

enflasyon raporu

2011-II



İçindekiler

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Para Politikası Gelişmeleri ve Parasal Koşullar	1
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	3
1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü	6
1.4. Riskler ve Para Politikası	8
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	11
2.1. Küresel Büyüme	12
2.2. Emtia Fiyatları	14
2.3. Küresel Enflasyon	16
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri	17
2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	20
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	25
3.1. Enflasyon	25
3.2. Beklentiler	32
4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ	37
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	37
4.2. Dış Talep	41
4.3. Emek Piyasası	44
5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	53
5.1. Finansal Piyasalar	53
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	64
6. KAMU MALİYESİ	79
6.1. Bütçe Gelişmeleri	80
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	84
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	87
7.1. Son Dönemde Alınan Para Politikası Kararları	87
7.2. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	88
7.3. Orta Vadeli Görünüm	93
7.4. Riskler ve Para Politikası	96
KUTULAR	
Kutu 3.1. Giyim ithalatında Ek Vergi Oranlarının TÜFE'ye Olası Etkileri	34
Kutu 4.1. İşgücü Piyasasında Farklılaşan Eğilimler	48
Kutu 5.1. Kredi Genişlemesi ve Cari Açık	71
Kutu 5.2. Zorunlu Karşılıklara İlişkin Kararların Etkileri	74
Kutu 7.1 TCMB'nin Yeni Para Politikası Yaklaşımı ve İletişimi	99

1. Genel Değerlendirme

2011 yılının ilk çeyreği itibarıyla küresel ekonomideki toparlanma devam ederken gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme dinamiklerindeki ayrışma sürmektedir. Gelişmiş ekonomilere dair aşağı yönlü risklerin önemini koruması bu ülkelerde genişletici para politikasının sürdürülmesine neden olurken gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişlerinin de katkısıyla iç talep güçlü seyretmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan bu ayrışma Türkiye gibi iktisadi temelleri sağlam ve riskliliği görece düşük ülkelere olan sermaye akımlarını hızlandırmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişleri sonucunda hızlanan kredi genişlemesi ve artan cari açık gibi unsurlar finansal istikrara ilişkin riskleri artırmakta ve orta vadede fiyat istikrarını tehdit etme potansiyeli taşımaktadır. Bu durum, para politikası stratejisinde finansal istikrarı da dikkate alan farklı yaklaşımları gündeme getirmektedir.

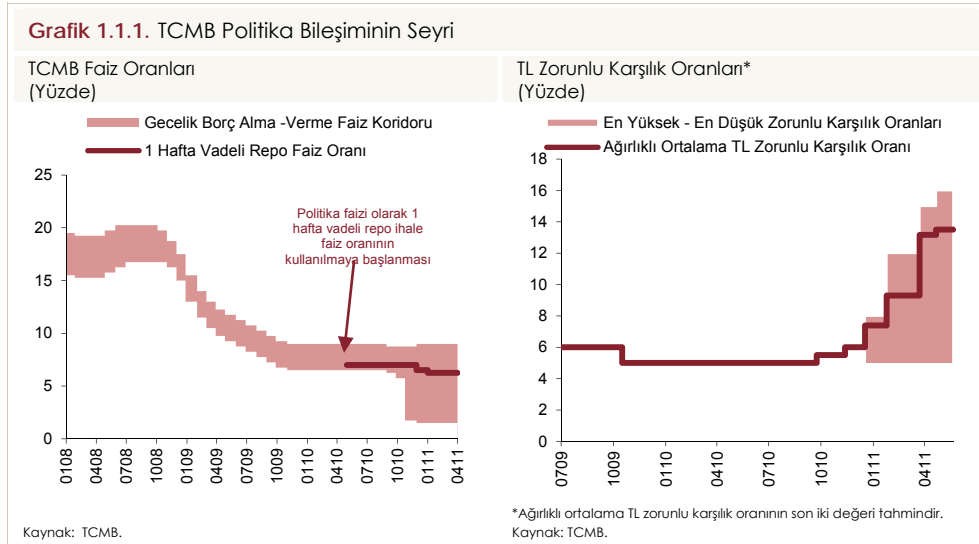
1.1. Para Politikası Gelişmeleri ve Parasal Koşullar

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), küresel dengesizliklerin ülkemiz ekonomisi üzerinde oluşturduğu makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla, 2010 yılının sonlarından itibaren yeni bir politika stratejisi tasarlamış ve uygulamaya başlamıştır. Yeni politika yaklaşımında fiyat istikrarı önceliği korunurken finansal istikrar da destekleyici bir amaç olarak gözetilmektedir. Bu kapsamda politika faizinin yanı sıra zorunlu karşılık oranları ve faiz koridoru gibi birbirini tamamlayıcı nitelikteki araçlar bir arada kullanılmaktadır.

2010 yılının son çeyreğinde enflasyonun düşüş eğiliminde olması TCMB'nin bu dönemde finansal istikrara görece olarak daha fazla ağırlık vermesine olanak tanımıştır. Bu doğrultuda TCMB, kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması amacıyla bir yandan politika faizlerini düşürürken diğer yandan faiz koridorunu (geceleik borç verme ve borç alma faizi arasındaki farkı) genişleterek kısa vadeli faizlerin oynaklığını artırmıştır. Kredi genişlemesinin yavaşlatılması amacıyla da zorunlu karşılık oranları artırılmaya başlanmıştır. Ayrıca, bankacılık sisteminin yükümlülük vadesinin uzatılarak finansal istikrarın güçlendirilmesi amacıyla, zorunlu karşılık oranları kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre farklılaştırılmıştır. Bu tedbirler sonrasında net kısa vadeli sermaye girişlerinde azalma gözlenmiş, kredi artış hızındaki ivmelenme durmuştur.

2011 yılının ilk çeyreğinde ise gerek petrol fiyatlarının öngörülerin de üzerinde hızlı artışlar sergilemesi gerekse iç talebin güçlü seyri, enflasyon görünümüne dair daha ihtiyatlı bir duruş gerektirmiştir. Özellikle petrol fiyatlarının Ocak Enflasyon Raporu'nda 2011 yılı ortalaması için yapılan varsayımın belirgin olarak üzerinde seyretmesi maliyet baskılarının arttığı bir görünüm oluşturmuştur. Bunun yanı sıra özel tüketim ve özel yatırım harcamalarının hızla büyümeye devam etmesi, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların ikincil etkilerinin önlenmesi bakımından iç talebin yavaşlatılmasının önemini artırmıştır.

İlk çeyrekte enflasyon yüzde 4 gibi tarihi olarak düşük düzeylere inmesine rağmen, yukarıda sunulan görünüm doğrultusunda TCMB, orta vadeli bir perspektifle Şubat ayından itibaren enflasyona dair yukarı yönlü risklere dikkat çekmeye başlamış ve genel fiyatlandırma davranışlarındaki bozulma riskini bertaraf etmek amacıyla, ilk çeyrekte Ocak Enflasyon Raporu'ndaki baz senaryoda öngörülene kıyasla daha güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu çerçevede Şubat ayından itibaren politika faizi sabit tutulurken Mart ve Nisan aylarında Türk lirası yükümlülükler için uygulanan zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması 410 baz puan artırılmıştır. Böylece, politika faizi ve zorunlu karşılık oranlarından oluşan politika bileşimi sıkılaştırıcı yönde değiştirilerek parasal duruş daha temkinli bir konuma getirilmiştir (Grafik 1.1.1)

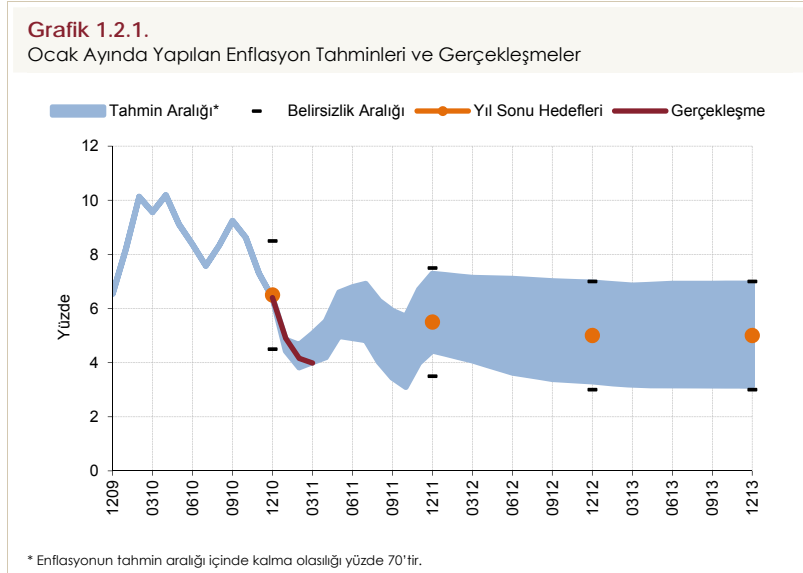


Yılın ilk çeyreğinde kredi büyümesinde bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlama gözlenirse de kredilerin artış hızı henüz finansal istikrar açısından makul görülen oranlara inmemiştir. Süregelen parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkisiyle yılın ikinci çeyreğinde kredi kullanımının ivme kaybetmeye devam edeceği

tahmin edilmektedir. İlk çeyrekte bono ve tahvil piyasasının yansıttığı piyasa faizleri her vadede yükselmiş, orta vadeli reel faizler bir önceki Rapor'un yayımlanma döneminden bu yana yaklaşık 150 baz puan artmıştır. Piyasa faizlerindeki artışın ve zorunlu karşılık düzenlemelerinin getirdiği maliyet etkisinin kredi faizlerine gecikmeli olarak yansması beklenmektedir. Nitekim, son dönemde, mevduat ve özellikle kredi faizlerinde yukarı yönlü bir hareket başlamıştır. Bütün bu gelişmeler, 2011 yılının ikinci çeyreğine girilirken politika bileşiminin sıkılaştırıcı etkilerinin giderek daha belirgin olarak hissedildiğine işaret etmektedir.

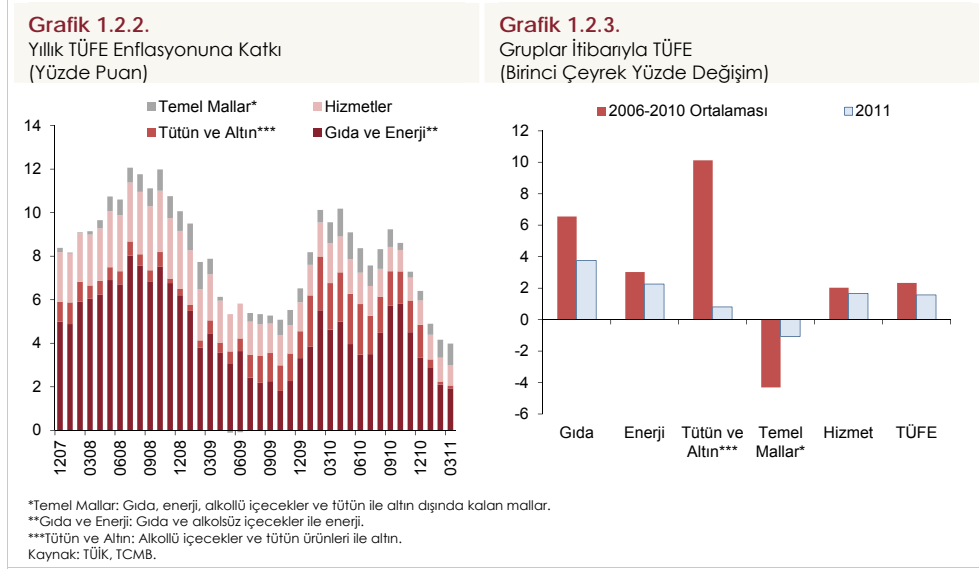
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

2010 Ekim ayında yayımlanan Enflasyon Raporu'nda, enflasyondaki yükselişin TCMB'nin tamamen kontrolü dışında olan işlenmemiş gıda ve tütün kalemlerinden kaynaklandığı vurgulanmış ve ilerleyen dönemlerde enflasyonun hızlı bir düşüş sergileyeceği tespiti yapılmıştı. Nitekim, takip eden iki çeyrek boyunca enflasyon 5,2 puan gerilemiş ve Mart ayı itibarıyla yüzde 4 seviyesine düşerek Ocak Enflasyon Raporu'ndaki tahminimizin alt sınırına yakın gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1).



Enflasyondaki hızlı düşüşte işlenmemiş gıda, enerji ve tütün fiyatlarındaki baz etkisinin ortadan kalkmasının yanı sıra hizmet fiyatlarındaki olumlu seyir de belirleyici olmuştur (Grafik 1.2.2). Öte yandan, ithalat fiyatlarındaki hızlı artış ve Türk lirasının değer kaybı nedeniyle temel mal grubu fiyat artışlarının hızlandığı görülmüştür. Nitekim, yılın birinci çeyreğinde temel mal grubu dışındaki bütün alt

kalem fiyatlarının değişim oranları geçmiş yıllar ortalamasının altında kalmıştır (Grafik 1.2.3).



Arz ve Talep Gelişmeleri

2010 yılının son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlama beklediğimiz gibi geçici olmuş ve iktisadi faaliyet son çeyrekte oldukça güçlü bir artış sergilemiştir. Bu dönemde toparlanma hızları itibarıyla iç ve dış talebin krizden çıkış sürecinde sergilediği ayrışmanın daha belirgin hale gelmesi, uygulanan yeni politika bileşiminin gerekliliğini teyid etmiştir.

2011 yılının ilk çeyreğine ilişkin veriler, iç talepteki artışın desteğiyle iktisadi faaliyetin öngörülenden canlı seyrettiğine işaret etmektedir. Bu doğrultuda, tahminlerimiz güncellenirken toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin bir önceki döneme kıyasla azaldığı bir çerçeve esas alınmıştır. Bununla birlikte, halen kapasite kullanım oranlarının kriz öncesi seviyelerinin altında, işsizlik oranlarının ise üstünde seyrettiği göz önüne alınarak 2011 yılının ilk çeyreği itibarıyla toplam talep koşullarının enflasyon üzerinde yukarı yönlü belirgin bir baskı oluşturmadığı bir görünüm çizilmiştir.

Varsayımlardaki Güncellemeler

Küresel iktisadi büyümenin öngörüldüğü şekilde devam etmesi nedeniyle Türkiye için ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksine ilişkin projeksiyonlarda önemli bir değişim olmamıştır. Dolayısıyla, dış talep koşullarına ilişkin varsayımlarda enflasyon tahminlerine etki edecek bir güncelleme yapılmamıştır.

