,9, yüzde 14,1, yüzde 15,2 ve yüzde 12,2 artış göstermiştir (Grafik 2.2.1 ve 2.2.2).



Yılın dördüncü çeyreğinde petrol fiyatları oynaklık endeksi genel olarak yatay bir seyir izlemiş, petrol fiyatlarının görece olarak istikrar kazanmasına bağlı olarak sınırlı miktarda gerilemiştir (Grafik 2.2.3). Diğer taraftan, son üç aylık dönemde verim eğrisinin eğiminde bir değişim gözlenmezken, spot piyasa gelişmelerine paralel olarak fiyatlar tüm vadelerde yükselmiştir (Grafik 2.2.4). Bu çerçevede, Rapor'un son kısmında yer alan tahminler oluşturulurken petrol fiyatları için Ekim Enflasyon Raporu'nda yer alan varsayımlar yukarı yönlü güncellenmiştir.



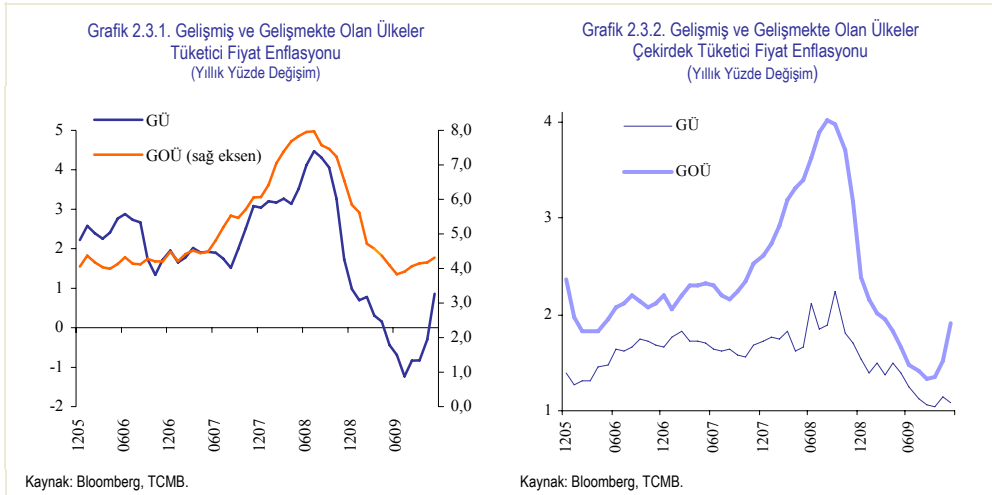
Uluslararası Enerji Ajansı (International Energy Agency-IEA), 2010'un ilk yarısı için Uluslararası İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (Organisation for Economic Co-operation and Development-OECD) ülkeleri petrol talebi

beklentisini üç ay öncesine kıyasla aşağı yönlü güncellemiştir. Ayrıca, Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (Organization of the Petroleum Exporting Countries - OPEC) 22 Aralık'taki olağan dışı toplantısı sonucunda iktisadi faaliyetteki toparlanmaya dair belirsizliklerin sürmesinden dolayı üretim seviyelerini değiştirmeme kararı almıştır. Ancak, kış şartlarının beklenenden ağır geçmesi ve gelişmiş ülkelerin beklentilerin üzerinde büyüme performansı göstermesi petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Küresel ölçekte kamu otoritelerinin aldığı dengeleyici tedbirler sonucu bollaşan likidite ve gerileyen borçlanma maliyetleri, gelişmekte olan ülke para birimlerinin yanında emtia fiyatlarını da spekülative hareketlere maruz bırakabilmektedir. Bu nedenle emtia fiyatlarının olası seyri önümüzdeki döneme ilişkin önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir.

### 2.3. Küresel Enflasyon

2008 yılının ikinci yarısından itibaren talep ve maliyet koşullarının yarattığı aşağı yönlü baskı sonucu hızlı bir düşüş sergileyen küresel enflasyon, özellikle emtia fiyatlarında bir önceki yıl gerçekleşen düşük baz nedeniyle, 2009 yılının Ağustos ayından itibaren yukarı yönlü hareket etmeye başlamıştır (Grafik 2.3.1).



Kasım ayı itibarıyla çekirdek enflasyon oranları gelişmiş ülkelerde yüzde 1 civarında seyrederken gelişmekte olan ülkelerde yaklaşık yüzde 2 düzeyindedir. Son dönemde çekirdek enflasyonun, gelişmiş ülkelerde yatay bir seyir izlediği, buna karşılık gelişmekte olan ülkelerde yükseliş eğilimine girdiği dikkat çekmektedir (Grafik 2.3.2).



Tablo 2.3.1. Enflasyon Tahminleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

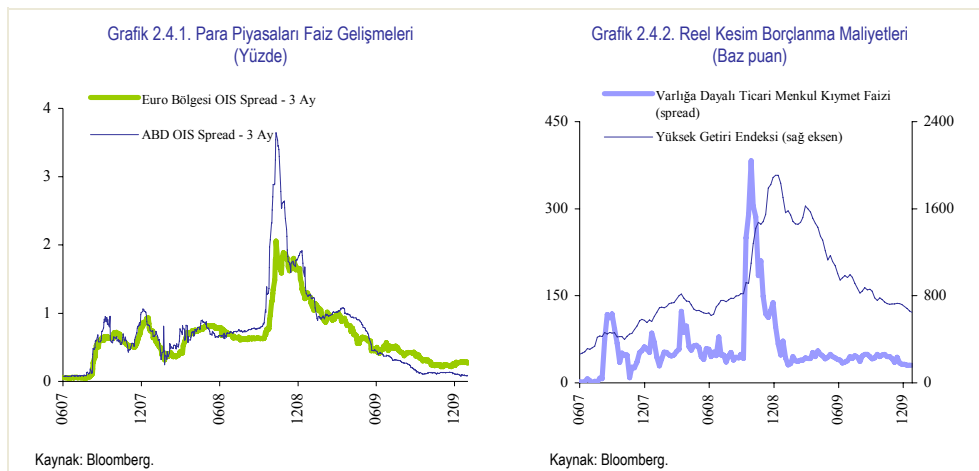
	2010	
	Önceki Tahmin	Yeni Tahmin
<b>Consensus Economics</b>		
Dünya	2,4	2,6
ABD	1,9	2,2
Euro Bölgesi	1,2	1,2
Doğu Avrupa	6,3	5,9
Latin Amerika	6,7	6,8
Asya Pasifik	1,8	1,9

Kaynak: Consensus Forecasts, Ekim 2009 ve Ocak 2010.

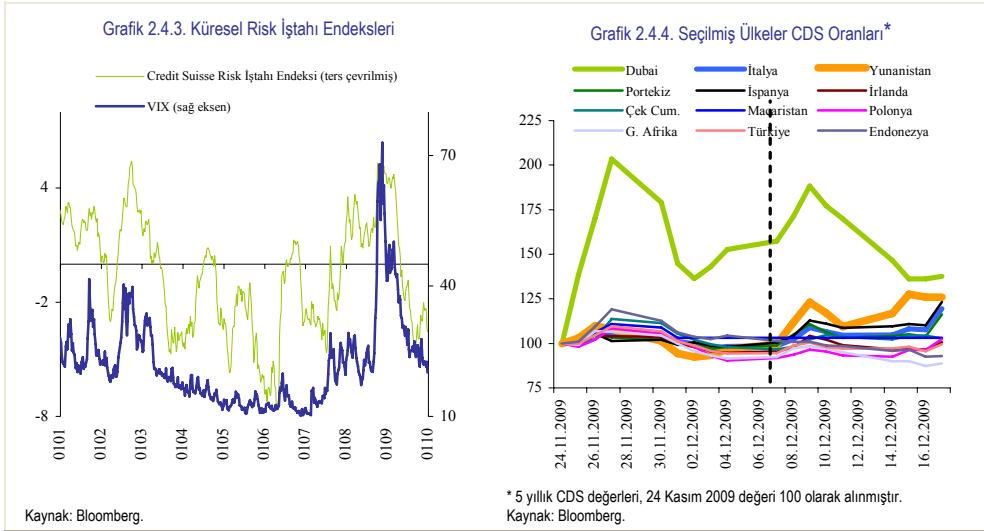
Consensus Forecasts verilerine göre, küresel ölçekte 2010 yılı tüketici fiyatları enflasyonu beklentilerinde yukarı yönlü bir değişim olduğu gözlenmektedir (Tablo 2.3.1). Ocak ayında 2010 yılı enflasyon beklentileri Ekim ayına göre ABD, Latin Amerika ve Asya Pasifik ülkeleri için yukarı yönlü, Doğu Avrupa ülkeleri için aşağı yönlü güncellenirken, Euro bölgesi için değişmemiştir.

## 2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

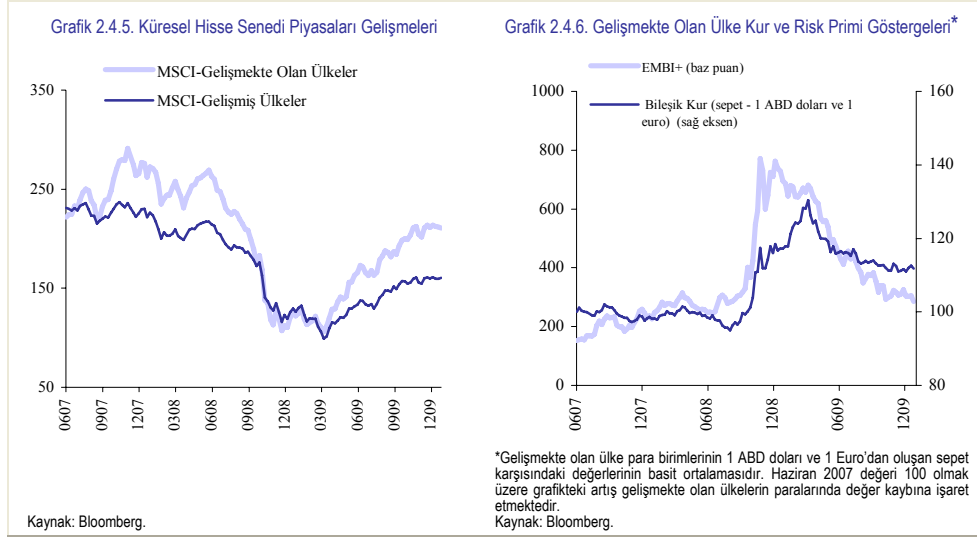
2009 yılının son çeyreği, gelişmiş ülke büyüme oranlarının beklentilerden olumlu gerçekleşmesinin, mali destek programlarına devam edilmesinin ve küresel iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmanın süreceği beklentisinin sağladığı katkıyla finansal piyasalarda üçüncü çeyrek itibarıyla sağlanan olumlu performansın korunduğu bir dönem olmuştur (Grafik 2.4.1). İyileşen risk algılamalarına paralel olarak önceki iki çeyrekte düzenli bir şekilde azalan yüksek riskli firma borçlanma maliyetleri son çeyrekte de bu eğilime devam ederken, daha güvenli bir borçlanma aracı olan varlığa dayalı ticari menkul kıymet faiz oranları yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 2.4.2).



İktisadi faaliyete ilişkin toparlanma sinyallerinin güçlenmesi yılın son çeyreğinde küresel risk iştahını belirleyen temel etken olmuş, risk iştahındaki iyileşme eğilimi yavaşlayarak da olsa devam etmiştir (Grafik 2.4.3). Yunanistan ve Dubai kaynaklı finansal sorunlar küresel risk iştahında kısa süreli bozulmalar yaratsa da, yatırımcıların söz konusu gelişmeleri ülkelere özgü sorunlar olarak algılaması risk iştahındaki iyileşme eğilimine geri dönülmesini sağlamıştır (Grafik 2.4.4). ABD’de büyük bankaların, Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı (Troubled Asset Relief Program-TARP) üzerinden kullandıkları desteği geri ödemeye devam etmeleri de yılın son günlerinde risk iştahını artıran bir diğer etken olmuştur.

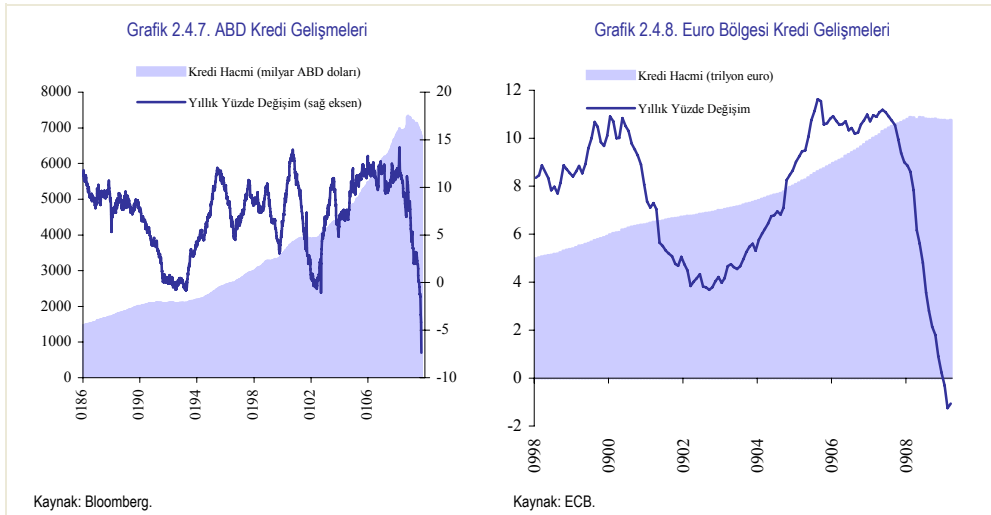


Küresel risk iştahındaki artış ve gelişmiş ülke devlet tahvillerinin getirilerinin düşük düzeylerde seyretmeye devam etmesi, gelişmekte olan ülke finansal varlıklarına olan talebi artırmaya devam etmiş, Morgan Stanley Hisse Senedi Endeksi (Morgan Stanley Capital International-MSCI) gelişmekte olan ülkeler alt endeksi yılın son çeyreğinde yavaşlayarak da olsa yükselişini sürdürmüştür (Grafik 2.4.5).

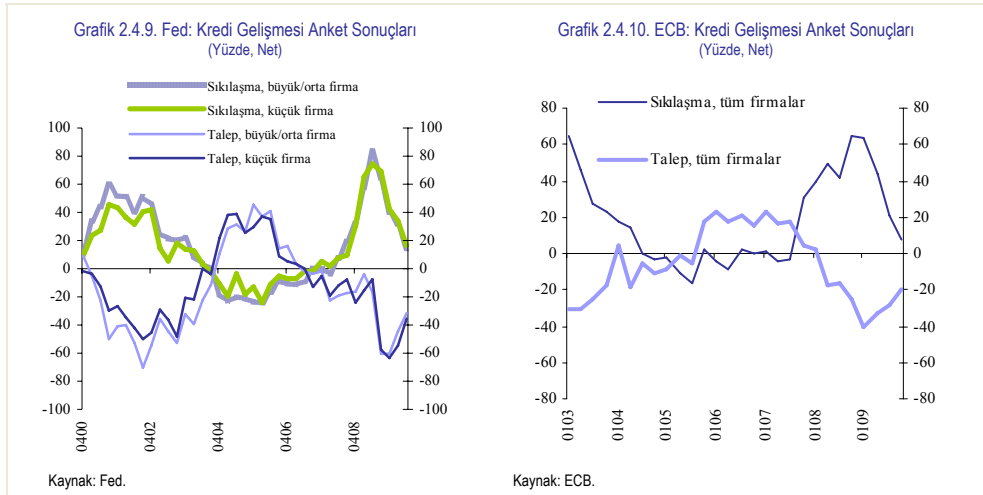


Küresel risk iştahındaki iyileşmeye paralel olarak, JP Morgan Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi (EMBI+) yılın son çeyreğinde düşüş eğilimini sürdürmüştür. Bu doğrultuda, 2009 yılının son çeyreğinde gelişmekte olan ülke kurlarındaki değerlenme eğiliminin yılın ikinci ve üçüncü çeyreğine kıyasla yavaşlayarak da olsa sürdüğü dikkat çekmektedir (Grafik 2.4.6).

Finansal piyasalardaki normalleşme sürecine rağmen kredi koşullarındaki mevcut sıkılık yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. Nitekim, ABD ve Euro bölgesi kredi gelişmeleri incelendiğinde, ABD kredi stokunda krizin başlangıcından itibaren süregelen daralmanın, Ekim ayı sonrasında hız kesmesine rağmen, devam ettiği gözlenmektedir. Öte yandan, Euro bölgesi kredi stokunun yıllık bazda ilk defa Ekim ayında azalmaya başladığı görülmektedir (Grafik 2.4.7 ve 2.4.8).



Ekim ayı itibarıyla 2009 yılı üçüncü çeyrek kredi gelişmeleri ve son çeyrek beklentilerini yansıtan ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB) Kredi Gelişmeleri Anketleri, firma kredi koşullarında ikinci ve üçüncü çeyreklerde kısmi iyileşme yaşandığını, son çeyrek itibarıyla sıkılığın azalarak da olsa devam etmesinin beklendiğini göstermektedir (Grafik 2.4.9 ve 2.4.10). Bahsi geçen iki ekonomi için de bankalar, sıkı kredi koşullarına sebep olarak gelecek dönem iktisadi faaliyetle ilgili beklentileri, düşük risk toleransını ve sektörel görünümdeki belirsizlikleri belirtmişlerdir. Bankalar, aynı dönem için zayıf kredi talebine sebep olarak ise firmaların düşen işletme sermayesi ihtiyacını, buna ek olarak azalan sabit sermaye ve stok yatırımlarına paralel düşüş gösteren finansman ihtiyaçlarını göstermişlerdir.

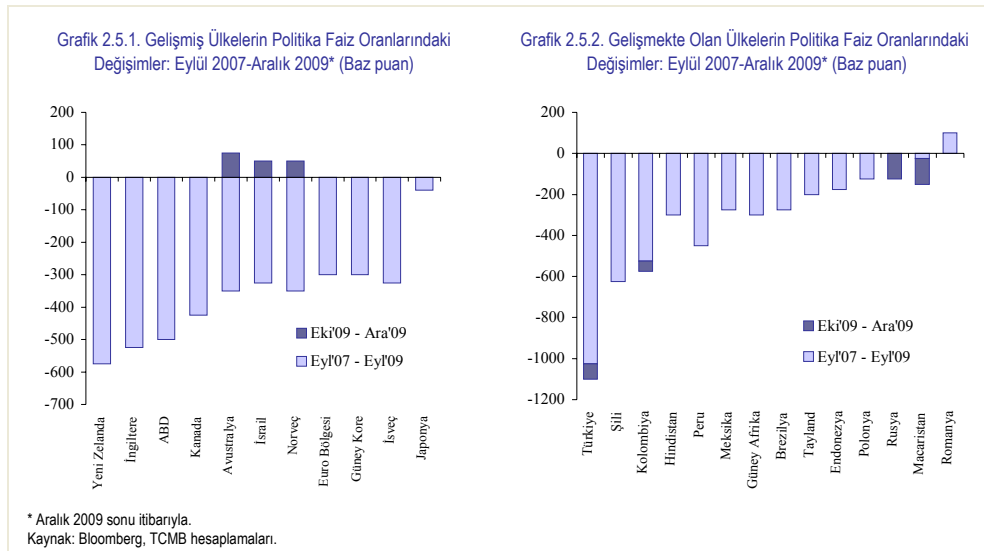


## 2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Yılın son çeyreğinde merkez bankalarının büyük bir kısmı, iktisadi faaliyeti desteklemek amacıyla politika faizlerini düşük seviyelerde tutarak ve geleneksel olmayan para politikası araçları kullanarak genişleyici para politikası uygulamaya devam etmişlerdir. Yıl sonu itibarıyla, faiz indirim sürecinin büyük oranda sonuna geldiği ve uygulanan genişleyici para politikalarından olası çıkış stratejilerine dair sinyaller verilmeye başlandığı görülmektedir.

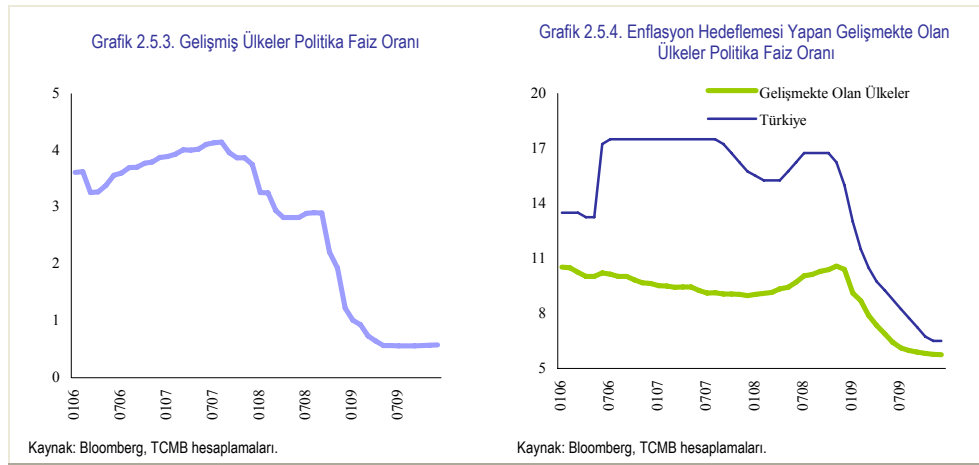
Gelişmiş ülke merkez bankaları özelinde bakıldığında, faiz indirim sürecinin 2009 yılının son çeyreği itibarıyla tamamen sona erdiği görülmektedir (Grafik 2.5.1). Ayrıca, likidite sağlamaya yönelik olarak yoğun bir şekilde

başvurulan çeşitli para politikası enstrümanlarının kullanımının da yakın dönemde sona ermesi beklenmektedir. Faiz indirim sürecinin sonuna gelinmesi ile birlikte merkez bankaları çoğunlukla politika faizlerini 2010 yılı boyunca da buldukları düşük seviyelerde tutacaklarına dair sinyaller vermektedir. Öte yandan, sınırlı sayıda gelişmiş ülke merkez bankası faiz artırımlarına başlayarak genişleyici para politikası uygulamalarını daha erken sonlandırmıştır. Ağustos ayındaki 25 baz puanlık artışın ardından Eylül ve Ekim aylarında politika faizini sabit tutan İsrail Merkez Bankası, Kasım ve Aralık aylarında faizlerini toplam 50 baz puan daha artırmıştır. Avustralya Merkez Bankası ise Ekim ayında başladığı faiz artışlarına Kasım ve Aralık aylarında da devam etmiş, yılın son çeyreğinde politika faizini toplam 75 baz puan artırmıştır. Norveç Merkez Bankası da yılın son çeyreğinde faiz artışı yapan bankalardan biri olmuş ve politika faizini 50 baz puan artırmıştır.



Yılın son çeyreğinde gelişmekte olan ülke merkez bankalarında da faiz indirim sürecinin büyük oranda sonuna gelindiği ve bir önceki çeyreğe kıyasla çok daha az sayıda merkez bankasının faiz indirimlerine devam ettiği görülmektedir (Grafik 2.5.2). Gelişmekte olan ülke merkez bankaları 2010 yılı içinde faizlerin artırılacağı yönünde sinyaller vermektedir. Ancak, olası artışların zamanlaması ve miktarı ülkeden ülkeye farklılıklar gösterebilecektir. Söz konusu grup içinde çoğu merkez bankasının 2010 yılının ikinci yarısından itibaren politikalarını sıkılaştırmaya başlaması beklenirken, Brezilya'nın, iktisadi faaliyetteki toparlanmaya bağlı olarak 2010 yılının başlarından itibaren para politikasında sıkılaştırmaya gitmesi beklenmektedir.

2009 yılının son çeyreğinde küresel politika faizleri büyük ölçüde yatay seyretmiştir. Geçtiğimiz üç aylık dönemde yapılan sınırlı faiz artırımlarına bağlı olarak, gelişmiş ülke merkez bankalarının bileşik politika faiz oranı yılın üçüncü çeyreğindeki seviyesinin 2 baz puan üzerinde gerçekleşmiş, Aralık sonu itibarıyla 0,58 olmuştur (Grafik 2.5.3). Diğer yandan, gelişmekte olan ülke merkez bankalarının faiz indirim sürecine 2009 yılının son çeyreği itibarıyla büyük ölçüde son vermeleri nedeniyle bu gruptaki ülkelerin bileşik politika faiz oranı yılın üçüncü çeyreğine göre oldukça sınırlı bir miktarda azalmış ve yüzde 5,75 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.5.4).

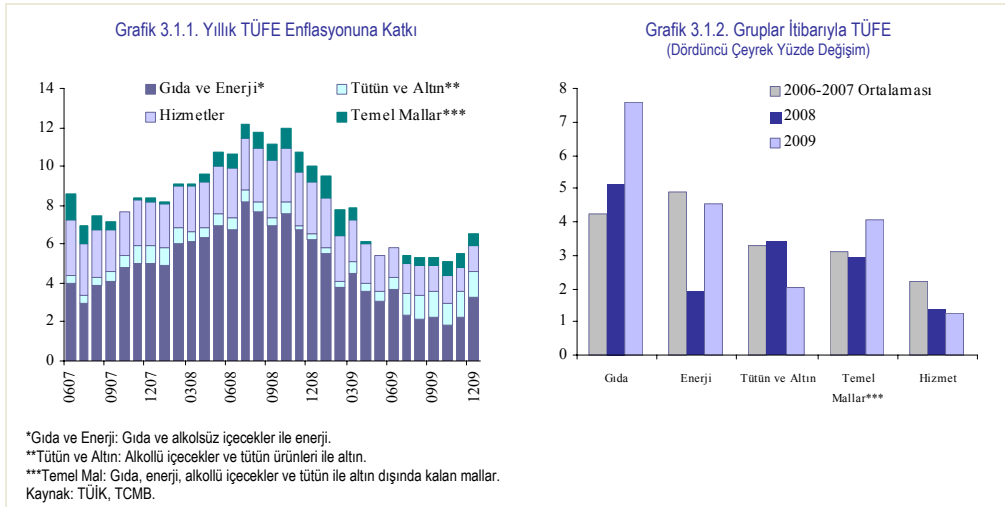


### 3. Enflasyon Gelişmeleri

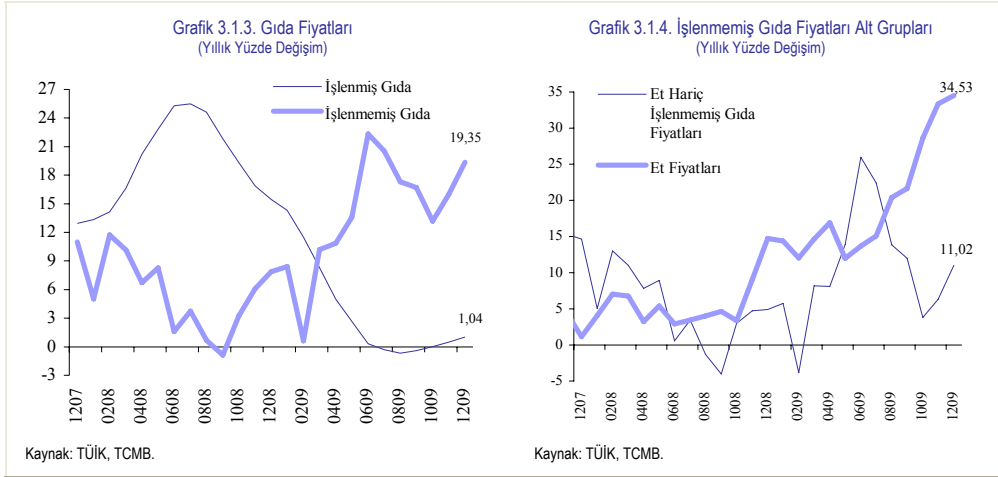
#### 3.1. Enflasyon

2009 yılının son çeyreğinde enflasyonun ana eğilimini etkileyen unsurlar Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan görünüm ile uyumlu seyretmiştir. Bununla birlikte, işlenmemiş gıda fiyatlarının öngörülmedik şekilde yakın tarihin en yüksek artışlarını sergilemesi, 2009 yıl sonu enflasyonunun Ekim Enflasyon Raporu'nda tahmin edilenin 1 puan üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur. Bu dönemde petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki yükselişler ile iktisadi faaliyeti desteklemek amacıyla uygulanan geçici vergi indirimlerinin sona ermesi gibi gelişmeler de enflasyonun yükselmesinde etkili olmuş, böylece 2009 yılının son çeyreğinde yıllık enflasyon yüzde 5,27 oranından yüzde 6,53 düzeyine yükselmiştir.

Dördüncü çeyrekte hizmet fiyatları iktisadi faaliyetteki görünüme bağlı olarak düşük oranlı bir artış eğilimi sergilemiş, enerji fiyat artışları hız kazanırken işlenmemiş gıda fiyatları tarihsel olarak oldukça yüksek kabul edilebilecek bir oranda artmıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde, gıda ve enerji kalemlerinin yıllık enflasyona yaptığı katkı yükselirken, gıda ve enerji dışında kalan grupların katkısında belirgin bir değişim olmamıştır (Grafik 3.1.1). Yılın son çeyreğinde ithalat fiyatları ılımlı bir yükseliş eğilimi sergilese de, genel fiyatlama davranışında bir bozulma gözlenmemiş, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği desteğin devam etmesiyle temel enflasyon göstergeleri orta vadeli hedeflerle uyumlu düşük oranlı seyirlerini sürdürmüştür.



Son çeyrekte öne çıkan bir diğer gelişme küresel krizin yurt içi iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla uygulanan dayanıklı tüketim malı vergi oranlarındaki geçici indirimlerin sona ermesidir. Anılan etkilerle temel mal fiyatları dördüncü çeyrekte geçmiş yılların üzerinde bir oranda artış kaydetmişse de (Grafik 3.1.2), vergi ayarlamalarının etkisi arındırıldığında fiyat artışı önceki yılların altında kalmıştır.



İşlenmiş gıda fiyatları Ekim Enflasyon Raporu'nda çizilen görünümle uyumlu seyrederken, işlenmemiş gıda fiyatları öngörülerin aksine dikkate değer bir artış kaydetmiştir (Grafik 3.1.3). Böylelikle, 2008 yılında işlenmiş gıda ürünleri kaynaklı olarak yükselen gıda fiyatları, 2009 yılında işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlarla yüksek seyrini korumuştur. Endeks tarihindeki en düşük işlenmiş ile en yüksek işlenmemiş gıda fiyat artışlarının gözlemlendiği bu dönemde, gıda fiyatları yıllık enflasyonu yüzde 9,26 olmuştur.

Ülkemizde işlenmemiş gıda fiyatları oldukça dalgalı bir seyir izlemekte, bu görünüm önemli bir tahmin belirsizliği oluşturmaktadır (Kutu 3.1). Nitekim, bu grupta 2009 yılında son beş yılın en düşük üçüncü çeyrek değişim oranının ardından, dördüncü çeyrekte meyve-sebze ve et fiyatlarındaki yükselişler sonucunda son altı yılın en yüksek artışı yaşanmıştır. Böylelikle, grup fiyatları yıllık artış oranı yüzde 19,35'e ulaşmıştır (Tablo 3.1.1). Özellikle et fiyatları yılın ikinci yarısında kayda değer artışlar sergilemiş, bu durum gerek gıda fiyatları gerekse bu fiyatların girdi teşkil ettiği yemek hizmetleri fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskılara neden olmuştur (Grafik 3.1.4). Et ürünleri dışında kalan işlenmemiş gıda ürünlerinde yıllık enflasyon Ekim ayında yüzde 3,8 seviyelerine kadar gerilemişse de, yılın son iki ayında meyve-sebze fiyat artışları kaynaklı olarak tekrar yükseliş göstermiştir.



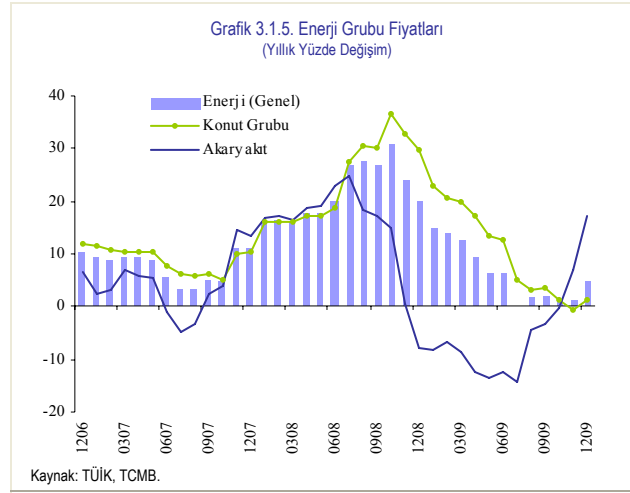
İşlenmiş gıda fiyatları yıl genelinde süregelen ılımlı seyrini son çeyrekte de sürdürmüş ve grup yıllık enflasyonu yıl sonu itibarıyla yüzde 1,04 olmuştur (Grafik 3.1.3). Bu grupta 2009 yılında üretim ve ithalat fiyatlarındaki olumlu gelişmeler sonucunda ekmek ve tahıllar ile katı-sıvı yağlarda fiyatlar bir önceki yılın altında kalırken, canlı hayvan varlığındaki azalış ve dış talep kaynaklı etkilerle işlenmiş et ve süt ürünleri fiyatlarında yılın ikinci yarısında yüksek oranlı artışlar yaşanmıştır. Arz koşullarında kısa dönemde bir iyileşme beklenmediğinden, et ve süt ürünleri fiyatları işlenmiş gıda fiyatları üzerinde önemli bir risk unsuru oluşturmaktadır. Bunun yanında, yılın ilk çeyreğinde grup yıllık enflasyonunda baz etkisinden kaynaklanan bir artış gözlenebileceği de not edilmelidir.