Petrol ve diğer ithalat fiyatlarına dair varsayımlar ise belirgin şekilde yukarı yönlü güncellenmiştir. Ocak Enflasyon Raporu'nda petrol fiyatlarının 2011 yılı ve sonrasında ortalama 95 ABD doları olarak gerçekleşeceği varsayılmıştı. Bunun yanı sıra, vadeli piyasalarda oluşan emtia fiyatları referans alınarak ithalat fiyatlarının 2011 yılında 2010 yılına kıyasla ortalama yüzde 10,9 oranında artış göstereceği bir görünüm esas alınmıştı. Ancak, geçen süre zarfında daha çok arz yönlü gelişmeler nedeniyle petrol ve diğer emtia fiyatları varsayımların belirgin olarak üzerinde seyretmiştir. Bu doğrultuda, Nisan ayının ilk yarısında oluşan vadeli emtia fiyatları dikkate alınarak, petrol fiyatı varsayımı 2011 yılı ve sonrası için 115 ABD dolarına güncellenmiştir. Buna paralel olarak, ithalat fiyatlarının 2011 yılında bir önceki yıla kıyasla yüzde 16,2 oranında artacağı varsayılmıştır. Varsayımlardaki bu değişiklik 2011 yıl sonu enflasyon tahminini yaklaşık 50 baz puan artırıcı yönde etkide bulunurken 2012 yılı enflasyon tahmininin de sınırlı oranda yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur.

2011 enflasyon tahmini üzerinde belirleyici olan bir diğer unsur kumaş ve hazır giyimde gümrük vergisi oranlarının yükseltilmesi olmuştur. Bu gelişmenin fiyatlara nasıl yansıtacağı konusunda önemli belirsizlikler mevcut olmakla birlikte, tahminler güncellenirken söz konusu düzenlemenin yıl sonu enflasyonu üzerinde yaklaşık 50 baz puan yukarı yönlü etkide bulunacağı varsayılmıştır (Kutu 3.1).

Gıda fiyatlarında ise, son dönemde gözlenen olumlu seyre rağmen, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki aşırı oynaklık ve tarımsal emtia fiyatlarındaki hızlı artışlar dikkate alınarak, temkinli bir yaklaşımla 2011 yıl sonu için yüzde 7,5 düzeyindeki gıda enflasyonu varsayımı korunmuştur.

Sonuç olarak, temelde enerji fiyatlarındaki hızlı artışlar ve gümrük vergisi ayarlamaları gibi para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelerden dolayı 2011 yıl sonu enflasyon tahminimizin orta noktası 1 puan yukarı güncellenmiştir.

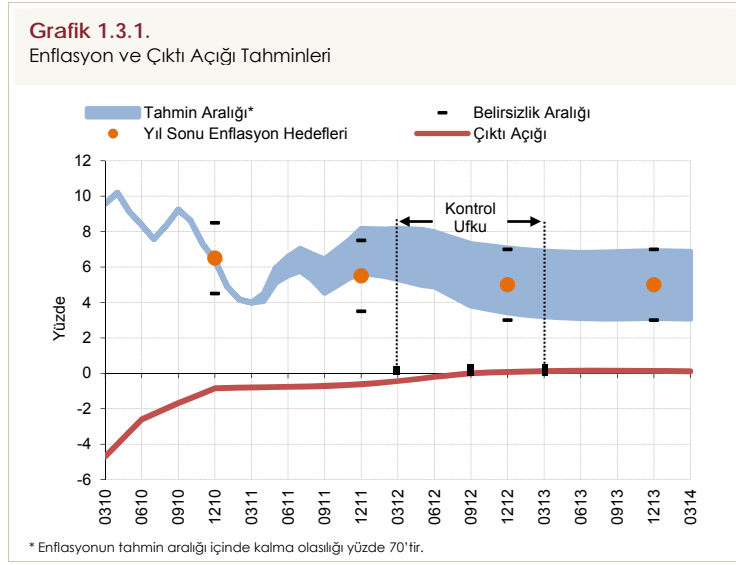
Maliye Politikası

Enflasyon tahminleri üretilirken Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları esas alınmaktadır. Yılın ilk çeyreğinde faiz dışı bütçe harcamalarının büyük ölçüde OVP hedefleri doğrultusunda gelişmesi nedeniyle maliye politikası görünümünde kayda değer bir değişiklik yapılmamıştır. Dolayısıyla, tahminler üretilirken, faiz dışı harcamaların milli gelire oranının kademeli olarak gerilemeye devam edeceği varsayılmıştır. Tahmin ufku boyunca kamu borcunun milli gelire oranındaki düşüşün devam ettiği, risk priminde ise önemli bir değişim olmadığı bir çerçeve esas alınmıştır. Ayrıca, tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü

Uygulanan yeni politika çerçevesinde para politikası duruşundaki değişiklikler kısa vadeli faizlerin yanı sıra piyasadaki likidite koşulları ve zorunlu karşılık oranları gibi politika bileşimini belirleyen diğer araçlarla da yapılabilmektedir. Politika duruşu değiştirilirken hangi politika aracının ne şekilde kullanılacağı sorusunun cevabı finansal istikrarı ve fiyat istikrarını etkileyen unsurlar tarafından belirlenmektedir. Önümüzdeki dönemde küresel konjonktürden kaynaklanan belirsizliklerin yüksek olması nedeniyle, politika bileşiminin içeriği konusundaki esnekliğin korunması gerektiği düşünülmektedir. Dolayısıyla, mevcut raporda da enflasyon tahminlerinin arka planındaki para politikası duruşunun iletişimi 'parasal sıkılaştırma' kavramı üzerinden yapılmakta, hangi politika aracının ne oranda kullanılacağına ilişkin ayrıntılı bilgi verilmemektedir.

Bu çerçevede, 2011 yılının ikinci yarısında sınırlı ölçüde ilave bir parasal sıkılaştırmaya gidilerek yıl sonunda kredi büyüme hızının yüzde 20-25 aralığına getirildiği varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 5,6 ile yüzde 8,2 aralığında (orta noktası yüzde 6,9), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile 7,0 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Güncellenen tahminler, orta vadede enflasyonun hedefle uyumlu seviyelerde kalması için önümüzdeki dönemde kredilerin kontrollü ve sağlıklı bir şekilde büyümesi gerektiğine işaret etmektedir. Bu doğrultuda daha somut bir perspektif vermek amacıyla, tahminler sunulurken kredilerin yıllık artış hızına dair rakamsal bir aralık verilmiştir. Belirtilen kredi artış hızlarının TCMB için katı bir hedef olmadığı vurgulanmalıdır. Orta vadeli enflasyon hedefi ile uyumlu olan nominal kredi büyümesi enflasyon, büyüme ve toplam talebin bileşimi gibi unsurların seyrine göre yıldan yıla farklılaşabilecektir.

Önümüzdeki üç çeyrek boyunca temelde gıda fiyatlarından kaynaklanan baz etkisi nedeniyle enflasyonun belirgin dalgalanmalar göstereceği tahmin edilmektedir. Gıda yıllık enflasyonunun ikinci çeyrekte yükseleceği, üçüncü çeyrekte düşeceği, son çeyrekte ise yukarı yönlü belirgin bir hareket sergileyeceği tahmin edilmektedir. Bu dalgalanmalar Grafik 1.3.1'de görüldüğü gibi genel enflasyonun seyrine de yansımaktadır.

Enflasyonun 2011 yılı sonunda yüzde 5,5 olan hedefin üzerinde tahmin edilmesinin temel sebebi, yukarıda da belirtildiği gibi, ithalat fiyatlarındaki belirgin artışlardır. 2010 yılı Ekim ayından bu yana emtia fiyatlarında gözlenen birikimli artışların 2011 yılı enflasyonu üzerindeki etkisinin 90 baz puan civarına ulaşacağı hesaplanmaktadır (etkinin yaklaşık 40 baz puanı Ekim Enflasyon Raporu'nda, 50 baz puanı bu raporda tahminlere yansıtılmıştır). Bunun dışında gümrük vergisi düzenlemelerinin de 2011 enflasyonunu yaklaşık 50 baz puan yukarı yönlü etkileyeceği varsayılmıştır. Dolayısıyla, 2011 yılı sonunda enflasyonun hedefin üzerinde tahmin edilmesi tamamen para politikasının kontrolü dışındaki

gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede, Nisan ayı Para Politikası Kurulu (Kurul) toplantısından sonra yapılan açıklamada petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların birincil etkilerine tepki verilmeyeceği ifade edilmiş, ancak ikincil etkilerin yakından izlenerek fiyatlamada davranışlarında bozulma olmasına izin verilmeyeceği vurgulanmıştır.

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

1.4. Riskler ve Para Politikası

Süregelen parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki etkisinin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşeceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, söz konusu etkinin boyutu ve zamanlaması para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelere bağlı olarak farklılaşabilecektir. TCMB, alınan tedbirlerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki gecikmeli etkilerini yakından izlemeye devam edecek ve gerektiği takdirde ilave tedbirler alacaktır.

Mevcut konjonktürde risk unsurları ve bunlara bağlı para politikası tedbirleri ele alınırken hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı gözetilen bir çerçeve benimsenmektedir. Bu kapsamda olası risk unsurlarının sadece toplam talep üzerindeki etkisi değil, aynı zamanda (iç ve dış talep gibi) talep kompozisyonu üzerindeki yansımaları da dikkate alınmaktadır. Zira toplam talebin seviyesi fiyat istikrarını, kompozisyonu ise finansal istikrarı doğrudan ilgilendirmektedir. Dolayısıyla, küresel ekonomiye ilişkin riskler de bu kapsamda değerlendirilmektedir.

Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü riskler, bir önceki rapor dönemine kıyasla azalmakla beraber, halen önemini korumaktadır. Birçok gelişmiş ülkede kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarındaki sorunlar henüz tam anlamıyla çözülmüştür. Ayrıca borç dinamiklerinin sürdürülebilirliği ve olası mali konsolidasyonun etkilerine yönelik belirsizlikler sürmektedir. Öte yandan, petrol fiyatlarındaki hızlı artışlar da küresel büyümeyi yavaşlatma potansiyeli taşımaktadır. Bütün bu unsurlar, küresel ekonominin toparlanma hızına ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Gelişmiş ülkelerde öngörülenden daha uzun süreli bir yavaş büyüme döneminin yaşanması, bir yandan dış talebimize ilişkin aşağı yönlü riskleri beslerken diğer yandan ülkemize yönelik kısa vadeli

sermaye akımlarının güçlü kalma olasılığını gündemde tutmaktadır. Böyle bir senaryonun gerçekleşmesi durumunda düşük bir politika faizi, yüksek zorunlu karşılık oranları ve geniş bir faiz koridorundan oluşan politika bileşimi uzun süre uygulanabilecektir. Gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde ise bütün politika araçlarının genişletici yönde belirlenmesi söz konusu olabilecektir.

Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü riskler devam etmekle birlikte yukarı yönlü riskler de giderek önem kazanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde uygulanan olağanüstü genişletici para politikalarının küresel iktisadi faaliyet ve küresel enflasyon üzerindeki gecikmeli etkileri konusunda önemli belirsizlikler bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde küresel iktisadi faaliyette beklenenden daha hızlı bir toparlanma olması durumunda gelişmiş ülkelerde enflasyon baskıları beklenenden daha erken ortaya çıkabilecektir. Böyle bir senaryonun gerçekleşmesi halinde gerek küresel politika faizlerindeki yükseliş gerekse talep yönlü enflasyon baskısı karşısında politika faiz oranının ve zorunlu karşılıkların birlikte artırılması gündeme gelebilecektir.

Petrol ve diğer emtia fiyatlarının seyrine dair belirsizlikler devam etmektedir. Önümüzdeki dönemde emtia fiyatlarındaki artışların sürmesi ve bu durumun orta vadeli enflasyon hedeflerine ulaşılmasını tehdit etmesi halinde baz senaryoda öngörülene kıyasla daha erken bir tarihte ilave parasal sıkılaştırmaya başlanabilecektir. Bununla birlikte, emtia fiyatlarındaki hızlı artışlar aynı zamanda cari dengeyi de bozacağından, politika tepkisi verilirken makro finansal riskler de gözetilecektir. Dolayısıyla, uygulanacak politika bileşiminin içeriği dış talep, sermaye akımları ve kredi genişlemesi gibi diğer unsurların görünümüne göre farklılaşabilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. Rapor'da baz senaryoda yer alan enflasyon tahminleri bütçe harcamalarının milli gelire oranının OVP ile uyumlu bir çerçevede seyredeceğini varsaymaktadır. Mali duruşun söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir. Mevcut konjonktürde iç ve dış talep arasındaki ayrışmaya bağlı olarak artan cari açığın getirdiği risklerin sınırlanması bakımından kamu tasarruflarının artırılması, dolayısıyla mali disiplinin sürdürülmesi büyük önem taşımaktadır. OVP projeksiyonlarından daha güçlü seyreden

İktisadi faaliyetin sağladığı ek vergi gelirlerinin tasarruf edilmesi, fiyat istikrarına ve finansal istikrara dair riskleri azaltacağı gibi yeni politika bileşiminin etkinliğini de artıracaktır.

Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilmesine odaklanmaya devam edecektir. Bu süreçte TCMB ve diğer kurumlarca finansal istikrara yönelik alınan önlemlerin enflasyon görünümü üzerindeki etkileri de dikkatle değerlendirilecektir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin yerine getirilmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını destekleyecektir. Mali disiplinin devamı aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve faizlerin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

2011 yılının ilk çeyreği itibarıyla küresel ekonomideki toparlanma öngörüldüğü şekilde devam etmektedir. Gelişmiş ülkelerde kamu harcamaları ve stok birikiminin katkısı yavaşlarken özel kesim talebindeki toparlanmanın katkısıyla büyüme eğiliminin korunduğu gözlenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise hızlanan sermaye akımlarının da katkısıyla iç talep kaynaklı büyüme eğilimi devam etmektedir.

Küresel iktisadi faaliyete ilişkin beklentiler olumlu seyretmekle beraber, risk faktörleri önemini korumaktadır. Avrupa'da borç sorunu yaşayan ülkelerin borçlarını yeniden yapılandırma olasılığının giderek artması ve jeopolitik sorunlarla yükselen ham petrol fiyatları büyüme üzerinde tehdit oluşturabilecek unsurlardır. Bunlara ek olarak, önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerde miktarsal genişleme sürecinin sonuna gelmesi, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını yavaşlatabilecek bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

ABD'de 2010 yılı dördüncü çeyrek büyümesinin yüksek ve büyük ölçüde özel sektör nihai talebi kaynaklı gerçekleşmesi olumlu karşılanmıştır. 2011 yılı ilk çeyreğinde açıklanan öncü göstergeler niteliğindeki verilerin beklenenden olumlu gelmesi ve istihdam artışlarının hızlanması son üç aylık dönemde gözlenen diğer pozitif gelişmelerdir. Bu gelişmeler sonrasında bazı ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) yetkilileri, ikinci parasal genişleme paketinin erken sonlanması ve para politikasında sıkılaştırmanın öne çekilmesi gerektiğini vurgulasa da, 15 Mart tarihli son Fed toplantısı tutanakları, paketin planlandığı şekilde tamamlanacağını ortaya koymuştur. Böylece, ABD'de ilk faiz artışının 2011 yılı sonlarında gerçekleşeceği beklentisi korunmuştur.

Euro bölgesinde yılın son çeyreğinde özel tüketim harcamalarının büyümeye katkısı artarken, sabit yatırım harcamaları negatif katkıda bulunmuştur. Öncü göstergeler ılımlı büyüme eğiliminin yılın ilk çeyreğinde de devam ettiğine işaret etmekte, bölge ülkeleri performansları arasındaki farklılaşma ise devam etmektedir. Avrupa Finansal İstikrar Fonu (EFSF)'nin fiili olarak kullanabileceği kaynaklarının artırılmış olması, İrlanda bankacılık sektörü stres testlerinin yeni sermaye desteğine ihtiyaç duyulmadığını ortaya koyması ve İspanya'nın almakta olduğu tedbirler sonucu diğer ülkelere ayrışma sinyalleri vermesi olumlu olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan, Portekiz'in uluslararası yardım çağrısında bulunması, çevre ülkelerin yapısal sorunları ve alınan

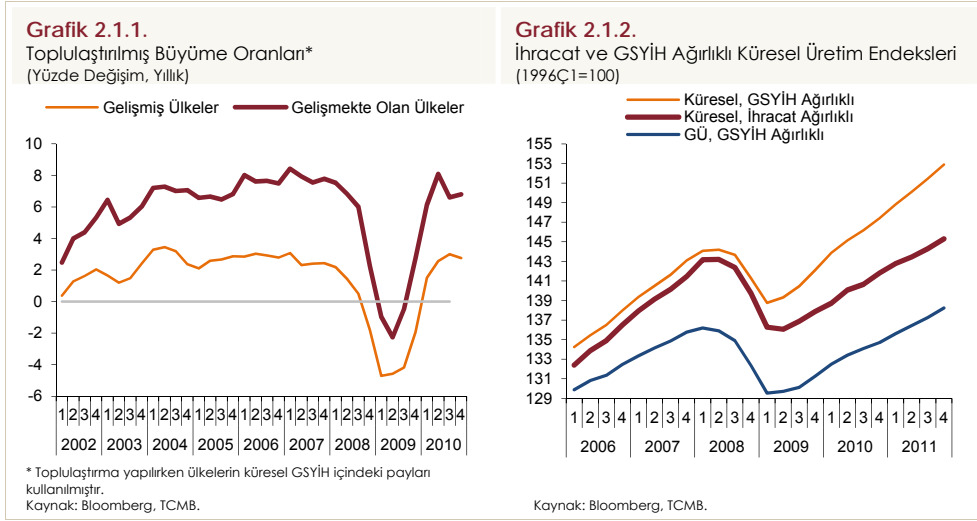
yardımlara rağmen borçların yeniden yapılandırılacağına ilişkin endişelerin devamı, kalıcı bir kriz mekanizması olarak düşünülen Avrupa İstikrar Mekanizması (ESM)'nin tasarımına ilişkin görüşmelerin sonuçlandırılmamış olması bölge büyümesi ve küresel risk iştahı üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme performansı güçlü seyrini son üç aylık dönemde de sürdürürken enflasyon baskısının daha da belirginleşmesi para politikasında sıkılaştırma eğilimlerinin beklentilerden daha önce ve daha güçlü bir şekilde gerçekleşebileceğine işaret etmektedir. Gelişmekte olan ülkeler açısından en önemli risk unsuru, rekabet gücü kaybı ve kredi genişlemesini beraberinde getiren güçlü sermaye girişleridir. İlgili ülke merkez bankalarının yoğun sermaye akımlarının olası olumsuz etkilerini sınırlayabilmek için makro risk azaltıcı tedbirlere başvurdukları gözlenmektedir.

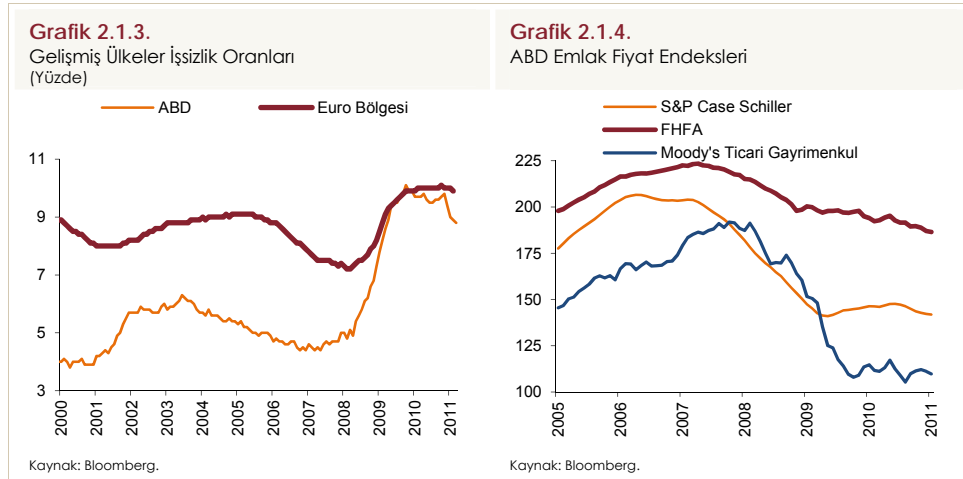
Emtia fiyatları son üç aylık dönemde de önemli bir belirsizlik unsuru olmaya devam etmiştir. Enerji ve değerli metal fiyatlarını yükselten esas unsur Orta Doğu ve Kuzey Afrika'daki siyasi sorunlar olduğundan, bu sorunların hafiflemesiyle söz konusu ürün fiyatlarında düşüş gerçekleşmesi mümkün görünmektedir. Ancak bazı emtia ürünlerinde, gerek arz kısıtları gerekse de talep artışı nedeniyle, fiyatlar üzerindeki yukarı yönlü baskıların süreceği ve bu durumun enflasyon gelişmelerini olumsuz etkilemeye devam edeceği düşünülmektedir.

2.1. Küresel Büyüme

Son üç aylık dönemde küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmanın devam ettiği gözlenmektedir. Toparlanma sürecine daha geç başlayan gelişmiş ülkelerde kriz öncesi büyüme oranlarına ulaşılmış olmasına rağmen, 2010 yılının son çeyreği itibarıyla iktisadi faaliyetin kriz öncesi seviyesinin altında kaldığı dikkat çekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise güçlü büyüme eğilimi sürmektedir. Öte yandan, ülkelerin Türkiye ihracatı içindeki payları ile ağırlıklandırılmış küresel üretim endeksi yılın dördüncü çeyreğinde de kriz öncesi seviyesinin altında kalmaya devam etmiştir. Türkiye'nin ihracatında büyük ağırlığa sahip gelişmiş ülkelerdeki toparlanmanın devamı halinde, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin 2011 yılının ikinci çeyreğinde kriz öncesi seviyesini geçmesi beklenmektedir(Grafik 2.1.1, Grafik 2.1.2).

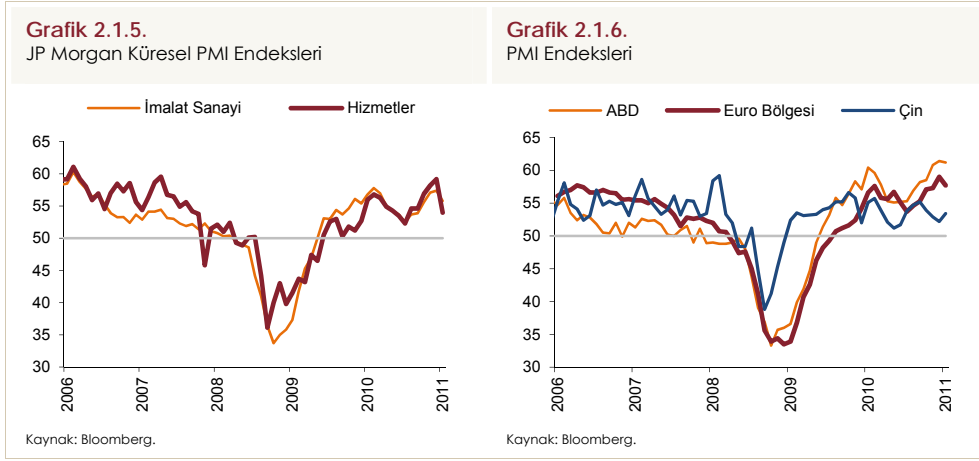


Gelişmiş ülkelerde istihdam artışları hızlanmış olsa da işsizlik oranları kriz öncesi seviyelerin halen çok üzerinde seyretmekte ve büyüme üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir (Grafik 2.1.3). ABD işsizlik oranlarının Kasım ayından itibaren, sınırlı da olsa, düşüş eğilimi sergilemesi olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, ABD emlak fiyatlarında aşağı yönlü eğilimin devam ettiği dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.4).



2011 yılı ilk çeyreğine ilişkin en güncel veri olan JP Morgan Küresel PMI endeksleri nötr seviyenin üzerinde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 2.1.5). ABD ekonomisine ilişkin PMI ana endeksinin son yılların en yüksek seviyesine ulaşması, yılın ilk çeyreğinde büyümenin güçlü olacağını yansıtmaktadır. Sıkı maliye politikalarına ve çevre ülkelerde finansal ve mali sorunların devam etmesine rağmen euro bölgesi imalat sanayi PMI endeksinin de yüksek seviyesini koruduğu gözlenmektedir. Benzer şekilde, Çin PMI ana endeksi de nötr seviyenin

üzerinde gerçekleşerek, Çin'in hızlı büyümesini sürdüreceğine işaret etmektedir(Grafik 2.1.6).



Consensus Forecasts bülteninde sunulan küresel büyüme tahminleri incelendiğinde, 2011 yıl sonuna ilişkin tahminlerin yüksek seviyelerini koruduğu dikkat çekmektedir. Japonya'da yaşanan doğal felaketler ve ABD'deki ağır kış koşulları kaynaklı üretim kesintileri nedeniyle tahminler Ocak Enflasyon Raporu dönemine kıyasla sınırlı miktarda aşağı yönlü güncellenmiş olsa da, 2012 yılı için beklentilerin olumlu seyrettiği gözlenmektedir. Japonya için 2011 yılı büyüme tahmini depremin etkisiyle önemli ölçüde düşürülmüş, buna bağlı olarak Asya Pasifik bölgesi büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1).

Tablo 2.1.1.

Büyüme Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

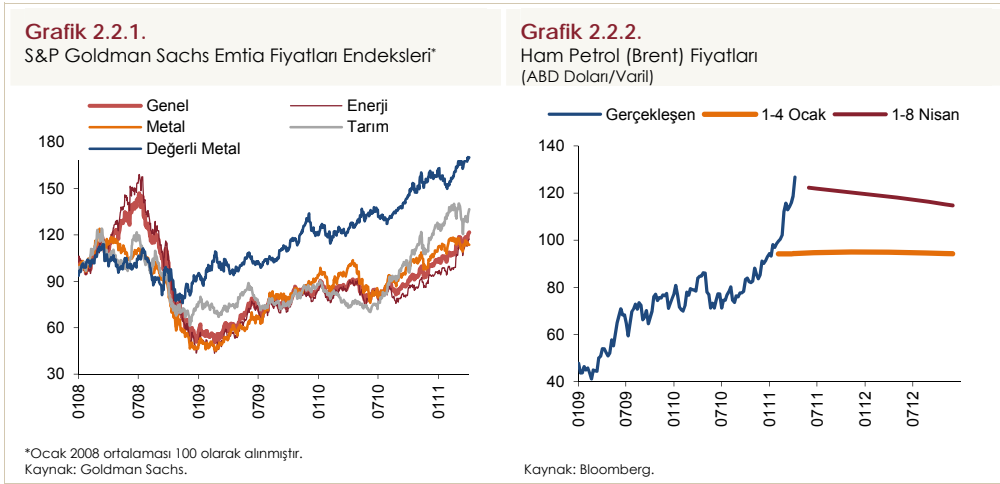
	2011		2012
	Ocak	Nisan	Nisan
Dünya	3,4	3,3	3,7
ABD	3,2	2,9	3,3
Euro Bölgesi	1,5	1,7	1,7
Japonya	1,2	0,3	2,7
Çin	9,2	9,3	8,9
Doğu Avrupa	3,9	4,1	4,3
Latin Amerika	4,1	4,2	4,2
Asya Pasifik	5,1	4,8	5,7

Kaynak: Consensus Forecasts.