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

	2008		2009				
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
<b>TÜFE</b>	<b>3,03</b>	<b>10,06</b>	<b>1,05</b>	<b>0,77</b>	<b>0,34</b>	<b>4,26</b>	<b>6,53</b>
<b>1. Mallar</b>	<b>3,61</b>	<b>9,93</b>	<b>1,22</b>	<b>0,60</b>	<b>-0,22</b>	<b>5,32</b>	<b>7,01</b>
Enerji	1,91	19,81	-0,28	-1,90	2,32	4,54	4,64
İşlenmemiş Gıda	12,45	7,87	13,29	-3,68	-4,90	15,00	19,35
İşlenmiş Gıda	-0,20	15,46	-0,93	0,09	0,61	1,27	1,04
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	3,04	3,75	-1,89	4,21	0,17	3,65	6,15
Dayanıklı Mallar	2,45	5,54	-0,27	-2,76	2,70	4,18	3,76
(Altın Fiyatları Hariç)	0,61	3,19	-2,49	-2,23	2,83	3,25	1,22
Yarı Dayanıklı Mallar	3,42	11,54	-3,46	4,55	-1,65	5,33	4,55
Dayanıksız Mallar	4,07	9,99	5,21	-1,22	0,04	5,62	9,80
<b>2. Hizmetler</b>	<b>1,39</b>	<b>10,46</b>	<b>0,53</b>	<b>1,27</b>	<b>1,96</b>	<b>1,28</b>	<b>5,13</b>
Kira	2,25	11,85	1,51	1,14	1,43	1,10	5,28
Lokanta ve Oteller	2,34	13,44	1,88	1,19	1,73	2,32	7,31
Ulaştırma Hizmetleri	1,54	16,89	-1,29	1,43	1,15	1,25	2,53
Diğer Hizmetler	0,49	6,40	0,13	1,31	2,57	0,87	4,96

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Enerji fiyatları, dördüncü çeyrekte yüzde 4,54 oranında yükselmiştir (Tablo 3.1.1). Bu dönemde elektrik tarifeleri önemli oranda artırılmış, tüp gaz ve akaryakıt fiyatları, uluslararası petrol fiyatlarındaki artış paralelinde yükselmeye devam etmiştir. Ortalama petrol fiyatları 2008 yılı son çeyreğinde 56 ABD doları seviyelerindeyken, 2009 yılının aynı döneminde 75 ABD dolarına ulaşmıştır. Böylece, grup yıllık enflasyonu, 2008 yılı sonunda yüksek oranda gerileyen petrol fiyatlarının yurt içi akaryakıt fiyatlarına olumlu yansımalarının oluşturduğu etkinin de ortadan kalkmasıyla yükselmiştir (Grafik 3.1.5). Enerji fiyatları yıllık artış oranının, benzer şekilde, 2010 yılının ilk çeyreğinde de baz etkisi nedeniyle yükseleceği tahmin edilmektedir. Buna ek olarak, Ocak ayı başında akaryakıt ve tüp gaz kalemlerinden alınan vergi tutarlarında artışa gidilmesi tüketici enflasyonunu 0,4 puan civarında artıracaktır.



Son çeyrekte fiyatları yatay bir seyir izleyen alkollü içecekler ve tütün grubunda yıllık enflasyon yüzde 20,91 olarak gerçekleşmiştir. Kamu mali dengesinin tesisine yönelik olarak Ocak ayından itibaren yürürlüğe giren vergi düzenlemeleri ile grup kapsamındaki bazı ürünlerde yüksek fiyat ayarlamalarına gidilmiştir. Anılan vergi düzenlemelerinin 2010 yılı tüketici enflasyonuna etkisinin yaklaşık 1,1 puan olacağı tahmin edilmektedir.

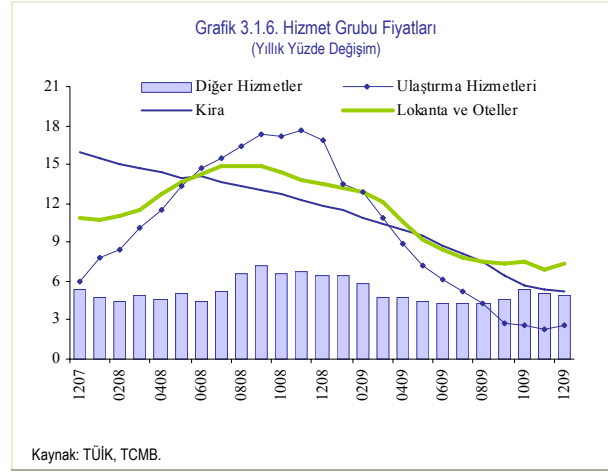
Temel mallarda (gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışında kalan mallar) enflasyon görünümü bir önceki Rapor'da öngörüldüğü gibi gelişmiştir. Dayanıklı tüketim malı fiyatları vergi oranlarındaki indirimlerin geri alınması sonucunda bir önceki çeyrekte olduğu gibi artış kaydetmiş (Tablo 3.1.2), bu doğrultuda temel mal fiyatları yıllık artış oranı yükselmiştir. Dayanıklı tüketim malları fiyatları yıl genelinde, bir önceki yıla kıyasla ortalama döviz kurundaki artışa rağmen, gerek ithalat fiyatlarındaki düşüşün gerekse iktisadi faaliyetteki daralmanın etkisiyle yüzde 1,22 ile düşük bir oranda artmıştır. Giyim ve ayakkabı grubu fiyatları yıllık artış oranı ise zayıf seyrini sürdüren yurt içi tüketim ve dış talep gelişmelerinin etkisiyle, tüketici enflasyonu ortalamasının belirgin olarak altında seyretmeye devam etmiştir.

**Tablo 3.1.2. Dayanıklı Tüketim Malları Grubu Fiyatları**  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

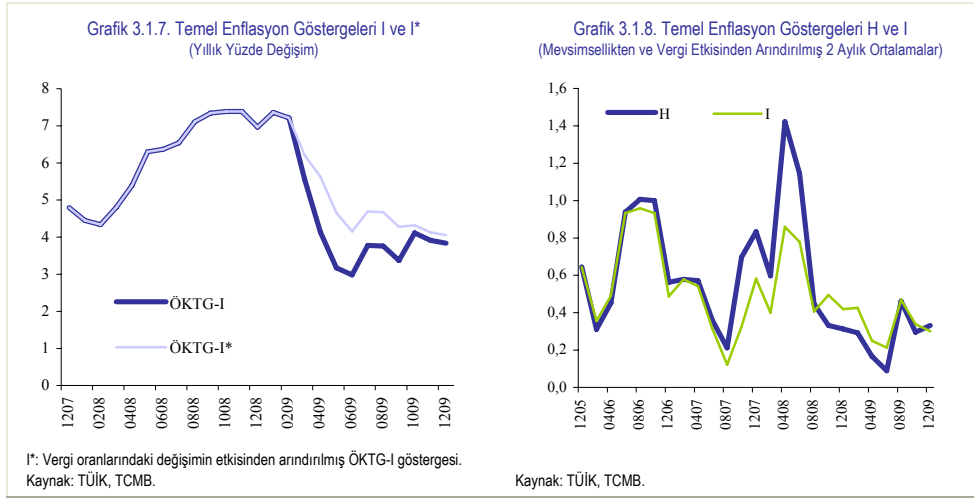
	2008		2009				Yıllık
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	
<b>Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)</b>	<b>0,61</b>	<b>3,19</b>	<b>-2,49</b>	<b>-2,23</b>	<b>2,83</b>	<b>3,25</b>	<b>1,22</b>
Mobilya	-1,31	9,17	-3,17	-7,61	1,03	7,86	-2,51
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	6,04	8,13	-4,26	-2,54	3,53	-1,11	-4,47
Otomobil	-2,30	-2,56	-1,36	-0,11	3,20	4,72	6,49
Diğer Dayanıklı Mallar	2,27	4,29	0,36	0,20	1,81	0,41	2,79

Kaynak: TÜİK, TCMB.

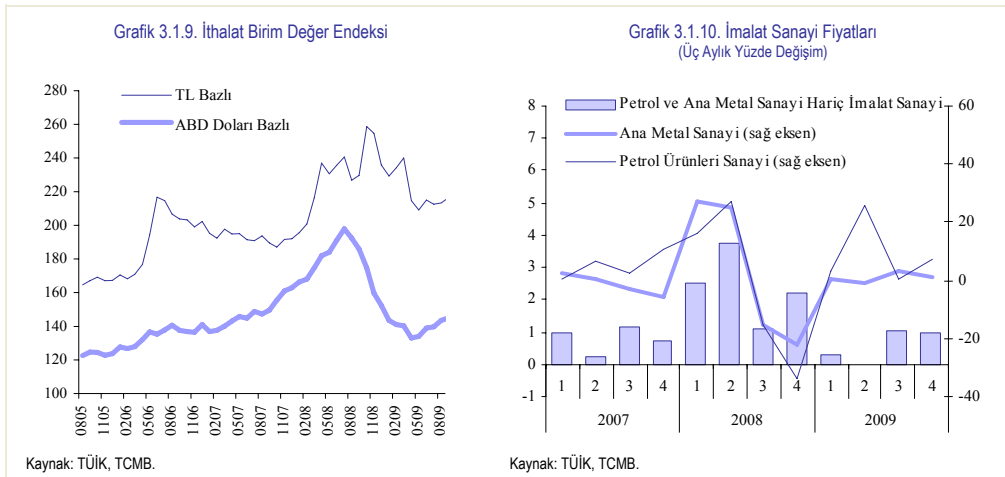
Hizmet fiyatları son çeyrekte yüzde 1,28 oranında artarken, yıllık artış oranı yüzde 5,13'e gerilemiştir (Tablo 3.1.1). Böylelikle, grup yıllık enflasyonu tarihsel olarak en düşük seviyelerine ulaşmıştır. Son çeyrekte, kira yıllık enflasyonunda gözlenen istikrarlı gerileme devam ederken, diğer ana kalemlerde bir önceki çeyreğin sonundaki düşük düzey korunmuştur (Grafik 3.1.6). Yıllık enflasyon ulaştırma hizmetlerinde 2008 yıl sonuna kıyasla 14,4 puan gerilerken, söz konusu gerileme kira ve lokanta-oteller alt gruplarında sırasıyla 6,6 ve 6,1 puan olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde hizmet fiyatları üzerinde yukarı yönlü belirgin bir baskı beklenmemekle birlikte, yıllık artış oranı baz etkisi nedeniyle sınırlı bir yükseliş gösterebilecektir.



Temel enflasyon göstergeleri, orta vadeli hedeflerle uyumlu görünümünü korumuştur. Dayanıklı mal grubundaki vergi indirimlerinin tamamen sona ermesiyle, yılın son çeyreğinde özel kapsamlı göstergelerde yıllık enflasyon bir miktar artış kaydetmiştir (Grafik 3.1.7). Böylece, enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ile altını dışlayan temel fiyat göstergesinin (H) yıllık enflasyonu yüzde 3,18'e, bu endeksten işlenmiş gıda çıkarılarak hesaplanan endeksin (I) yıllık enflasyonu ise yüzde 3,84'e yükselmiştir. Ancak, vergi ve mevsimsel etkilerden arındırıldığında her iki gösterge de enflasyonun ana eğiliminde bozulma olmadığına işaret etmektedir (Grafik 3.1.8). Bu durum, aynı zamanda enflasyonda yılın son çeyreğinde gözlenen artışın, enflasyonun temel bileşenlerinden ziyade para politikasının görece etki alanı dışında kalan kalemler ile geçici etkilerden kaynaklandığını göstermektedir. 2010 yılının ortalarına kadar güçlü baz etkileriyle enflasyonda dönemsel artışlar gözlenebileceği (Kutu 3.2), buna karşılık temel enflasyon göstergelerinin mevcut olumlu seyrini sürdüreceği öngörülmektedir.

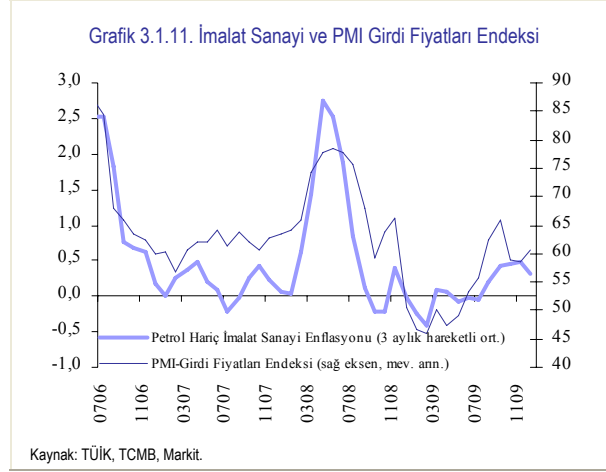


Enflasyonu etkileyen unsurlar incelendiğinde, son dönemde ithalat fiyatlarında ılımlı bir yükseliş eğilimi göze çarpmaktadır. Son çeyrekte fiyatlar gerek ABD doları gerekse Türk lirası bazında artış kaydetmiştir (Grafik 3.1.9). Buna paralel olarak, imalat sanayi fiyatları da son çeyrekte yüzde 1,52 oranında yükselmiştir. Alt gruplar bazında, üçüncü çeyreğe kıyasla ana metal imalatı fiyatlarındaki artışın ivmesi kırılırken, petrol ürünleri imalatı fiyatlarında yüksek oranlı bir artış gözlenmiştir. Bu dönemde petrol ve ana metal hariç imalat sanayi fiyatları ise üçüncü çeyrekte olduğu gibi gıda ürünleri imalatı fiyatlarında gözlenen artışlarla yüzde 0,95 oranında yükselmiştir (Grafik 3.1.10).



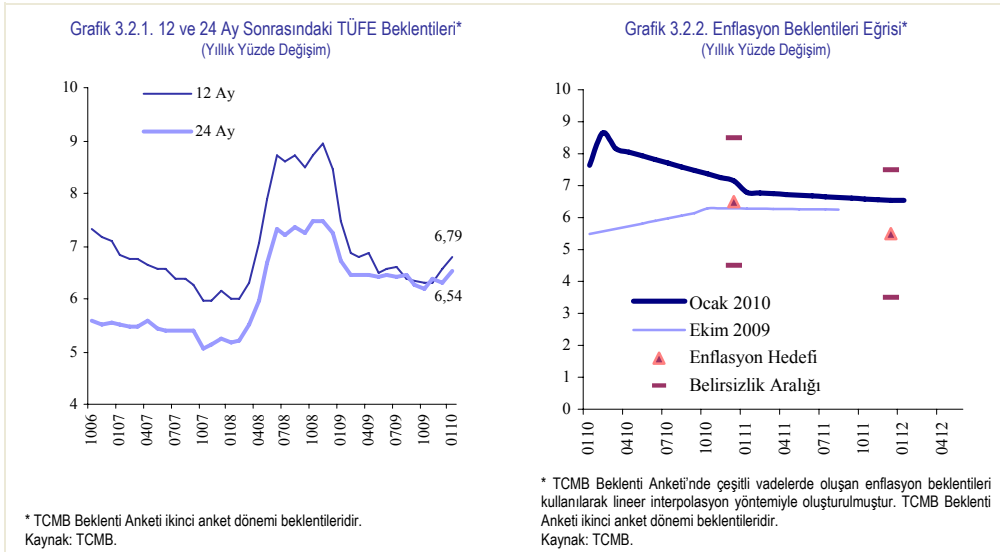
Özetle, imalat sanayi fiyat gelişmeleri ve mevsimsel etkilerden arındırılmış PMI girdi fiyatları endeksi, son iki çeyrekte girdi maliyetlerinde bir miktar artış gözlenmekle birlikte, bu gelişmelerin henüz enflasyon üzerinde

yukarı yönlü belirgin bir baskı oluşturmadığına işaret etmektedir (Grafik 3.1.11). Talep koşullarının halen zayıf olması, yukarı yönlü maliyet şoklarının yurt içi fiyatlara geçişini sınırlamaktadır.

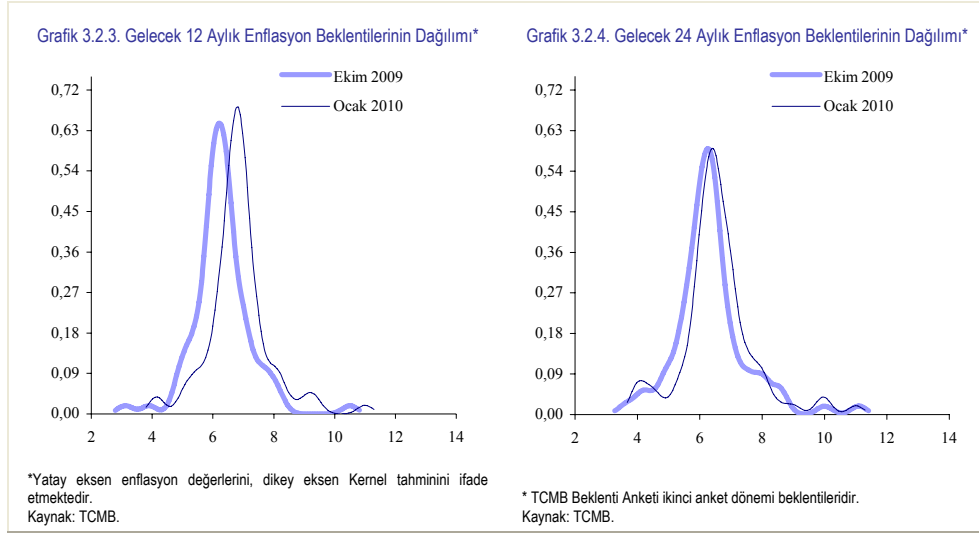


### 3.2. Beklentiler

Yıl genelinde azalan bir eğilim sergileyen 12 ay sonrasının enflasyon beklentisi son çeyrekte bir miktar yükselmiş, 24 ay sonrasının enflasyon beklentisi ise yatay seyrini sürdürmüştür (Grafik 3.2.1). Ocak ayında ise gerek 2009 yılı son çeyreğinde gıda fiyatlarındaki artışlarla enflasyonun tahmin edilenden yüksek gerçekleşmesi, gerekse Ocak ayı başından itibaren yürürlüğe giren olan vergi ayarlamalarının etkisiyle beklentilerde bir miktar artış gözlenirken, vade uzadıkça beklentilerdeki değişimin daha sınırlı olduğu gözlenmektedir (Grafik 3.2.2).



Mevcut durumda 2010 yıl sonu için beklentiler yüzde 7,15 ile hedefin sınırlı bir miktar üzerinde seyretmektedir. 2011 yıl sonu için ima edilen ortalama enflasyon beklentisinin ise hedefin 1 puan kadar üzerinde olduğu görülmektedir.



Katılımcıların gelecek 12 aylık enflasyon beklentileri arasındaki uyum son üç ay içinde belirgin bir değişim göstermezken, beklentilerin ortalaması bir miktar artmıştır (Grafik 3.2.3). Gelecek 24 aylık enflasyon beklentileri ise beklentiler arasındaki uyum ve beklentilerin seviyesi açısından bir önceki çeyreğe kıyasla önemli bir değişim göstermemiştir (Grafik 3.2.4).

**Kutu**  
**3.1**

**TÜRKİYE'DE İŞLENMEMİŞ GIDA ENFLASYONUNDA**  
**OYNAKLIK: DURUM TESPİTİ**

Gıda fiyatları, işlenmiş ve işlenmemiş gıdalar olmak üzere iki ana başlık altında incelenebilmektedir. İşlenmemiş gıda ürünleri, meyve, sebze, et, balık gibi belirgin bir işleme sürecine tabi tutulmadan, işlenmiş gıda ürünleri ise belli bir işlem ve katma değer zincirinden geçtikten sonra hanehalkının tüketimine sunulan ürünlerdir. İşlenmiş olanlara kıyasla daha yüksek oynaklık sergileyen işlenmemiş gıda fiyatları, gerek enflasyon görünümü gerekse enflasyon öngörülerinde önemli bir belirsizlik kaynağı oluşturmaktadır. Bu kutuda işlenmemiş gıda fiyatlarındaki değişkenliğin boyutu AB üyesi ülkelerle kıyaslanarak Türkiye'ye ilişkin durum tespiti yapılmaya çalışılmaktadır.

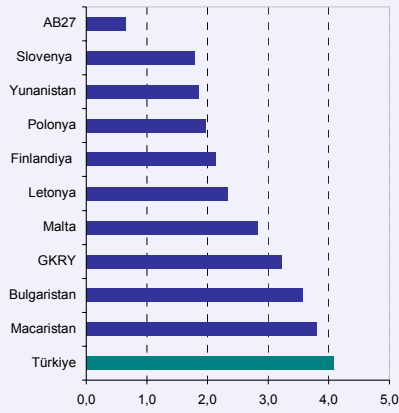
TCMB bünyesinde yapılan çalışmalar, işlenmemiş gıda fiyatlarının gelişiminde daha çok meyve-sebze üretimi ve dış talep gibi unsurların, işlenmiş gıda fiyatlarının seyirinde ise sektörel talep gelişmeleri ile ithalat fiyatları, döviz kuru gelişmeleri, hava koşulları ve motorin, buğday gibi girdi fiyatlarının belirleyici olduğuna işaret etmektedir.<sup>1</sup> Bu bağlamda, işlenmemiş gıda fiyatları üzerinde özellikle arz yönlü unsurların etkisinin güçlü olduğu, işlenmiş gıda fiyatlarında ise görece olarak konjonktürel gelişmelerin daha etkili olduğu dikkat çekmektedir. Nitekim 2009 yılında, işlenmemiş gıda fiyatları arz yönlü şoklar nedeniyle yüzde 19,35 oranında artış kaydederken, işlenmiş gıda fiyatlarındaki artış, girdi ve ithalat fiyatlarındaki gerilemeyle talep koşullarındaki zayıf görünüm sonucunda, yüzde 1,04 ile sınırlı kalmıştır.

İşlenmiş ve işlenmemiş gıda fiyatlarının son yıllardaki gelişimi incelendiğinde, işlenmemiş gıda fiyatlarının yıllık enflasyonundaki dalgalanmaların boyutunun yüksek olduğu, işlenmiş gıda fiyatlarının yıllık artış oranındaki oynaklığın ise daha sınırlı olduğu gözlenmektedir (Grafik 3.1.3). Nitekim, işlenmemiş gıda grubunda 2009 yılında son beş yılın en düşük üçüncü çeyrek değişim oranının ardından, dördüncü çeyrekte meyve-sebze ve et fiyatlarındaki yükselişler sonucunda son altı yılın en yüksek fiyat artışı yaşanmıştır. Bu doğrultuda, yıl sonu tüketici enflasyonu Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminin 1 puan yukarısında gerçekleşirken, sapmanın tamamı işlenmemiş gıda fiyatlarından kaynaklanmıştır. Dolayısıyla, söz konusu fiyatların seyri, tüketim sepeti içindeki payı da göz önüne alındığında, önemli bir tahmin belirsizliği oluşturmaktadır.

<sup>1</sup> Başkaya, S., Gürgür, T. ve F. Ögünç, (2008), "Küresel Isınma, Küreselleşme ve Gıda Krizi - Türkiye'de İşlenmiş Gıda Fiyatları Üzerine Ampirik Bir Çalışma", Central Bank Review, 2 (2008) 1-32.

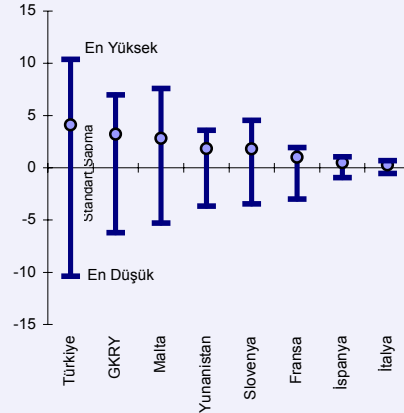
Hava koşullarındaki değişimlerin meyve ve sebze gibi ürünlerin arzındaki değişimleri büyük ölçüde belirlemesi sebebiyle, işlenmemiş gıda fiyatlarının bu yapısı gereği oynaklık sergilemesi beklenmektedir. Ancak, ülkemizde ilgili fiyatlardaki oynaklığın boyutunun diğer ülkelere kıyasla belirgin bir ölçüde yüksek olduğu gözlenmektedir. Nitekim, 2006-2009 döneminde aylık enflasyon oranları üzerinden AB-27 ülkeleriyle<sup>2</sup> yapılan karşılaştırmalara göre, Türkiye'de aylık gıda fiyat değişimleri AB-27'dekine oranla yaklaşık 4 kat daha fazla oynaktır.<sup>3</sup> İşlenmemiş gıda fiyatları için bu fark 6 kata kadar çıkmaktadır ve Türkiye AB-27 ülkelerinin tümünden daha yüksek bir aylık işlenmemiş gıda fiyat değişkenliğine sahiptir (Grafik 1). Bunun yanında, işlenmemiş gıda fiyatlarının tüketim sepeti içindeki payının da AB ülkelerine kıyasla yüksek olması nedeniyle, söz konusu fiyatların tüketici enflasyonuna yaptığı katkı Türkiye'de belirgin bir oynaklık sergilemektedir.

Grafik 1. İşlenmemiş Gıda Aylık Enflasyon Oynaklığı: AB-27 Ülkeleri ve Türkiye Karşılaştırması\* (2006-2009 Dönemi, Standart Sapma)



\*Grafikte anılan dönemde Türkiye ile birlikte AB-27 içerisinde en yüksek oynaklığa sahip ilk dokuz ülke sunulmaktadır.  
Kaynak: Eurostat, TCMB.

Grafik 2. Akdeniz Ülkelerinde İşlenmemiş Gıda Aylık Enflasyon Oynaklığı (2006-2009 Dönemi)



Kaynak: Eurostat, TCMB.

<sup>2</sup> AB-27 ile kıyaslamaya gidilmesinin nedeni AB'ye üyelik süreci çerçevesinde görelî durum tespiti yapmak ve bu süreçte tüm ülkelerde fiyatların hesaplanmasında benzer yöntemler izlendiği için, fiyatlar üzerinde hesaplama yönteminden kaynaklanabilecek olası oynaklık etkisini ortadan kaldırmaktır.

<sup>3</sup> Analizlerde oynaklık ölçütü olarak standart sapma kullanılmıştır. Bu tür oynaklık karşılaştırmalarının ortalama enflasyon etkisini de içeren şekilde "değişim katsayısı" üzerinden yapılması daha sağlıklı bir yaklaşımdır. Ancak, anılan dönemde işlenmemiş gıda fiyatları aylık enflasyon ortalamalarının belirgin olarak farklılaşmayıp, sıfıra yakın değerler alması (aylık işlenmemiş gıda fiyat değişimlerinin çoğunlukla negatif değerler alabilmesi, hatta bazı ülkelerde ortalamaların negatif olması) nedeniyle analizlerde değişim katsayısı kullanılmamıştır.



Tablo 1'de işlenmemiş gıda fiyatlarında önemli yeri olan alt kalemlerin karşılaştırmasına yer verilmektedir. Buna göre, meyve, sebze ve et gibi önemli alt grup fiyatları ülkemiz özelinde oldukça oynak bir yapı sergilemektedir. Özellikle (kırmızı ve beyaz) et fiyatları son dört yıllık dönemde AB-27'ye oranla 10 kat daha yüksek oynaklık sergileyerek ilk sırada yer almıştır. İncelenen dönemde meyve fiyatlarında Türkiye, Macaristan'ın ardından ikinci, sebzelerde ise Bulgaristan ve Güney Kıbrıs Rum Yönetimi'nin (GKRY) ardından üçüncü en yüksek oynaklığa sahiptir.

Tablo 1. AB-27 ve Türkiye'de Aylık Gıda Enflasyonu Tanımsal İstatistikleri  
(2006-2009 Dönemi)

	Ortalama	En Düşük	En Yüksek	Genişlik	Standart Sapma	Oynaklık Sıralaması* (AB-27'ye Göre)
<b>Türkiye</b>						
İşlenmemiş Gıda	0,95	-10,38	10,39	20,77	4,09	1
Meyve	1,45	-22,27	30,98	53,25	9,39	2
Sebze	0,91	-20,11	23,43	43,54	9,11	3
Et	1,16	-6,95	6,37	13,32	2,74	1
<b>AB-27</b>						
İşlenmemiş Gıda	0,21	-1,46	1,38	2,84	0,66	
Meyve	0,19	-4,66	4,25	8,90	1,80	
Sebze	0,21	-4,24	4,76	9,00	2,29	
Et	0,24	-0,32	0,79	1,11	0,26	

\* En yüksekten en düşüğe oynaklık sıralamasını ifade etmektedir.  
Kaynak: Eurostat, TCMB.

Ülkemizde işlenmemiş gıda fiyatlarının daha oynak bir yapıya sahip olmasının çok çeşitli nedenleri bulunmaktadır. İlk olarak, Türkiye çoğu AB ülkesinden farklı olarak, söz konusu ürünlerde önemli bir üretici konumundadır. Bu kapsamda coğrafi konumu, toprak yapısı, ürün çeşitliliği vb. nedenlerle ülkemizde mevsimsel etkenlerin fiyatların gelişiminde Avrupa'ya göre daha baskın bir rol oynayabileceği akla gelmektedir.<sup>4</sup> Coğrafi konumu itibarıyla AB-27'deki Akdeniz ülkeleri ile kıyaslandığında, Türkiye'den sonra en yüksek oynaklığın, coğrafi konum olarak ülkemize yakın olan GKRY'de olduğu, öte yandan ülkemiz gibi önemli bir meyve ve sebze üreticisi konumunda olan İspanya'da işlenmemiş gıda fiyatlarının kayda değer bir oynaklık sergilemediği göze çarpmaktadır (Grafik 2). Nitekim, mevsimsel etkilerden arındırılmış fiyatlardaki değişimler incelendiğinde, Türkiye'de işlenmemiş gıda fiyatlarının halen belirgin olarak yüksek bir oynaklık sergilediği, dolayısıyla oynaklıkta mevsimsellik dışında kalan diğer faktörlerin ön planda olduğu görülmektedir.

<sup>4</sup> Diğer taraftan, üretici konumunda olmayan ülkeler yurt içi tüketime sundukları işlenmemiş gıdaların temin kaynaklarını farklılaştırarak, bu kaynaklara gelen münferit şokların fiyatlarda oynaklık yaratma riskini azaltabilmektedirler.

Bu çerçevede, yüksek oynaklıkta etkili olabilecek bir diğer nedenin tüketim tercihleri ve alışkanlıkları olduğu düşünülmektedir. Ülkemizde meyve, sebze ve et gibi ürünleri işlenmemiş olarak tüketme alışkanlığının yaygın olması, bu ürünlere yönelik talebin fiyat esnekliğinin diğer ülkelere kıyasla düşük olmasına ve dolayısıyla ürün arzındaki dalgalanmaların görece olarak yüksek fiyat değişimleri oluşturabilmesine imkân tanıyabilmektedir.

Özellikle meyve ve sebze gibi ürünlerde, üreticiden nihai tüketiciye giden dağıtım zincirlerinin uzunluğu, her aşamadaki fiyatlandırma davranışının birbirinden etkilenerek, ekonomiye gelen şokların enflasyon üzerindeki yansımalarını şiddetlendirebilmektedir. Ayrıca, ulaştırma maliyetlerindeki oynaklık, sulama, üretim ve saklama teknolojilerindeki altyapı eksiklikleri (ambalajlama tesisi, soğuk hava deposu gibi)<sup>5</sup>, kayıtlılık gibi yapısal sorunların varlığı da fiyatlardaki oynaklığı artırmaktadır.<sup>6</sup> Bu durum fiyat istikrarına giden yolda yapısal düzenlemelerin önemine işaret etmektedir. Bu çerçevede, halihazırda uzun süredir devam eden sebze ve meyve ticaretinin düzenlenmesi hakkındaki kanun hazırlıklarının tamamlanması ve uygulamada da hedeflenen amaçlara ulaşılabilmesi büyük önem arz etmektedir.

<sup>5</sup> Türkiye’de meyve ve sebze üretim miktarının yaklaşık yüzde 24 gibi bir kısmı tüketim merkezlerine ulaşmadan pazarlama sürecinde zayıf olmaktadır (Sebze ve Meyve Ticaretinin Düzenlenmesi Hakkında Kanun Tasarısı (2009), Genel Gereğe). Ayrıca, altyapı eksiklikleri nedeniyle, fiyatlardaki oynaklığı azaltabilecek tampon stok tutma imkanı da azalmaktadır. Teknolojik olarak daha ileri yöntemlerin kullanılması, arz şoklarının üretimde oluşturduğu dalgalanmaları sınırlandırmaktadır.

<sup>6</sup> Üretim tarafında arz yönlü şokların etkisini yumuşatacak nitelikte finansal güce sahip büyük üreticilerin olmaması, vadeli işlemler borsasının işlerlik kazanmaması, uzun dönemli kontratların eksikliği, perakende sektörünün çok sayıda küçük satıcıdan oluşması diğer yapısal sorunlar arasında sayılabilir.

**Kutu  
3.2****BAZ ETKİLERİ ve 2010 YILI ENFLASYON GÖRÜNÜMÜNE  
YANSIMALARI**

2009 yılında emtia fiyatlarında yaşanan dalgalanmalar ve özellikle yılın ilk çeyreğinde toplam talepte gözlenen keskin daralma 2010 yılı boyunca yıllık enflasyonun gelişimini önemli ölçüde şekillendirecektir. "Baz etkisi" olarak da adlandırılabilir bu gelişimin kamuoyu tarafından doğru anlaşılması beklenti yönetimi açısından önem taşımaktadır. Bu çerçevede, bu kutuda baz etkisi tanımlanmakta ve anılan etkinin 2010 yılında yıllık enflasyonun izleyeceği seyre ilişkin rolü basit bir örnek ile açıklanmaktadır.