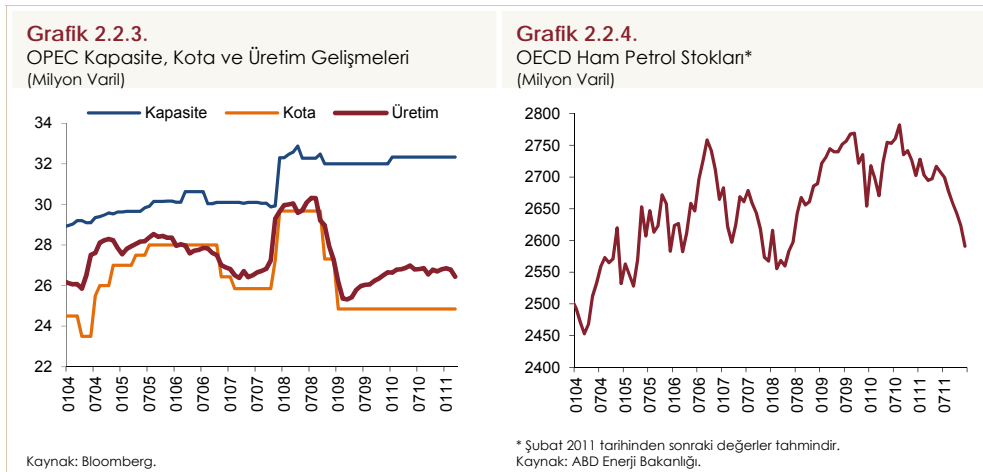
2.2. Emtia Fiyatları

2011 yılının ilk çeyreğinde, küresel emtia fiyatları artış eğilimini sürdürmüştür. Enerji fiyatları, Kuzey Afrika ve Orta Doğu'daki sorunlar nedeniyle 2008 yılı Ağustos ayından bu yana en yüksek seviyelerine ulaşan petrol fiyatlarına bağlı olarak hızlı bir şekilde artmıştır. Bölgedeki siyasi çalkantılar değerli metal fiyatlarının da tarihi zirve değerlerine ulaşmalarına neden olmuştur. Tarım

fiyatlarının son üç aylık dönemde gösterdiği artış ise Ocak Enflasyon Raporu dönemine kıyasla oldukça sınırlı kalmıştır. Aynı dönemde endüstriyel metal fiyatları da yükselişini sürdürmüştü, ancak artış oranlarında Ocak Enflasyon Raporu dönemine kıyasla gerileme gözlenmiştir (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2).



OPEC ülkelerinin yüksek atıl kapasitelerine rağmen üretimlerini artırmamaları ham petrol fiyatları üzerinde baskı unsuru oluşturmaktadır (Grafik 2.2.3). Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da gerçekleşen siyasi sorunlar ise gerek üretim kesintileri gerekse artan belirsizlik ortamı nedeniyle fiyatlardaki artış eğilimini belirginleştirmektedir. Diğer taraftan, ABD Enerji Bakanlığı tahminlerine göre arzın yetersiz kalması sonucu 2010 yılı ortasında başlayan stoklardaki gerileme eğiliminin 2011 yılı boyunca sürmesi beklenmektedir (Grafik 2.2.4). Jeopolitik gerginliklerin sona ermesi durumunda fiyatlarda gerileme beklenmesine rağmen, mevcut OPEC davranışının söz konusu düşüşleri sınırlama potansiyeli bulunmaktadır.



Tarım fiyatlarındaki artışların sınırlı kalmasında en önemli unsur, ABD Tarım Bakanlığı'nın 2011 yılı dönem sonu buğday stok tahminini azalan tüketim tahminlerinin yanı sıra olumlu arz gelişmeleri çerçevesinde yukarı yönlü güncellemesi olmuştur. Ancak buğdaydaki olumlu görünümün mısır ve pamuk gibi diğer önemli tarım ürünlerine yansımadığı dikkat çekmektedir (Tablo 2.2.1).

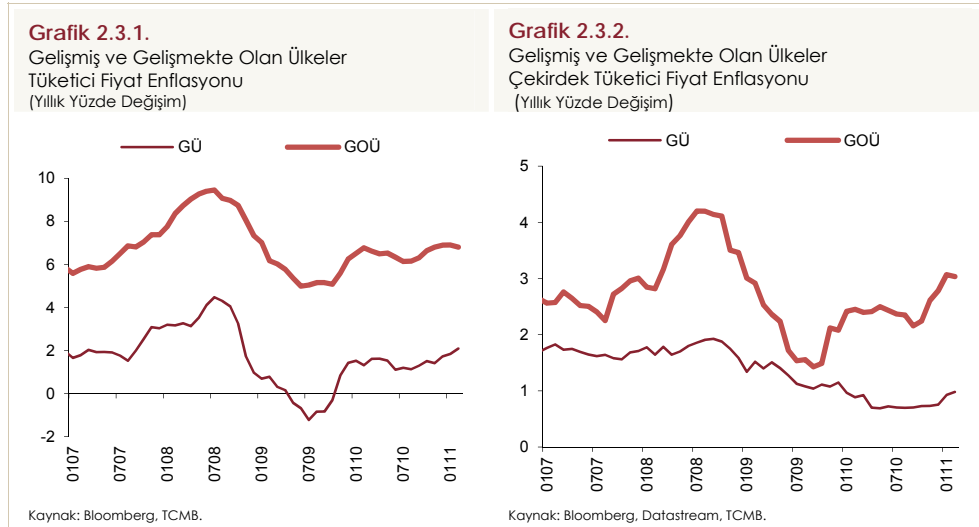
Tablo 2.2.1.
Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri

	2008/2009	2009/2010	2010/2011	
			Ocak	Nisan
BUĞDAY (milyon ton)				
Başlangıç Stoku	124,8	167,2	197,4	197,9
Üretim	684,2	682,6	645,8	647,2
Tüketim	641,7	652,5	665,3	662,3
Dönem Sonu Stoku	167,2	197,3	178,0	182,8
MISIR (milyon ton)				
Başlangıç Stoku	131,4	147,8	147,1	145,8
Üretim	798,4	812,4	816,0	814,9
Tüketim	781,9	815,7	836,1	838,3
Dönem Sonu Stoku	147,8	144,5	127,0	122,4
PAMUK (milyon balya)				
Başlangıç Stoku	60,7	60,5	43,9	44,0
Üretim	107,1	101,3	115,5	114,5
Tüketim	110,0	118,5	116,6	117,1
Dönem Sonu Stoku	60,5	43,8	42,8	41,6

Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

2.3. Küresel Enflasyon

Küresel toparlanmanın devam etmesine ve emtia fiyatlarında süregelen artış eğilimine paralel olarak, küresel ölçekte tüketici enflasyon oranları yılın ilk çeyreğinde yükselmeye devam etmiştir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Çekirdek enflasyon oranlarında ise gelişmiş ülkelerde tarihsel olarak düşük düzeyler korunurken gelişmekte olan ülkelerde belirgin bir artış gözlenmiştir.



2011 yıl sonuna ilişkin küresel enflasyon tahmini Nisan ayında Ocak Enflasyon Raporu dönemine kıyasla belirgin bir şekilde yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.3.1). Önümüzdeki dönemde daha güçlü bir büyüme performansı sergilemesi beklenen gelişmiş ülkelere ilişkin enflasyon beklentilerinin önemli oranda yükseldiği dikkat çekmektedir. Öte yandan, gelişmekte olan ülkelere dair enflasyon tahminlerindeki yukarı yönlü güncellenmenin daha sınırlı olduğu gözlenmektedir.

Tablo 2.3.1.
Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

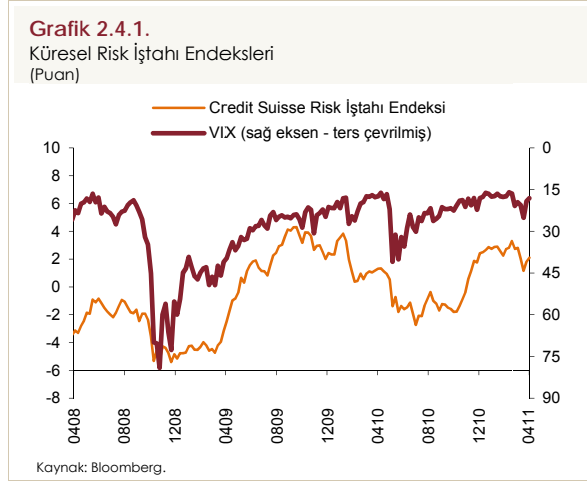
	2011	
	Ocak	Nisan
Consensus Economics		
Dünya	2,8	3,4
ABD	1,7	2,7
Euro Bölgesi	1,8	2,4
Gelişmekte Olan Ülkeler		
Doğu Avrupa	6,0	6,3
Latin Amerika	7,1	7,5
Asya Pasifik	2,8	3,3

Kaynak: Consensus Forecasts.

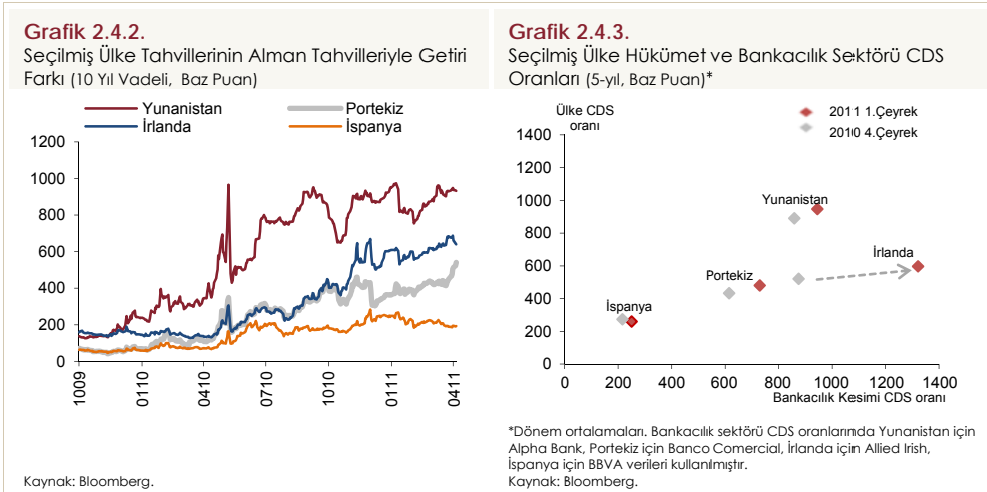
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

Son üç aylık dönemde, finansal piyasaların ağırlıklı olarak, Avrupa çevre ülkelerinde yaşanan borç krizi ve olumlu gerçekleşen makroekonomik gelişmelere tepki vermiş olduğu gözlenmiştir. 11 Mart tarihinde gerçekleşen Japonya depremi ise belirsizlik ortamı yaratarak, kısa süreli de olsa risk iştahında gerilemelere neden olmuştur. Açıklanan olumlu veriler risk iştahında iyileşmeye neden olurken, diğer yandan enflasyonist baskılar artmış ve Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB) kriz sonrası dönemde ilk faiz artırımına başvurmuştur. Paralel bir şekilde, Fed'in parasal sıkılaştırma tedbirlerine daha erken başvurması gerektiği tartışmaları da güçlenmiştir. Bu gelişmeler, önümüzdeki dönemde 'iten faktörlerin' önceki dönemlere kıyasla daha sınırlı etkide bulunacağını ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflayabileceğini düşündürmektedir.

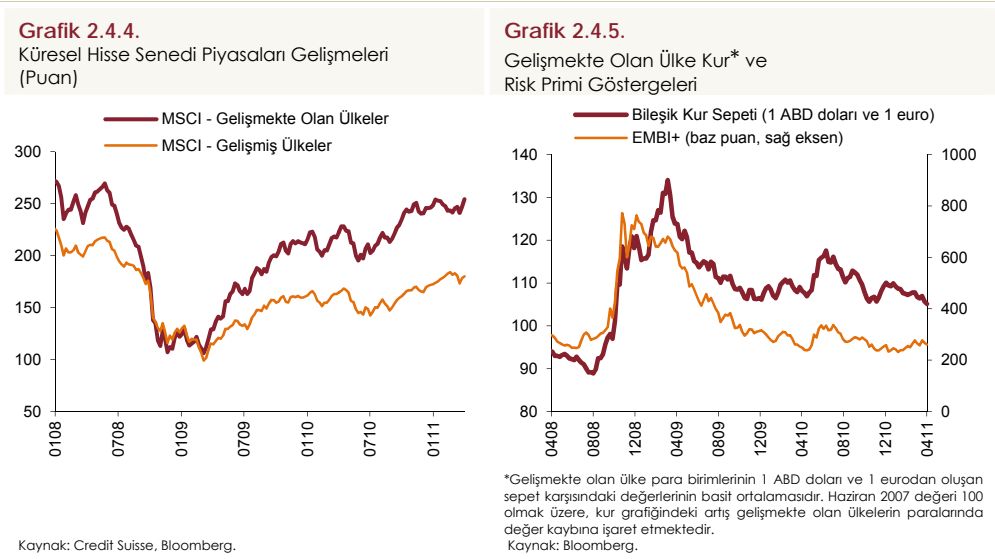
Küresel risk iştahı endeksleri dönem içinde euro bölgesi borç krizi gelişmeleri ve Japonya'da gerçekleşen deprem neticesinde gerilemiş, ancak açıklanan olumlu verilerle toparlanarak, Ocak Enflasyon Raporu döneminde gözlenen değerlere yakın seyretmiştir (Grafik 2.4.1).



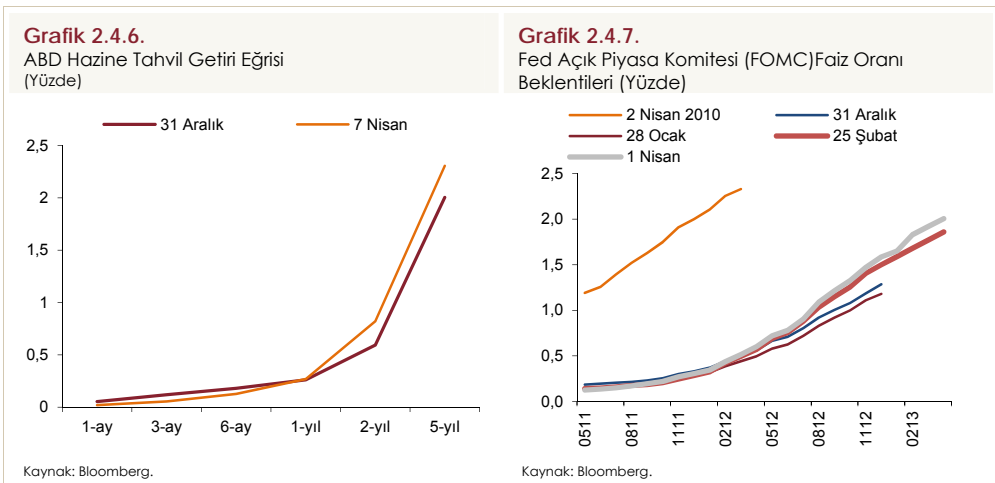
Euro bölgesinde borç sorunu yaşayan ülkelerin borçlarını yeniden yapılandırıp yapılandırmayacakları 2011 yılının ilk çeyreğinde en çok tartışılan konu olmuş, söz konusu ülkelerin borçlanma faizleri dönem boyunca yükselmiştir. Portekiz yaşadığı siyasi bunalımın da etkisiyle olumsuz performans sergilemiş ve Nisan ayının ilk haftasında geçici hükümet tarafından uluslararası destek çağrısında bulunulmuştur. İspanya almakta olduğu tedbirlerle son üç aylık dönemde diğer ülkelerden ayrışmasına rağmen, ülke bankacılık sektörünün Portekiz'deki alacak pozisyonunun yüksekliği tedirginlik yaratmaktadır. Esas olarak bankacılık sektörü kaynaklı sorunlarla karşı karşıya kalan İrlanda'da yenilenen stres testleri sonuçlarının beklentiler paralelinde gerçekleşerek yeni bir sermaye katkısına gerek duyulmadığına işaret etmesi önemli olumlu gelişmelerden birisi olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde keskin bir şekilde yükselen İrlanda bankacılık sektörü CDS oranları, stres testleri sonuçlarının açıklanmasıyla yerini gerilemeye bıraksa da, yüksek seviyelerini korumuştur (Grafik 2.4.2 ve Grafik 2.4.3).



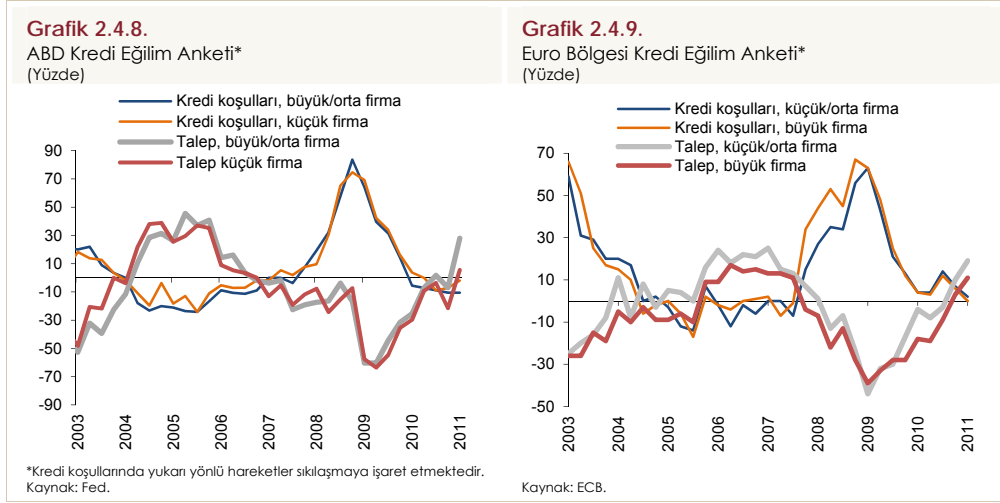
Küresel risk iştahındaki gelişmelere paralel olarak hisse senedi piyasaları inişli çıkışlı bir seyir izlemiş, gelişmekte olan ülke piyasaları son üç aylık dönemi sınırlı bir artışla kapatmıştır (Grafik 2.4.4). Gelişmekte olan ülkelerin risk primleri bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir değişiklik sergilemezken, 2010 yılı son çeyreğinde değer kaybetme eğilimi sergileyen söz konusu ülke kurlarında yeniden değer kazanma eğilimi hakim olmuştur (Grafik 2.4.5).



2010 yılı sonlarında ABD'de uygulamaya konulan ikinci genişleme paketinin ardından, beklentilerin aksine, artış eğilimine giren uzun vadeli faizler son üç aylık dönemde belirgin bir değişiklik sergilememiş, yıl sonunda seyrettiği seviyelerde kalmıştır (Grafik 2.4.6). Benzer bir şekilde ABD'de politika faizine ilişkin beklentiler önemli bir değişiklik sergilememiş, ilk politika faiz artışının 2011 yılı sonlarında gerçekleşeceği beklentisi korunmuştur (Grafik 2.4.7).



Fed Kredi Eğilim Anketi sonuçları ise kredi koşullarının gevşemeye devam ettiğine işaret ederken, kriz sonrası dönemde ilk kez kredi talebinde artış olduğu saptanmıştır(Grafik 2.4.8). ECB Kredi Eğilim Anketine göre ise kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın sona erdiği, kredi talebindeki artış eğiliminin de devam ettiği gözlenmektedir (Grafik 2.4.9).



2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Geçtiğimiz çeyrek para politikası gelişmeleri incelendiğinde, gelişmiş ülkelerde politika faizlerinin tarihsel olarak düşük seviyelerini koruduğu, ancak miktarsal gevşeme sürecinin sonuna geldiği sinyalleri dikkat çekmiştir. Gelişmekte olan ülkeler ise bir yandan sermaye hareketlerine karşı makro risk azaltıcı tedbirleri kullanırken diğer yandan politika faizlerinde normalleşme sürecine girmiştir (Tablo 2.5.1).

G3 ülkelerinde 2008 yılında başlamış olan para politikasında miktarsal gevşeme süreci geçtiğimiz çeyrekte de devam etmiştir. Ancak, olumlu gelen veriler ışığında ABD ve Avrupa Merkez Bankaları genişletici para politikası uygulamalarının sonuna yaklaşıldığına dair sinyaller vermiş; Japonya ise, meydana gelen depremin yıkıcı etkilerini telafi etmek amacıyla para politikasını gevşetmiştir. Gelişmekte olan ülkeler ise, gelişmiş ülkelerde uygulanan ek miktarsal genişleme paketlerinin ekonomileri üzerindeki potansiyel etkilerini sınırlamak için başlamış oldukları miktarsal sıkılaştırma sürecine yılın ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Gelişmiş ülkelerde uygulanan söz konusu politikalara bağlı olarak artan küresel likidite neticesinde, gelişmekte olan ülkelere yönelen yoğun sermaye girişinin, gerek finansal istikrar gerekse orta vadeli enflasyon görünümü

Üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak için birçok gelişmekte olan ülke sermaye kontrolleri uygulamaya devam etmiştir. Latin Amerika ve Asya Pasifik ülkelerinin bu uygulamada başı çektiği gözlenmiştir. Ayrıca, kredi kanalının etkin bir şekilde çalışmasına yardımcı olmak amacıyla kriz süresince düşürülmüş olan zorunlu karşılık oranlarının artırılmasına yılın ilk çeyreğinde de devam edilmiş, böylelikle para politikası duruşları sıkılaştırılmıştır (Tablo 2.5.1).

Tablo 2.5.1.
Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikası Uygulamaları

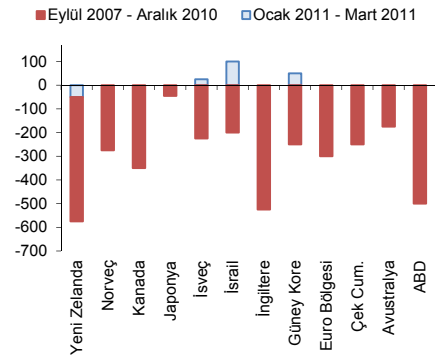
		Politika Faizlerinde Değişim			Makro Risk Azaltıcı Tedbirler		
		Ocak'11	Şubat'11	Mart'11	Zorunlu Karşılık Oranlarında Değişim	Sermaye Kontrolleri	Rezerv Biriktirme
LATİN AMERİKA	Brezilya	0,5	-	0,5	√	√	√
	Şili	-	0,25	0,5	-	-	√
	Kolombiya	-	0,25	0,25	-	√	√
	Peru	0,25	0,25	0,25	√	√	√
ASYA PASİFİK	Çin	-	0,25	-	√	√	-
	Hindistan	0,25	-	0,25	√	√	-
	Endonezya	-	0,25	-	√	√	-
	Kore	0,25	-	0,25	√	√	-
	Malezya	-	-	-	√	-	-
	Tayvan	-	-	0,125	√	√	-
	Tayland	0,25	-	0,25	-	√	-
CEEMEA	Macaristan	0,25	-	-	√	-	-
	İsrail	0,25	0,25	0,5	√	√	√
	Polonya	0,25	0	0	√	√	-
	Türkiye	-0,25	-	-	√	-	√

Kaynak: Ülke merkez bankaları.

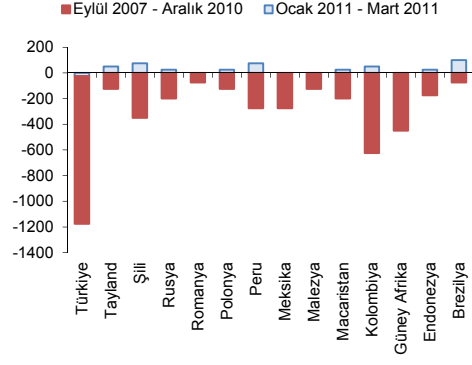
Ocak Enflasyon Raporu döneminde, gelişmiş ülke merkez bankalarının politika faizlerinde normalleşme sürecini öteledikleri bir görünüm esas alınmıştır. Bu görünüm ile uyumlu olarak yılın ilk çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankaları çoğunlukla politika faizlerini buldukları düzeylerde tutmaya devam etmiştir (Grafik 2.5.1). Nitekim, politika faizlerine ilişkin toplulaştırılmış endekslere göre gelişmiş ülkelerin bileşik faizleri geçtiğimiz çeyrekte de yatay seyretmeye devam etmiştir (Grafik 2.5.3). Gelişmekte olan ülkelerde ise, makro risk azaltıcı tedbirler kullanılmasının yanı sıra, artan enflasyonist baskı neticesinde, yılın ilk çeyreğinde politika faizleri de artırılmış, dolayısıyla para politikaları daha da sıkılaştırılmıştır (Grafik 2.5.2). Böylece, gelişmekte olan ülkelerin bileşik faiz oranları bir önceki çeyreğe göre 0,5 puan artarak Mart ayı sonu itibarıyla yüzde 6,5 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.5.4).

Grafik 2.5.1.

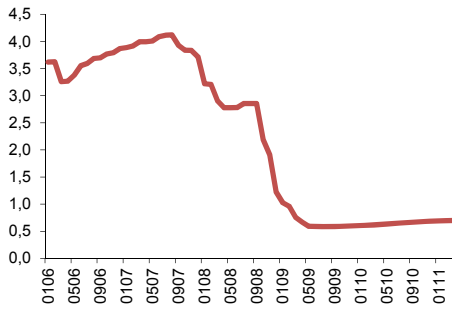
Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Eylül 2007 - Mart 2011* (Baz Puan)

* Mart 2011 sonu itibarıyla.
Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.**Grafik 2.5.2.**

Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Eylül 2007 - Mart 2011* (Baz Puan)

* Mart 2011 sonu itibarıyla.
Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.**Grafik 2.5.3.**

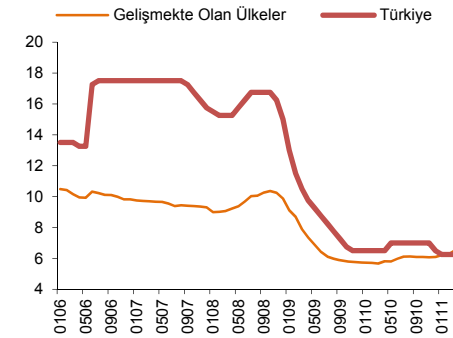
Gelişmiş Ülkeler Politika Faiz Oranı (Yüzde)



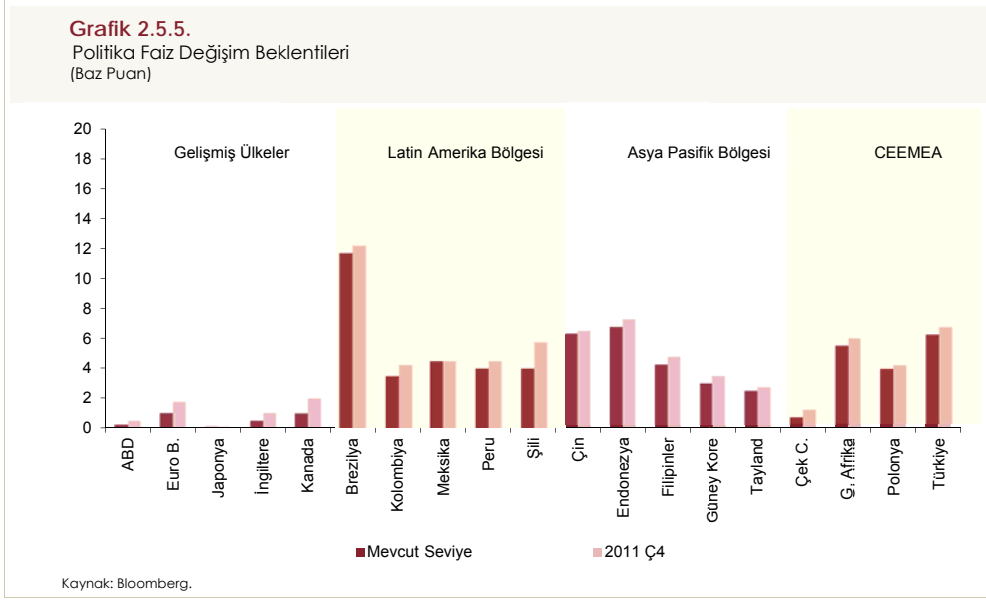
Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

Grafik 2.5.4.

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



önümüzdeki dönem faiz artışına gideceği yönündeki algılamaları güçlendirmiştir (Grafik 2.5.5).