**Teknik ve İktisadi Bir Terim Olarak Baz Etkisi:** Belirli bir ay için yıllık enflasyon hesaplanırken, söz konusu ay fiyat düzeyi ile aynı ayın bir yıl önceki düzeyleri karşılaştırılmaktadır.<sup>7</sup> Böylelikle, bir önceki yıl fiyat düzeyi baz alınmış olur. Teknik olarak, baz alınan yıldaki aylık değişimin, cari yıla ait yıllık enflasyonun aylık değişimindeki katkısı baz etkisi olarak tanımlanmaktadır.<sup>8</sup> Baz etkisine ilişkin çarpıcı bir örnek olarak, Ağustos 2005'te tütün ürünlerinde gözlenen yüksek oranlı artışların yıllık tüketici enflasyonu üzerindeki yansımaları gösterilebilir. Meyve-sebze fiyatlarındaki mevsimsel azalışlarla tüketici fiyatlarının gerilediği bir dönem olan Ağustos ayında, 2005 yılında söz konusu artışın etkisiyle aylık tüketici fiyatları yüzde 0,85 gibi belirgin bir oranda yükselmiştir. 2006 yılı Ağustos ayında ise aylık bazda fiyatlar yüzde 0,44 oranında gerilemiştir. Böylelikle, Ağustos 2006'da yıllık tüketici enflasyonu bir önceki aya kıyasla 1,43 puan gerilemiştir. Dolayısıyla, yıllık enflasyondaki bu azalışın önemli bir kısmı tütün ürünleri kaynaklı baz etkisiyle açıklanabilmektedir.

İktisadi anlamda ise baz etkisinden bahsederken baz dönemdeki fiyat hareketlerinin aşırı veya genel ortalamalardan farklı olup olmaması önem taşımaktadır. Dolayısıyla, yıllık enflasyondaki değişimde baz etkisinden söz edebilmek için baz dönemdeki fiyat hareketlerinin genel eğilimlerden farklılaşmış farklılaşmadığı yargısına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu çerçevede, iktisadi olarak baz etkisinin, baz aydaki fiyat gelişmelerinin dışsal etmenler (örn. tütün ürünleri fiyatlarının artırılması), beklenmeyen mevsimsel dalgalanmalar (örn. giyim sektöründe indirim sezonunun erken açılması) ile kayan mevsimsellik (örn. özel okul fiyatlarının yıldan yıla değişen zamanlarda belirlenmesi) gibi faktörlerle şekillenmesi sonucu oluştuğu söylenebilir.<sup>9</sup>

<sup>7</sup> Yıllık enflasyon  $\Pi_t = \frac{(p_t - p_{t-12})}{p_{t-12}} \times 100$  formülüyle hesaplanmaktadır.  $\Pi_t$  yıllık enflasyonu,  $p_t$  t ayındaki fiyat düzeyini simgelemektedir.  $\Pi_t = (\ln(p_t) - \ln(p_{t-12})) \times 100$  formülüyle ise yıllık enflasyon yaklaşık olarak hesaplanabilmektedir.

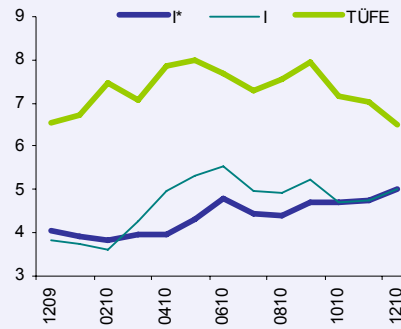
<sup>8</sup> Takip eden iki ay için yıllık enflasyon farkı,  $\Pi_t - \Pi_{t-1} = [(\ln(p_t) - \ln(p_{t-1})) - (\ln(p_{t-12}) - \ln(p_{t-13}))] \times 100$  denklemiyle ifade edilebilir. Buradaki  $\ln(p_{t-12}) - \ln(p_{t-13})$  ifadesi, teknik olarak baz etkisini vermektedir.

<sup>9</sup> Avrupa Merkez Bankası Ocak 2005 Aylık Bülteni.

**2010 Yılında Enflasyon Görünümü: Baz Etkileri ve Yıllık Enflasyon:** 2008 yılında küresel krizin derinleşmesinin ardından toplam talepteki yavaşlama ve ithalat fiyatlarındaki sert gerileme sonucu 2009 yılının ilk yarısında yıllık enflasyonda keskin bir düşüş gözlenmiştir. Ayrıca, iktisadi faaliyeti canlandırmak için yapılan geçici vergi ayarlamaları da tüketici fiyatlarının seyri üzerinde etkili olmuştur.

Yukarıdaki gelişmeler çerçevesinde, 2010 yılında yıllık enflasyonun seyrinde gerek 2009 yılının ilk yarısında oluşan düşük bazın etkileri, gerekse geçici vergi ayarlamaları önemli bir rol oynayacaktır. Grafikte 2010 yılında yıllık enflasyonun seyrinde baz etkisinin oynayacağı rolü görebilmek için varsayımsal bir örnek sunulmaktadır: Buna göre, 2010 yılı boyunca TÜFE enflasyonunun yüzde 6,5, ÖKTG-I göstergesinin yıllık artış oranının ise yüzde 5 ile uyumlu bir eğilim sergileyeceği varsayımı altında, yıllık enflasyonun salt baz etkilerinden kaynaklanarak dalgalı bir seyir izleyebileceği görülmektedir.<sup>10</sup>

Grafik 1. TÜFE ve ÖKTG-I (Yıllık Yüzde Değişim)



I\*: 2009 yılında çeşitli dayanıklı mallarda uygulanan geçici vergi düzenlemelerinin etkilerinden arındırılmış I endeksi.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Örnek çerçevesinde, TÜFE yıllık enflasyon değerlerinin 2010'un ilk aylarında yükseldiği, takip eden aylarda daha yatay bir seyir izlediği, son çeyrekte ise düşüşe geçtiği görülmektedir. I temel göstergesinde ise vergi ayarlamalarının oluşturduğu etki açıkça görülmektedir. Buna göre bu göstergenin yıllık değişiminde yılın ikinci çeyreğinde belirgin bir artış göze çarpmaktadır. 2010 yılının ilk yarısında vergi etkisinden arındırılmış I göstergesinin dahi yükselmesi, enflasyonun ana eğiliminin 2009 yılındaki düşük seviyesine, bir başka deyişle ilgili dönemdeki düşük baz etkisine atfedilebilmektedir.

Sonuç olarak önümüzdeki dönemde enflasyonun ana eğiliminde bir bozulma beklenmemekle birlikte, 2010 yılının ilk yarısında gerek ortalama TÜFE enflasyonu gerekse temel enflasyon göstergelerinde baz etkisi nedeniyle yukarı yönlü bir hareket gözlenecektir. Bu etki 2010 Ocak döneminde bütçe dengesini düzeltmeye yönelik vergi artışlarıyla birleşince özellikle yılın ilk iki ayında enflasyonda belirgin bir artış yaşanacaktır. Dolayısıyla, 2010 yılında enflasyonun izleyeceği seyir değerlendirilirken bu etkilerin hesaba katılması büyük önem taşımaktadır.

<sup>10</sup> Söz konusu göstergelerin 2010 yılı patika değerleri oluşturulurken, verilen yıl sonu yıllık enflasyon değerine ulaşmak için gerekli aylık artış oranına, serilere özgü ortalama mevsimsel faktörler eklenmiştir.

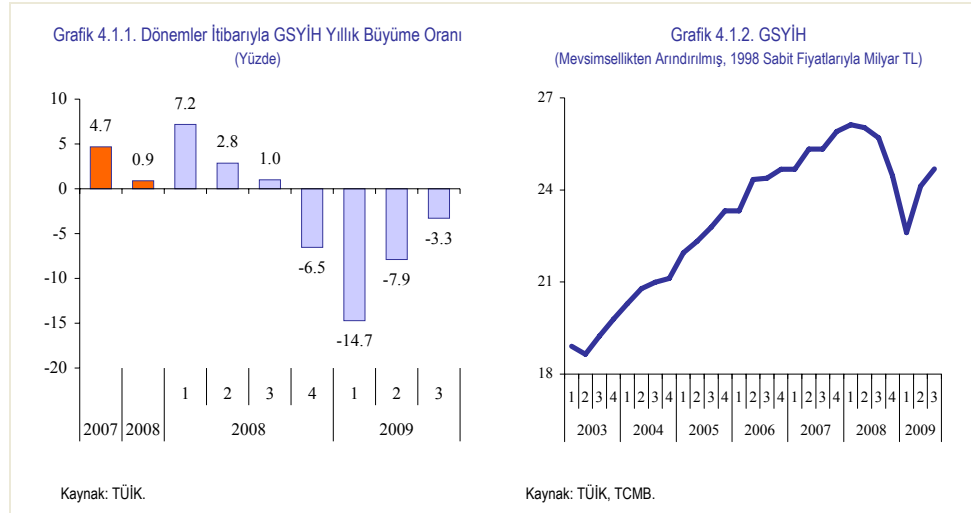
## 4. Arz ve Talep Gelişmeleri

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Anılan dönemde mali tedbirlerin iç talep üzerindeki etkisi azalırken, dış talepteki görece iyileşmeye rağmen zayıf seyir sürmüştür. Bu çerçevede, dönemlik büyüme eğilimi yavaşlayarak sürmüş ve GSYİH iki çeyrek üst üste artış kaydetmiştir. Stok eritme süreci üçüncü çeyrekte oldukça zayıflasa da, toplam talep koşulları enflasyona düşüş yönlü katkısını sürdürmüştür.

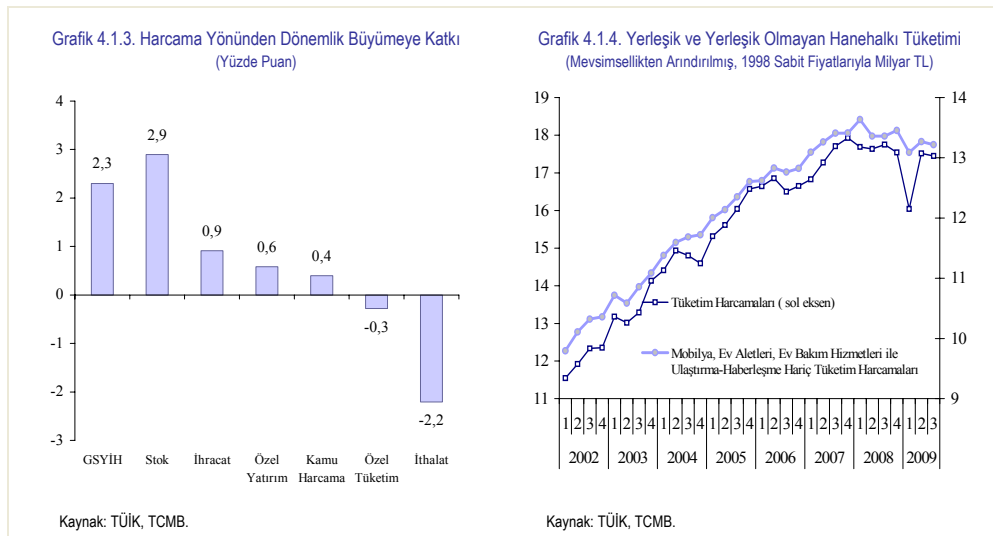
Güncel veriler iktisadi faaliyetin ılımlı bir artış eğiliminde olduğuna, ancak mali tedbirlerin uygulamadan tamamen kaldırılmasının ardından büyümenin son çeyrekte de yavaşlamaya devam ettiğine işaret etmektedir. İktisadi faaliyetin yavaş fakat istikrarlı bir toparlanma eğilimine girmesi, henüz zayıf olmakla birlikte iş gücü piyasasına da olumlu biçimde yansımaktadır. Dış talepteki zayıf seyir sanayi sektörü kanalıyla ekonomi genelinde iktisadi faaliyet ve istihdamı sınırlamaya devam etmektedir. Bu çerçevede, dış talep görünümünde küresel büyüme veya yeni ihracat pazarları kaynaklı belirgin bir iyileşme olmadan istihdam ve yurt içi talepte de güçlü bir toparlanma beklenmemektedir. Küresel ekonomideki sorunların devam ediyor olması toplam talep ve iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yavaş ve kademeli gerçekleşeceği öngörüsünü desteklemektedir. Kaynak kullanımındaki zayıf seyir dahilinde toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönündeki desteğini orta vadede sürdüreceği tahmin edilmektedir.

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

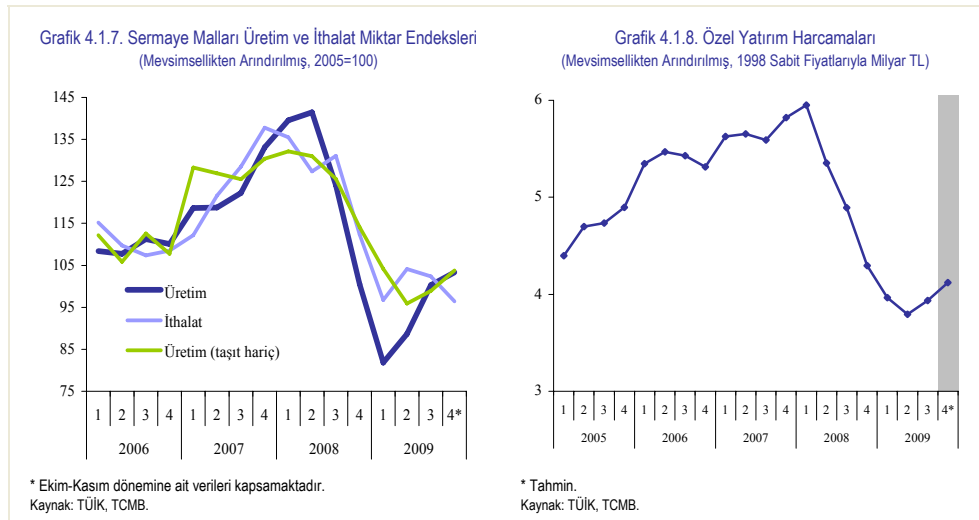
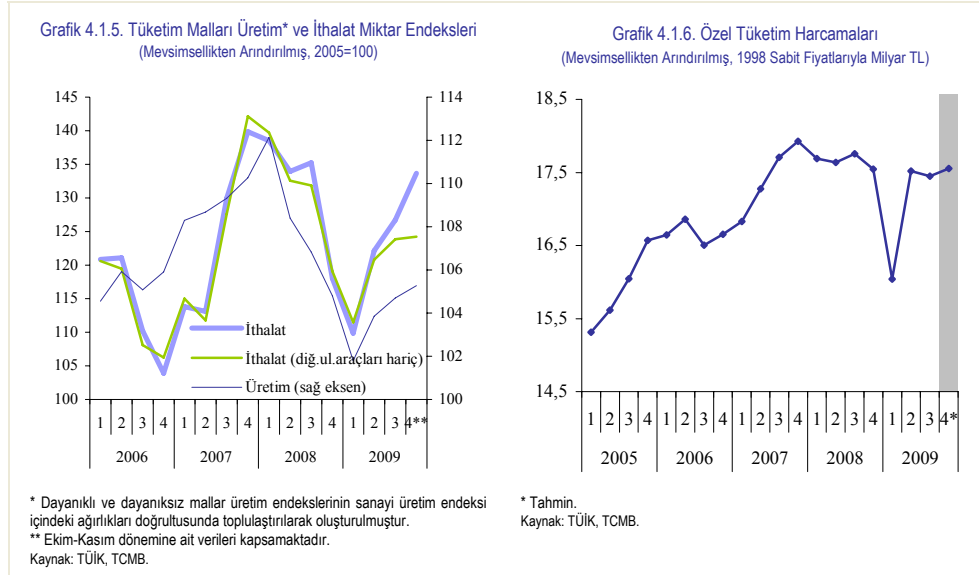
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre, GSYİH 2009 yılı üçüncü çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 3,3 oranında gerilemiştir (Grafik 4.1.1). Yılın ilk yarısına ilişkin aşağı yönlü güncellemeler ile birlikte dokuz aylık dönemde GSYİH geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 8,4 oranında düşüş kaydetmiştir.



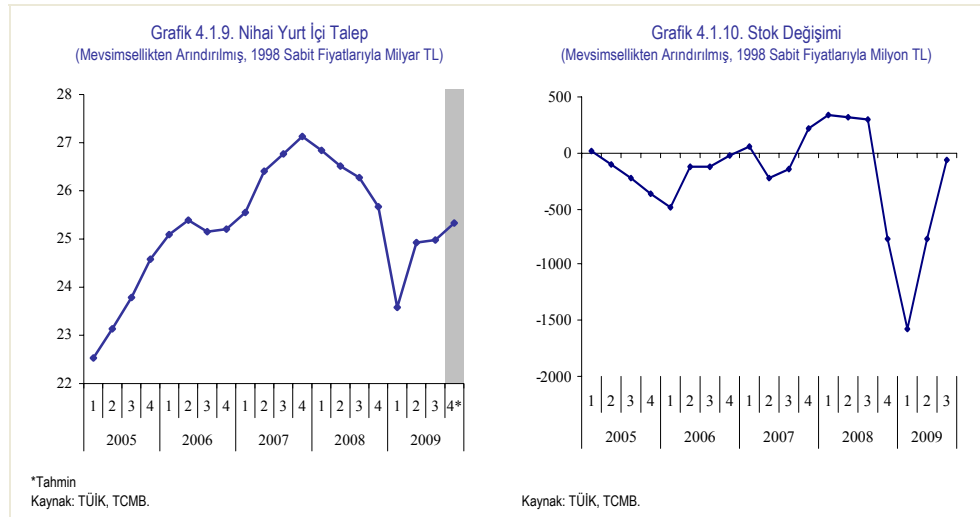
Mevsimsellikten arındırılmış verilerle GSYİH, dönemlik bazda yüzde 2,3 oranında artış göstermiştir. Böylelikle iktisadi faaliyet, mali tedbirlerin etkisiyle ikinci çeyrekte sergilediği hızlı yükselişin ardından artış eğilimini yavaşlayarak sürdürmüştür (Grafik 4.1.2). Harcamalar yönüyle incelendiğinde, stok değişiminin dönemlik büyümeye en büyük katkı yapan talep bileşeni olduğu, özel kesim yatırımlarının ise uzun bir aradan sonra ilk defa dönemlik bazda arttığı görülmektedir. Açıklanan veriler, vergi indirimlerinin kademeli biçimde geri alınmasıyla birlikte özel tüketim talebinin ikinci çeyrekteki kayda değer yükselişin ardından daha zayıf bir seyir izlediği yönündeki geçmiş öngörülerini doğrulamıştır (Grafik 4.1.3). Vergi indirimlerine konu olmayan ve daha çok cari dönem gelire duyarlı mal gruplarına yönelik tüketim eğilimi zayıf seyrini devam ettirmiştir (Grafik 4.1.4).



Yurt içi talebe ilişkin yakın dönem görünümü değerlendirildiğinde, vergi indirimlerinin uygulamadan tamamen kaldırılmasıyla birlikte tüketim talebindeki ana eğilimin netleştiği görülmektedir. Tüketim malları üretimi Ekim-Kasım döneminde artış eğilimini yavaşlayarak sürdürmüştür. Tüketim malları ithalatında ise yataya yakın bir ana eğilim gözlenmektedir (Grafik 4.1.5). Bu çerçevede tüketim talebinin son çeyrekte dönemlik bazda sınırlı bir oranda artması beklenmektedir (Grafik 4.1.6). Yatırım talebine ilişkin üretim ve ithalat verileri ise, yatırımların son çeyrekte toparlanmaya devam etmekle birlikte güçlü büyüme dönemlerine kıyasla düşük düzeylerini koruduğuna işaret etmektedir (Grafik 4.1.7 ve 4.1.8).



Özetle, yılın son çeyreğine ilişkin veriler, nihai yurt içi talepteki ılımlı toparlanma eğiliminin sürdüğünü göstermektedir (Grafik 4.1.9). 2008 yılı son çeyreğinde ani talep daralması ile başlayan ve 2009 yılı ilk yarısında güçlü bir şekilde devam eden stok eritme süreci, nihai mallara yönelik talep düzeyinin enflasyona düşüş yönünde verdiği katkıyı artıran bir unsur olmuştur. Stok gelişmelerinin talepten fiyata geçiş bağlamında yılın ilk yarısında üstlendiği sınırlayıcı rolün son dönemde oldukça zayıfladığı görülmektedir (Grafik 4.1.10).<sup>1</sup> Dolayısıyla, iç talep koşullarının enflasyona düşüş yönlü katkısını, yılın ilk yarısına kıyasla azalmakla birlikte, son çeyrekte de sürdürmesi beklenmektedir.



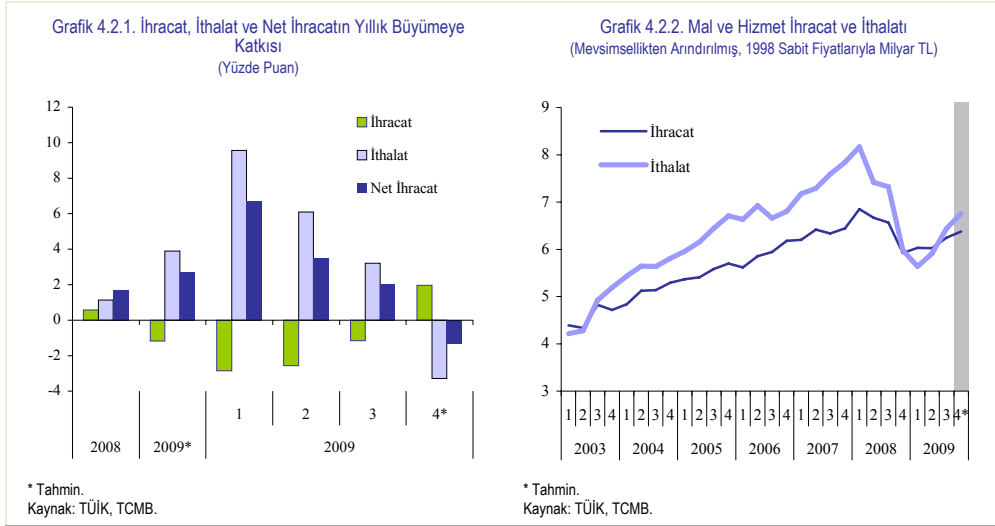
## 4.2. Dış Talep

2009 yılı üçüncü çeyreğinde mal-hizmet ihracat ve ithalatı geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 4,6 ve yüzde 11,9 oranlarında gerilemiştir. Böylelikle net ihracatın yıllık büyümeye katkısı 2 puan olarak gerçekleşirken, ihracat ve ithalat özelinde katkılar sırasıyla -1,2 puan ve 3 puan olmuştur (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış veriler Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerle uyumlu bir görünüm çizmiştir. Bu çerçevede, yılın üçüncü çeyreğinde ihracat ve ithalat dönemlik bazda artmıştır (Grafik 4.2.2). Stok eritme sürecinin zayıflaması ile birlikte toplam talepteki

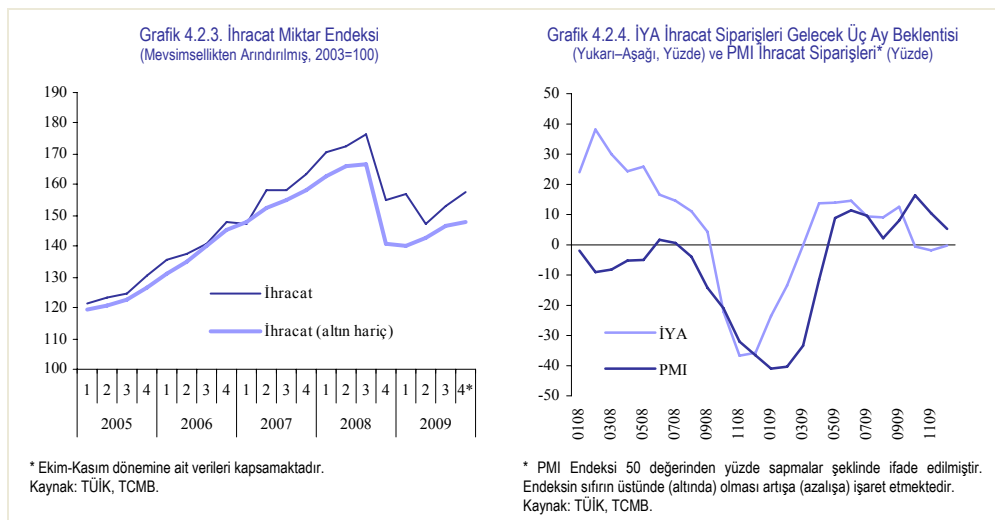
<sup>1</sup> Toplam talebe ilişkin belirsizliklerin firmaları ihtiyatlı bir üretim programına sevkettiği, dolayısıyla stok biriktirme konusunda güçlü büyüme dönemlerine kıyasla daha isteksiz davranmalarına neden olduğu düşünülmektedir. Bu eğilimin önümüzdeki dönemde de sürmesi, diğer bir ifadeyle stok değişiminin dönemlik büyümeye katkısının sınırlı kalması beklenmektedir. Bununla birlikte, 2008 yılı son çeyreğinden bu yana yıllık büyümeye olumsuz katkı yapan stokların, kriz dönemindeki düşük baz nedeniyle 2010 yılı ikinci yarısına kadar yıllık büyümeye yüksek katkı yapacağı öngörülmektedir.



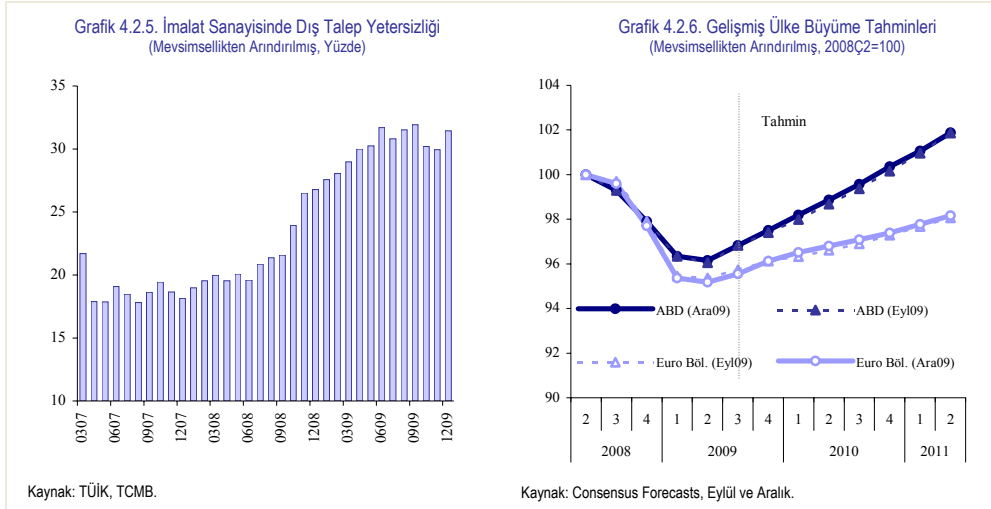
toparlanma ithal mallar talebini hızlandırmış ve net ihracatın dönemlik büyümeye katkısı negatif olmuştur (Grafik 4.1.3).



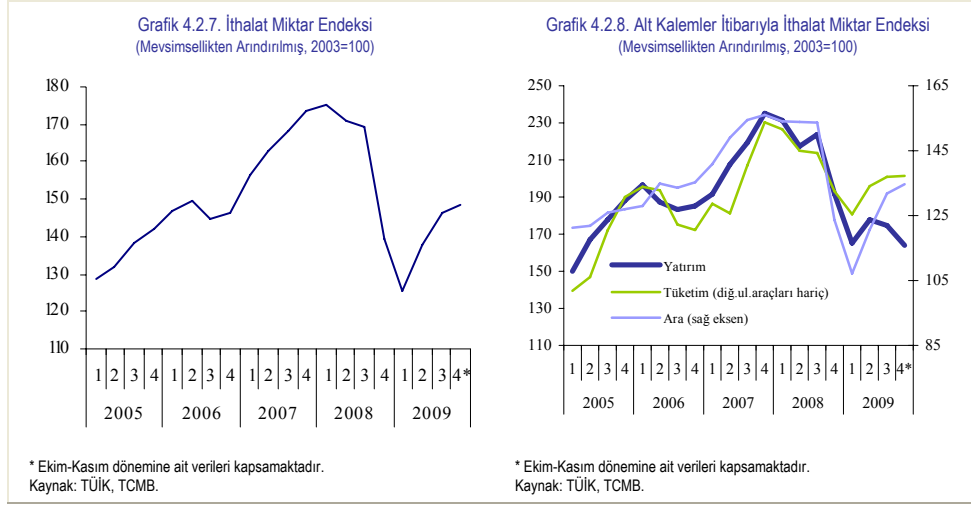
Yakın dönemde açıklanan veriler ihracatın ana eğilimindeki ılımlı toparlanmanın sürdüğüne işaret etmektedir. İhracat miktar endeksi Ekim-Kasım döneminde yıllık yüzde 0,7 oranında artarken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle bir önceki çeyrek ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 4.2.3). Bu çerçevede mal ve hizmet ihracatının son çeyrekte dönemlik bazda artmaya devam etmesi ve geçen yılın aynı dönemindeki düşük bazın da etkisiyle yıllık büyümeye yeniden olumlu katkı yapması beklenmektedir (Grafik 4.2.1 ve 4.2.2).



Önümüzdeki dönem dış talebin seyri küresel toparlanmanın hızına bağlı olacaktır. Anketlerden elde edilen sipariş göstergeleri ihracatta kısa vadede güçlü bir toparlanma sinyali vermezken, imalat sanayi firmalarının tam kapasite ile çalışmama nedenleri arasında dış pazarda talep yetersizliği etkeninin payı yüksek düzeyini korumaktadır (Grafik 4.2.4 ve 4.2.5). Küresel büyümeye ilişkin orta vadeli görünüm ise dış talepteki zayıf seyrin toplam talebi uzunca bir süre sınırlamaya devam edeceğine işaret etmektedir. Nitekim, Aralık ayı itibarıyla gelişmiş ekonomilere ilişkin büyüme tahminlerinde Ekim Enflasyon Raporu'na kıyasla yukarı yönlü belirgin bir güncelleme görülmemektedir. Özellikle en büyük ticaret ortağımız olan Euro bölgesine ilişkin tahminler, dış talebin eski düzeylerine dönmemesinin zaman alacağı öngörüsünü desteklemektedir (Grafik 4.2.6).



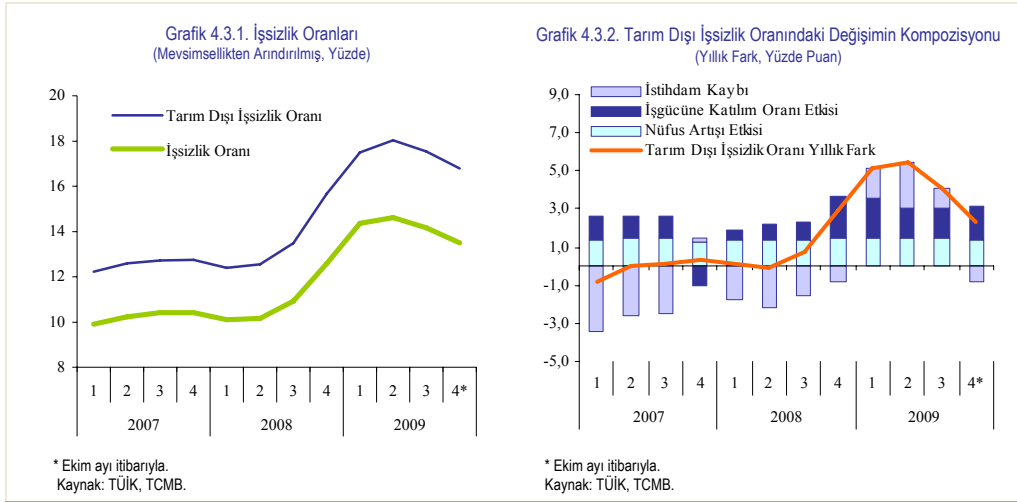
Yılın üçüncü çeyreğinde toplam talebe paralel olarak mal-hizmet ithalatındaki toparlanma sürmüştür. İthalat miktar endeksi Ekim-Kasım döneminde yıllık yüzde 3,3 oranında artarken mevsimsellikten arındırılmış verilerle bir önceki çeyrek ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 4.2.7). Vergi indirimlerinin kademeli biçimde geri alınmasıyla birlikte tüketim ve yatırım malları ithalatının yavaşladığı görülmektedir (Grafik 4.2.8).



Mal-hizmet ithalatının son çeyrekte dönemlik bazda artmaya devam ederken, bir önceki yılın aynı dönemindeki düşük seviyenin de etkisiyle yıllık bazda artarak büyümeye olumsuz katkı yapması beklenmektedir (Grafik 4.2.1 ve 4.2.2). İhracat ve ithalata ilişkin kısa vadeli görünüm doğrultusunda 2009 yılı son çeyreğinde net dış talebin uzun bir süre sonra ilk kez yıllık büyümeye olumsuz katkı yapacağı tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.1). İthal mallar talebinin orta vadeli seyri ise, toplam talep koşullarında öngörülen kademeli toparlanmaya bağlı olarak şekillenecektir. Bu çerçevede, ithalatın bir müddet daha kriz öncesi döneme kıyasla düşük seviyelerde kalacağı öngörülmektedir.