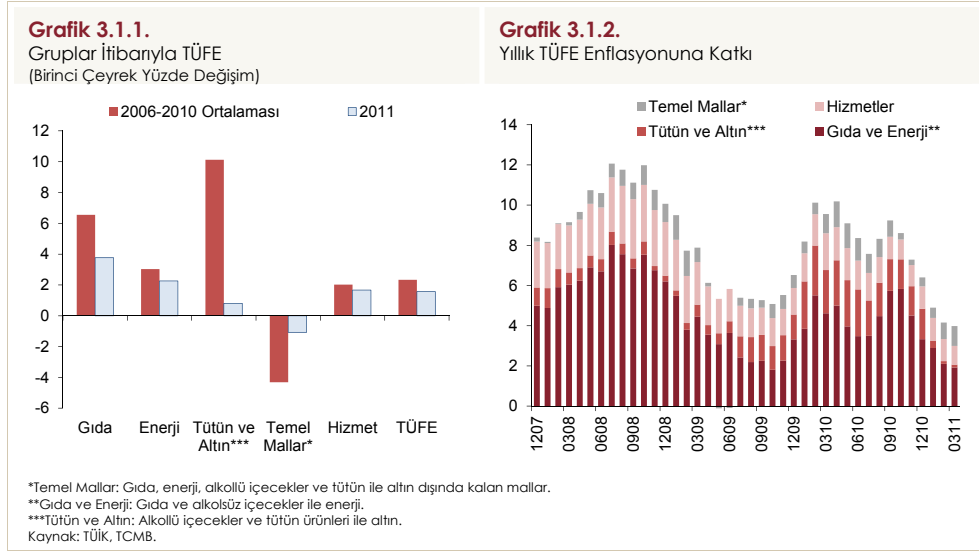


3. Enflasyon Gelişmeleri

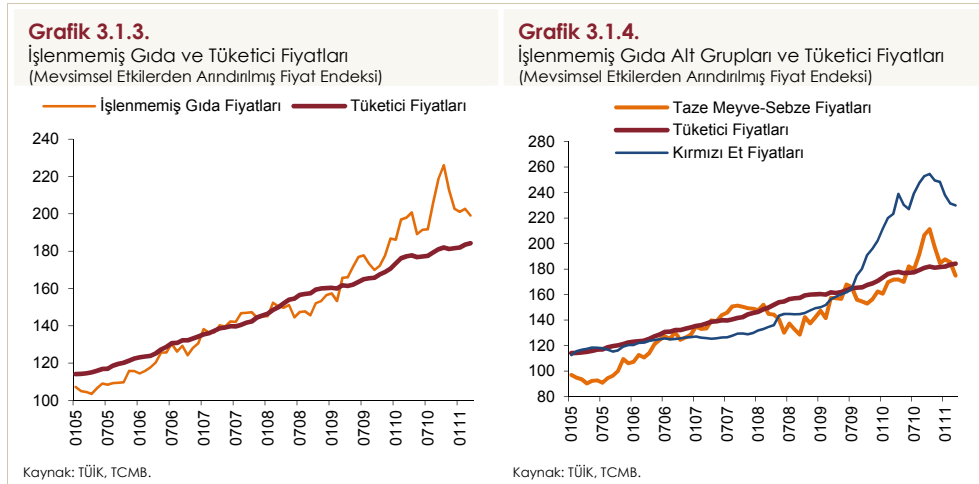
3.1. Enflasyon

2011 yılı ilk çeyreğinde tüketici fiyatları yüzde 1,57 oranında artmış ve yıllık enflasyon yüzde 3,99 oranıyla tarihsel olarak düşük düzeylere gerilemiştir. Yıllık enflasyonda kaydedilen belirgin azalışta, 2010 yılı Ocak ayında yürürlüğe giren (akaryakıt, alkollü içecek ve tütün ürünlerini kapsayan) vergi düzenlemelerinin oluşturduğu baz etkisinin ortadan kalkması ve işlenmemiş gıda fiyatlarına bağlı gelişmeler ön plana çıkmıştır. Bu dönemde üretici fiyatları kaynaklı baskılar güçlenirken, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği destek önceki dönemlere kıyasla azalmıştır. Temel (çekirdek) enflasyon göstergelerinde yıllık enflasyon artış kaydetmekle birlikte düşük oranlı seviyelerini korumuştur.

Alt gruplar bazında bakıldığında, temel mal dışında kalan kalemlerde fiyatların çeyreklik değişim oranlarının geçmiş yıllar ortalamasının altında kaldığı görülmüştür (Grafik 3.1.1). Gıda enflasyonu, işlenmemiş gıda fiyatlarının 2010 yılının son çeyreğindeki keskin düzeltmenin ardından bu çeyrekte de düşük oranlı bir artış kaydetmesiyle, yavaşlama göstermiştir. Enerji fiyatları uluslararası enerji fiyatları ile döviz kuru gelişmelerinin yansımalarıyla bu çeyrekte yükseliş kaydetse de, artış oranı tarihsel ortalamaların altında kalmıştır. Uluslararası emtia fiyatlarındaki keskin yükselişlerin ve Türk lirasındaki değer kaybının yurt içi fiyatlar üzerindeki etkisi en belirgin olarak temel mal fiyatlarında hissedilmiştir. Söz konusu etkilere istinaden temel mal grubunda yıllık enflasyon yükselirken, bu grubun tüketici enflasyonuna olan katkısı 1 puana ulaşmıştır (Grafik 3.1.2). Belirginleşen maliyet yönlü baskılara rağmen, bu dönemde hizmet fiyatları yıllık enflasyonunda sınırlı bir gerileme gözlenmiştir. Bu durum, talep koşullarının enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturacak bir düzeye ulaşmadığı yönünde sinyal vermektedir.

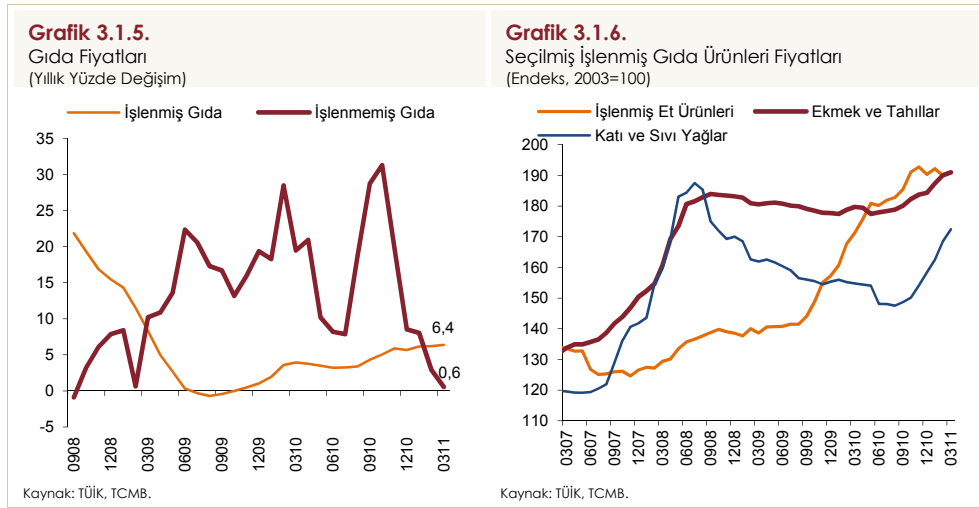


Gıda fiyatları yıllık artış oranı ilk çeyrekte 3,55 puan ile kayda değer bir oranda azalarak yüzde 3,47'ye gerilemiştir. Böylelikle, grup fiyatları Ocak Enflasyon Raporu'nda varsayılan patikaya kıyasla daha düşük seyretmiştir. Bu gelişmede işlenmemiş gıda fiyatlarında devam eden düzeltme eğilimi belirleyici olmuştur (Grafik 3.1.3). Bu dönemde taze meyve-sebze fiyatları azalış eğilimini sürdürerek bir önceki yıl seviyesine gerilemiştir (Grafik 3.1.4). Buna ek olarak, alınan ithalat tedbirlerinin süregelen etkisiyle kırmızı et fiyatlarındaki aşağı yönlü seyir devam etmiştir (Grafik 3.1.4).

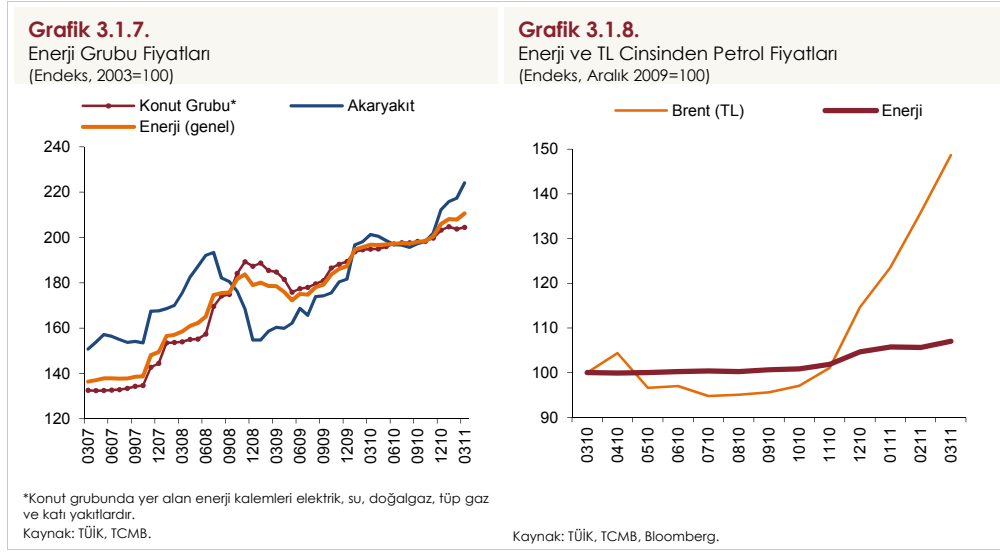


İşlenmemiş gıda fiyatları üzerinde temelde yurt içi kaynaklı tarımsal gelişmelerin etkisi hissedilirken, uluslararası gıda fiyatlarındaki gelişmelerin yurt içi fiyatlara yansması daha çok işlenmiş gıda fiyatları kanalıyla olmaktadır. Bu doğrultuda, işlenmiş gıda fiyatlarında uluslararası gıda fiyatları paralelinde artış

kaydedilmiştir (Grafik 3.1.5). Bunun yanında, Türk lirasının yakın dönemde değer kaybetmesinin de fiyatlar üzerinde olumsuz etkileri olmuştur. Özellikle ithalat fiyatlarının önemli ölçüde etkili olduğu katı ve sıvı yağlarda fiyat artışları hızlanarak sürmüştür (Grafik 3.1.6). Uluslararası buğday fiyatlarının gıda fiyatlarına yansımaları, ekme ve tahıl ürünleri fiyatları kanalıyla devam etmiştir. Öte yandan, buğday ithalatında gümrük vergisinin Mayıs ayına kadar geçici olarak kaldırılması bu gruptaki fiyat artışlarını kısmen sınırlamıştır. İşlenmiş et ürünleri fiyatları ise anılan çeyrekte işlenmemiş kırmızı et fiyatlarındaki yavaşlama sonucunda görece yatay seyretmiştir.



Enerji fiyatları ilk çeyrekte yüzde 2,27 oranında artmıştır (Tablo 3.1.1). Bu gelişimde, büyük ölçüde uluslararası petrol fiyatlarındaki artış ve Türk lirasındaki zayıf seyir nedeniyle yükselen akaryakıt fiyatları etkili olmuştur (Grafik 3.1.7). Konut grubunda yer alan katı yakıt fiyatlarındaki yükseliş eğilimi bu dönemde artarak devam ederken, su tarifeleri ve tüp gaz fiyatlarının artış oranında yavaşlama gözlenmiştir. Böylelikle, enerji grubu yıllık enflasyonu Mart ayı sonu itibarıyla yüzde 7,02 olarak gerçekleşmiştir. Son iki çeyrekte Türk lirası cinsinden petrol fiyatlarında kaydedilen yüksek oranlı artışa rağmen, doğalgaz ve elektrik fiyatlarında henüz bir artış gözlenmemesi, 2011 yılı genelinde enerji fiyatlarına ilişkin yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır (Grafik 3.1.8).



2010 yılının ilk çeyreğinde vergi oranlarındaki artışa bağlı olarak yüzde 26,60 oranında artan alkollü içecekler ve tütün grubu fiyatları bu yılın ilk çeyreğinde sabit seyretmiş ve böylelikle bu grubun yıllık tüketici enflasyonuna yaptığı katkı bu dönemde yaklaşık 1,4 puan gerilemiştir (Grafik 3.1.2).

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

	2010					2011
	I	II	III	IV	Yıllık	I
TÜFE	3,93	-0,32	1,15	1,55	6,40	1,57
1. Mallar	4,50	-0,38	1,29	1,64	7,18	1,53
Enerji	5,08	0,21	0,43	3,98	9,96	2,27
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	7,33	-6,66	7,02	-0,18	7,02	3,77
İşlenmemiş Gıda	13,40	-12,76	13,16	-3,05	8,52	5,08
İşlenmiş Gıda	1,93	-0,62	1,69	2,59	5,68	2,61
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	1,81	5,07	-2,96	2,21	6,09	-0,68
Temel Mallar	-3,27	6,16	-3,45	2,59	1,70	-1,08
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	1,32	0,36	-0,34	-1,06	0,26	4,26
Alkollü İçecek, Tütün ve Altın	23,22	1,48	-1,27	0,93	24,61	0,81
2. Hizmetler	2,32	-0,17	0,73	1,31	4,24	1,67
Kira	0,96	0,65	1,30	0,98	3,96	1,08
Lokanta ve Oteller	3,30	2,28	1,56	2,30	9,76	1,65
Ulaştırma	2,44	1,32	1,83	1,28	7,04	2,28
Haberleşme	3,53	-6,11	-2,90	2,23	-3,51	1,96
Diğer Hizmetler*	1,76	0,27	1,19	0,30	3,57	1,61

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

Temel mal grubunda yıllık enflasyon bir önceki çeyreğe kıyasla 2,31 puan artarak yüzde 4,01'e yükselmiştir (Tablo 3.1.2). Mevsimsel etkilerden arındırılmış temel mal fiyatlarında ithalat fiyatları ve Türk lirasındaki gelişmelere bağlı olarak belirgin bir artış kaydedilmiştir (Grafik 3.1.9). Bu dönemde, giyim fiyatlarının yıllık artışı sınırlı bir oranda yükselirken, diğer temel mal fiyatlarındaki yukarı yönlü eğilim dikkat çekmiştir (Grafik 3.1.10). Bilhassa ithalatın ağırlıkta olduğu dayanıklı tüketim malları ithalat fiyatı ve döviz kuru gelişmelerinden belirgin olarak etkilenmiştir. Özellikle otomobil ve beyaz eşya sektörlerinde, güçlü talebin de

katkısıyla, döviz kurunun etkisi görece olarak daha fazla hissedilmiştir. Önümüzdeki dönemde, temel mal fiyatlarına ilişkin en önemli risk, kumaş ve hazır giyimde gümrük vergisi oranlarının Bakanlar Kurulu kararı ile yükseltilmesinin giyim sektörü enflasyonu üzerindeki etkisi olacaktır(Kutu 3.1).