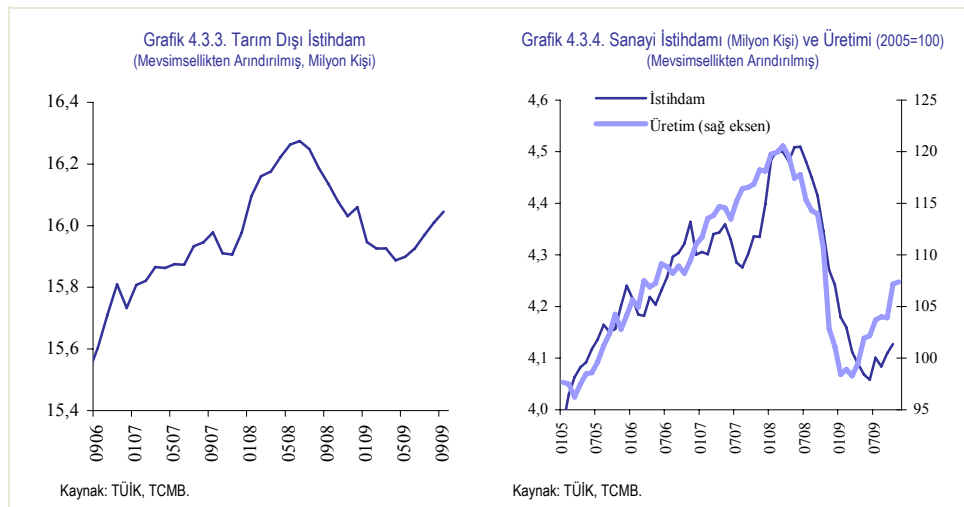
### 4.3. İş Gücü Piyasası

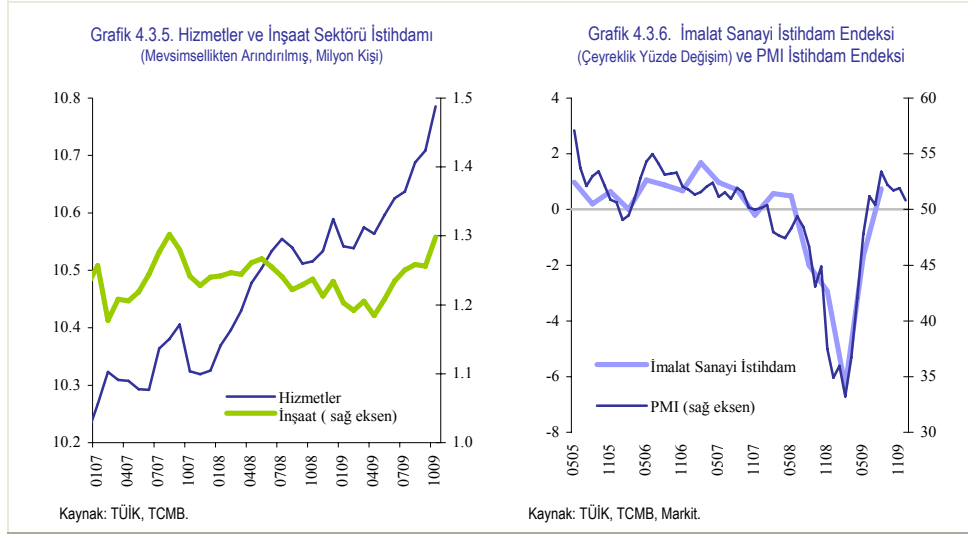
2009 yılı üçüncü çeyreği ile birlikte iş gücü piyasasına ilişkin göstergeler iyileşme eğilimine girmiştir. Bu dönemde mevsimsellikten arındırılmış verilerle işsizlik oranlarındaki artış eğilimi tersine dönmüştür (Grafik 4.3.1). Bununla birlikte, işsizlik oranının kriz öncesi döneme kıyasla halen oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Nitekim, tarım dışı işsizlik oranı Ekim ayı itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre 2,4 puan artarak yüzde 16,4 olmuştur. Bu dönemde, tarım dışı istihdam yıllık bazda artarak, işsizlik oranındaki yıllık farkı azaltıcı yönde etki yapmaya başlamıştır (Grafik 4.3.2).



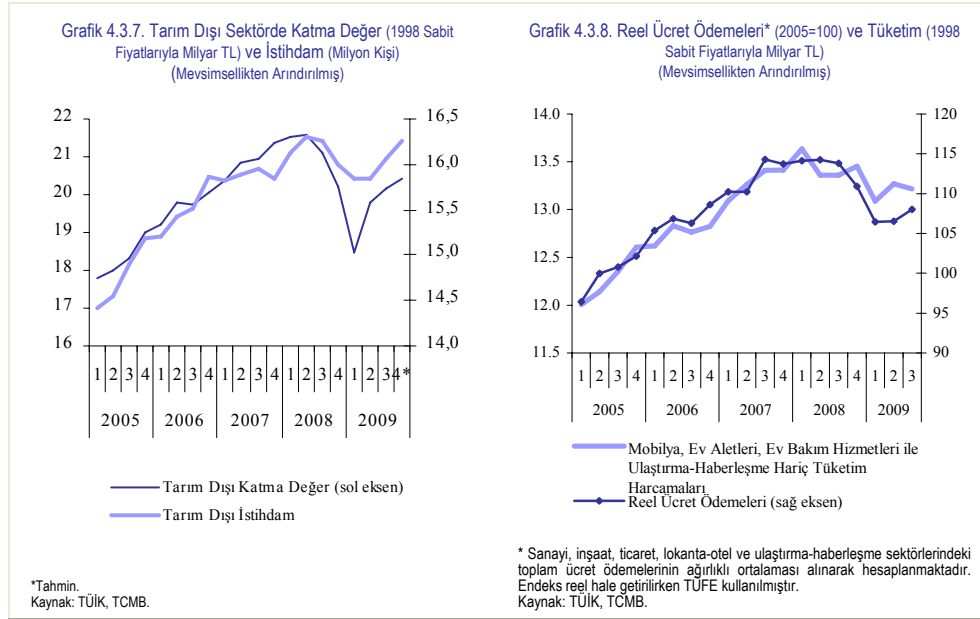
2009 yılı üçüncü çeyreğinden itibaren işsizlik oranlarında gözlenen iyileşmede tarım dışı istihdamın toparlanması etkili olmuştur (Grafik 4.3.3). Krizden en çok etkilenen ve dış talepteki zayıf seyir paralelinde tarım dışı istihdamdaki daralmanın temel belirleyicisi olan sanayi istihdamında ılımlı bir artış eğilimi başlamıştır (Grafik 4.3.4). Anılan dönemde, hizmet ve inşaat sektörleri de tarım dışı istihdama olumlu katkı sağlamıştır (Grafik 4.3.5).

Ekim ayına ilişkin veriler sanayi istihdamındaki toparlanma eğiliminin son çeyrekte devam ettiği yönünde sinyal vermektedir. Kasım dönemi sanayi üretimi gelişmeleri ve PMI istihdam endeksinin mevcut düzeyi bu görünümü desteklemektedir (Grafik 4.3.6). Sanayi sektöründeki toparlanmanın sanayi bağlantısı güçlü hizmet sektörlerine olumlu yansımaları dahilinde tarım dışı katma değer ve istihdamdaki artış eğiliminin son çeyrekte süreceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.3.7).





İstihdam ve ücretlere ilişkin görünüm yurt içi talebin orta vadede izleyeceği seyir açısından kritik önem taşımaktadır. 2007 yılının ikinci yarısından itibaren bir yıl boyunca yatay bir seyir izleyen reel ücret ödemeleri, küresel krizin derinleştiği 2008 yılı sonlarında istihdamdaki daralma eğilimine paralel olarak hızla gerilemeye başlamış ve tüketim talebini sınırlandırmıştır. İktisadi faaliyetlerdeki ılımlı toparlanmayla birlikte, büyük ölçüde sanayi ve ticaret sektörlerinin katkısıyla, reel ücret ödemeleri 2009 yılı üçüncü çeyreğinde yeniden artmaya başlamıştır (Grafik 4.3.8). İstihdamdaki artış eğiliminin henüz yavaş olduğu ve işsizlik oranlarının uzun süre yüksek düzeylerde seyredeceği öngörüsü altında, reel ücret ödemelerinin kriz öncesi düzeyine ulaşmasının zaman alacağı tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, son dönemde kamu kesiminde gözlenen ücret ayarlamalarının beklentiler ve genel fiyatlama davranışları üzerindeki etkisinin dikkatle takip edilmesi gerekmektedir.



Özetle, iktisadi faaliyette yılın ikinci çeyreğinde başlayan toparlanma sürecinin iş gücü piyasasına yansımaları gözlenmeye başlamıştır. Bununla birlikte, dış talepteki mevcut seyir sanayi sektörü kanalıyla ekonomi genelinde iktisadi faaliyet ve istihdamı sınırlamakta, buna bağlı olarak ücret kanalının yurt içi talebe desteği zayıf kalmaktadır. İstihdam koşullarındaki iyileşmenin ekonomi geneline yayılmasında sanayi sektörünün belirleyici rolü, küresel büyümeye ilişkin görünümü ön plana çıkarmaktadır. Küresel ekonomideki sorunların henüz tam olarak giderilemediği göz önüne alındığında, kısa dönemde istihdamda belirgin bir ivmelenme beklenmemekte, bu çerçevede toplam talepteki ve birim iş gücü maliyetlerindeki gelişmelerin enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmayacağı tahmin edilmektedir. Diğer taraftan, kredi koşullarındaki iyileşmenin iç talebi etkileyerek inşaat ve hizmetler sektörü istihdamında beklenenden daha hızlı bir toparlanmaya yol açabileceği düşünülmektedir.

## 5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

### 5.1. Finansal Piyasalar

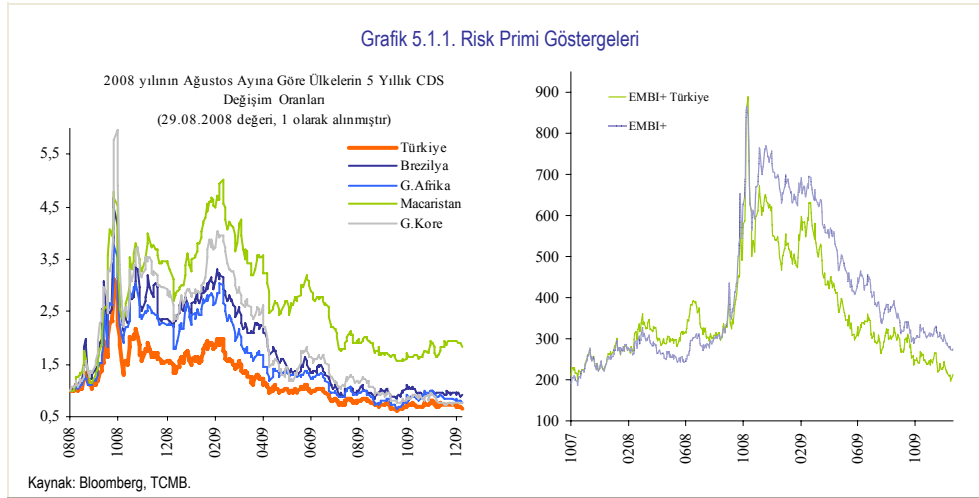
2009 yılının dördüncü çeyreği, küresel krizde en kötünün geride kaldığına ve krizden çıkış sürecine girildiğine dair algılamaların güçlendiği bir dönem olmuştur. Bu çeyrekte açıklanan veriler finansal sisteme dair risklerin azaldığına ve küresel ekonominin, kamu otoritelerinin kriz sürecinde uygulamaya koydukları mali önlemlerin de katkısıyla, toparlanma eğilimine girdiğine işaret etmiştir. Bu durum, küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin ve finansal piyasalardaki normalleşme eğiliminin devamını sağlamıştır. Ne var ki, küresel ekonomiye dair aşağı yönlü risk unsurlarının varlığını koruyor olması, toparlanmanın hızına ve sürdürülebilirliğine ilişkin belirsizliklerin devam etmesine yol açmaktadır.

Küresel ekonomiye dair aşağı yönlü risk oluşturan unsurların başında, istihdam koşullarındaki toparlanmanın yavaş ve gecikmeli olması gelmektedir. Bu durum, yüksek seviyelerde seyretmeye devam eden ihtiyati tasarruf eğilimiyle birlikte, özellikle gelişmiş ekonomilerde büyük paya sahip olan tüketim harcamaları üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Diğer taraftan, kriz sonrası ortaya çıkan yüksek oranlı atıl kapasite, yatırım harcamalarındaki olumsuz seyrin devamına yol açmaktadır. Bunların yanı sıra, kriz sürecinde finansal kuruluşların bilançolarında ortaya çıkan zararın boyutu, sermaye artırımı gereksinimleri ve zararın kaynağı olan sorunlu varlıkların henüz tam olarak tasfiye edilememiş olması, bankaların krediye ayrılabilir kaynaklarını kısıtlamaya devam etmektedir. Bu durum, yüksek işsizlik oranlarıyla bağlantılı olarak kredi riski algılamalarının halen yüksek seviyelerde seyrediyor olmasıyla birleşerek kredi koşullarındaki sıkılığın ortadan kalkmasının önünde engel teşkil etmektedir. Tüm bu etkenler, kriz sonrası toparlanma sürecinin hızına ve sürdürülebilirliğine dair endişelerin devamına, toparlanmanın kesintiye uğraması ihtimalinin azalmakla birlikte ihmal edilemeyecek düzeylerde kalmasına yol açmaktadır.

Öte yandan, gelişmiş ekonomilerle kıyaslandığında, gelişmekte olan ekonomilerdeki toparlanmanın daha hızlı gerçekleştiği, yılın dördüncü çeyreğinde açıklanan verilerle teyid edilmiştir. Bu dönemde, finansal piyasaları krizden görece olarak daha az etkilenmiş ülkelerdeki toparlanmanın daha belirgin olduğu görülmüştür. Bununla birlikte, dış talebin zayıf seyrini

sürdürüyor olması ve iktisadi faaliyetteki toparlanma için gerekli finansmana dair kısıtlar, bu ülkelerdeki toparlanma sürecinin hızı üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir.

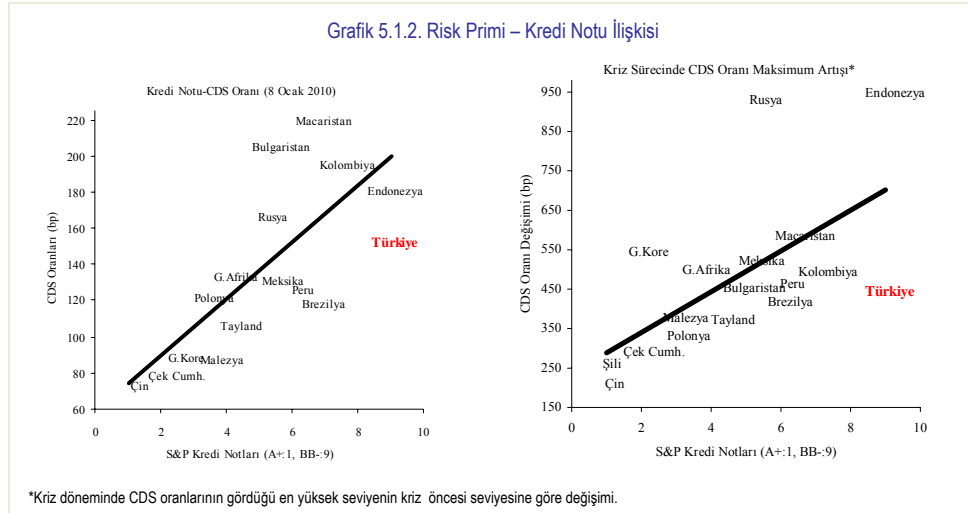
Yılın dördüncü çeyreğinde krizin geride kaldığına ve toparlanma sürecine girildiğine ilişkin algılamaların güçlenmesi küresel risk iştahındaki artış eğiliminin devamını sağlamıştır. Bu durum, küresel ölçekte parasal ve mali genişleme sonucunda piyasaya sürülen yüksek miktarlı ve düşük maliyetli likidite ile birlikte küresel finansal piyasalardaki iyimserliği destekleyerek riskli varlıklara yönelme eğiliminin sürmesine yol açmıştır. Bunun sonucunda, ikinci çeyrekte bu yana olduğu gibi, bu çeyrekte de gelişmekte olan ülkelere portföy hareketleri kanalıyla sermaye girişleri gözlenmiştir. Bu dönemde birçok gelişmekte olan ülkenin para birimi değer kazanmış, bu ülkelerin hisse senedi endekslerindeki artış sürmüştür. Bunun yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerin büyük bir çoğunluğunda risk primi göstergeleri kriz öncesi seviyelerinin altında seyretmeye devam etmişlerdir (Grafik 5.1.1).



Küresel finansal sistemin temellerini sarsan krizin ardından, risk değerlendirmelerinin küresel ölçekte gözden geçirileceği bir sürece girilmesi beklenmektedir. Zira, kriz öncesinde düşük riskli oldukları varsayılan gelişmiş ekonomilerin ve finansal piyasaların kriz sürecinde önemli kırılma noktaları ortaya çıkmış; diğer taraftan, kriz öncesinde yüksek riskli addedilen birçok gelişmekte olan ekonominin ise sanıldığı ölçüde riskli olmadığı anlaşılmıştır. Bu süreçte, yüksek büyüme potansiyeline, sağlam iktisadi ve finansal temellere sahip birçok gelişmekte olan ekonominin küresel risklilik derecesinin olumlu yönde etkileneceği düşünülmektedir. Bunun sonucunda, bu ülkelerin küresel finans



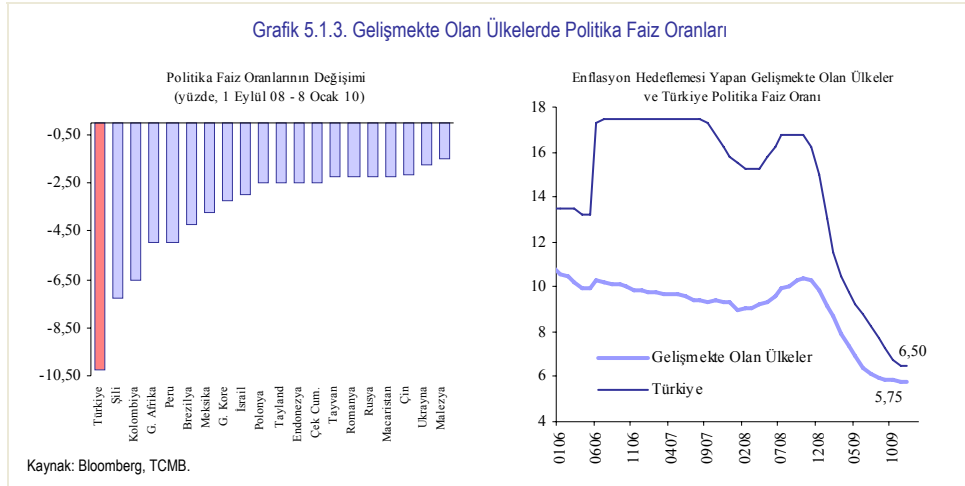
piyasalarındaki ağırlıkları artabilecek ve küresel sermayeye erişimleri kolaylaşabilecektir. Türkiye, bu ülkeler arasında ilk sıralarda yer almaktadır. Bu saptamaya önceki enflasyon raporlarında da yer verilmiş, kriz sonrası süreçte Türkiye'nin kredi notunun, piyasada fiyatlanan fiili kredi riskliliğiyle uyumlu olmadığına vurgu yapılmıştı (Grafik 5.1.2). Nitekim, yılın dördüncü çeyreğinde, TCMB'nin söylem ve öngörülerine paralel olarak, Türkiye'nin kredi riskliliğine dair önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bu dönemde Türkiye'ye dair orta ve uzun vadeli tahminler olumlu yönde değiştirilmiş, birçok yatırımcı kuruluş portföylerinde Türkiye'nin ağırlığını artırmış ve hepsinden daha önemli olarak, önde gelen kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye'nin kredi notunu yükseltmişlerdir. Ancak, Türkiye'nin kredi notu, fiili kredi riskliliğinin ima ettiği ve "yatırım yapılabilir" olarak adlandırılan seviyelerin altında kalmaya devam etmektedir (Grafik 5.1.2). İlerleyen dönemlerde, mali disiplini sağlamlaştıracak yeni düzenlemelerin ve yapısal reformların uygulamaya koyulması durumunda, yeni not artırımlarının gündeme gelebileceği düşünülmektedir.



Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeye dair risklilik algılamalarının arttığı kriz sürecinden, Türkiye'nin, riskliliği azalmış olarak çıkmasında TCMB'nin aldığı kontrollü fakat hızlı ve etkili para politikası kararlarının önemli rol oynadığı düşünülmektedir. Bu dönemde, TCMB, küresel enflasyondaki düşüşü ve toplam talep koşullarındaki aşağı yönlü eğilimin güçlenerek uzunca bir süre devam edeceğini öngörerek piyasaları etkin bir şekilde yönlendirmiştir. TCMB, iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek tahribatı sınırlamak amacıyla, bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını süratli bir şekilde

aşağı çekerken, diğer yandan, dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasalarındaki tikanıklığı gidermeyi hedeflemiştir. Bu çerçevede, 2008 yılının Kasım ayında faiz indirimlerine başlanmış ve en son 2009 yılının Kasım ayında yapılan indirimle, toplam faiz indirimi miktarı 1025 baz puana ulaşmıştır. Böylelikle, öncü rolünün yanı sıra Türkiye, kriz sürecinde enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde en fazla faiz indiren ülke olmuştur (Grafik 5.1.3).

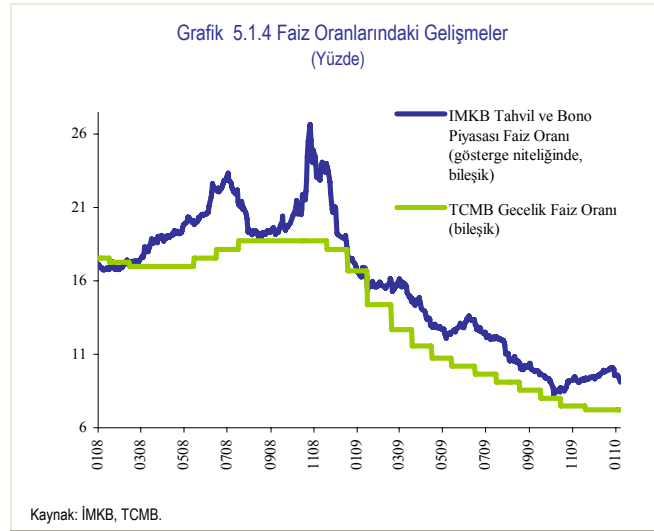
2008 yılının Kasım ayında faiz indirimlerinin başladığı günden bu yana yerel ve küresel gelişmeler Merkez Bankasının öngörülerinin ve para politikası uygulamalarının doğruluğunu teyid eder nitelikte olmuştur. Bu durum, TCMB'nin etkin iletişim politikası ve beklenti yönetimi ile birlikte, para politikası kararlarının finansal değişkenler ve beklentiler üzerindeki etkinliğini artırmıştır.



Merkez Bankasının finansal piyasalar üzerindeki artan etkinliği piyasa faizleri üzerinde gözlenebilmektedir. Türkiye'de geçmiş küresel oynaklık dönemlerinde, piyasa faizlerinin temel belirleyicisi risk algılamaları olmuş ve piyasa faizlerinde hızlı yükselişler gözlenmiştir. Son kriz sürecinde ise, risk algılamalarının yüksek seviyelerde seyrettiği dönemler de dahil olmak üzere, piyasa faizlerini iktisadi konjonktür ve para politikası duruşu şekillendirmiştir. Bunun sonucunda piyasa faizleri tarihsel olarak en düşük düzeylerine inmiştir.

Tarihsel olarak en düşük düzeylere inmesinin ardından piyasa faizleri, yılın dördüncü çeyreğinde, TCMB'nin faiz indirimlerinin sonuna gelindiğine dair piyasada oluşan algılamayla sınırlı miktarda artış göstermiştir. Tüm kriz

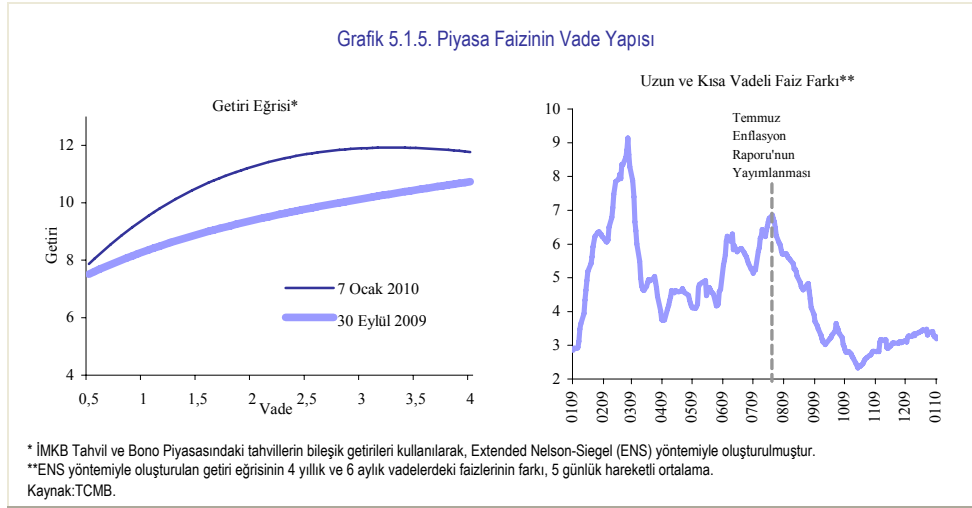
sürecinde olduğu gibi bu çeyrekte de, politika faizleri piyasa faizlerinin temel belirleyicisi olmaya ve politika faizleri ile piyasa faizleri arasındaki fark geçmiş dönemlerle kıyaslandığında düşük seviyelerde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 5.1.4). Tüm dünyada kamunun artan borçluluk oranlarının orta ve uzun vadeli faizler üzerinde yukarı yönlü baskı yapmasının beklendiği, piyasaların risk iştahına olan duyarlılığının halen yüksek seviyelerde seyrettiği bir dönemde, Türkiye’de piyasa faizlerinin temel belirleyicisinin TCMB’nin politika faizleri olmaya devam etmesi, para politikasının etkinliğinin arttığını göstermesi açısından önemlidir. Bununla birlikte, piyasa faizlerindeki düşük seviyelerin korunabilmesi için para politikası tek başına yeterli değildir. Düşük faiz seviyelerinin kalıcı hale gelebilmesi için, Orta Vadeli Program’da öngörülen tutarlı çerçeve mali disiplini sağlamaştıracak düzenlemelerle desteklenerek daha da güçlendirilmelidir.



Yılın dördüncü çeyreğinde piyasa faizlerindeki sınırlı yükseliş her vadede gözlenmektedir. Nitekim, 4 Ocak 2010 tarihinde Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) piyasasında oluşan faizlerin, 30 Eylül 2009 tarihinde oluşan faizlerin her vadede üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. Öte yandan, getirilerdeki sınırlı artışa rağmen, getiri eğrisinin önceki dönemlere kıyasla yatay kalmaya devam ettiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.5).

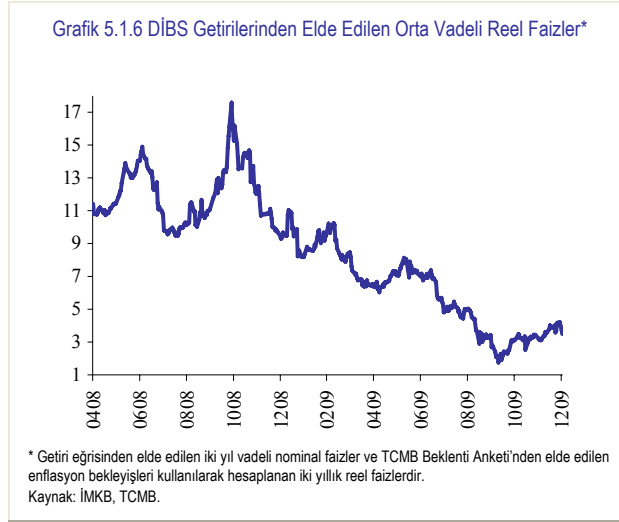
Getiri eğrisinin yatay seyretmesinde TCMB’nin, 2009 yılının Temmuz ayında yayımladığı Enflasyon Raporu’nda, para politikasının geleceğine dair verdiği somut perspektif etkili olmuştur. TCMB, bu Rapor’da, mali disiplin tekrar tesis edildiği takdirde, tahmin ufku boyunca politika faizlerinin tek haneli oranlarda kalabileceğini belirtmiştir. Bu açıklamayla birlikte, uzun vadeli

getirilerle kısa vadeli getiriler arasındaki fark kapanma eğilimine girmiştir. İlerleyen dönemlerde, enflasyona ve iktisadi faaliyete dair açıklanan verilerin TCMB'nin öngörülerini desteklemesi, piyasa beklentilerinin TCMB'nin verdiği perspektife büyük ölçüde yakınsamasını sağlamıştır.

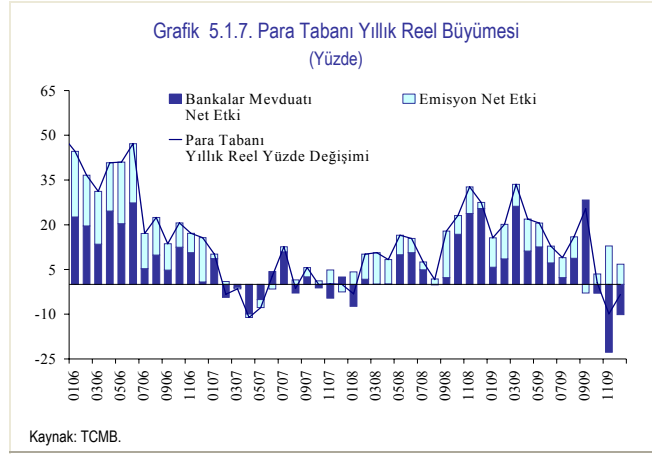


Türkiye’de para politikasının artan etkinliğinin bir diğer göstergesi de reel faizlerin ve finansal sıkılık göstergelerinin kriz sürecindeki seyridir. Bu dönemde, piyasa faizlerinin reel seviyesi, TCMB’nin faiz indirimlerinin sonucunda istikrarlı biçimde azalmış ve tarihsel olarak en düşük seviyelerine inmiştir. Reel faizin durgunluk dönemlerinde düşmesi, sağlıklı işleyen ekonomilerde beklenen bir değişim olmakla birlikte, Türkiye ekonomisinde daha önce gözlenmemiş bir durumdur. Bu anlamda, reel faizlerin mevcut düzeyi, para politikasının etkinliği bakımından olumlu bir göstergedir. Benzer biçimde, TCMB’nin para politikası uygulamaları, gerek ticari kredi gerekse tüketici kredisi faizlerinin düşmesini ve kredi piyasalarındaki sıkılığın tedrici biçimde azalmasını sağlamıştır. Öte yandan, krizin yoğun dönemlerinde TCMB’nin para politikası uygulamalarının kredi piyasası üzerindeki etkisinin, piyasa faizlerine kıyasla daha sınırlı kaldığı ve finansal sıkılığın kademeli bir biçimde azaldığı gözlenmiştir. Piyasa faizlerindeki düşüşün iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerini sınırlayan bu durum, kriz döneminde kredi riski algılamalarının sıra dışı biçimde artmasından kaynaklanmıştır. Buna karşın, TCMB’nin para politikası uygulamaları, bankacılık sistemimizin sağlam yapısının da katkısıyla, zaman içinde kredi piyasasındaki sıkılığın büyük ölçüde giderilmesini sağlamıştır.

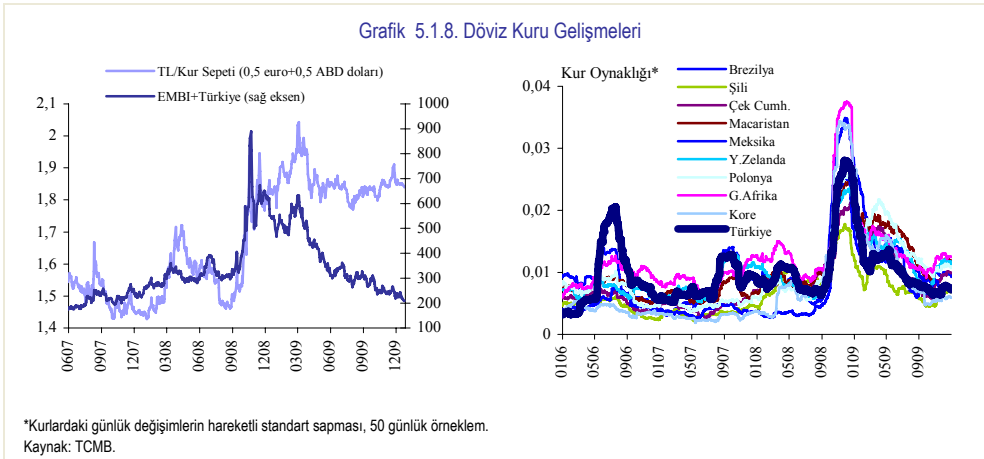
Dördüncü çeyrek itibarıyla incelendiğinde, piyasa faizlerindeki sınırlı yukarı yönlü eğilimin, orta vadeli reel faizlere de yansıdığı gözlenmektedir. Yakın dönemdeki yükselişe rağmen, reel faizlerin mevcut seviyesi, tarihsel olarak düşük seviyelerde seyretmeye devam etmektedir. Kredi piyasalarındaki sıkılık, hafifleyen kredi riski algılamalarının ve TCMB'nin para politikası uygulamalarının sonucunda azalmaya devam etmekte, kredi faizleri aşağı yönlü eğilimini korumaktadır (Grafik 5.1.6 ve 5.2.4).



Dördüncü çeyrekte, iktisadi faaliyetteki toparlanma eğiliminin sonucunda emisyonunda yıllık bazda reel artış gözlenmiştir. Öte yandan, bankalar mevduatında yıllık bazda reel olarak azalış eğilimi dikkat çekmektedir. Bu durum, küresel krizin en yoğun dönemlerini teşkil eden 2008 yılının son çeyreğinde, hanehalkının ve finansal kuruluşların risksiz varlıklara geçme eğilimi sonucunda bankalar mevduatındaki yüksek oranlı artıştan kaynaklanmaktadır. Bir başka ifadeyle, 2009 yılının son çeyreğinde bankalar mevduatında gözlenen azalış, temel olarak baz etkisinden kaynaklanmakta, bir önceki çeyrekle karşılaştırıldığında bankalar mevduatındaki azalış sınırlı kalmaktadır. Bankalar mevduatındaki yüksek oranlı yıllık reel azalışın etkisiyle, emisyon ve bankalar mevduatının toplamı olan para tabanı yıllık bazda reel olarak azalış göstermiştir (Grafik 5.1.7).

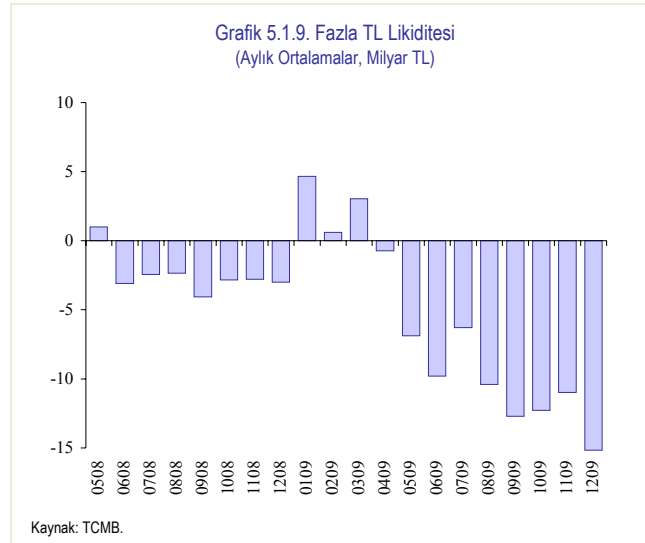


Küresel risk algılamalarında dördüncü çeyrekte gözlenen iyileşme, birçok gelişmekte olan ülke para biriminin değer kazanmasına neden olmuştur. Bu dönemde, Türk lirası, değer değişimleri bakımından, diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden belirgin bir biçimde ayrılmamıştır. Tarihsel olarak oynaklığı en yüksek ve küresel risk iştahına en duyarlı para birimlerinden olan Türk lirasının kriz dönemindeki görece olarak istikrarlı seyri, krizin en yoğun olduğu dönemleri takiben 2009 yılının dördüncü çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 5.1.8). Önceki dönemlerde olduğu gibi, bu çeyrekte de gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının politika faizi kararlarının bu ülkelerin para birimleri üzerindeki kısa vadedeki etkisi sınırlı kalmış, para birimlerinin değerlerinin temel belirleyicisi küresel risk algılamaları olmaya devam etmiştir. Ne var ki, finansal piyasaların normalleşmesiyle beraber önümüzdeki dönemde ülkelerin ayrıştırıcı özelliklerinin ön plana çıkacağı ve riskliliği düşük, ekonomik ve finansal temelleri sağlam ve yüksek büyüme potansiyeline sahip ülkelerin para birimlerinin daha olumlu performans sergileyeceği düşünülmektedir.



Bu dönemde, genel stratejisi çerçevesinde güçlü döviz rezervi pozisyonuna sahip olmayı amaçlayan TCMB, küresel likidite sorunlarının hafiflemesiyle ve döviz piyasalarının tekrar istikrara kavuşmasıyla 4 Ağustos 2009 tarihinde başladığı döviz alım ihalelerine devam etmiştir. Bu kapsamda, yılın dördüncü çeyreğinde piyasadan toplam 2,51 milyar ABD doları alınmış ve karşılığında 3,74 milyar Türk lirası likidite sağlanmıştır.

Döviz alım ihaleleri vasıtasıyla sağlanan likiditenin yanı sıra, 16 Ekim 2009 tarihinden itibaren TL zorunlu karşılık oranının yüzde 6'dan yüzde 5 düzeyine indirilmesiyle bankacılık sistemine yaklaşık 3,2 milyar TL kalıcı likidite sağlanmıştır. Bu indirimin, kredi koşullarındaki sıkılığın azalmasına katkıda bulunacağı ve TL cinsi kredilerdeki artışı destekleyeceği düşünülmektedir. Öte yandan, Hazine'nin itfasından daha fazla borçlanması likidite açığını artırıcı yönde etkide bulunmuştur. Tüm bunların sonucunda, gecelik piyasada gözlenen likidite açığı yılın dördüncü çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 5.1.9). TCMB, likidite ihtiyacını düzenli olarak gerçekleştirdiği bir haftalık ve üç aylık repo ihaleleri ile sağlamıştır.



TCMB'nin likidite yönetiminde kullandığı araçlarından bir diğeri de İMKB'deki ters repo işlemleridir. TCMB, bu işlemleri, portföyündeki DİBS'ler karşılığında gerçekleştirebilmektedir. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın, her türlü likidite durumu olasılığını dikkate alarak, İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki faiz oranlarını kontrol edebilmesi, likidite yönetimi araç çeşitliliğini ve operasyonel esnekliğini koruyabilmesi için teknik nedenlerle açık piyasa işlemleri portföyünde DİBS bulundurması gerekmektedir.

TCMB, 2010 yılında portföyündeki DİBS'lerin vadesinin dolacağını dikkate alarak, 10 Aralık 2009 tarihinde yayımladığı 2010 Yılı Para ve Kur Politikası metninde geleneksel ihale yöntemi ile ikincil piyasadan DİBS alımı yapacağını duyurmuş ve alımlara ilişkin ayrıntıları kamuoyu ile paylaşmıştır. 23 Haziran 2010 tarihine kadar düzenli olarak gerçekleştirilecek ihalelerde toplamda en fazla 5 milyar TL'lik DİBS alımı gerçekleştirileceği öngörülmektedir. 2010 yılı sonuna kadar gerçekleştirilecek DİBS alım işlemlerinin toplamının ise 8 milyar TL civarında olması öngörülmektedir.

Söz konusu alım işlemleri, Hazine'nin borçlanma programını desteklemek gibi bir amacı içermemekte, sadece para politikası amaçları doğrultusunda, teknik nedenlerle gerçekleştirilmektedir. Bununla birlikte, alım işlemlerinin likiditeyi artırıcı yöndeki etkisi, Merkez Bankasına yapılacak olan itfaların bankacılık sistemi bilançosu üzerinde yaratacağı baskıyı telafi edecektir.

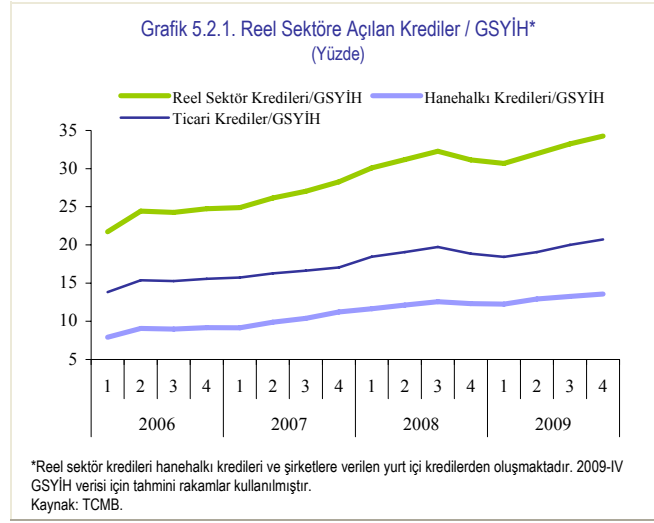
DİBS alımlarının, Hazine'nin 2010 yılı baz senaryosunda öngörülen iç borçlanma tutarının yüzde 5'inden az olacağı dikkate alındığında, piyasa koşulları üzerinde önemli bir etkisinin olması beklenmemektedir. Buna rağmen, alım işlemlerinin piyasadaki faiz oranlarını, dolayısıyla verim eğrisini etkilememesine ve işlem faiz oranlarının piyasa koşullarını yansıtmasına özen gösterilecektir. Nitekim, 23 Aralık 2009 tarihinden itibaren gerçekleştirilen ihalelerin gerek piyasa getirileri gerekse getirilerin vade yapısı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı görülmüştür (Kutu 5.1).

Sonuç olarak, yılın dördüncü çeyreği itibarıyla faiz indirimlerinin ve dengeleyici likidite önlemlerinin para ve kredi piyasaları üzerinde etkili olmaya, finansal koşullardaki sıkılığın hafiflemeye devam ettiği görülmektedir. TCMB'nin aldığı para politikası önlemlerinin iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerinin orta vadede daha belirgin biçimde görüleceği düşünülmektedir.

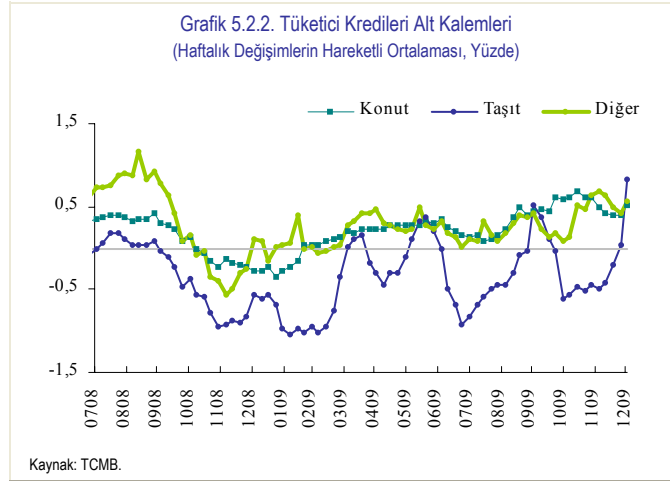
## 5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Reel sektöre açılan kredilerin GSYİH'ye oranında 2009 yılının ikinci çeyreğinde başlayan artış yılın son çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 5.2.1). Önceki iki çeyrekte farklı olarak üçüncü çeyrekte, tüketici kredilerinin yanı sıra, ticari kredilerde de kayda değer bir artış gerçekleşmiştir.



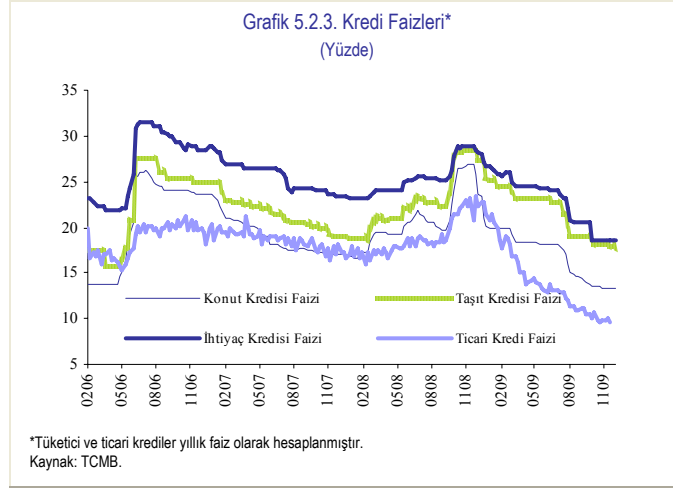


Yılın son çeyreğinde tüketici kredilerindeki toparlanma eğilimi güçlenerek devam etmiştir. Bu dönemde özellikle konut kredileri ve diğer krediler istikrarlı bir artış eğilimi sergilemiştir. Üçüncü çeyreğin ilk iki ayı boyunca daralan taşıt kredileri ise, Aralık ayında taşıt satışlarındaki kampanyaların etkisiyle hızlı bir artış kaydetmesine rağmen, dönem sonu itibarıyla bir önceki çeyreğe göre daralmıştır. (Grafik 5.2.2).

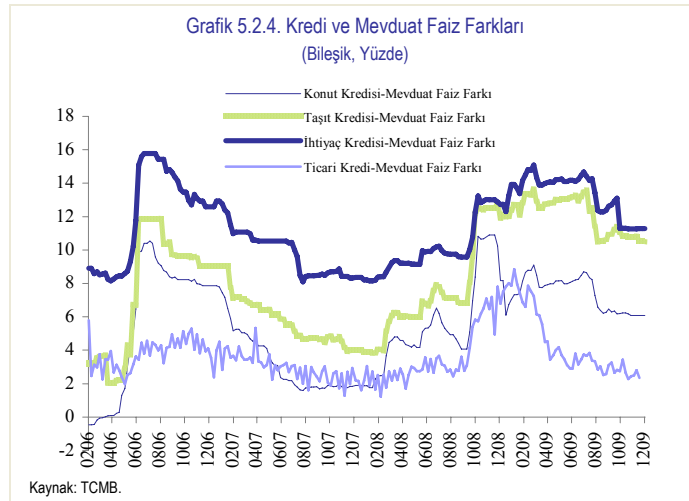


Tüketici ve ticari kredi faizlerinde üçüncü çeyrekte gözlemlenen düşüş eğilimi yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. (Grafik 5.2.3). Tüketici kredisi faizleri Ekim ayı sonunda hızlı bir düşüş sergilerken, geri kalan aylarda politika faizlerinde indirim sürecinin sonuna gelindiği algılamasının güçlenmesiyle çok sınırlı bir düşüş göstermiştir. Taşıt kredisi faizlerinde Aralık ayının son haftalarında gözlenen nispeten hızlı düşüşün ise bankalar arası rekabetten

kaynaklandığı ve sürekli olmayacağı düşünülmektedir. Ticari kredi faizlerindeki düşüş de benzer bir şekilde Ekim ayında yoğunlaşmış, takip eden aylarda hız kesmekle birlikte düşüş eğilimi devam etmiştir.



Kredi ve mevduat faizleri arasındaki fark Ekim 2009 döneminde mevduat faizlerinin politika faizlerindeki düşüşe kredi faizlerine göre daha hızlı yanıt vermesi ile açılmış, ancak kredi faizlerinin birkaç hafta gecikme ile mevduat faizindeki eğilimi takip etmesi ile faiz oranları arasındaki fark tekrar daralmıştır. Özellikle ticari kredi faizleri için bu farkın giderek kapanması kredi pazarındaki krizle birlikte artan sıklığın üçüncü çeyrekte son çeyrekte de azalmaya devam ettiğine işaret etmektedir (Kutu 5.3).



Sonuç olarak, gerek politika faizlerinde Kasım 2008 döneminden bu yana gerçekleştirilen 1025 baz puanlık indirimin, gerekse likidite yönetimine dair

alınan tedbirlerin kredi piyasası üzerindeki olumlu yansımaları yılın dördüncü çeyreği itibarıyla belirginleşmiştir. Kredi koşullarındaki sıkılık azalmaya devam ederken (Kutu 5.3), iktisadi ortamdaki iyileşmenin belirginleşmesine ve kredi faizlerindeki düşüşe bağlı olarak kredi talebi toparlanmış, böylece hem tüketici kredilerinde hem de ticari kredilerde belirgin artışlar kaydedilmiştir. Bununla birlikte, küresel ekonomiye ilişkin sorunların henüz tam olarak giderilememesi ve küçük ve orta ölçekli firmaların bankacılık sisteminden yeterli derecede kaynak sağlayamamaları nedeniyle (Kutu 5.2 ve 5.3), kredi piyasasındaki sıkılık kısmen de olsa devam etmektedir. Bu durum, istihdam koşullarındaki olumsuz görünüm ile bir arada değerlendirildiğinde kısa vadede kredi hacminde belirgin bir ivmelenme beklenmemektedir.

Kutu  
5.1MERKEZ BANKASININ DİBS ALIMLARININ PİYASA  
GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Merkez Bankası, 10 Aralık 2009 tarihinde açıklanan 2010 yılı Para ve Kur Politikası çerçevesinde, likidite yönetimi araç çeşitliliğini, operasyonel esnekliğini ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki faiz oranlarını kontrol imkanını koruyabilmek amacıyla ihale yöntemiyle ikincil piyasadan DİBS alımı yapacağını ilan etmiştir. Bu kapsamda, 23 Haziran 2010 tarihine kadar her Çarşamba ve Cuma günü düzenleneceği duyurulan ihalelere, 23 Aralık 2009 tarihinde başlanmıştır. 15 Ocak 2010 tarihine kadar, her ihalede nominal 100 milyon TL olmak üzere toplamda 650 milyon TL karşılığı, nominal 700 milyon TL'lik kıymet alımı gerçekleştirilmiştir.

Gerek ihale yöntemi, alım miktarları ve alıma konu olan kıymetlerin belirlenmesinde, gerekse alım ihalelerinin gerçekleştirilmesi sürecinde piyasadaki faiz oranlarını ve faizlerin vade yapısını etkilememek Merkez Bankasının önceliklerinin başında yer almaktadır. Bu bağlamda, alınan kıymetlerin çeşitli vadelerde ve ikincil piyasa likiditesi yüksek olan kıymetlerden seçilmesine dikkat edilmektedir. Bunun yanı sıra, Merkez Bankası, her ayın ilk iş günü, o ay içinde alıma konu olacak kıymetleri piyasa ile paylaşmakta; her bir ihalede alınacak kıymeti ise ihale günü duyurmaktadır. Bu doğrultuda, Aralık ayında alınacak kıymetler 10 Aralık 2009, Ocak ayında alınacak kıymetler ise 4 Ocak 2010 tarihlerinde ilan edilmiştir (Tablo 1).

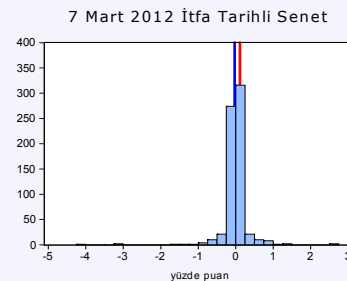
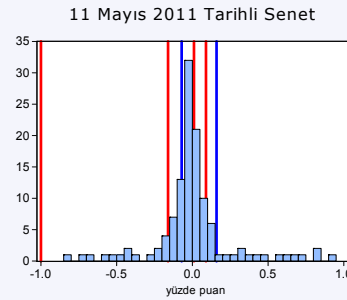
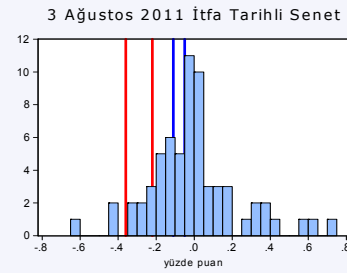
Tablo 1. DİBS Alımlarına Dair Duyurular ve Alım İhaleleri

Tarihler	Alıma/ Duyuruya Konu Olan Kıymetler
<b>Kıymet Alımları</b>	
23 Aralık 2009	TRT030811T14
25 Aralık 2009	TRT110511T17
30 Aralık 2009	TRT110511T17
6 Ocak 2010	TRT030811T14
8 Ocak 2010	TRT110511T17
13 Ocak 2010	TRT070312T14
15 Ocak 2010	TRT110511T17
<b>Kıymet Alımına Dair Duyurular</b>	
10 Aralık 2009	TRT030811T14 / TRT110511T17
4 Ocak 2010	TRT030811T14 / TRT110511T17 / TRT070312T14

Merkez Bankasının ikincil piyasadan DİBS alımlarının piyasa getirileri üzerinde etkili olup olmadığının anlaşılabilmesi için, bu kutuda, duyuru ve ihale tarihlerinde, alıma konu olan kıymetlerin getirilerinin genel eğilimden ne derece ayrıştığı incelenmektedir. Merkez Bankası tarafından yapılan duyuruların ve düzenlenen alım ihalelerinin piyasa getirileri üzerinde etkili olması durumunda, alıma konu olan kıymetlere ilişkin gerçekleşen getirinin, tahmin edilen getiriden sapmasının belirgin biçimde artması beklenir.<sup>1</sup> Söz konusu kıymetlerin getirilerinin böyle bir eğilim sergileyip sergilemediğinin anlaşılabilmesi için, gerçekleşen ve tahmin edilen getiri farkının duyuru ve ihale günlerindeki değişimleri, önceki dönemlerdeki değerleriyle karşılaştırılmaktadır.

İhalelerde alınan kıymetlere ait tahmin hatalarındaki günlük değişimlerin tarihsel dağılımları Grafik 1'de gösterilmiştir. Dikey çizgiler, duyuru ve ihale tarihlerinde tahmin hatalarında gözlenen değişimleri göstermektedir. Mavi çizgiler duyurulara, kırmızı çizgiler ise ihale tarihlerine karşılık gelmektedir. Grafiklerde, genel olarak, ilgili kıymetlere ait tahmin hatalarının söz konusu günlerdeki değişimlerinin tarihsel dağılımlarından belirgin biçimde ayrışmadığı görülmektedir. Tahmin hatalarındaki değişimler istatistiksel olarak da anlamlı değildir. Bu görünümünden farklı olarak, 30 Aralık 2009 tarihinde alımı yapılan 11 Mayıs 2011 itfa tarihli kıymetin tahmin hatasında yüksek miktarda bir sapma gözlenmiştir. Bu durumun, ilgili tarihte gerek söz konusu kıymetin işlem hacminin gerekse genel olarak İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'ndaki işlem hacminin yıl sonu olması itibarıyla düşük kalmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Grafik 1. Tahmin Hatalarındaki Günlük Değişimin Histogramları



<sup>1</sup> Getiri tahminleri, Extended-Nelson-Siegel yöntemi ile tahmin edilen getiri eğrilerine dayanmaktadır. Bu konuda detaylı bilgi için bakınız Akıncı, Gürçihan, Gürkaynak ve Özel, (2006) "Devlet İç Borçlanma Senetleri İçin Getiri Eğrisi Tahmini" TCMB Çalışma Tebliği No. 06/08.

Diğer taraftan, Merkez Bankası alım ihaleleri ile İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda oluşan getirilerin karşılaştırılması da alımların piyasa getirileri üzerinde etkili olmadığına işaret etmektedir. Nitekim, Tablo 2'de görüldüğü gibi, piyasada gün içinde oluşan ağırlıklı ortalama getiri, Merkez Bankası ihalelerinde oluşan getiriye yakın seviyede gerçekleşmiştir. Bu durum, Merkez Bankası alımlarının piyasadaki arz talep dengesini bozan bir etkisinin olmadığını göstermektedir.

Tablo 2. İhalelerde ve İMKB'de Oluşan Getiriler

	TCMB'nin DİBS Alım İhalesi			İMKB
	Min. Bileşik Getiri	Ort. Bileşik Getiri	Maks. Bileşik Getiri	Ağırlıklı Ort. Bileşik Getiri
23.12.2009	9,45	9,46	9,47	9,46
25.12.2009	9,51	9,52	9,55	9,54
30.12.2009	9,33	9,35	9,44	9,35
06.01.2010	8,93	8,94	8,95	8,94
08.01.2010	8,59	8,60	8,61	8,57
13.01.2010	8,84	8,84	8,84	8,98
15.01.2010	8,39	8,42	8,44	8,42

Özetlenecek olursa, Merkez Bankasının DİBS alımlarına dair duyurularının ve alım ihalelerinin piyasa getirileri üzerinde belirgin bir etkisinin olmadığı düşünülmektedir. Merkez Bankasının DİBS alımlarına dair tüm ayrıntıları kamuoyu ile paylaşması, bu uygulamanın amacına ve boyutuna ilişkin belirsizliği ortadan kaldırarak, piyasa faizlerinin beklentiler kanalı üzerinden etkilenmesinin önüne geçmiştir. Bunun yanı sıra, alım miktarının sınırlı olması ile alımların geniş bir zaman dilimine yayılarak görece olarak likiditesi yüksek kıymetlerden yapılmasının da DİBS alımlarının piyasa faiz oranları üzerinde etkili olmamasında rol oynadığı düşünülmektedir.

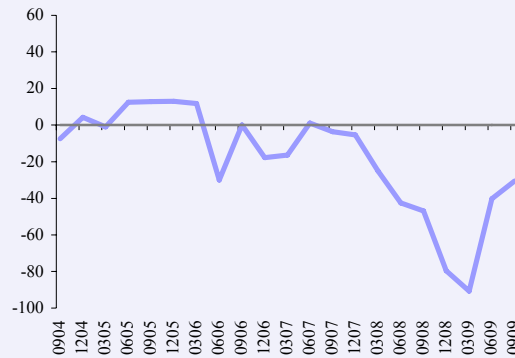
Kutu  
5.2

## BANKA KREDİLERİ EĞİLİM ANKETİ ve KREDİ GELİŞMELERİ

2008 yılının son çeyreğinde derinleşen küresel kriz ülkemizde gerek finansal kesimde gerekse reel kesimde etkisini güçlü bir şekilde hissettirmiştir. Birçok ülkede gözlemlendiği gibi ülkemizde de finansal koşullardaki sıkılaşma ekonomiye gelen şokların etkilerini daha da artırmıştır (Enflasyon Raporu 2009-II, Kutu 5.2). Kredi Eğilim Anketi'nden elde edilen veriler, takip eden dönemlerde de kredi piyasalarındaki sıkılığın devam ettiğini, ancak ikinci çeyrekte başlayarak bu etkinin zayıfladığını göstermektedir. Başka bir ifadeyle, anket verileri kredi piyasalarında krizle birlikte oluşan eğilimlerin zayıfladığının sinyallerini içermektedir. Önümüzdeki çeyreklerde ılımlı toparlanma sürecine paralel olarak kredi talebinin kademeli de olsa canlanmaya başlayacağı beklenmektedir. Bu nedenle, kredi piyasasındaki eğilimlerin takibi ve tespiti daha fazla önem kazanmıştır. Bu kutuda, en güncel Kredi Eğilim Anketi temel alınarak kredi piyasalarında arz ve talep tarafında oluşmaya başlayan yeni eğilimlerin şirket kredileri özelinde değerlendirilmesi amaçlanmaktadır.

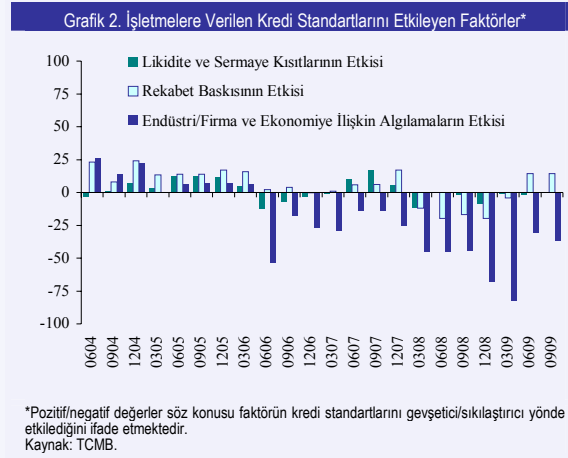
Kredi Eğilim Anketi verilerine göre, şirketlere verilen kredilerin standartlarındaki sıkılaşma eğilimi üçüncü çeyrekte de zayıflamaya devam etmektedir (Grafik 1). Krizi takip eden dönemde gözlenen sıkılaşmanın derecesi krediyi kullanan firmaların ölçeklerine göre önemli bir farklılık göstermezken, kredi vadelerine göre farklılık göstermektedir. Bununla birlikte, standartlardaki değişimin yönü tüm kredi ayırları için ortaktır.

Grafik 1. İşletmelere Verilen Kredilerin Standartlarındaki Gelişim \*

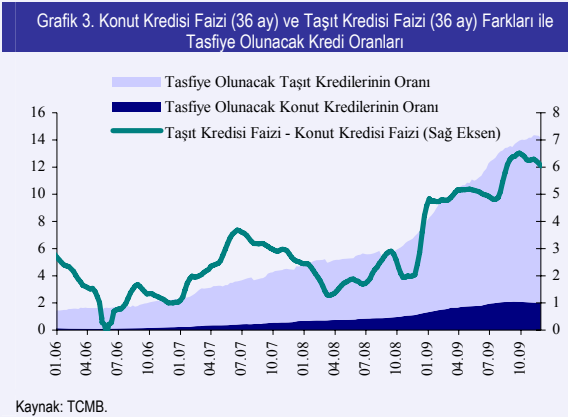


\*Pozitif/negatif değerler standartlarda gevşemeyi/sıkılaşmayı ifade etmektedir.  
Kaynak: TCMB.

Anket, sıkılaştırma eğilimini belirleyen unsurların bu eğilime olan katkılarındaki gelişimi de görmemize imkan tanımaktadır (Grafik 2). Şirketlere verilen kredilerde kriz sürecinde arz tarafında en belirleyici etkenler ekonominin geneline ve daha özeldede, ilgili endüstri ile firmanın görünümüne ilişkin algılamalardır. Bu faktörlerin kredilerin geri ödeme riskine ilişkin kaygıları yansıttığı düşünülmektedir. Ancak, söz konusu faktörlerin standartlar üzerindeki sıkılaştırıcı etkisinin ikinci ve üçüncü çeyrelerde birinci çeyreğe göre hafiflediği görülmektedir.



Diğer taraftan, ekonomi genelinde artan geri ödeme riskinin, kredi standartlarının yanı sıra kredi faizleri üzerindeki kâr marjını da etkilediği düşünülmektedir. Nitekim, tüketici kredileri faizleri arasında görülen farklılıkların ilgili kredi türlerinde görülen tahsili gecikmiş alacaklar oranı ile paralel bir seyir izlemesi bu görüşü desteklemektedir (Grafik 3). Bu süreçte Merkez Bankası ise politika faizlerini düşürmek sureti ile gerek artan geri ödeme riskinin faiz maliyetleri üzerindeki etkisini telafi etmiş, gerekse iktisadi faaliyeti destekleyerek geri ödeme riskini azaltan bir etki yaratmıştır.





Kriz sürecinde likidite ve sermaye kısıtları, şirketlere verilen krediler için arz üzerinde tüketici kredilerine göre daha az etkili olmuştur. Çelişkili gözükken bu durum, iki kredi türünün vade özelliklerinden kaynaklanmaktadır.<sup>2</sup> Tüketici kredilerinin ortalamada ticari kredilere göre çok daha uzun vadeli olması nedeni ile tüketici kredilerindeki genişleme vade uyumsuzluğu ve buna bağlı riskleri artıracığından, bankaların daha uzun vadeli fonlara ulaşmalarını gerektirecektir.<sup>3</sup> Bankaların yurt dışı fonlara erişimlerinin kriz sürecinde uluslararası sermaye akımlarındaki keskin daralma ile sınırlanması, uzun vadeli finansman kaynaklarını ve dolayısıyla tüketici kredilerinin arzını doğrudan ve olumsuz yönde etkilemiştir. Bu süreçte Merkez Bankasının piyasalara likidite sağlama yönündeki çabaları kısa vadeli arz tarafında rahatlatıcı bir rol oynamıştır. Anket verileri, üçüncü çeyrekte bilanço ve fon kısıtlamalarının ticari krediler üzerinde yine olumsuz bir rol oynamadığını, tüketici kredileri için ise bu kısıtların bağlayıcılığının azaldığını göstermektedir.

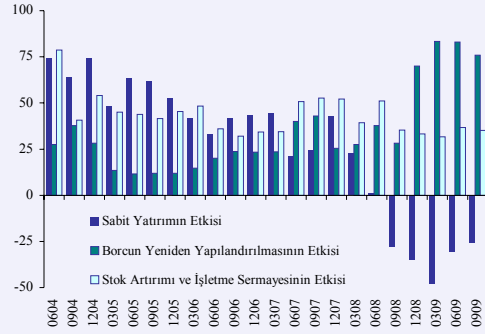
Rekabet baskısı ise kriz başından itibaren arz tarafında olumsuz bir rol oynarken ikinci çeyrekte itibaren arzı gevşetici yönde rol oynamış ve standartları olumlu yönde etkileyen tek unsur olmuştur. Rekabet baskısındaki artış, aşırı belirsizlik döneminin ardından sektörde yeniden piyasa paylarına ilişkin amaç ve kaygıların öne çıkmaya başladığını göstermektedir. Bu anlamda, bu göstergenin gelişimi kredi piyasalarında ihtiyatlılık döneminden normalleşme sürecine geçişin başladığına işaret etmektedir.

Son anket verileri kredi talebinde krizle ortaya çıkan eğilimlerin değişmekte olduğuna dair bazı bulgular içermektedir. Krizle birlikte yatırım amaçlı talep edilen fonlardaki düşüş kredi talebini aşağıya çekerken, borcun yeniden yapılandırılması, işletme sermayesi ve stok artırımını olarak belirtilen faktörlerin talebi artırıcı bir rol oynadığı beyan edilmişti (Grafik 4). İkinci çeyrekte itibaren yatırım amaçlı kredi talebinin toplam kredi talebi üzerindeki olumsuz etkisinin azalmaya başladığı görülmektedir. Üçüncü çeyrekte borç yapılandırma eğiliminin kredi talebini artırma üzerindeki etkisinin yavaşlamaya başladığı, işletme sermayesi ve stok artırımının ise istikrarlı bir seyir izlediği görülmektedir.

<sup>2</sup> Buna ek olarak, şirketlerin kriz zamanında talep ettikleri kaynakların kullanım amaçlarının farklılaşması da anılan kısıtların ticari kredileri daha az etkilemesine neden olması olasıdır. Kriz sürecinde fonların yatırım amacından ziyade işletme sermayesi için talep edilmesinin bu kredi türü için tahsis edilen fonların daha kısa vadeli olmasına imkan tanıdığı düşünülmektedir.

<sup>3</sup> Krizi takip eden dönemde bankaların üst vade gruplarında tüketici kredileri için kotasyon vermemeleri bu kısıtın en belirgin göstergelerinden biridir (Bkz. Enflasyon Raporu 2009-II).

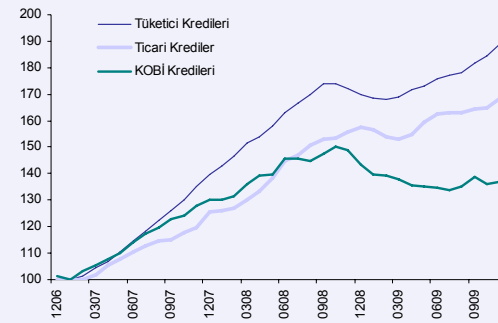
Grafik 4. İşletmelere Verilen Kredi Talebini Etkileyen Faktörler\*



\*Pozitif/negatif değerler söz konusu faktörün kredi talebini gevşetici/sıkılaştırıcı yönde etkilediğini ifade etmektedir.  
Kaynak: TCMB.

Özetle, kredi piyasalarındaki iyileşme kademeli olarak devam etmektedir. Genel ekonomiye ilişkin görünümdeki iyileşmeler bankaların kredi standartları üzerindeki tutumlarını olumlu yönde etkilemektedir. Artan rekabetin kredi arz üzerindeki belirleyiciliği olumlu yönde artarken, bankaların kendi kaynaklarına ilişkin kısıtlarının üçüncü çeyrekte de kredi piyasalarını etkileyen bir değişken olmadığı görülmektedir. Talep tarafında ise değişen eğilimler ekonomideki kademeli toparlanmayı yansıtmaktadır. Önümüzdeki dönemde, talep tarafında öngörülmeleyen artışlar olmadığı sürece, kredilerin arz tarafında gözlenen iyileşmeler çerçevesinde kredi piyasalarının ekonomik büyümeyi yavaşlatan bir faktör olmayacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte, küçük ve orta boy işletmelere verilen kredilerde standartların halen görece olarak sıkı olması, parasal koşullardaki genişlemenin iktisadi faaliyet üzerindeki olumlu etkisini kısmen de olsa sınırlamaya devam etmektedir (Grafik 5).