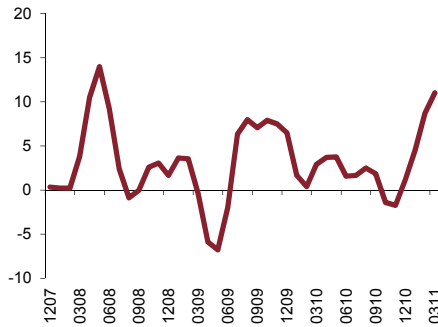
Tablo 3.1.2.
Temel Mal Fiyatları
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2010					2011
	I	II	III	IV	Yıllık	I
Temel Mallar	-3,27	6,16	-3,45	2,59	1,70	-1,08
Giyim ve Ayakkabı	-12,62	23,73	-11,90	9,94	4,72	-12,04
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	1,32	0,36	-0,34	-1,06	0,26	4,26
Mobilya	1,41	3,76	1,77	-1,06	5,94	0,75
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	-0,16	-1,01	-0,85	-0,23	-2,23	2,87
Otomobil	2,17	-0,11	-0,61	-1,67	-0,26	6,31
Diğer Dayanıklı Mallar	0,56	2,17	-1,81	0,90	1,79	2,15
Diğer	-0,95	0,11	0,58	1,18	0,91	1,82

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3.1.9.

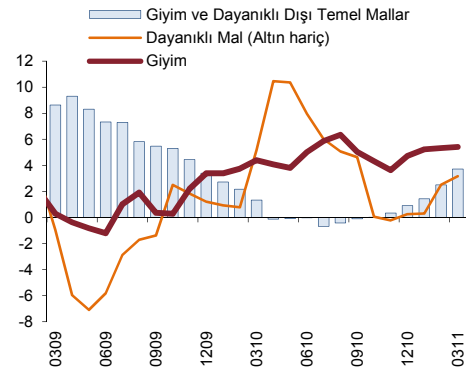
Temel Mal Fiyatları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

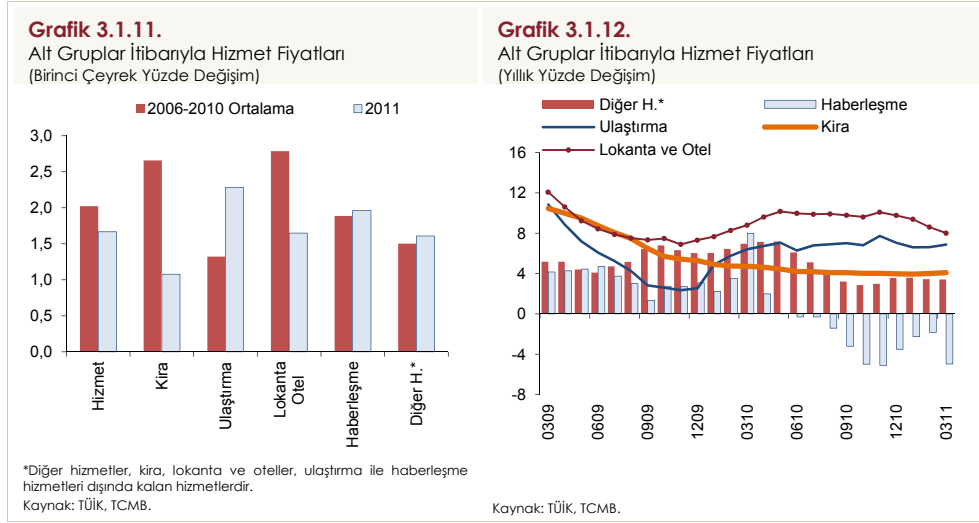
Grafik 3.1.10.

Temel Mal Fiyatları
(Yıllık Yüzde Değişim)

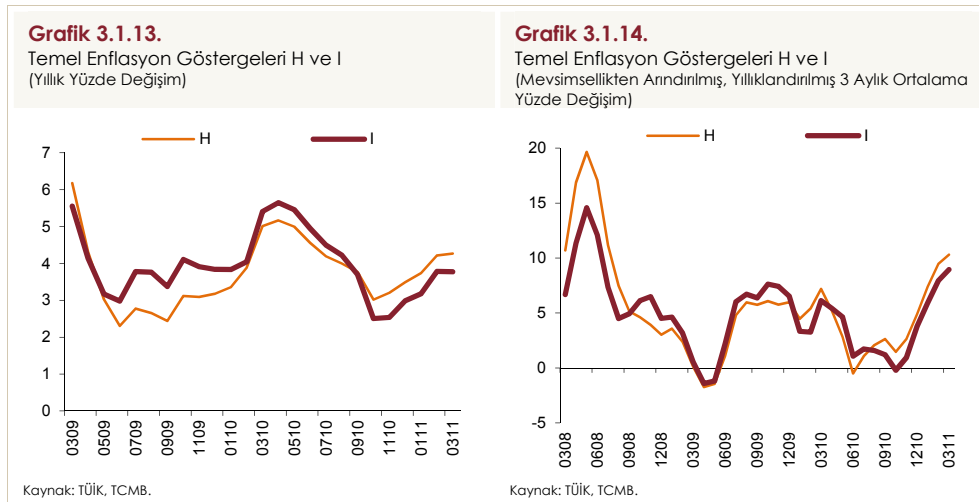


Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hizmet fiyatları yılın ilk çeyreğinde yüzde 1,67 oranında artarken, grup yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 0,67 puan azalarak yüzde 3,57 olmuştur (Grafik 3.1.11). Böylelikle, Mart ayı itibarıyla hizmet enflasyonu endeks tarihinin en düşük seviyesine gerilemiştir. Bu dönemde yıllık enflasyonu oldukça sınırlı bir yükseliş kaydeden kira dışındaki tüm hizmet alt gruplarının yıllık enflasyonlarında azalış gözlenmiştir. Özellikle, gıda fiyatlarındaki yavaşlama paralelinde yemek hizmetleri yıllık enflasyonundaki azalış belirgin olmuştur (Grafik 3.1.12). Yurt içi akaryakıt fiyatlarındaki yükselişe istinaden ulaştırma hizmetleri fiyatlarında artış kaydedilmiştir (Grafik 3.1.11). Yılın ikinci çeyreğinde haberleşme hizmetlerinden kaynaklanan baz etkisine bağlı olarak hizmet grubu yıllık enflasyonunun artış göstereceği tahmin edilmektedir.

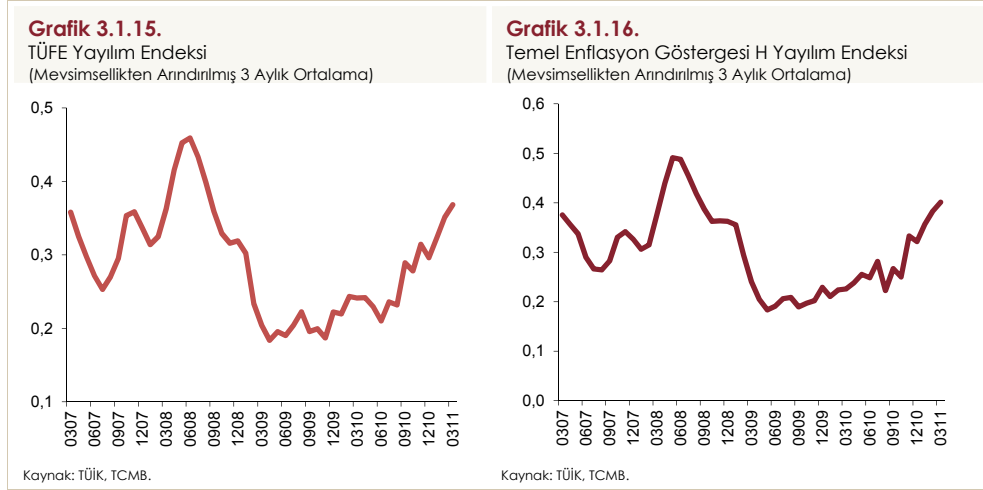


Yılın ilk çeyreğinde temel enflasyon göstergelerinin yıllık artış oranı 2010 yıl sonuna kıyasla yükselmiştir (Grafik 3.1.13). Son dönemde ithalat fiyatları ve Türk lirasındaki gelişmelerin özellikle temel mal fiyatlarındaki yansımaları bu artışta belirleyici olmuştur. Buna ek olarak, temel enflasyon göstergelerinin mevsimsellikten arındırılmış eğilimleri de yılın ilk çeyreğinde önemli bir oranda yükselmiştir (Grafik 3.1.14). Söz konusu yüksek eğilim, temel enflasyon göstergelerinde yıllık enflasyonun önümüzdeki dönemde de artmaya devam edeceğine işaret etmektedir.

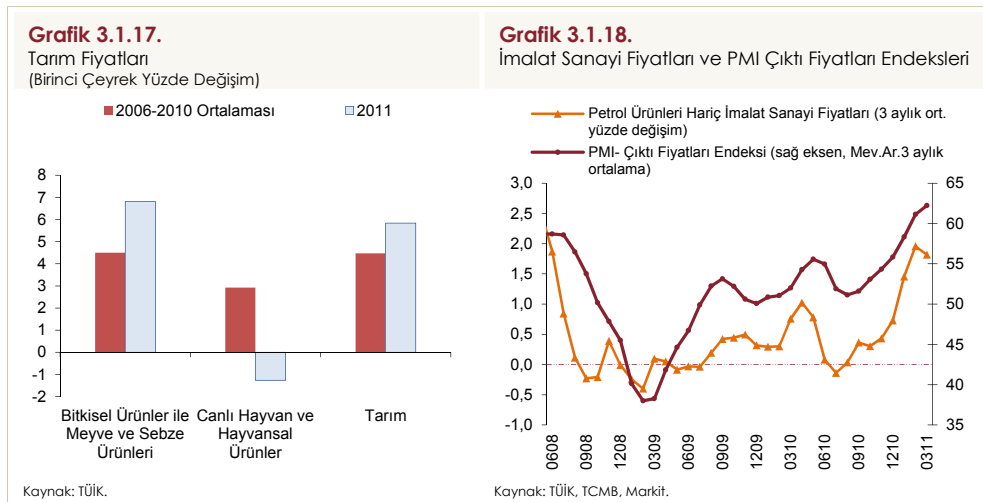


Yayımlı endekslerinin mevsimsellikten arındırılmış verileri, iktisadi faaliyetteki toparlanmayla uyumlu bir biçimde, yılın ilk çeyreğinde de yukarı yönlü eğilimini korumuştur (Grafik 3.1.15 ve 3.1.16). Öte yandan, bu eğilim sonucunda yayılım endeksleri tarihsel ortalama düzeylerinin üzerine çıkmıştır. Yayımlı endekslerindeki

görünüm, temel enflasyon göstergelerinin son dönem eğilimleri ile birlikte değerlendirildiğinde, genel enflasyonun seyrinin önümüzdeki dönemde yukarı yönlü olacağına işaret etmektedir.



Üretici fiyatları yılın ilk çeyreğinde önceki dönemlere kıyasla oldukça yüksek bir oranda (yüzde 5,40) artmıştır. Böylelikle, tüketici ve üretici yıllık enflasyonları arasındaki fark belirginleşmiştir. Tarım fiyatları meyve ve sebze fiyat gelişmelerinin yanında sınıai tarım ürünlerinden buğday ve ayçiçeği fiyatlarının bir önceki çeyreğe kıyasla yükselmeye devam etmesine bağlı olarak bu dönemde yüzde 5,84 oranında artmıştır (Tablo 3.1.3 ve Grafik 3.1.17). Diğer taraftan, geçmiş dönemlerde belirgin artış kaydeden pamuk fiyatları ile canlı hayvan ve süt üretici fiyatlarında gerileme gözlenmiş, canlı hayvan ve süt fiyatlarına yönelik etkiler işlenmemiş gıda fiyatları kanalıyla bu dönemde tüketici fiyatları üzerinde de izlenmiştir.



Bu çeyrekte uluslararası emtia fiyat gelişmeleri ile Türk lirasındaki değer kaybının girdi maliyetlerini yükseltici etkisi imalat sanayi fiyatları üzerinde belirgin olarak hissedilmiştir (Grafik 3.1.18). Özellikle petrol fiyatları ile metal fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlar petrol ve ana metal imalat sanayi fiyatlarına önemli oranlarda yansımıştır. Anılan dönemde pamuk fiyatlarının gerileyerek Ekim 2010 seviyesine gelmesine karşın, tekstil imalatı fiyatlarındaki artışların sürmesi maliyet artışlarının imalat sanayi fiyatlarına kademeli yansımalarının sürdüğüne işaret etmektedir. Bunun yanında, tarımsal girdi fiyatlarındaki artışların da gıda imalatı fiyatlarına yayıldığı gözlenmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, imalat sanayi fiyatları yılın ilk çeyreğinde, geçmiş dönemlere kıyasla kayda değer bir ivmelenme sergileyerek, yüzde 6,27 oranında yükselmiştir (Tablo 3.1.3 ve Grafik 3.1.18). Bu bağlamda, ilk çeyrek enflasyon üzerinde üretici fiyatları kaynaklı maliyet baskılarının oldukça belirgin olduğu bir dönem olmuştur.

Tablo 3.1.3.