Grafik 5. Tüketici ve Ticari Kredi Hacimleri (Ocak 2007=100)



Kaynak: BDDK.

Kutu  
5.3

## FİRMA MALİ YAPISI ve KREDİ AKTARIM MEKANİZMASI

Kredi aktarım mekanizmasının bilanço-kanalı, bir firmanın dış kaynaklara erişiminin söz konusu firmanın bilanço yapısıyla yakından ilgili olduğunu ileri sürmektedir. Buna göre, dış finansman maliyeti ile iç kaynak kullanımının alternatif maliyeti arasındaki fark firmaların özelliklerine bağlı olarak değişmektedir. Örneğin, özkaynak (sermaye) açısından güçlü bir firmanın dışarıdan borçlanma maliyeti, özkaynak açısından zayıf bir firmaya göre daha düşük olurken, söz konusu fonlara erişim imkanları da daha geniş olmaktadır. Bu bağlamda, akademik yazında yer alan çalışmalar firmaların mali yapılarının değişmesine neden olabilecek dış şokların firmaların reel faaliyetlerini homojen olmayan bir biçimde etkileyerek ekonomideki servet dağılımını etkilediğini ve parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde önemli bir rol oynadığını vurgulamaktadır.<sup>4</sup>

Küresel ekonomide yaşanan krizin ve finansal koşullarda ortaya çıkan ek sıklığın ekonominin işleyişini etkileme kanallarının teşhis edilmesi, doğru politika önlemlerinin alınması açısından önem arz etmektedir. Yukarıda ileri sürülen çerçeve, firmaların dış şoklara verdikleri tepkilerin farklı olmasından hareketle, firma mali yapısı ve kredi aktarım mekanizması arasındaki etkileşimin daha ayrıntılı incelenmesini gerektirmektedir. Bu bağlamda bu kutuda, literatürde yer alan teorik ve ampirik çalışmalar<sup>5</sup> çerçevesinde, 1996-2008 dönemi verileri kullanılarak Türkiye'de imalat sanayiindeki firmaların mali yapısı incelenmekte, parasal genişleme ve daralma dönemleri dikkate alınarak politika faiz oranının firma dış finansman tercihleri üzerindeki etkisi farklı firma grupları bazında analiz edilmektedir.

Klasik kredi aktarım mekanizmasında firmaların dış kaynağa erişim imkânı bankalar ve sermaye piyasaları ile sınırlandırılmıştır. Sermaye piyasalarından borçlanamayan firmalar için alternatif finansman kaynağının daha ziyade banka kredilerinden oluştuğunu varsayan banka kredi kanalı yaklaşımına göre parasal daralma dönemlerinde bankaların firmalara temin ettikleri krediler sınırlanmakta, bu durum banka finansmanına alternatif bir dış kaynağa ulaşma imkânı olmayan firmaların reel faaliyetleri üzerinde daraltıcı etki yaratmaktadır.<sup>6</sup> Bununla birlikte, kapsamlı araştırmalar, banka kredi kanalı yaklaşımının ileri sürdüğü görüşlerden farklı olarak, parasal daralma dönemlerinde bankacılık sektöründen yeterince kaynak sağlayamayan firmaların birçoğunun ticari borçlanma yoluyla iktisadi faaliyetlerine devam ettiklerini göstermektedir.<sup>7</sup>

<sup>4</sup> Bakınız Bernanke, Gertler ve Gilchrist (1996, 1998).

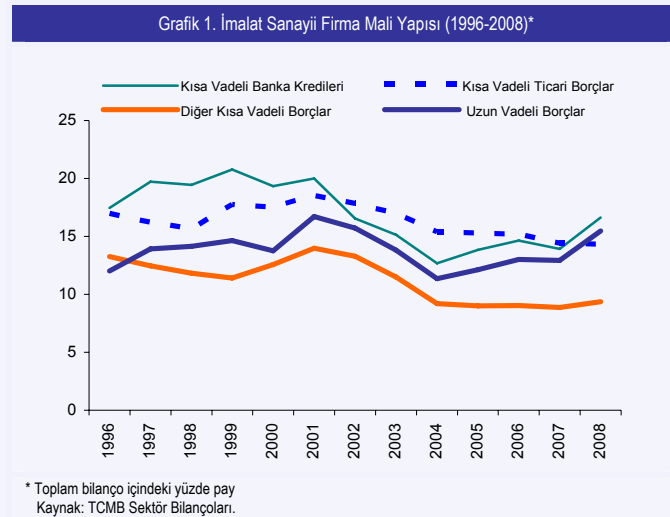
<sup>5</sup> Bakınız Mateut (2005); Mateut ve diğerleri (2006).

<sup>6</sup> Bakınız Bernanke ve Blinder (1988); Kashyap, Stein ve Wilcox (1993).

<sup>7</sup> Mateut (2005).

Benzer şekilde, gelişmiş ülkeler için yapılan ve sayı olarak son yıllarda giderek artan birçok çalışma, parasal daralma dönemlerinde bankacılık sektöründen finansman sağlamakta sıkıntı yaşayan küçük firmaların alternatif finansman kaynağı olarak ticari borç kullandığını göstermiş ve bu nedenle birçok firmanın reel faaliyetlerine devam edebildiğini ileri sürmüştür. Finansal (veya parasal) daralma dönemlerinde mali açıdan güçlü ve itibarlı firmaların, sermaye piyasalarından ve bankacılık sektöründen finansman sağlamakta sıkıntı yaşamadıkları hatta finansman bulamayan diğer firmalara temin ettikleri ticari borçları arttırdıkları tespit edilmiştir.<sup>8,9</sup> Diğer taraftan, gelişmekte olan ekonomiler için firma verileri kullanılarak bu alanda yapılan araştırmalar sınırlı sayıda olmakla birlikte,<sup>10</sup> gelişmekte olan ülkelere ticari borçların payının gelişmiş ülkelere göre oldukça yüksek olduğu görülmektedir.

TCMB tarafından derlenen sektör bilançoları verilerinde yer alan ve imalat sanayiinde bulunan firmaların dış finansman kompozisyonu incelendiğinde, dış kaynak alternatifleri arasında ticari borçların önemli bir paya sahip olduğu gözlenmektedir (Grafik 1).



<sup>8</sup> Bakınız Nilsen (2002); Mateut ve diğerleri (2006); Mateut (2005).

<sup>9</sup> Bu yapı literatürde yeniden dağılım yaklaşımı (redistribution view) olarak adlandırılmıştır. Bu durum aynı zamanda parasal daralma dönemlerinde küçük firmaların kredi talebinin düşmediğini, bu firmalara temin edilen kredi arzının daraldığını düşündürmüştür.

<sup>10</sup> Bakınız Davis ve Stone (2004); Love ve diğerleri (2007).

İlgili firmaların mali yapısına küçük ve büyük firma ayrımında bakıldığında ise, 2001 finansal krizi öncesi dönemde büyük firmalarda daha belirgin olmak üzere özkaynak finansmanının düştüğü, kriz yılında da özellikle büyük firmaların uzun vadeli kredi paylarının yükseldiği görülmektedir. Öte yandan, küçük firmaların ticari borçları ile ortaklarına, iştirakçilerine ve diğer kesimlere olan borçları hızlı bir şekilde artmıştır. Bu gözlemler, mali olarak güçlü firmaların kriz dönemindeki kâr kayıplarını uzun vadeli borçlanma yoluyla karşılayarak faaliyetlerine devam edebildiklerini, zayıf firmaların ise kriz dönemlerinde ticari borç niteliğindeki kaynaklara yöneldiklerini ve krizi bu şekilde atlattığını hedeflediklerini düşündürmektedir. Kriz sonrası dönemde ise, her iki firma grubunun özkaynak finansmanındaki artış göze çarpmaktadır. Küçük firma gruplarının kullandıkları ticari borç oranı düşme eğilimi göstermekle birlikte, görece önemini korumaktadır (Tablo 1).

Tablo 1. Türkiye'de Firmaların Mali Yapısı (İmalat Sanayii-1996-2008 Dönemi)\*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Küçük Firmalar</b>													
Cari Yükümlülükler	57.87	62.33	55.89	57.2	58.22	57.53	54.17	52.3	46.87	49.18	50.23	49.32	44.5
Kısa Vadeli Krediler	18.05	22.12	18.62	16.98	17.79	15.21	17.13	15.48	14.64	16.99	19.46	20.83	18.79
Kısa Vadeli Banka Kredileri	17.89	21.93	18.47	16.83	17.44	14.77	16.94	15.25	14.25	16.68	19.11	20.40	18.53
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	24.37	25.41	23.09	24.91	25.07	24.28	21.18	19.88	17.35	18.02	17.12	16.62	15.6
Kısa Vadeli Ortaklara Borçlar	7.46	6.41	6.78	8.03	8.09	9.61	7.95	9.62	8.07	6.44	5.85	5.27	4.17
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	7.97	8.37	7.39	7.26	7.26	8.41	7.9	7.31	6.79	7.72	7.78	6.58	5.92
Uzun Vadeli Borçlar	6.82	8.83	10.04	10.72	9.41	12.59	11.46	9.62	7.45	7.95	8.8	8.73	11.21
Özkaynak	35.29	28.82	34.05	32.07	32.36	29.87	34.36	38.07	45.67	42.85	40.96	41.94	44.28
Gözlem Sayısı	1235	1230	1265	1473	1609	1565	1791	1653	1660	1601	1352	1276	1026
<b>Büyük Firmalar</b>													
Cari Yükümlülükler	45.22	45.66	44.96	48.91	48.64	52.30	46.86	41.80	34.70	35.17	35.75	34.36	37.99
Kısa Vadeli Krediler	16.84	19.09	19.54	22.43	20.81	21.39	16.89	14.84	12.33	13.25	13.73	12.76	15.94
Kısa Vadeli Banka Kredileri	16.58	18.78	19.12	21.58	20.09	20.96	16.33	14.28	11.81	12.70	13.20	12.26	15.31
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	15.55	14.45	14.43	16.43	16.13	17.31	16.95	16.14	14.57	14.38	14.26	13.72	13.93
Kısa Vadeli Ortaklara Borçlar	2.44	2.27	2.54	2.26	3.24	3.60	3.73	2.77	2.47	2.09	1.71	1.67	2.24
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	10.37	9.83	8.43	7.78	8.44	9.98	9.28	8.03	5.30	5.43	6.04	6.20	5.87
Uzun Vadeli Borçlar	12.86	14.73	15.18	15.07	14.37	17.74	17.13	15.03	12.19	13.15	13.96	13.45	16.46
Özkaynak	41.9	39.6	39.84	36.00	36.98	29.95	36.00	43.16	53.10	51.66	50.27	52.17	45.53
Gözlem Sayısı	667	675	688	700	732	750	770	767	855	830	813	789	743

\*1996-2008 döneminde bilgilerini üç yıldan fazla bir süre düzenli olarak rapor eden firmalara ait toplam varlıklara göre ağırlıklandırılmış ortalama değerlerdir. Toplam bilanço içindeki yüzde payı göstermektedirler. Firmalar, küçük-büyük olarak gruplara ayrılmıştır. Ölçek bakımından, 50 kişiden az çalışanı sahip firmalar küçük, 250 kişi ve üzeri çalışanı sahip firmalar büyük ölçekli olarak sınıflandırılmıştır.  
Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

Firmaların mali yapısına ilişkin özellikler parasal aktarım mekanizmasını belirleyici niteliktedir, bu nedenle söz konusu etkileşimin tespiti para politikası çerçevesi oluştururken önemli girdi teşkil etmektedir. Bu kapsamda, TCMB sektör bilançoları, gelir tablosu ve bu şirketlere ait diğer bilgiler kullanılarak literatürde yer alan teorik ve ampirik çalışmalar çerçevesinde firma mali yapısı ve parasal aktarım mekanizması ilişkisi analiz edilmiştir.<sup>11</sup> Bu kutuda söz konusu analizlerden çıkan bazı sonuçlar özetlenmektedir. Panel veri yöntemiyle yapılan tahminlerde ticari borçların toplam yükümlülükler, ticari borçların banka kredileri ve ticari borçlar toplamına, ve banka kredilerinin toplam yükümlülükler oranları bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır.<sup>12</sup> Tahminler birbirini tamamlayan nitelikte olup ticari borç ve banka kredisi arasındaki ikameyi belirlemeye yöneliktir (Tablo 2).

<sup>11</sup> Analizde kullanılan gözlem ve firma sayısı imalat sanayii firmaları için sırasıyla yaklaşık 50,000 ve 5500 civarındadır.

<sup>12</sup> Firma ölçeği, kârlılık, teminat gücü, ikame ve kaldıraç etkisini dikkate alan açıklayıcı değişkenler ticari borç ve banka kredisi kullanımını etkileyen firmaya özgü faktörleri kontrol etmek amacıyla tahminlerde kullanılmıştır.

Tablo 2. Para Politikası Faiz Oranının Dış Kaynak Kullanımı Üzerindeki Etkisi\*

	Ticari Borçların Toplam Yükümlülüklerine Oranı			Ticari Borçların Banka Kredileri ve Ticari Borçlar Toplamına Oranı			Banka Kredilerinin Toplam Yükümlülüklerine Oranı		
	Tüm Firmalar	Küçük Firmalar	Büyük Firmalar	Tüm Firmalar	Küçük Firmalar	Büyük Firmalar	Tüm Firmalar	Küçük Firmalar	Büyük Firmalar
PF	0.059*** (14,76)	0.067*** (8,47)	0.020*** (2,83)	0.057*** (10,78)	0.117*** (11,66)	-0.037*** (3,64)	-0.051*** (11,47)	-0.101*** (12,27)	0.022** (2,50)
PF*D	-0.023*** (3,73)	-0.019 (1,60)	-0.030** (2,55)	-0.090*** (11,20)	-0.102*** (6,83)	-0.078*** (4,70)	0.082*** (12,08)	0.091*** (7,41)	0.060*** (4,14)
Teminat	-0.097*** (11,94)	-0.119*** (8,14)	-0.067*** (3,99)	-0.117*** (11,02)	-0.142*** (7,62)	-0.116*** (4,87)	0.102*** (11,44)	0.105*** (6,90)	0.129*** (6,18)
Teminat*D	0,004 (0,50)	0,009 (0,62)	0,003 (0,16)	0,043*** (4,02)	0,067*** (3,63)	0,038 (1,60)	-0,035*** (3,93)	-0,051*** (3,39)	-0,036* (1,74)
İkame	-0.485*** (65,63)	-0.513*** (36,64)	-0.386*** (28,76)						
İkame*D	-0,014 (1,64)	-0,003 (0,20)	-0,053*** (3,03)						
Reel Varlık	-0,008 (0,04)	2.511*** (7,76)	-3.410*** (8,84)	-10.152*** (43,50)	-8.034*** (19,26)	-11.735*** (21,03)	9.709*** (50,32)	8.009*** (24,03)	10.849*** (22,58)
Reel Varlık*D	0,128 (1,32)	0,308 (1,14)	-0,14 (0,52)	0.656*** (5,15)	1.122*** (3,24)	0,298 (0,77)	-0.515*** (4,82)	-1.033*** (3,68)	-0.826** (2,47)
Kârlılık	-0.035*** (4,87)	-0.023* (1,79)	-0.048*** (3,52)	0.186*** (20,35)	0.123*** (7,58)	0.266*** (14,82)	-0.165*** (21,50)	-0.096*** (7,28)	-0.235*** (15,04)
Kârlılık*D	-0.023** (2,13)	-0,03 (1,53)	-0,015 (0,71)	0,015 (1,06)	-0,004 (0,18)	0,01 (0,34)	-0,018 (1,54)	-0,01 (0,50)	-0,024 (0,95)
D	-0,105 (0,07)	-2,888 (0,72)	4,682 (0,97)	-8.094*** (3,92)	-13.820*** (2,67)	-3,811 (0,55)	5.605*** (3,24)	12.202*** (2,91)	13.617** (2,26)
Sabit	45.113*** (15,86)	8.778* (1,83)	102.430*** (14,72)	216.038*** (57,09)	174.243*** (27,82)	261.393*** (25,90)	-119.081*** (38,09)	-84.463*** (16,91)	-156.279*** (17,99)
Gözlem Sayısı	51197	18713	9777	50919	18467	9771	51197	18713	9777
Firma Sayısı	5655	2297	919	5655	2297	919	5655	2297	919
R-squared	0,13	0,12	0,15	0,07	0,06	0,08	0,09	0,07	0,1

Teminat: Firmanın maddi duran varlıklarının toplam varlıklarına oranı, İkame: Kısa vadeli banka kredilerinin toplam varlıklarına oranı, Reel Varlık: Firma reel varlıklarının logaritması, Kârlılık: Dönem kârının toplam varlıklara oranı, PF: Para politikası faiz oranı.

\*Tablonun ilk satırında finansal koşulların sıkı olduğu dönemlerde politika faiz oranının bağımlı değişken üzerindeki etkisi rapor edilmektedir. Bu etkinin finansal koşulların gevşek olduğu dönemlerde sıkı döneme göre nasıl değiştiğini gösteren katsayı üçüncü satırda yer almaktadır. İlk iki katsayının toplamı finansal koşulların gevşek olduğu dönemde faizin net etkisini göstermektedir. Parantez içindeki sayılar t istatistiğinin değerini, \* yüzde 10'luk hata payını, \*\* yüzde 5'lik hata payını \*\*\* yüzde 1'lik hata payını göstermektedir.

Tahmin sonuçları, firma dış kaynak kullanım kompozisyonunun politika faiz oranı ile değiştiği ve faiz oranına gösterdiği duyarlılığın finansal koşulların sıkı veya gevşek olduğu dönemlere göre farklılaştığını göstermektedir.<sup>13</sup> Küçük firma grupları için finansal koşulların sıkı olduğu dönemlerde politika faizindeki artışın, ticari borçların toplam yükümlülüklerine, banka kredileri ve ticari borç toplamına oranlarını artırdığı tahmin edilmiştir. Bu etki finansal koşulların gevşek olduğu dönemlerde görece olarak daha düşüktür. Diğer taraftan, banka kredilerinin toplam yükümlülüklerine oranı ile politika faizi arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Finansal koşulların sıkı olduğu dönemlerde politika faizindeki artışın banka kredilerinin toplam yükümlülüklerine olan oranını azalttığı tahmin edilmiştir.<sup>14</sup> Sonuçlar büyük firmalar için farklılık göstermektedir. Buna göre, finansal koşulların sıkı olduğu dönemlerde politika faizi yükseldiğinde banka kredilerinin toplam yükümlülüklerine oranı söz konusu firmalar için artış göstermektedir. Başka bir deyişle, politika faizi artış gösterse bile her iki dönemde de büyük firmaların banka kredilerine ulaşabildikleri görülmektedir. Tahmin sonuçları literatürde yer alan birçok teorik ve ampirik çalışmanın sonuçlarıyla tutarlı olmakla beraber bilanço kanalının daha ziyade küçük ve orta ölçekli firmalar üzerinden çalıştığını ima etmektedir.

<sup>13</sup> İncelenen 1996-2008 döneminde Türkiye ekonomisinin 1998, 2001 ve 2006 dönemlerinde yaşadığı dış şok ve mali kriz sonrasında reel faizler yükselmiş, görece olarak finansal koşullar sıkılaştı ve ekonomik daralmaya girilmiştir. Bu bağlamda (1996-1997, 2000 ve 2003-2004 dönemi görece olarak finansal koşulların daha gevşek olduğu dönemler olarak belirlenmiş ve bu dönemi işaret eden kukla değişkene (D) 1 işareti, finansal koşulların görece olarak sıkı olduğu diğer dönemler için 0 işareti verilmiştir.

<sup>14</sup> Analizler orta ölçekli firmalar için de yapılmıştır. Sonuçlar küçük firmalar için elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir.

Sonuç olarak, Türkiye'de firmaların mali yapılarına bakıldığında, toplam mali kaynaklar içinde dış kaynakların daha büyük bir paya sahip olduğu ve ağırlıklı olarak kısa vadeli banka kredileri ve ticari borçlardan oluştuğu görülmektedir. Tahmin sonuçları, incelenen dönem itibarıyla ticari borç ve banka kredileri arasında bir ikame olduğunu ve özellikle küçük firma gruplarında bu ikamenin daha belirgin görüldüğünü göstermektedir. Bulgular, büyük firmalardan farklı olarak, küçük firmaların özellikle daralma dönemlerinde bankacılık sisteminden yeterli derecede kaynak sağlayamadıklarını ve daha fazla ticari borç kullanma eğiliminde olduklarını yansıtmaktadır. Literatürde yer alan diğer çalışmalarla tutarlı olan bu sonuçlar, büyük firmaların parasal daralma dönemlerinde bankaların üstlenmesi gereken aracılık görevini kısmen yüklenerek küçük firmaların krediye erişimine katkıda bulduklarını ve bu yapının parasal daralmanın reel sektör üzerindeki etkisini yumuşattığını düşündürmektedir.

#### Kaynakça

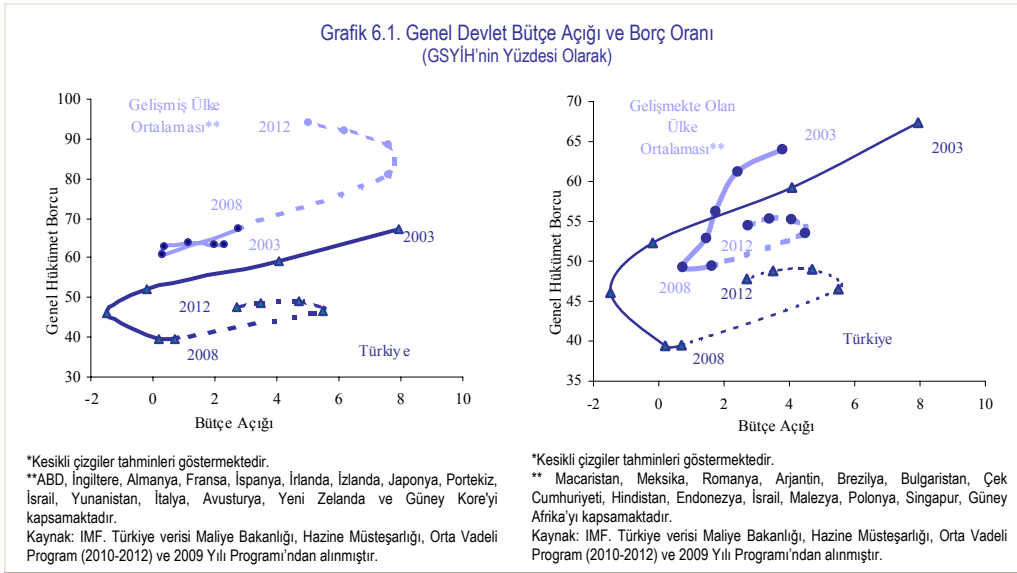
- Bernanke, B. S. ve A. S. Blinder (1988), "Credit, Money and Aggregate Demand" *American Economic Review*, Vol: 78(2), 435-39.
- Bernanke, B. S., M. Gertler ve S. Gilchrist (1996), "Financial Accelerator and the Flight to Quality", *The Review of Economics and Statistics*, Vol: 78(1), 1-15.
- \_\_\_\_\_ (1998), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework" in Taylor and Woodford, eds, *Handbook of Macroeconomics*, Vol: 1C, 1341-93 (Elsevier).
- Davis, E. ve M. Stone (2004) , "Corporate Financial Structure and Financial Stability", *Journal of Financial Stability*, Vol:1, 65-91.
- Kashyap, A. K., J. C. Stein, ve D. W. Wilcox (1993), "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance", *American Economic Review*, 83(1), 78-98.
- Love, I., L. Preve ve V. Sarria-Allende (2007), "Trade Credit and Bank Credit: Evidence from Recent Financial Crises", *Journal of Financial Economics*, Vol: 83, 453-469.
- Mateut, S., Bougheas, S. ve P. Mizen (2006), " Trade Credit, Bank Lending and Monetary Policy Transmission", *European Economic Review*, Vol: 50, 603-629.
- Mateut, S. (2005), " Trade Credit and Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Surveys*, Vol:19 (4),655-669.
- Nilsen, J. (2002), " Trade Credit and the Bank-Lending Channel ", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol: 34 , 226-253.





## 6. Kamu Maliyesi

2009 yılında küresel iktisadi faaliyetlerdeki daralma ve buna karşılık alınan dengeleyici mali tedbirler, hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde kamu sektörünün bütçe açıklarının ve borç oranlarının yükselmesine yol açmıştır. İktisadi faaliyetlerdeki daralma vergi tahsilatlarını düşürürken istihdam hacmindeki gerileme sosyal güvenlik primlerinin azalmasına ve işsizlik sigortası ödemelerinin artmasına neden olmuştur (Grafik 6.1).



Söz konusu küresel eğilime paralel olarak, 2009 yılında ülkemizde de kamu sektörünün bütçe açığı artmış, borcun milli gelire oranı yükselmiştir. Türkiye'de önceki yıllarda uygulanan mali disiplin çerçevesinde kamu sektörü bütçe açığı ve borcun milli gelire oranı hızlı bir şekilde gerileyerek hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke ortalamalarının oldukça altına inmiştir (Grafik 6.1). 2009 yılında ülkemizin bütçe açığı diğer gelişmekte olan ülkelerin ortalamasına göre daha hızlı artmış olsa da, OVP'de yer alan projeksiyonlara göre ilerleyen dönemlerde kamu sektörünün borç oranının diğer gelişmekte olan ülkelerin ortalamasına göre daha düşük kalmaya devam edeceği öngörülmektedir.

Mevcut konjonktürde, orta vadede makroekonomik istikrarın sürdürülebilirliği algılamalarını pekiştirmek ve beklenti yönetimini etkinleştirmek için, kamu sektörü bütçe açığındaki ve borçluluğundaki artışın

kontrol altına alınacağına dair inandırıcı taahhütlerin bulunması önem arz etmektedir. Kamu maliyesine ilişkin belirsizlikleri ortadan kaldırmak amacıyla Eylül ayında açıklanan ve 2010-2012 döneminde kamu sektörü bütçe açığı ile borçluluğundaki artışın tedrici olarak kontrol altına alınmasını hedefleyen OVP'nin kararlılıkla uygulanması büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, 2009 yılı merkezi yönetim bütçe açığı OVP tahminlerinden daha iyi gerçekleşmiştir. Bütçe açığının beklentilerden daha iyi gerçekleşmesi temel olarak vergi gelirlerinin beklenenden daha yüksek, faiz giderlerinin ise beklenenden daha düşük gerçekleşmesinden kaynaklanmıştır. Bu nedenle, kamu kesimi borç oranlarının da tahminlerden daha iyi gerçekleşmesi beklenmektedir.

Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşme ve Hedefleri  
(GSYİH'nin Yüzdesi Olarak)

	2007	2008	2009*	2010**	2011**	2012**
<b>Bütçe Giderleri</b>	<b>24,2</b>	<b>23,9</b>	<b>28,2</b>	<b>27,9</b>	<b>26,7</b>	<b>25,6</b>
Faiz-Dışı Giderler	18,4	18,6	22,6	22,4	21,7	21,1
Personel Giderleri	5,2	5,1	5,9	5,9	5,7	5,6
SGK'ya Devlet Primi Giderleri	0,7	0,7	0,8	1,1	1,0	1,0
Mal ve Hizmet Alım Giderleri	2,6	2,6	3,1	2,4	2,5	2,3
Cari Transferler	7,5	7,4	9,7	9,9	9,8	9,6
Sermaye Giderleri	1,5	1,9	2,1	1,8	1,6	1,6
Sermaye Transferleri	0,4	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3
Faiz Giderleri	5,8	5,3	5,6	5,5	4,9	4,5
<b>Bütçe Gelirleri</b>	<b>22,6</b>	<b>22,1</b>	<b>22,7</b>	<b>23,0</b>	<b>22,6</b>	<b>22,4</b>
Vergi Gelirleri	18,1	17,7	18,2	18,8	18,8	18,7
Vergi-Dışı Gelirler	3,8	3,7	3,8	3,6	3,2	3,1
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,2</b>
Faiz-Dışı Bütçe Dengesi	4,2	3,5	0,1	0,6	0,9	1,3

\*GSYİH verisi Orta Vadeli Programdan (2010-2012) alınmıştır.

\*\* Hedef.

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Orta Vadeli Program (2010-2012), Orta Vadeli Mali Plan (2010-2012), 2010 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu.

OVP hedefleriyle uyumlu olarak hazırlanan 2010 yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu 2009 yılı sonunda yasalaşmıştır. Bütçe Kanunu'na göre, faiz-dışı giderlerin GSYİH'ye oranının 2010 yılında mal ve hizmet alımlarındaki gerileme sonucu sınırlı ölçüde gerilemesi beklenmektedir. Faiz giderlerinin GSYİH'ye oranının da faiz oranlarındaki gerileme sonucu sınırlı ölçüde düşüş göstermesi beklenmektedir (Tablo 6.1). Diğer taraftan, memur maaşları 2010 yılında bütçe disiplini gözetmek amacıyla enflasyon tahminlerine yakın bir oranda artırılmıştır. Ancak, asgari ücretin belirlenmesinde benzer bir yaklaşım izlenmemiş ve enflasyon tahminlerinin üzerinde bir artış öngörülmüştür.<sup>1</sup> Ayrıca, emekli maaşlarında da enflasyon tahminlerinin üzerinde artışlar yapılmıştır. Bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının ise esas olarak dolaylı vergiler yoluyla artırılması hedeflenmektedir. Bu çerçevede, 2010 yılı başından

<sup>1</sup> Memur maaşlarının 2010 yılında yüzde 5,1 (ilk yarı yüzde 2,5 ve ikinci yarı yüzde 2,5) oranında, brüt asgari ücretin ise yüzde 9,7 (ilk yarı yüzde 5,2 ve ikinci yarı yüzde 4,3) oranında artırılması kararlaştırılmıştır.

İtibaren akaryakıt ürünleri, sigara ve alkollü içkilerdeki Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) tutarları önemli ölçüde artırılmıştır.

OVP hedefleri çerçevesinde, bütçe açıklarının aşamalı olarak sınırlandırılması sonucu kamu kesimi borç stokunun milli gelire oranının da orta vadede tekrar düşüş eğilimine gireceği öngörülmektedir (Tablo 6.2). Diğer taraftan, bütçe disiplininin sağlanması, kamu kesimi borçluluğunun orta vadede kontrol altına alınması ve kurumsal yapının güçlendirilmesi amacıyla, 2011 yılından itibaren mali kural uygulamasına geçilmesi hedeflenmektedir. OVP'ye göre, mali kurala ilişkin yasal altyapının en geç 2010 yılının ilk çeyreğinde tamamlanması gerekmektedir. Söz konusu yasal düzenlemeler maliye politikasının orta-uzun dönem öngörülebilirliğini artırarak beklentilerin daha etkin yönetilebilmesine olanak tanıyacaktır.

Tablo 6.2. AB Tanımlı Genel Yönetim Nominal Borç Stoku Gerçekleşme ve Hedefleri  
(GSYİH'nin Yüzdesi Olarak)

	2007	2008	2009*	2010**	2011**	2012**
AB Tanımlı Genel Yönetim Nominal Borç Stoku	39,4	39,5	46,5	49,0	48,8	47,8

\* Tahmin.

\*\* Hedef.

Kaynak: Orta Vadeli Program (2010-2012), Orta Vadeli Mali Plan (2010-2012), Hazine Müsteşarlığı.

## 6.1. Bütçe Gelişmeleri

Merkezi yönetim bütçesi 2009 yılında 52,2 milyar TL açık verirken, faiz dışı denge 1 milyar TL fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). Faiz dışı harcamaların hedeflenenin üzerinde artış göstermesi, vergi gelirlerinin ise hedeflenenin altında gerçekleşmesi bütçe performansındaki bozulmanın başlıca nedenleri olarak ön plana çıkmaktadır.

Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri  
(Milyar TL)

	2008	2009	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Hedefi (Yüzde)
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri</b>	<b>227,0</b>	<b>267,3</b>	<b>17,7</b>	<b>103,1</b>
<b>Faiz Giderleri</b>	<b>50,7</b>	<b>53,2</b>	<b>5,0</b>	<b>92,5</b>
<b>Faiz Hariç Bütçe Giderleri</b>	<b>176,4</b>	<b>214,1</b>	<b>21,4</b>	<b>106,2</b>
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri</b>	<b>209,6</b>	<b>215,1</b>	<b>2,6</b>	<b>86,5</b>
I. Vergi Gelirleri	168,1	172,4	2,6	85,3
II. Vergi Dışı Gelirler	34,5	35,9	4,1	87,9
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-17,1</b>	<b>-52,2</b>	<b>-</b>	<b>502,2</b>
<b>Faiz Dışı Dengesi</b>	<b>33,6</b>	<b>1,0</b>	<b>-97,1</b>	<b>2,1</b>

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Faiz dışı harcamalardaki değişimin ayrıntılarına bakıldığında, cari transferlerin harcama artışında belirleyici bir rol oynadığı göze çarpmaktadır.

Nitekim, faiz dışı harcamalardaki toplam değişimin yüzde 62,7'sini cari transferler açıklamaktadır (Tablo 6.1.2).

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

	2008	2009	Yüzde Değişim	Değişim İçindeki Payı (Yüzde)
<b>Faiz Hariç Bütçe Giderleri</b>	<b>105,9</b>	<b>131,2</b>	<b>23,8</b>	<b>100,0</b>
1. Personel Giderleri	32,3	37,7	17,0	21,7
2. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	13,1	15,4	17,2	8,9
a) Savunma-Güvenlik	4,0	5,0	26,9	4,2
b) Sağlık Giderleri	4,3	4,6	6,6	1,1
3. Cari Transferler	44,3	60,2	35,8	62,7
a) Görev Zararları	1,2	2,6	120,7	5,7
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	21,5	34,8	62,3	52,9
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	5,1	3,8	-26,0	-5,3
d) Gelirden Ayrılan Paylar	12,4	13,5	9,1	4,5
4. Sermaye Giderleri	7,8	8,0	2,8	0,9
5. Sermaye Transferleri	1,8	1,8	-2,2	-0,2

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Cari transferler içinde 2008 yılının aynı dönemine göre yüzde 62,3 oranında artan sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderleri harcama artışındaki temel belirleyici kalemdir. Söz konusu kalemin yüksek oranlı artışında 2008 yılı Kasım ayından itibaren sosyal güvenlik primi işveren hissesinin 5 puanlık kısmının Hazine tarafından ödenmeye başlanması etkili olmuştur. Nitekim, 2009 yılında bu amaçla yapılan transfer tutarı 3,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. Diğer taraftan, Sosyal Güvenlik Kurumu prim tahsilatlarının iktisadi faaliyetlerdeki daralmaya paralel olarak yavaşlaması ilgili kurumun açığının finansmanı için yapılan transferleri artırmıştır. Cari transferler dışındaki diğer ana harcama kalemleri ise genel olarak 2009 yılı bütçe kanununda öngörülen seviyelere yakın gerçekleşmiştir.

2009 yılında iktisadi faaliyetlerdeki daralma vergi gelirlerini olumsuz etkilemiştir. Söz konusu dönemde vergi gelirleri sadece yüzde 2,6 oranında artarken, vergi dışı gelirler yüzde 4,1 oranında artmıştır (Tablo 6.1.3). Vergi gelirlerindeki düşük oranlı artışta ithalattaki keskin daralmaya paralel olarak ithalde alınan katma değer vergisinin yüzde 12,8 oranında gerilemesi belirleyici olmuştur. Nisan ayından başlayıp Eylül ayı sonuna kadar süren vergi indirimleri sonucu özellikle yılın ikinci yarısından itibaren tüketime dayalı vergilerde belirgin bir toparlanma gözlenirse de bu gelişme yıl genelinde vergi gelirlerinin hedeflenen düzeyin çok gerisinde kalmasına engel olamamıştır. Vergi dışı gelirler ise önemli ölçüde düşen özelleştirme gelirlerine karşın İşsizlik Sigortası Fonu ve Özelleştirme Fonu nakit fazlalarının bir kısmının bütçeye gelir olarak yazılması sonucunda bir önceki yılın aynı dönemine göre sınırlı miktarda artmıştır.

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

	2008	2009	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>203,03</b>	<b>208,7</b>	<b>2,8</b>	<b>85,9</b>
<b>I-Vergi Gelirleri</b>	<b>168,11</b>	<b>172,4</b>	<b>2,6</b>	<b>85,3</b>
Gelir Vergisi	38,03	38,4	1,1	85,0
Kurumlar Vergisi	16,91	18,0	6,6	89,5
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	16,80	20,9	24,1	104,4
Özel Tüketim Vergisi	41,83	43,6	4,3	88,3
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	29,97	26,1	-12,8	67,9
<b>II-Vergi Dışı Gelirler</b>	<b>34,51</b>	<b>35,94</b>	<b>4,1</b>	<b>87,9</b>
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	7,42	9,94	34,0	135,1
Faizler, Paylar ve Cezalar	17,13	23,07	34,7	118,8
Sermaye Gelirleri	9,11	2,04	-77,6	15,6

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

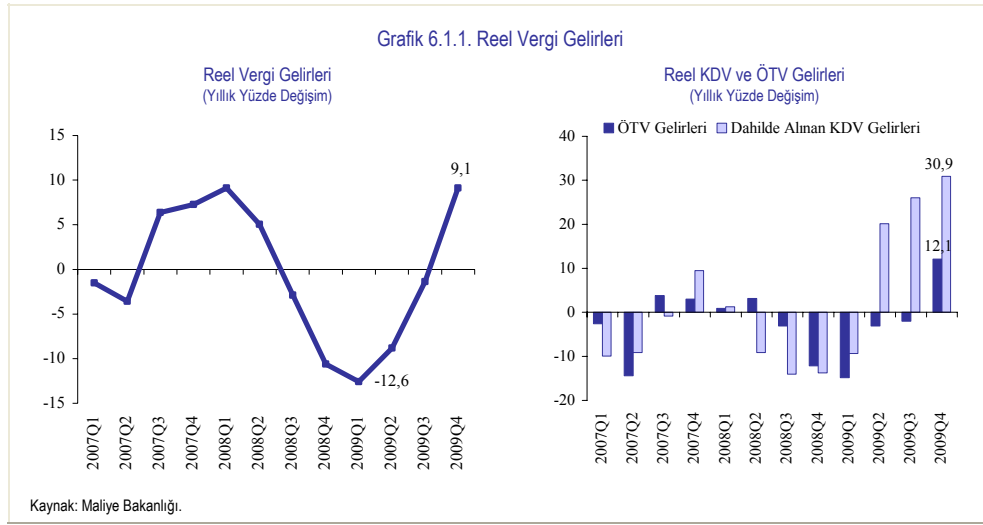
Merkezi yönetim genel bütçe gelirlerinin son dönem eğilimine bakıldığında ise 2009 yılının dördüncü çeyreğinde 2008 yılının aynı dönemine göre yüzde 21,7 oranında artış gerçekleştiği görülmektedir (Tablo 6.1.4). Bu çerçevede, son dönemde iktisadi faaliyette görülen kısmi toparlanma eğiliminin 2009 yılının son çeyreğinde vergi gelirlerine yansıdığı görülmektedir.

Tablo 6.1.4. Son Çeyrek Genel Bütçe Gelirleri  
(Milyar TL)

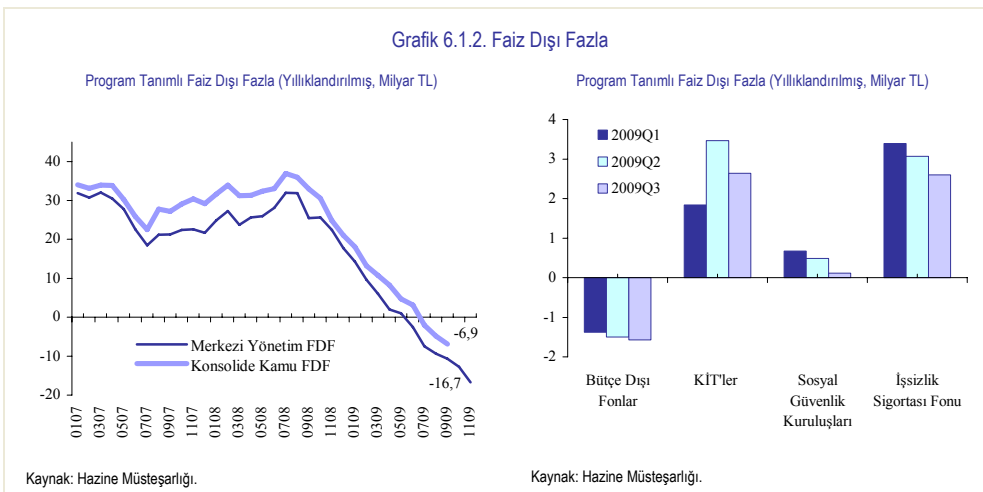
	2008 Q4	2009 Q4	Artış Oranı (Yüzde)
<b>Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>46,67</b>	<b>56,8</b>	<b>21,7</b>
<b>I-Vergi Gelirleri</b>	<b>40,83</b>	<b>47,1</b>	<b>15,3</b>
Gelir Vergisi	10,04	9,9	-0,9
Kurumlar Vergisi	4,52	6,0	32,0
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	4,08	5,7	38,4
Özel Tüketim Vergisi	10,09	12,0	18,5
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	6,66	7,5	13,2
<b>II-Vergi Dışı Gelirler</b>	<b>5,71</b>	<b>9,61</b>	<b>68,2</b>
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	1,06	1,42	34,5
Faizler, Paylar ve Cezalar	3,59	7,43	106,7
Sermaye Gelirleri	0,86	0,59	-30,6

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Vergi gelirleri reel bazda değerlendirildiğinde, 2008 yılı üçüncü çeyreğinde başlayan daralma eğiliminin, özel tüketim talebindeki toparlanmayla birlikte 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yavaşladığı görülmektedir. 2009 yılının ikinci çeyreğinde çeşitli mal ve hizmetlerden alınan Katma Değer Vergisi (KDV) ve ÖTV oranlarında yapılan ayarlamalar da KDV tahsilatındaki toparlanmada rol oynamıştır (Grafik 6.1.1). Reel ÖTV gelirleri ise 2009 yılının dördüncü çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre, 2008 yılının ikinci çeyreğinden sonra ilk kez artış göstermiştir.



Kamu sektörünün faiz dışı fazla performansı, 12 aylık birikimli olarak bakıldığında 2008 yılı Eylül ayından itibaren belirgin olarak zayıflamaktadır (Grafik 6.1.2). Yıllıklandırılmış verilere göre, program tanımlı merkezi yönetim faiz dışı fazlası ve konsolide kamu sektörü faiz dışı fazlası son yıllardaki en düşük seviyelerine gerilemiş bulunmaktadır. Merkezi yönetim faiz dışı dengesindeki zayıflama eğilimine paralel olarak bütçe dışı fonların, İşsizlik Sigortası Fonu'nun ve sosyal güvenlik kuruluşlarının faiz dışı performansı 2009 yılı boyunca kötüleşirken, Kamu İktisadi Teşekküllerinin (KİT) faiz dışı fazlası yılın ikinci çeyreğinde artmış, üçüncü çeyreğinde ise azalmıştır (Grafik 6.1.2).



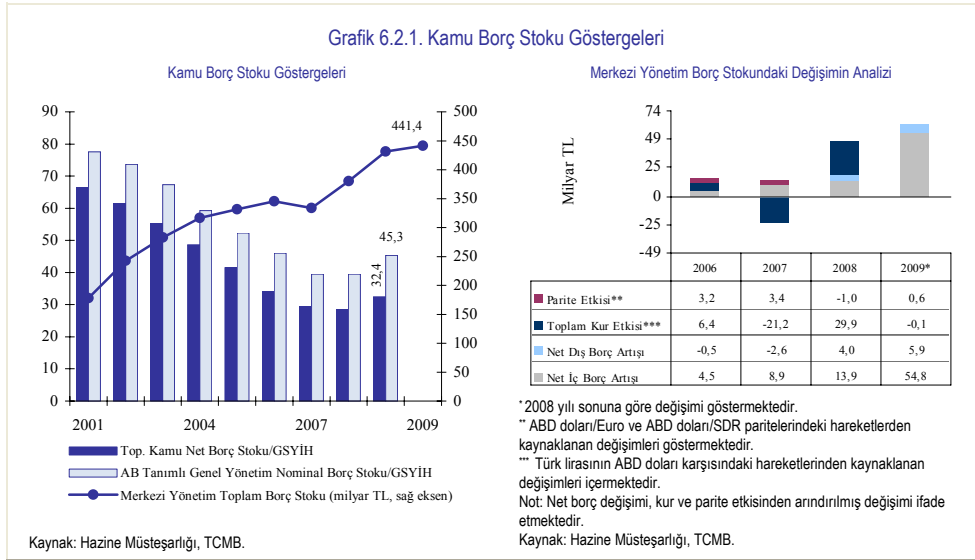
2008 yılı üçüncü çeyreğinden itibaren hızlanan merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarına paralel olarak, 2009 yılının ilk üç çeyreğinde kamunun

yatırım ve tüketim harcamaları GSYİH büyümesine pozitif katkı yapmıştır. Son çeyreğe dair açıklanan bütçe verileri, bu durumun 2009 yılının son çeyreğinde de devam ettiğine işaret etmektedir. 2010 yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu'na göre, faiz dışı harcamaların GSYİH içindeki payının yüksek seviyesini koruyacağı beklendiğinden, 2010 yılında kamu harcamalarının iktisadi faaliyeti destekleyici etkisinin azalarak da olsa devam edeceği tahmin edilmektedir. Bu doğrultuda, Rapor'un son bölümünde sunulan orta vadeli tahminler oluşturulurken, 2010 yılında kamu harcamalarının iktisadi faaliyete verdiği desteğin sürdüğü, 2011 yılından itibaren ise nötr bir pozisyon aldığı bir çerçevede esas alınmaktadır.

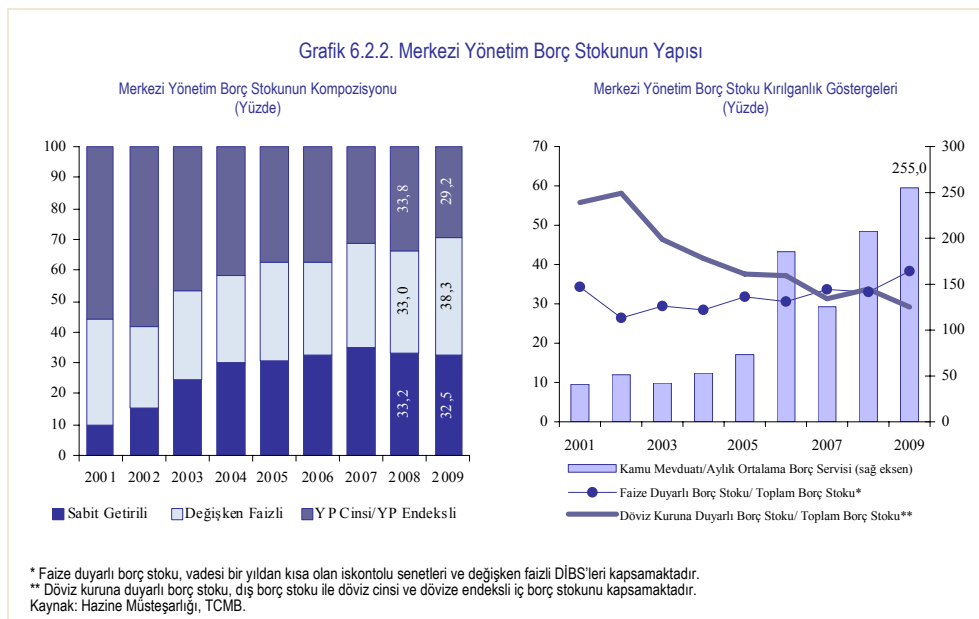
## 6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler

Geçtiğimiz yıllarda uygulanan basiretli maliye politikaları çerçevesinde kamu borç yükü hızla azaltılmış, vade ve döviz kompozisyonunda önemli iyileştirmeler sağlanmıştır. Bununla birlikte, 2008 yılı son çeyreğinden itibaren toplam kamu sektörü faiz dışı fazlasının hızla gerilemesine paralel olarak kamu sektörünün borçlanma ihtiyacı önemli oranda artmıştır. Söz konusu dönemdeki yüksek iç borç çevirme oranına rağmen, bankacılık sektörünün DİBS'lere olan talebinin güçlü olması, kamu borçlanma maliyetleri üzerinde baskı oluşmasını engellemiştir. OVP'de kamu kesimi borçluluğundaki artışın önümüzdeki üç yılda kontrol altına alınması hedeflenmektedir.

2009 yılı itibarıyla, merkezi yönetim borç stoku önceki yıla göre yüzde 16,1 oranında artış göstererek 441,4 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Merkezi yönetim borç stokundaki artış temel olarak net iç borç artışı kaynaklı iken, net dış borç artışı görece olarak sınırlı bir seviyede kalmıştır. Diğer yandan, 2009 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla, toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı yüzde 32,4'e, Avrupa Birliği tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı ise yüzde 45,3'e yükselmiştir (Grafik 6.2.1). 2009 yılının son çeyreğindeki yüksek borç çevirme oranları, kamu kesimi borç oranlarında 2009 yılının ilk üç çeyreğinde gözlenen yükseliş eğiliminin son çeyrekte de sürdüğüne işaret etmektedir.

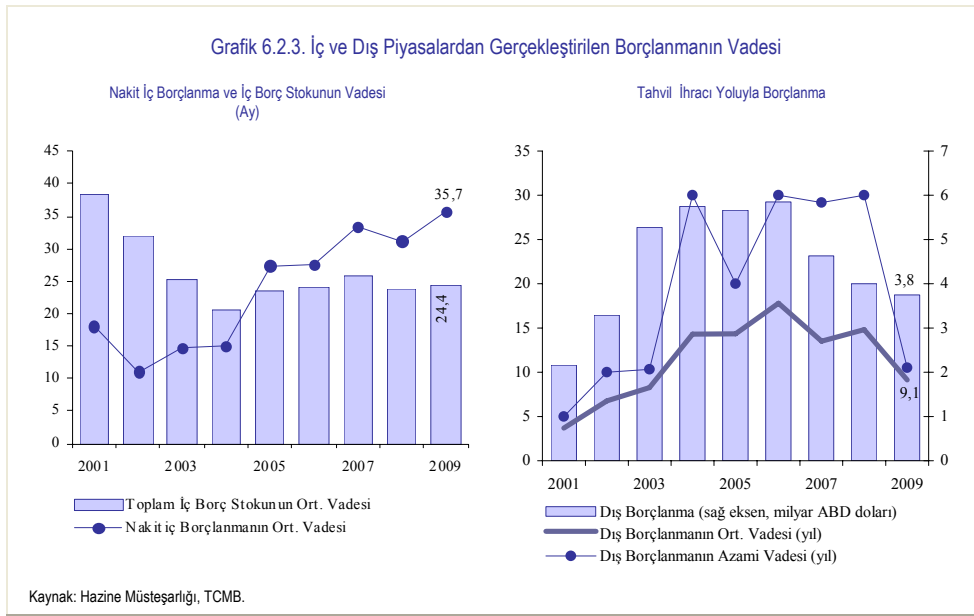


2003 yılından bu yana stratejik ölçütler çerçevesinde uygulanan borç ve risk yönetimi politikalarının ve sağlanan makroekonomik istikrarın katkısıyla kamu sektörü borç portföyünün likidite, faiz ve döviz kuru risklerine karşı duyarlılığı önemli ölçüde azalmıştır. Son dönemlerde ise merkezi yönetim borç stoku içinde sabit getirili ve döviz kuruna duyarlı (döviz cinsinden ve dövize endekli) borç senetlerinin payı azalırken, değişken faizli borç senetlerinin payı artmaktadır (Grafik 6.2.2). Değişken faizli borç senetlerinin payındaki artış esas olarak TÜFE'ye endekli ve nispeten uzun vadeli senet ihracından kaynaklanmıştır.





Likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak, kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı 2009 yılında yüzde 255 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.2). Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesinin 2008 yılı ortalamasına göre uzamasına paralel olarak toplam iç borç stokunun ortalama vadesi de 2009 yılında 24,4 aya çıkmıştır. Ayrıca, 2009 yılında tahvil ihracı yoluyla 3,8 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli dış borçlanma gerçekleştirilmiş ve söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 9,1 yıl olmuştur (Grafik 6.2.3).



Sonuç olarak, 2009 yılında bütçe performansının bozulması ve net dış borçlanmanın sınırlı kalması nedeniyle kamu sektörü iç borçlanma gereksiniminde önemli bir artış gerçekleşmiştir. Artan kamu kesimi borçlanma ihtiyacının özel sektörün kaynaklarını dışlamaması ve para politikası kararlarının etkinliğini sınırlamaması açısından, önümüzdeki dönemde mali disipline ilişkin taahhütlerin güçlendirilerek borç çevirme oranlarının OVP’de belirtilen projeksiyonlar doğrultusunda makul düzeylere indirilmesi büyük önem taşımaktadır.



## 7. Orta Vadeli Öngörüler

Rapor'un bu bölümünde tahminlere temel oluşturan varsayımlar özetlenmekte, bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon, çıktı açığı tahminleri ve para politikası görünümü sunulmaktadır. Tahminler önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde verilmektedir.

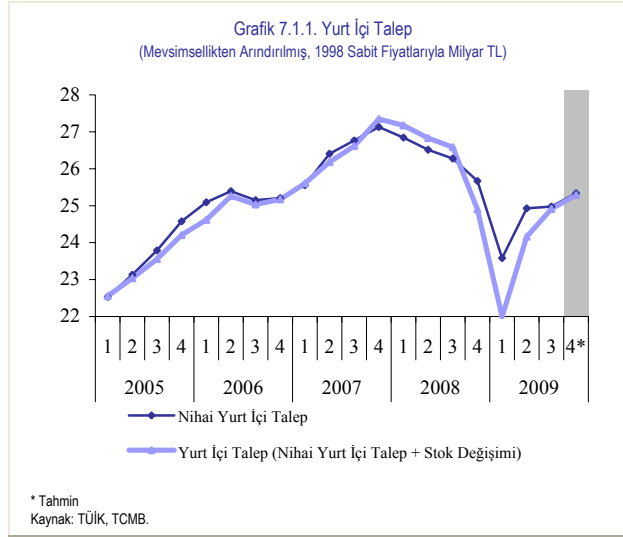
### 7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

2009 yılı son çeyreğinde iktisadi faaliyete ilişkin gelişmeler bir önceki raporda ortaya konulan görünümle uyumlu olmuş; bununla birlikte yıl sonu enflasyonu, Ekim 2009 Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan tahminlerin 1 puan üzerinde gerçekleşmiştir (Tablo 7.1.1). Bu sapmanın tamamı işlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen dalgalanmalarla açıklanabilmektedir. İşlenmemiş gıda fiyatlarının oldukça dalgalı bir seyir izlemesi, söz konusu grup enflasyonunun tahminini güçleştirmektedir (Kutu 3.1). Nitekim, 2009 yılının üçüncü çeyreğinde mevsimsel ortalamalara kıyasla çok düşük seviyede gerçekleşen işlenmemiş gıda enflasyonu sonrasında 2009 yılı gıda enflasyonu tahmini aşağı yönlü revize edilerek yüzde 5,8'e çekilmiştir. Ancak, yılın son çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarında son altı yılın en yüksek enflasyonu görülmüş ve gıda enflasyonu yıl sonunda 9,26'ya çıkmıştır (Tablo 7.1.1).

Temel enflasyon göstergeleri 2009 yılı son çeyreğinde de orta vadeli hedeflerle uyumlu gerçekleşmiştir. Özel kapsamlı TÜFE göstergeleri vergi ve mevsimsel etkilerden arındırıldığında, enflasyonun ana eğiliminde bozulma olmadığı görülmektedir. Bir diğer deyişle, enflasyonda yılın son çeyreğinde gözlenen artışın, enflasyonun temel bileşenlerinden ziyade para politikasının görece etki alanı dışında kalan kalemler ile geçici etkilerden kaynaklandığı görülmektedir.

2009 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyet, ikinci çeyrekte alınan mali tedbirlerin etkisiyle sergilediği hızlı yükselişin ardından artış eğilimini yavaşlayarak sürdürmüştür. Vergi indirimlerinin kademeli biçimde geri alınmasıyla birlikte özel tüketim talebinin yılın ikinci çeyreğine göre yavaşladığı görülürken, vergi indirimlerine konu olmayan mal gruplarına yönelik talep zayıf seyrini devam ettirmiştir. Anılan dönemde, dış talep sanayi sektörü kanalıyla ekonomi genelinde iktisadi faaliyet ve istihdamı sınırlamaya devam etmiştir. Üçüncü çeyrekte stok eritme süreci oldukça zayıflamakla

birlikte, toplam talep koşulları enflasyona düşüş yönlü katkısını sürdürmüştür (Grafik 7.1.1).



2009 yılı son çeyreğine ilişkin öncü göstergeler, ılımlı büyüme eğiliminin son çeyrekte de sürdüğüne işaret etmektedir. Toplam talepteki toparlanmanın kademeli bir şekilde gerçekleşeceği öngörüsü korunurken işsizliğin uzun süre yüksek seviyelerde seyredeceği tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, anılan döneme ilişkin göstergeler bir önceki enflasyon raporunda ortaya koyulan çerçeveye uyumlu bir görünüm sergilemektedir. Bu doğrultuda, bir önceki rapora kıyasla toplam talep görünümüne ilişkin kayda değer bir güncelleme yapılmamıştır. Diğer bir ifadeyle, orta vadeli tahminlerimiz için başlangıç noktası olan 2009 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahminlerinde önemli bir değişiklik olmamıştır (Tablo 7.1.1).

Talep koşullarının halihazırda zayıf olması yukarı yönlü maliyet unsurlarının yurt içi fiyatlara geçişini sınırlamaktadır. Bu bağlamda, 2009 yılı son çeyreğinde ithalat fiyatları bir miktar yükseliş göstermekle birlikte genel fiyatlama davranışında bir bozulma gözlenmemiştir. Yılın son çeyreğinde 70 ABD doları olarak öngörülen Brent tipi ham petrol fiyatları öngörülerin üzerinde gerçekleşmiştir. Uluslararası ham petrol fiyatlarındaki son dönem gelişmeleri de göz önüne alınarak 2010 yılı için Brent petrolünün varil fiyatının 80 ABD doları civarında seyredeceği varsayılmıştır. (Tablo 7.1.1).

Tablo 7.1.1. Enflasyon Tahminlerindeki Güncellenmenin Kaynakları

	Ekim 2009 ER						Ocak 2010 ER					
<b>TÜFE enflasyonu</b>	-						2009 yıl sonu, öngörülerin 1 puan üzerinde					
<b>Çıktı açığı</b>	2009 Ç3:-8,1						2009 Ç3:-8,1					
	2009 Ç4:-7,4						2009 Ç4:-7,3					
<b>Gıda fiyatları</b>	2009: %5,8						2009: %9,3 <sup>1</sup>					
	2010: %6						2010: %7					
	2011: %6						2011: %6,5					
<b>Yönetilen/ yönlendirilen fiyatlar ve vergiler</b>	2010 yılı enflasyonuna 0,5 puanlık katkı						2010 yılı enflasyonuna 1,5 puan katkı					
<b>Petrol fiyatları</b>	2010: 75 ABD doları						2010: 80 ABD doları					
	2011 ve sonrası 80 ABD doları						2011 ve sonrası 85 ABD doları					
<b>Euro Bölgesi büyüme tahminleri<sup>2</sup></b>	2010			2011			2010			2011		
	<i>CF</i>	<i>WEO</i>	<i>OECD</i>	<i>CF</i>	<i>WEO</i>	<i>OECD</i>	<i>CF</i>	<i>WEO<sup>3</sup></i>	<i>OECD</i>	<i>CF</i>	<i>WEO</i>	<i>OECD</i>
	1,1	0,3	0,0	-	1,3	-	1,3	0,3	0,9	1,6	1,3	1,7

<sup>1</sup> 2009 yılı sonu gıda enflasyonu gerçekleşmesi.

<sup>2</sup> Consensus Forecasts (CF), Ekim 2009 ve Ocak 2010 bültenleri; World Economic Outlook (WEO), Ekim 2009 bülteni; OECD, Haziran 2009 ve Kasım 2009 bültenleri.

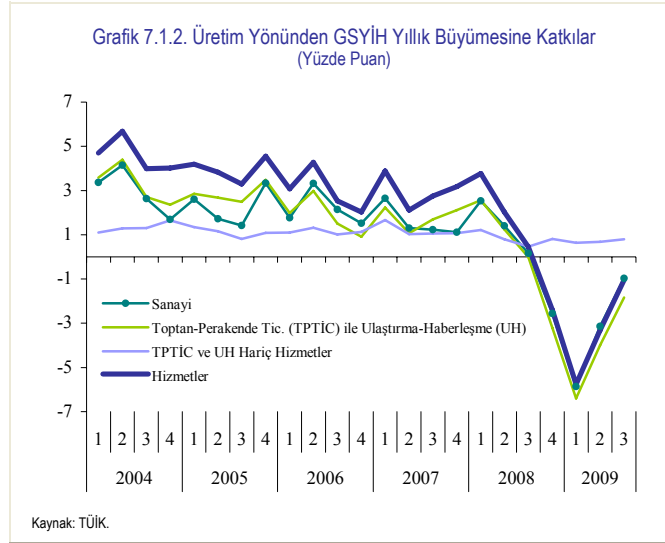
<sup>3</sup> WEO Ocak 2010 Güncelleme Bülteni, Ocak 2010 Enflasyon Raporu'nun yayımlanma tarihi olan 26 Ocak 2010 itibarıyla yayımlanmamış olduğundan güncelleme yapılmamıştır.

Kısaca, orta vadeli tahminlerimizin başlangıç noktası, son üç aydaki gelişmeler doğrultusunda yukarı yönlü güncellenmiştir. Orta vadeli tahminler için kullanılan yurt içi iktisadi faaliyete, küresel büyümeye, emtia fiyatlarına, finansal piyasalara ve maliye politikasına ilişkin varsayımlar konusundaki ayrıntılar aşağıda sunulmaktadır.

Kamu mali dengesini sağlamaya yönelik olarak Ocak 2010'dan itibaren yeni vergi düzenlemeleri yürürlüğe girmiştir. Akaryakıt ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünlerine getirilen söz konusu vergi artışlarının 2010 yılı tüketici enflasyonuna, yaklaşık 1,5 puanlık katkı yapacağı tahmin edilmektedir. 2009 Ekim ayında söz konusu kalemlerin enflasyon hedefi doğrultusunda artırılacağı varsayılmış ve bu bağlamda 0,5 puanlık bir katkı öngörülmüştü (Tablo 7.1.1). Dolayısıyla, 2010 yılı Ocak ayında yapılan vergi ayarlamaları 2010 yılı boyunca enflasyon tahminini yaklaşık 1 puan yukarı çekmiştir. Ayrıca, kamu mali dengesini sağlamaya yönelik 2009 yılında yapılan vergi düzenlemelerinin oluşturduğu baz etkilerinin 2010 yılında enflasyonda dalgalanmalara yol açacağı da göz önünde bulundurulmalıdır.

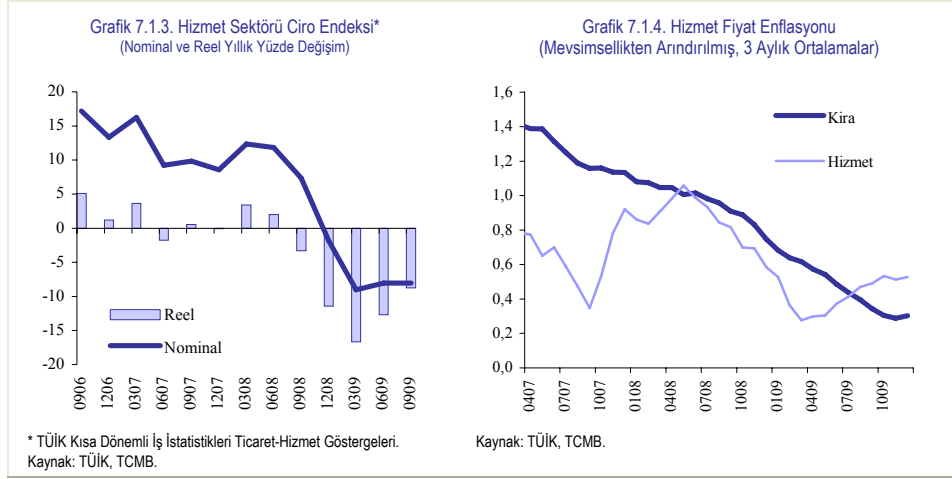
2009 yılı son çeyreğine ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette yavaş fakat istikrarlı bir toparlanma eğilimine işaret etmektedir. Talep koşullarındaki orta vadeli seyrin temel belirleyicisi ise küresel büyüme görünümü olacaktır.

Nitekim, dış talepteki zayıf seyre paralel olarak sanayi sektöründe henüz güçlü ve kalıcı bir büyüme eğilimi görülmemesi, ticaret ve ulaştırma-haberleşme gibi sanayi bağlantısı güçlü olan hizmet sektörleri ile birlikte ekonomi genelinde iktisadi faaliyet ve istihdamı sınırlamaktadır. Alt kalemler itibarıyla hizmet sektörlerinin büyümeye katkısı incelendiğinde, dış talep koşullarının ticaretle ilişkili faaliyet kolları üzerindeki olumsuz etkisi belirgin bir şekilde görülmektedir (Grafik 7.1.2). Bu çerçevede, dış talep görünümünde küresel büyüme veya yeni ihracat pazarları kaynaklı belirgin bir iyileşme olmadan istihdam ve yurt içi talepte de güçlü bir toparlanma olması beklenmemektedir. İktisadi faaliyet düzeyindeki ve toparlanma hızındaki mevcut seyir, ekonomideki çıktı açığının kapanmasının uzun bir süre alacağı öngörüsüne temel oluşturmaktadır. Bu görünüm dahilinde toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkının önümüzdeki dönemde de süreceği bir çerçeve esas alınmıştır.

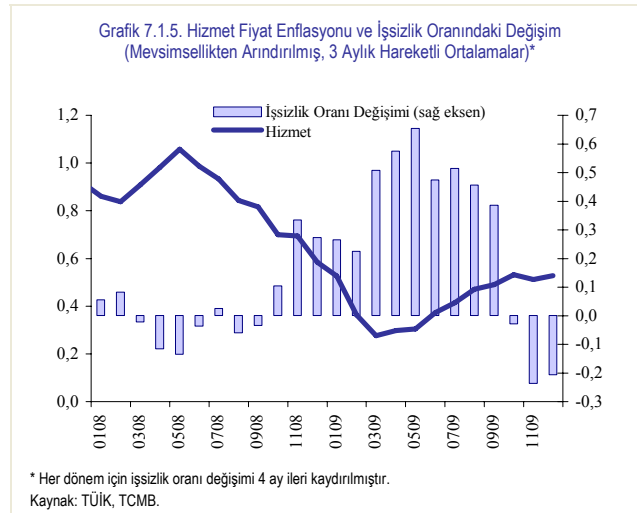


2010 yılı gıda tahminleri şekillenirken, meyve ve sebzelerde üretimin 2009 yılına yakın bir düzeyde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Öte yandan, arz ve talep koşullarında kısa dönemde önemli bir iyileşme beklenmediğinden, et fiyatlarındaki yükselişlerin gıda fiyatları yıllık enflasyonuna bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla daha fazla katkı yaptığı bir görünüm esas alınmıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde, 2010 ve 2011 yıl sonlarına ilişkin gıda grubu yıllık artış oranı varsayımları yüzde 6'dan, sırasıyla yüzde 7 ve 6,5'e güncellenmiştir (Tablo 7.1.1). 2012 yılına ilişkin gıda enflasyon varsayımı ise yüzde 6 olarak korunmuştur.

Mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler hizmet grubu fiyatlarında ana eğilimin düşük düzeylerde olduğunu göstermektedir. Sektöre yönelik talep göstergeleri belirgin bir toparlanmaya işaret etmezken (Grafik 7.1.3), hizmet fiyatları artış oranları iktisadi faaliyetteki zayıf görünümle uyumlu bir seyir izlemektedir (Grafik 7.1.4).



Hizmet fiyatlarının aylık artış hızı, iktisadi faaliyetteki daralmanın enflasyon üzerindeki etkilerinin en belirgin olduğu 2009 yılı ilk çeyreğine kıyasla bir miktar yükselmekle birlikte, kriz öncesi dönemlerdeki ortalamasından belirgin şekilde daha düşük düzeydedir. İş gücü piyasasındaki olumsuz görünüm, hizmet fiyat artışlarını sınırlamada önemli bir rol oynamaktadır (Grafik 7.1.5). İşsizlik oranlarındaki yüksek seviyeler önümüzdeki dönemde de hizmet fiyat artışlarını sınırlamaya devam edeceği öngörülmektedir.



Küresel iktisadi faaliyete ilişkin tahminler, gerek toplam talebin orta vadeli seyrinin ağırlıklı olarak dış talebe bağlı olacağı öngörüsü nedeniyle gerekse dünya ekonomisindeki toparlanmanın küresel düzeyde emtia fiyatlarına olan etkileri nedeniyle, orta vadeli tahminlere temel teşkil eden varsayımlar açısından kritik önem taşımaktadır.

2010 yılına ilişkin küresel ekonomik büyüme tahminleri Ekim 2009 Raporu'ndan bu yana sınırlı oranlarda yukarı yönlü güncellenmiştir. Consensus Economics tarafından yayımlanan büyüme tahminlerine göre (CF Ocak 2010 bülteni) dünya ekonomisine ilişkin 2010 yılı büyüme öngörüsü Ekim 2009 Enflasyon Raporu'ndan bu yana 0,3 puan artarak yüzde 3'e yükselmiştir. Bu dönemde tahminlerde kaydedilen yükseliş daha çok Doğu Avrupa ve Latin Amerika ekonomilerindeki güncellemelerden kaynaklansa da, ABD ve Euro bölgesi ekonomilerinde de sınırlı iyileşmeler gözlenmektedir. Söz konusu tahminlere göre, Euro bölgesindeki toparlanmanın (Tablo 7.1.1) ABD'ye kıyasla daha sınırlı ve gecikmeli olması beklenmektedir.

Sonuç olarak, 2009 yılı son çeyreğinde küresel büyüme görünümünde önemli bir değişiklik olmamıştır. Bu çerçevede, dış talebin orta vadeli görünümüne dair varsayımlarda Ekim 2009 Raporu'na kıyasla kayda değer bir güncelleme yapılmamıştır. Diğer bir ifadeyle, enflasyon tahminleri üretilirken küresel ekonomideki toparlanmanın gücüne ilişkin belirsizliklerin devam ettiği ve dış talebin zayıf seyrini sürdürdüğü bir görünüm esas alınmıştır.

Küresel iktisadi faaliyetin görünümüne ilişkin yukarıda özetlenen toparlanma beklentileri ve bollaşan küresel likidite 2009 yılının son çeyreğinden itibaren uluslararası piyasalarda işlem gören emtia fiyatlarını etkileyen temel unsur olmuştur. Olumluya dönen beklentiler ve beraberinde artış kaydeden risk iştahının spekülative yatırımcıları emtia piyasalarına yöneltmesi; ayrıca küresel likidite koşullarının ve zayıf ABD dolarının bu durumu desteklemesi de bu sonuçta etkili olmuştur. Bu gelişmeye paralel olarak ham petrol fiyatları da 2009 yılının son çeyreğinde yükselmiş, ancak vadeli fiyatlardaki artış eğiliminde önemli bir değişim olmamıştır. Bu nedenle, spot fiyatlardaki yükseliş ileri dönemlere dair ham petrol fiyatları varsayımlarına yansıtılmıştır. Buna göre, orta vadeli tahminler yapılırken ham petrol fiyat varsayımı 5 ABD doları artırılarak 2010 yılı için varil başına 80 ABD dolarına, 2011 yılı ve sonrası için ise 85 ABD dolarına yükseltilmiştir (Tablo 7.1.1).



Ham petrol fiyatlarının yurt içindeki enerji fiyatlarına yansımaları ve endüstriyel metaller, tahıl ve altın gibi diğer emtia fiyatlarının da ithalat fiyatları kanalıyla yurt içi fiyatlara yansımaları tahminler yapılırken dikkate alınan diğer unsurlar olmaktadır. Orta vadeli tahminler üretilirken, dünya ekonomisindeki ılımlı toparlanma sürecine paralel olarak ithal girdi maliyetlerinin de petrol fiyatlarında olduğu gibi kademeli artışlar göstereceği varsayılmıştır.

Orta Vadeli Program'da yer alan projeksiyonlara göre kamunun faiz dışı harcamalarının GSYİH'ya oranının kademeli olarak azalması öngörülmektedir. Bu doğrultuda, orta vadeli tahminlerde kamu harcamalarının talep kanalından enflasyonist bir baskıya yol açmayacağı bir çerçeve esas alınmıştır.

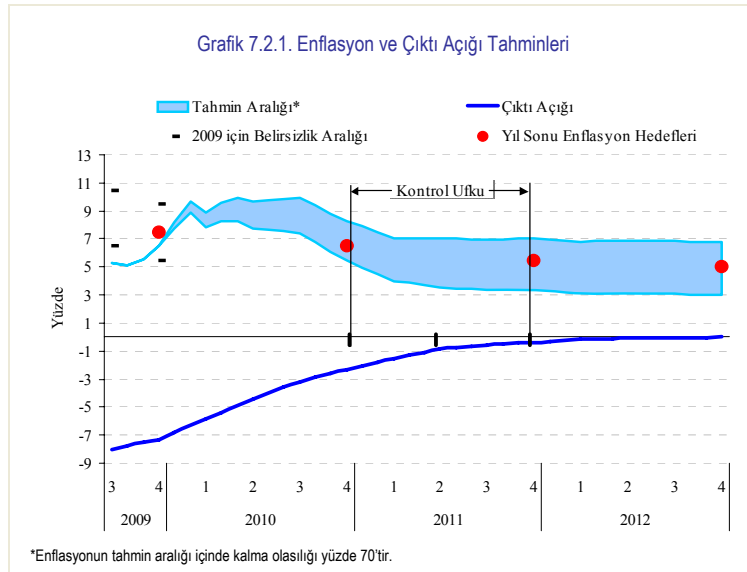
Küresel likidite koşullarının ve risk algılamalarının iyileşmesiyle Temmuz 2009 Enflasyon Raporu'ndan bugüne kredi koşullarındaki sıkılığın azalma eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu dönemde finansal koşullardaki sıkılığın azalmaya devam etmesi ve kredi faizlerinde süregelen düşüş eğilimi, para politikasının genişletici etkisini güçlendirmiştir. Bununla birlikte, küçük ve orta boy işletmelere verilen kredilerde standartların halen görece olarak sıkı olması, parasal koşullardaki genişlemenin iktisadi faaliyet üzerindeki olumlu etkisini kısmen de olsa sınırlamaya devam etmektedir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler üretilirken, kredi riski algılamalarındaki iyileşme ve uygulanan para politikası neticesinde finansal sıkılığın giderek azaldığı bir çerçeve esas alınmıştır.

Önümüzdeki dönemde kredi piyasasındaki gelişmelerin yurt içi iktisadi faaliyeti desteklemeye devam edeceği, orta vadede ise para politikasının etkilerinin daha da belirgin hissedileceği tahmin edilmektedir. Diğer yandan, kamunun halen yüksek seyreden iç borçlanma gereksiniminin, küresel ekonomide süregelen sorunların ve yüksek işsizlik oranlarının kredi genişlemesini sınırlayacağı öngörülmektedir. Bu gelişmeler dış talebin mevcut görünümü ile birlikte değerlendirildiğinde, toparlanma sürecinin yavaş olacağı düşünülmekte; dolayısıyla, iktisadi faaliyetin bir müddet daha enflasyonist baskı oluşturmayacak bir seviyede kalacağı öngörülmektedir.

## 7.2. Orta Vadeli Görünüm

Rapor'un bu bölümünde, bir önceki bölümde detaylı olarak açıklanan kısa vadeli öngörüler ve varsayımlar doğrultusunda oluşturulan baz senaryoya göre üretilen enflasyon ve çıktı açığı tahminleri ile para politikası görünümü yer almaktadır.

Önceki bölümde anlatılan öngörü ve varsayımlar doğrultusunda güncellenen tahminlere göre, politika faizlerinin uzun bir süre sabit tutulduğu ve sonrasında sınırlı artışlar göstererek tahmin ufku (üç yıl) boyunca tek haneli düzeylerde kaldığı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2010 yılı sonunda yüzde 5,5 ile 8,3 aralığında (orta noktası yüzde 6,9), 2011 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile 7,0 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun 2012 yılı sonunda yüzde 4,9 düzeyine düşeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).



Yukarıda anlatılan varsayımlar doğrultusunda üretilen çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.1'de sunulmaktadır. Buna göre, çıktı açığının Ekim 2009 Raporu'na göre, bir miktar daha hızlı kapanacağı ancak toparlanmanın ılımlı olacağı öngörülmektedir. Dış talep görünümünde belirgin bir iyileşme olmadan istihdam ve yurt içi talepte güçlü bir toparlanma beklenmemektedir. Diğer bir ifadeyle, iktisadi faaliyet düzeyindeki ve toparlanma hızındaki mevcut seyir doğrultusunda, ekonomideki çıktı açığının kapanmasının uzunca bir süre alacağı ve toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının bir süre daha devam edeceği tahmin edilmektedir.

Güncellenen tahminler, politika faizinin uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması durumunda dahi enflasyonun ana eğilimi üzerinde yukarı yönlü bir baskı hissedilmeyeceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, Grafik 7.2.1’de görüldüğü gibi, vergi ayarlamaları ve baz etkileri nedeniyle enflasyon önümüzdeki iki ay boyunca belirgin bir artış sergileyecektir. Bunun yanı sıra, küresel krizin fiyatlar üzerindeki aşağı yönlü etkilerinin belirginleştiği 2009 yılının ilk yarısındaki TÜFE değerlerinin oldukça düşük bir baz oluşturması nedeniyle, ikinci çeyrekte de yıllık enflasyon sınırlı bir miktar artış gösterebilecektir. Bu doğrultuda enflasyon bir müddet hedefin üzerinde kalsa da bütçe dengesi gözetilerek yapılan vergi ve fiyat ayarlamalarının yıllık enflasyon üzerindeki etkilerinin ortadan kalkmasıyla birlikte tekrar kademeli bir düşüş eğilimine girerek orta vadede yüzde 5 düzeylerinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir.

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

### 7.3. Riskler ve Para Politikası

2008 yılının son çeyreğinden itibaren küresel krizin derinleşmesiyle, yurt içi makroekonomik görünüm ve buna ilişkin riskler büyük ölçüde küresel gelişmelere paralel olarak şekillenmiştir. 2009 yılında ekonomimizde yaşanan daralmada dış ticaret ve küresel finansman kanalının rolü göz önüne alındığında, önümüzdeki dönemde yurt içi iktisadi faaliyet ve enflasyon görünümü üzerinde küresel gelişmelerin bir müddet daha temel belirleyici olmaya devam edeceği düşünülmektedir. Bu çerçevede, bu bölümde küresel ve yurt içi iktisadi faaliyetin olası seyri ile bunun yurt içi enflasyon görünümüne yansımaları bir arada ele alınmaktadır.

Gerek bütçe açıklarının ulaştığı yüksek seviyeler, gerekse kredi ve gayrimenkul piyasalarında süregelen sorunlar özellikle gelişmiş ülkelerdeki toparlanma sürecine ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Küresel büyümenin tekrar kesintiye uğraması olasılığı, önceki dönemlere kıyasla azalmış olsa da yurt içi iktisadi faaliyet ve enflasyon üzerinde aşağı yönlü bir risk unsuru olarak önemini korumaktadır. Önümüzdeki dönemlerde küresel

büyümenin duraklaması ve bu durumun yurt içi iktisadi faaliyetteki toparlanmayı geciktirmesi durumunda, politika faizlerinde ek bir indirim söz konusu olabilecektir.

Küresel ve yurt içi iktisadi faaliyet üzerinde aşağı yönlü riskler devam etmekle birlikte, 2009 yılının ikinci yarısından itibaren yukarı yönlü riskler de kendini göstermeye başlamıştır. Küresel iktisadi faaliyette 2009 yılının ikinci yarısında gözlenen toparlanmanın boyutu, iktisadi faaliyete ilişkin yukarı yönlü risklerden de bahsedilmesini mümkün kılmaktadır. Bunun yanı sıra, 2008 yılının son çeyreğinden bu yana küresel ölçekte alınan olağanüstü mali ve parasal tedbirlerin etkilerinin önemli bir bölümünün gecikmeli olarak gözlenebileceği dikkate alınmalıdır. Benzer şekilde, ülkemizde bu süreçte gerçekleştirilen 1.025 baz puanlık faiz indiriminin yansımalarının da belirli bir gecikmeyle ortaya çıkacağı göz ardı edilmemelidir. Önümüzdeki dönemde beklenenden daha hızlı bir toparlanma olması durumunda baz senaryoda öngörülen sınırlı parasal sıkılaştırma daha erken gündeme gelebilecektir.

Önümüzdeki aylarda, baz etkisi ve kamu fiyat ayarlamaları nedeniyle enflasyonda gözlenecek yükselişin beklentiler üzerindeki etkisi önemli bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. 2009 yılının son çeyreğinden itibaren işlenmemiş gıda, petrol ve yönetilen/yönlendirilen kamu fiyatları ile baz etkisi gibi bir çok farklı unsur enflasyonu artırıcı yönde etki yapmaya başlamıştır. Bu gelişmeler, geçici nitelikte olmasına karşın, ortalama yıllık enflasyonun bir müddet hedeflerin üzerinde kalmasına neden olacaktır. İktisadi birimlerin söz konusu unsurların geçici niteliğini doğru anlaması ve orta ve uzun vadeli beklentilerini bozmaması önem taşımaktadır (Kutu 7.1). Zira, ekonomideki kaynak kullanımının bir süre daha düşük seviyelerde kalacağı, iş gücü ortamının tüketim talebinde bir genişlemeye imkan tanımayacağı ve maliye politikasının kademeli şekilde daraltıcı yönde etkili olacağı varsayımı altında söz konusu geçici gelişmelerden ve bir seferlik şoklardan kaynaklanan fiyat artışlarının genel fiyatlama davranışları üzerindeki etkisi çok sınırlı olacaktır. Halihazırda gerek hizmet fiyatlarının yıllık artış oranının gerekse temel enflasyon göstergelerinin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyretmesi ve ciddi bir yayılma riski gözlenmemesi nedeniyle politika faizlerinin uzun bir süre düşük düzeyde tutulması öngörülmektedir. Bununla birlikte, bu Rapor'da çizilen çerçevenin dışında beklenmeyen bir durumun ortaya çıkması ve genel fiyatlama davranışlarında bozulma gözlenmesi halinde, TCMB'nin para politikasını baz

senaryoda öngörülenden önce sıkılaştırmakta tereddüt etmeyeceği vurgulanmalıdır.

Küresel krize karşı alınan mali tedbirler sonucu özellikle gelişmiş ülkelerde bütçe açıklarının yüksek boyutlara ulaşması, uzun vadede enflasyon beklentileri ve dolayısıyla uzun vadeli küresel piyasa faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Sağlam bankacılık sistemi ve basiretli maliye politikası gibi güçlü yönleriyle öne çıkan ekonomiler bu özellikleri taşımayanlardan ayrışacak, söz konusu risklerin yansımalarına karşı daha dayanıklı olacaktır. Bu çerçevede TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. OVP’de yer alan hedeflerin vergi ve fiyat artışlarından ziyade kurumsal ve yapısal iyileştirmeler yoluyla sağlanması halinde, tahmin ufku boyunca politika faizinin tek hanede kalmasının mümkün olduğu düşünülmektedir.

Petrol ve diğer emtia fiyatlarının olası seyri önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir. Küresel ölçekte kamu otoritelerinin aldığı dengeleyici tedbirler sonucu bollaşan kısa vadeli likidite emtia fiyatlarını spekülâtif hareketlere maruz bırakabilmektedir. Çin ve Hindistan gibi ülkelerde gözlenen hızlı büyüme eğilimi ve bu ekonomilerin dünya emtia talebi içinde artan ağırlığı, söz konusu spekülâtif davranışları beslemektedir. Dolayısıyla, küresel ekonomideki toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağı bir senaryo esas alındığında dahi petrol ve diğer emtia fiyatlarının yükselmeye devam etme olasılığı bulunmaktadır. Mevcut durumda ülkemizde talep koşullarının halen zayıf olması, yukarı yönlü maliyet şoklarının yurt içi fiyatlara geçişini sınırlamaktadır. Bu nedenle TCMB, özellikle yurt içi kaynak kullanımının düşük seyretmeye devam edeceği kısa vadede, küresel emtia fiyatlarındaki dalgalanmaların birincil etkilerine tepki vermeyecektir. Bununla birlikte, emtia fiyatlarında gözlenen artışın küresel büyümedeki kalıcı ve güçlü bir toparlanma ile birlikte gerçekleşmesi ve bunun enflasyon beklentilerini bozması durumunda, enflasyonu orta vadeli hedeflerle uyumlu tutacak şekilde parasal sıkılaştırmaya gidilecektir.

2008 yılının son çeyreğinden itibaren fiyat istikrarı temel amacı ile çelişmeden küresel krizin yurt içi iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamaya odaklanan TCMB, bu konuda üzerine düşeni büyük ölçüde yapmıştır. Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak

tesis edilebilmesine odaklanmaya devam edecektir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak makroekonomik istikrar ve fiyat istikrarını destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

**Kutu**  
**7.1**
**2008 YILINDAKİ HEDEF REVİZYONU ÖNCESİ  
ve SONRASINDA ENFLASYON BEKLENTİLERİ**

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı, temel olarak, merkez bankasının kamuoyu nezdinde güvenilirlik kazanarak, iktisadi birimlerin kararlarını para politikasının hedefleri doğrultusunda şekillendirmelerini sağlayabilme yetisine dayanmaktadır. Bu çerçevede, enflasyon hedeflerine, piyasaların beklentilerini şekillendirmede bir çıpa olarak önemli bir görev düşmektedir. Ancak, enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerini yönlendirebilme gücü, merkez bankasının ve dolayısıyla bankanın ilan etmiş olduğu hedeflerin kredibilitesi ile doğrudan ilgilidir.<sup>1</sup>

Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel ilkeleri çerçevesinde, hedef revizyonu ancak hedeflerin iktisadi birimler açısından anlamını yitirmesi ve bu durumun merkez bankalarının kredibilitate kaybına dönüşerek, enflasyonla mücadele sürecinin maliyetini artırması durumunda gündeme gelebilir. 2006 yılı başından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da bu ilkeye uygun olarak hareket etmiştir. Temel olarak para politikasının kontrolü dışındaki unsurlardan kaynaklanmış olsa da, rejimin ilk iki yılında yıl sonu enflasyon hedeflerinin belirgin olarak aşılması ve 2008 yılı hedefinin aşılabileceğinin da yılın yarısına gelindiğinde öngörülebilmüş olması, enflasyon hedeflerinin beklentiler için referans teşkil etme fonksiyonunun zamanla zayıflamasına neden olmuştur. Nitekim, TCMB bünyesinde hedef revizyonu öncesinde yapılan çalışmalar, enflasyonda hızlı bir düşüşün yaşandığı 2002-2005 yılları arasında iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini oluştururken büyük ölçüde enflasyon hedeflerine bağlı kaldığını; ancak 2006 yılının ortalarına doğru, gerek arz şoklarının belirginleşmesi gerekse anılan dönemde yaşanan portföy şoku sonrasında enflasyonun yıl sonu hedefinden uzaklaşması nedeniyle, beklenti oluşumundaki bu yapının değiştiğini bulgulamıştır.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Enflasyon hedeflemesinin temel prensiplerine ilişkin detaylı değerlendirmeler için bakınız: Kara, H. ve Orak, M., 2009, "Enflasyon Hedeflemesi", Ercan Kumcu (editör), Krizler, Para ve İktisatçılar, sayfa 80-140, İstanbul: Remzi Yayınevi.

<sup>2</sup> Bakınız: Başkaya, Y. S., Kara, H., ve Mutluer-Kurul, D., 2008, "Inflation Expectations and Monetary Policy in Turkey", TCMB Çalışma Tebliği, No: 08/01.

TCMB, beklentilerin oluşturulmasına ilişkin davranış biçimlerindeki bozulmanın kalıcı olması halinde enflasyonla mücadelenin maliyetinin daha da yükseleceğini öngörerek, enflasyon beklentilerini tekrar kontrol altına almak ve uygulanan rejime güvenilirliği yeniden tesis etmek amacıyla, Haziran 2008'de, Hükümet'le birlikte enflasyon hedeflerinin 2009 ve sonrası için yukarı yönlü olarak güncellenmesine karar vermiştir. Alınan bu kararın gerekçeleri ve olası sonuçları etkin bir iletişim politikası çerçevesinde kamuoyu ile paylaşılmış ve hedefleri değiştirmenin enflasyon beklentilerini kısa vadede bozma olasılığını bertaraf etmek amacıyla hedef değişikliği Haziran 2008'de gerçekleştirilen bir parasal sıkılaştırma ile birlikte uygulanmıştır. Hedef değişikliği ile, iktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken referans alabilecekleri enflasyon hedefleri belirlenerek, enflasyon beklentilerinin kontrol edilmesi amaçlanmıştır. 2012 yılı enflasyon hedefi belirlenirken de enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk yıllarında elde edilen tecrübelerin ışığında hareket edilmiş ve yukarıda bahsedilen ilkeler doğrultusunda hedefin inandırıcı ve ulaşılabilir olması göz önünde bulundurulmuştur.<sup>3</sup>

Enflasyon hedeflerinde 2008 Haziran ayında gerçekleştirilen revizyon ile, enflasyon beklentilerindeki bozulma durmuştur. Ardından uygulanan parasal sıkılaştırma ve Merkez Bankasının bu dönemde kamuoyu ile etkili bir iletişim politikası izlemesi de hedef revizyonunun etkisini güçlendirmiştir. Ancak, orta ve uzun vadeli bir perspektifle gerçekleştirilen hedef revizyonunun ekonomik birimlerin beklenti oluşum davranışları üzerinde kalıcı bir etki oluşturup oluşturmadığı daha fazla önem taşımaktadır. Son dönemde TCMB bünyesinde yapılan analizler, hedef revizyonu ile birlikte, gerek 12 ay, gerekse 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefleri ile ilişkisinin güçlendiğini ortaya koymaktadır.<sup>4</sup> Bir diğer ifadeyle, Haziran 2008 öncesinde hedef ile 24 ay sonrasına ilişkin beklentiler arasında istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki olduğu gözlenirken, bu ilişki Haziran 2008 ve sonrasındaki dönemde anlamlı bir hal kazanmıştır. Öte yandan, enflasyon beklentileri ile geçmiş döneme ait gerçekleşen enflasyon arasındaki ilişkinin hem büyüklüğünün hem de istatistiksel anlamlılığının hedef revizyonu sonrasında azaldığı gözlenmektedir. Ortaya çıkan sonuçlar, revizyon sonrası 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerin hedeflere duyarlılığındaki artışın, 12 ay sonrasına ilişkin beklentilerin hedeflere duyarlılığındaki artışa göre daha fazla olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, hedef değişikliğinin orta vadeli beklentileri yönlendirmede daha etkili olduğuna işaret etmektedir.

<sup>3</sup> 2012 enflasyon hedefi belirlenirken göz önünde alınan tüm unsurlar, "2010 Yılında Para ve Kur Politikası" adlı politika metninin ekinde ayrıntılı olarak sunulmaktadır.

<sup>4</sup> Analizin teknik detayları ve ayrıntılı sonuçları için bakınız: Başkaya, Y. S., Gülşen, E. ve M. Orak (2010), "2008 Hedef Revizyonu Öncesi ve Sonrasında Enflasyon Beklentileri", TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2010-01



Özetle, 2008 yılında gerçekleştirilen hedef revizyonu sonrasında enflasyon beklentileri ile hedefler arasındaki ilişki tekrar güçlenirken, bu dönemde enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleştirmelerine duyarlılığı da azalmıştır. Sonuç olarak, hedef revizyonu sonrasında TCMB'nin enflasyon hedeflerinin kredibilitésinin yeniden güçlendiği ve dolayısıyla, hedef revizyonunun büyük ölçüde amacına ulaştığı görülmektedir.



## Grafikler

### 1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1. İşlenmemiş Gıda Fiyatları	2
Grafik 1.1.2. Yıllık TÜFE Enflasyonu ve Katkıları	2
Grafik 1.1.3. Temel Enflasyon Göstergesi (I)	2
Grafik 1.1.4. Temel Enflasyon Göstergesi (H)	2
Grafik 1.1.5. Hizmet Grubu Fiyatları	3
Grafik 1.1.6. Enflasyon Yayılma Endeksi	3
Grafik 1.2.1. Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranları	
Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	3
Grafik 1.2.2. Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler	3
Grafik 1.3.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	8

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1. Gelişmiş Ülkeler (GÜ) ve Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) Yıllık Büyüme Oranları	18
Grafik 2.1.2. Gelişmiş Ülkeler İşsizlik Oranları	18
Grafik 2.1.3. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Sanayi Üretim Endeksi	19
Grafik 2.1.4. PMI Endeksleri	19
Grafik 2.2.1. S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	21
Grafik 2.2.2. Ham Petrol (Brent) Fiyatları	21
Grafik 2.2.3. Ham Petrol Piyasası Oynaklık Endeksi (OVX)	21
Grafik 2.2.4. Ham Petrol (Brent) Verim Eğrileri	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 2.4.1. Para Piyasaları Faiz Gelişmeleri	23
Grafik 2.4.2. Reel Kesim Borçlanma Maliyetleri	23
Grafik 2.4.3. Küresel Risk İştahı Endeksleri	24
Grafik 2.4.4. Seçilmiş Ülkeler CDS Oranları	24
Grafik 2.4.5. Küresel Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	25
Grafik 2.4.6. Gelişmekte Olan Ülke Kur ve Risk Primi Göstergeleri	25
Grafik 2.4.7. ABD Kredi Gelişmeleri	25
Grafik 2.4.8. Euro Bölgesi Kredi Gelişmeleri	25
Grafik 2.4.9. Fed: Kredi Gelişmesi Anket Sonuçları	26
Grafik 2.4.10. ECB: Kredi Gelişmesi Anket Sonuçları	26
Grafik 2.5.1. Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler:	
Eylül 2007-Aralık 2009	27
Grafik 2.5.2. Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler:	
Eylül 2007-Aralık 2009	27
Grafik 2.5.3. Gelişmiş Ülkeler Politika Faiz Oranı	28
Grafik 2.5.4. Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler Politika Faiz Oranı	28

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	29
Grafik 3.1.2. Gruplar İtibarıyla TÜFE	29
Grafik 3.1.3. Gıda Fiyatları	30
Grafik 3.1.4. İşlenmemiş Gıda Fiyatları Alt Grupları	30
Grafik 3.1.5. Enerji Grubu Fiyatları	32
Grafik 3.1.6. Hizmet Grubu Fiyatları	33
Grafik 3.1.7. Temel Enflasyon Göstergeleri I ve I*	34
Grafik 3.1.8. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	34
Grafik 3.1.9. İthalat Birim Değer Endeksi	34
Grafik 3.1.10. İmalat Sanayi Fiyatları	34
Grafik 3.1.11. İmalat Sanayi ve PMI Girdi Fiyatları Endeksi	35
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	35
Grafik 3.2.2. Enflasyon Beklentileri Eğrisi	35
Grafik 3.2.3. Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	36
Grafik 3.2.4. Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	36

**4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ**

Grafik 4.1.1. Dönemler İtibarıyla GSYİH Yıllık Büyüme Oranı	44
Grafik 4.1.2. GSYİH	44
Grafik 4.1.3. Harcama Yönünden Dönemlik Büyümeye Katkı	44
Grafik 4.1.4. Yerleşik ve Yerleşik Olmayan Hanehalkı Tüketimi	44
Grafik 4.1.5. Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	45
Grafik 4.1.6. Özel Tüketim Harcamaları	45
Grafik 4.1.7. Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	45
Grafik 4.1.8. Özel Yatırım Harcamaları	45
Grafik 4.1.9. Nihai Yurt İçi Talep	46
Grafik 4.1.10. Stok Değişimi	46
Grafik 4.2.1. İhracat, İthalat ve Net İhracatın Yıllık Büyümeye Katkısı	47
Grafik 4.2.2. Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	47
Grafik 4.2.3. İhracat Miktar Endeksi	47
Grafik 4.2.4. İYA İhracat Siparişleri Gelecek Üç Ay Beklentisi (Yukarı-Aşağı, Yüzde) ve PMI İhracat Siparişleri	47
Grafik 4.2.5. İmalat Sanayisinde Dış Talep Yetersizliği	48
Grafik 4.2.6. Gelişmiş Ülke Büyüme Tahminleri	48
Grafik 4.2.7. İthalat Miktar Endeksi	49
Grafik 4.2.8. Alt Kalemler İtibarıyla İthalat Miktar Endeksi	49
Grafik 4.3.1. İşsizlik Oranları	50
Grafik 4.3.2. Tarım Dışı İşsizlik Oranındaki Değişimin Kompozisyonu	50
Grafik 4.3.3. Tarım Dışı İstihdam	50
Grafik 4.3.4. Sanayi İstihdamı (Milyon Kişi) ve Üretimi (2005=100)	50
Grafik 4.3.5. Hizmetler ve İnşaat Sektörü İstihdamı	51
Grafik 4.3.6. İmalat Sanayi İstihdam Endeksi	51
Grafik 4.3.7. Tarım Dışı Sektörde Katma Değer (1998 Sabit Fiyatlarıyla Milyar TL) ve İstihdam (Milyon Kişi)	52
Grafik 4.3.8. Reel Ücret Ödemeleri (2005=100) ve Tüketim	52

**5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK**

Grafik 5.1.1. Risk Primi Göstergeleri	54
Grafik 5.1.2. Risk Primi – Kredi Notu İlişkisi	55
Grafik 5.1.3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Faiz Oranları	56
Grafik 5.1.4. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	57
Grafik 5.1.5. Piyasa Faizinin Vade Yapısı	58
Grafik 5.1.6. DİBS Getirilerinden Elde Edilen Orta Vadeli Reel Faizler	59
Grafik 5.1.7. Para Tabanı Yıllık Reel Büyümesi	60
Grafik 5.1.8. Döviz Kuru Gelişmeleri	60
Grafik 5.1.9. Fazla TL Likiditesi	61
Grafik 5.2.1. Reel Sektöre Açılan Krediler / GSYİH	63
Grafik 5.2.2. Tüketici Kredileri Alt Kalemleri	63
Grafik 5.2.3. Kredi Faizleri	64
Grafik 5.2.4. Kredi ve Mevduat Faiz Farkları	64

**6. KAMU MALİYESİ**

Grafik 6.1. Genel Devlet Bütçe Açığı	79
Grafik 6.1.1. Reel Vergi Gelirleri	84
Grafik 6.1.2. Faiz Dışı Fazla	84
Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri	86
Grafik 6.2.2. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	86
Grafik 6.2.3. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	87

**7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER**

Grafik 7.1.1. Yurt İçi Talep	90
Grafik 7.1.2. Üretim Yönünden GSYİH Yıllık Büyümesine Katkıları	92
Grafik 7.1.3. Hizmet Sektörü Ciro Endeksi	93
Grafik 7.1.4. Hizmet Fiyat Enflasyonu	93
Grafik 7.1.5. Hizmet Fiyat Enflasyonu ve İşsizlik Oranındaki Değişim	93
Grafik 7.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	96

## Tablolar

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1. Büyüme Tahminleri	20
Tablo 2.3.1. Enflasyon Tahminleri	23

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	31
Tablo 3.1.2. Dayanıklı Tüketim Malları Grubu Fiyatları	32

### 6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşme ve Hedefleri	80
Tablo 6.2. AB Tanımlı Genel Yönetim Nominal Borç Stoku Gerçekleşme ve Hedefleri	81
Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	81
Tablo 6.1.2. Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	82
Tablo 6.1.3. Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	83
Tablo 6.1.4. Son Çeyrek Genel Bütçe Gelirleri	83

### 7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.1.1. Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemenin Kaynakları	91
---	----

## Geçmiş Enflasyon Raporlarında Yayımlanan Kutular

### 2009-IV

- 2.1. ABD ve EURO Bölgesinde Deflasyon Riski
- 2.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları: IIF 2009-2010 Tahminleri
- 3.1. Dayanıklı Tüketim 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 İlk Çeyreğinde İktisadi Faaliyette Hızlanma Var mı? Mevsimsel Unsurlar ve Çalışılan İş Günü Sayısının Milli Gelir Verilerine Etkisi
- 5.1. Likidite Gelişmeleri ve Para Politikası Referans Faiz Oranı

### 2008-II

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

### 2008-I

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

### 2007-IV

- 5.1. Getiri Eğrileri ve Para Politikası Kararları

### 2007-III

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

### 2007-II

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

### 2007-I

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

#### 2006-IV

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

#### 2006-III

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

#### 2006-II

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

#### 2006-I

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

## Kısaltmalar

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<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>Fed</b>	Amerikan Merkez Bankası
<b>GOÜ</b>	Gelişmekte Olan Ülkeler
<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>KİT</b>	Kamu İktisadi Teşekkülleri
<b>Kurul</b>	Para Politikası Kurulu
<b>OECD</b>	Uluslararası İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
<b>MSCI</b>	Morgan Stanley Hisse Senedi Endeksi
<b>OPEC</b>	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
<b>OVP</b>	Orta Vadeli Program
<b>ÖTV</b>	Özel Tüketim Vergisi
<b>PMI</b>	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
<b>TARP</b>	Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi
<b>TÜİK</b>	Türkiye İstatistik Kurumu
<b>TL</b>	Türk lirası



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