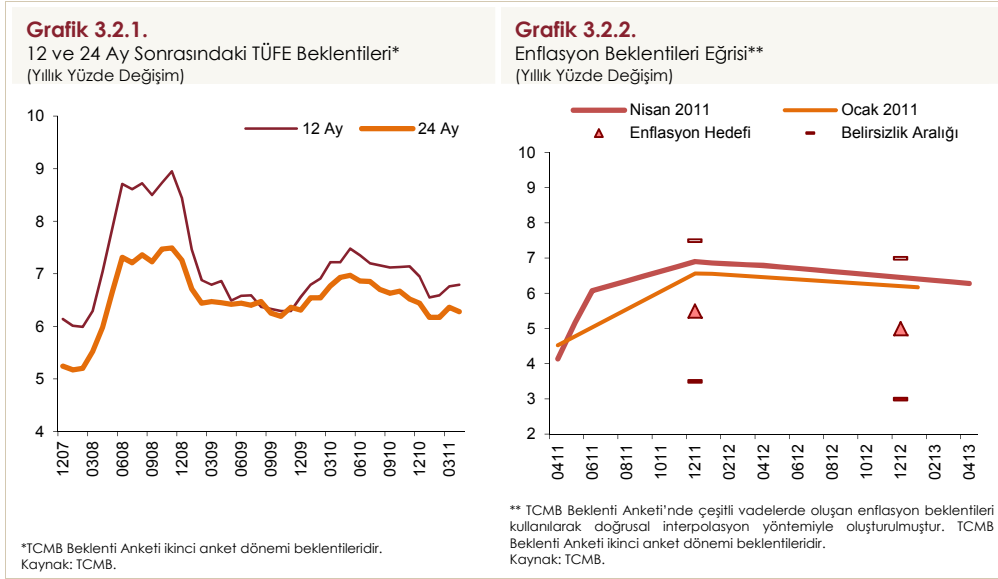
ÜFE ve Alt Kalemler
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2010					2011
	I	II	III	IV	Yıllık	I
ÜFE	4,24	0,67	1,51	2,21	8,87	5,40
Tarım	9,66	2,41	1,71	0,26	14,52	5,84
Bitkisel, Meyve ve Sebze Ürünleri	7,55	2,03	2,78	-3,17	9,20	6,81
Canlı Hayvanlar ve Hayvansal Ürünler	12,63	0,29	6,23	8,21	29,85	-1,26
Sanayi	3,12	0,29	1,46	2,64	7,71	5,31
Madencilik	0,99	1,26	3,75	0,95	7,11	9,70
İmalat	2,54	0,10	0,99	2,86	6,62	6,27
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	2,28	0,24	1,09	2,20	5,92	5,55
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	1,16	0,14	0,72	1,90	3,98	4,85
Elektrik, Gaz ve Su	9,67	1,66	5,07	1,32	18,68	-4,08

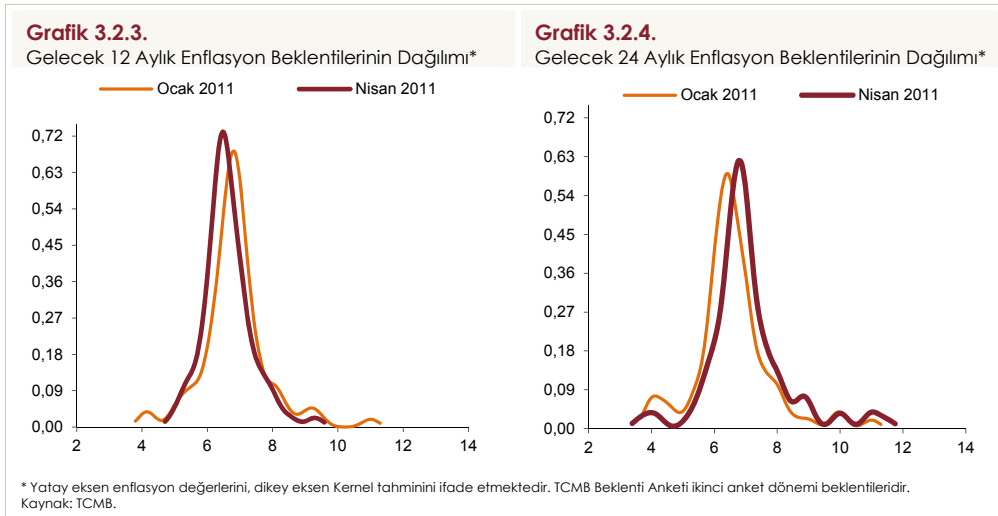
Kaynak: TÜİK, TCMB.

3.2. Beklentiler

2010 yılının son çeyreğinde tüketici enflasyonunun beklenenden daha hızlı gerilemesinin de etkisiyle belirgin bir düşüş kaydeden orta vadeli enflasyon beklentileri, 2011 yılının ilk çeyreğinde sınırlı bir artış göstermiştir (Grafik 3.2.1). Bu gelişmede artan maliyet baskılarının yanı sıra temel enflasyon göstergelerinde kaydedilen artış eğiliminin etkili olduğu düşünülmektedir. Özellikle yakın dönem enflasyon beklentileri bir önceki çeyreğe kıyasla artarken, vade uzadıkça beklentilerdeki artış oldukça sınırlı olmuştur (Grafik 3.2.2). Mevcut durumda, enflasyon beklentileri 2011 ve 2012 yıl sonları için belirlenen yüzde 5,5 ve 5 düzeyindeki hedeflerin ima ettiği değerlerin bir miktar üzerinde seyretmeye devam etmektedir.



Nisan ayı itibarıyla, katılımcıların hem gelecek 12 aylık hem de gelecek 24 aylık enflasyon beklentileri arasındaki uyumda sınırlı bir artış gözlenmiştir (Grafik 3.2.3 ve Grafik 3.2.4).



Kutu
3.1

Giyim İthalatında Ek Vergi Oranlarının TÜFE'ye Olası Etkileri

Bu kutuda, dokuma ve hazır giyimde öngörülen gümrük vergisi düzenlemelerinin TÜFE enflasyonu üzerindeki olası etkileri hesaplanmaktadır.

Sürecin Özeti

Dış Ticaret Müsteşarlığı artan ithalatın yerli kumaş ve hazır giyim üretimine etkileri hususunda bazı üreticilerden gelen başvurular üzerine bir çalışma başlatmış, ülke gruplarına göre uygulanan gümrük vergilerinin değişen oranlarda yükseltilmesinin Bakanlar Kurulu tarafından kararlaştırılmasının ardından, ek oranlar 24 Mart 2011 tarihinde Resmi Gazete 'de yayınlanmıştır (Tablo 1).¹

Tablo 1. Uygulamadaki Gümrük Vergisi Oranlarına İlave Edilecek Oranlar

	Dokuma Kumaş	Hazır Giyim Eşyası
Diğer Ülkeler (DÜ)	20	30
Gelişme Yolundaki Ülkeler (GYÜ)	18	27
En Az Gelişmiş Ülkeler (EAGÜ)	11	17
Özel Teşvik Düzenlemelerinden Yararlanacak Ülkeler (ÖTDÜ)	11	17

Kaynak: 24 Mart 2011 tarihli Resmi Gazete'nin 2011/1476 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı'ndan derlenmiştir.

Düzenlemenin Tüketici Fiyat Enflasyonuna Olası Etkileri

Tedbirler kapsamına giren kumaş ve hazır giyim ürünleri TÜFE sepetinde yüksek bir harcama grubu ağırlığına sahiptir.² Bu nedenle söz konusu düzenlemenin tüketici fiyatları üzerindeki etkisinin tahmin edilmesi önem arz etmektedir. Bu amaç doğrultusunda detaylı bir veri seti kullanılarak TCMB bünyesinde bir çalışma yapılmıştır. Hesaplama kullanılan varsayımlar ilgili kurum ve firmaların görüşlerine dayanarak şekillendirilmiştir.

Öncelikle, tedbirlere konu olan her ürün grubu için düzenlemeye tabi ülkelere uygulanacak ek vergi oranları söz konusu ülkenin o ürün ithalatındaki payıyla ağırlıklandırılarak ortalama ek vergi oranları hesaplanmıştır. Bunun yanında, ürün grupları için temsili kâr payları hesaplanmıştır. Söz konusu kâr payları detaylı bir veri setinden türetilmiş ve bu oran uzman görüşleriyle nihai şekline ulaşmıştır. Burada kullanılan kâr payı basitçe etiket fiyatı ile ithalat fiyatının oranı olarak kullanılmıştır. Düzenlemenin diğer maliyetler üzerine ek bir yük getirmeyeceği varsayılmıştır.

¹ Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın konuyla ilgili incelemesini tamamlamasının ardından söz konusu karar, yayımını takip eden 120 nci gün yürürlüğe girecektir.

² Giyim ve ayakkabı grubunun TÜFE sepeti içindeki ağırlığı yüzde 7,22 olup, söz konusu grup ağırlığının önemli bir kısmı kumaş ve hazır giyim ürünlerine aittir.

Firmaların artan ithalat maliyetlerini fiyatlara nasıl yansıtacakları konusunda iktisadi analiz kapsamında bir kısmı aşağıda da tartışılacak birçok faktör bulunmaktadır. Bu bağlamda, olası etkilerin alt ve üst sınırını belirlemeye yönelik bir yaklaşım benimsenmiştir: Firmalar maliyeti maktu olarak yansıtarak kârlarını nominal olarak korumaya çalışabilir veya ulaştıkları kâr oranından taviz vermek istemeyerek bu oranı sabit tutacak bir fiyat artışına gidebilir. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, ilk davranış tarzı olası etkinin altı sınırı, sonraki ise üst sınırı konusunda bilgi içermektedir. Söz konusu iki farklı hareket biçimine göre ürün grupları bazında ek vergilerin etiket fiyatına yansımaya oranı hesaplanmıştır. İlgili ürün grupları tüketici fiyat endeksindeki ürünlerle eşleştirilmiş ve etiket fiyatına yansımaya oranları ithalatın yurt içi tüketimdeki payları nispetinde fiyatlara yansıtılmıştır.³

Sonuç ve Değerlendirme

Yukarıda özetlenen hesaplama yöntemi sonucunda ilave gümrük vergisi tedbirlerinin yıllık tüketici enflasyonunu artırıcı etkisinin 0,2 ile 0,8 puan arasında olacağı tahmin edilmektedir (Tablo 2). Hesaplanan bu etkiler yukarıdaki varsayımlar çerçevesinde değerlendirilmeli ve etkilerin düzenlemenin ardından firmalar arasında oluşacak denge hakkında bir varsayım içerdiği not edilmelidir. Gerçekleşmenin bu etki aralığı içerisindeki konumu sektörlerdeki yapısal değişimin ulaştığı boyuta da bağlı olacaktır.

Tablo 2. Ek Gümrük Vergisinin Tüketici Fiyat Enflasyonuna Katkısı

	Maliyetlerin Yansıtılması	
	Maktu (Alt Sınır)	Kar Oranları Gözetilerek (Üst Sınır)
TÜFE'ye Etki (Yıllık Enflasyona, Katkı Puan)	0,24	0,78

Alınan önlemlerin firmaların fiyat ve üretim tercihleri üzerindeki etkisine yönelik önemli belirsizlikler bulunmaktadır. Örneğin, rekabet koşullarının sıkılaşması durumunda firmalar kâr oranlarını koruyamayabilecektir. Bunun yanında, artan rekabet ek vergilerin getireceği maliyet artışının talebin daha yüksek olduğu, fiyatı daha düşük ve TÜFE sepetinde daha yüksek ağırlığa sahip ürünler yerine, lüks tüketime hitap eden ve harcama ağırlığı düşük ürünlere yansıtılmasına sebep olarak tüketici fiyat endeksinde yansımaya miktarını sınırlayabilecektir. Diğer taraftan, yerli üreticilerin büyük bir kısmının ithalat maliyetindeki yükselişten yararlanarak fiyat artışına gitmeleri durumunda ise enflasyon üzerindeki etki daha da artabilecektir.

³ Yurt içi tüketime ait olan paya ilişkin ise yerli üreticilerin de bir miktar fiyat artışına gideceği varsayılmıştır. Bu artış uzman görüşleri doğrultusunda ithal yansımaya oranının yansı olarak kabul edilmiştir.

Sonuç olarak, gümrük vergisi düzenlemelerinin TÜFE enflasyonu üzerindeki etkisinin yaklaşık 0,5 puan civarında olacağı tahmin edilmektedir. Bu etki 2011 yıl sonu enflasyon tahmininin yukarı yönlü güncellenmesinde belirleyici unsurlardan biri olmuştur. Bununla birlikte, yapılan hesaplamanın önemli belirsizlikler içerdiği vurgulanmalıdır. Tüketici fiyatları üzerindeki nihai etki; ithalat-yurt içi üreticiler arasında değişen firma tercihleri, rekabet koşullarının durumu ve yerli üreticilerin fiyatlama davranışları gibi unsurlar tarafından belirlenecektir.

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

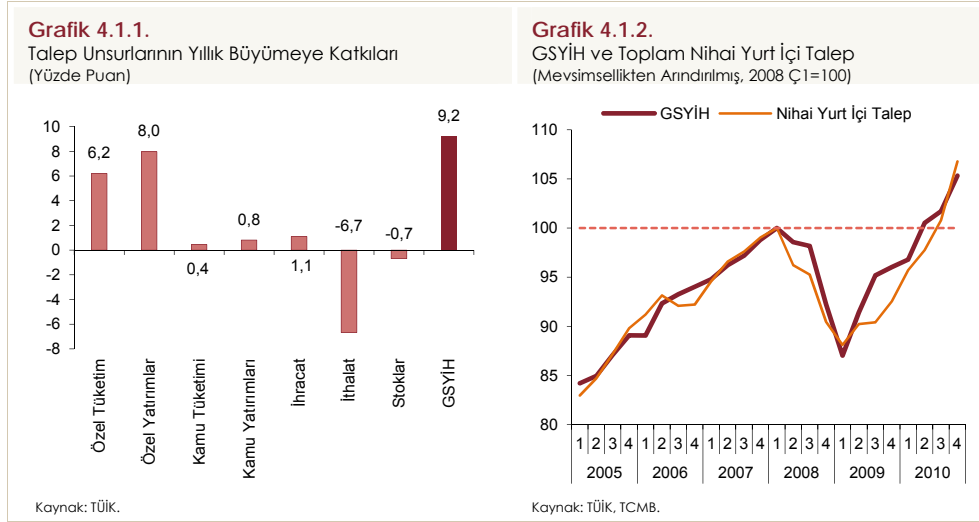
2010 yılının son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Avrupa ekonomilerinde Mayıs ayından itibaren derinleşen sorunlar paralelinde Türkiye ekonomisinde üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlama geçici olmuş ve iktisadi faaliyet son çeyrekte güçlü bir artış sergilemiştir. Anılan dönemde büyümenin temel belirleyicisi yurt içi talep olurken, ihracattaki toparlanmaya rağmen ithalattaki ivmelenme paralelinde net dış talebin katkısı negatif olmuştur. Böylelikle, toparlanma hızları itibarıyla iç ve dış talebin krizden çıkış sürecinde sergilediği ayrışma daha belirgin hale gelmiştir. 2011 yılının ilk çeyreğine ilişkin veriler, iç talepteki artışın desteğiyle iktisadi faaliyetin güçlü seyrini koruduğuna işaret etmektedir. Bu dönemde ihracat görece olarak zayıf seyrederken ithalat talebinde henüz belirgin bir yavaşlama gözlenmemiş olması, dış ticaret açığındaki artışın sürmesine neden olmuştur.

Küresel ekonomideki zayıf toparlanma eğilimi iktisadi faaliyeti sınırlamaya devam etmekle birlikte, gerek geçmiş dönemde uygulanan genişletici maliye ve para politikalarının yurt içi talep üzerindeki gecikmeli yansımaları gerekse sermaye akımlarının krediler üzerindeki genişletici etkileri hissedilmeye devam etmektedir. Bu çerçevede, iç talebe yönelik üretim yapan sektörlerde talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği desteğin ortadan kalkmış olabileceği düşünülmektedir. Dolayısıyla, birim maliyetlerdeki artışların yurt içi fiyatlara geçişinin sınırlanması açısından yurt içi talebin kontrol altında tutulması gerekmektedir.

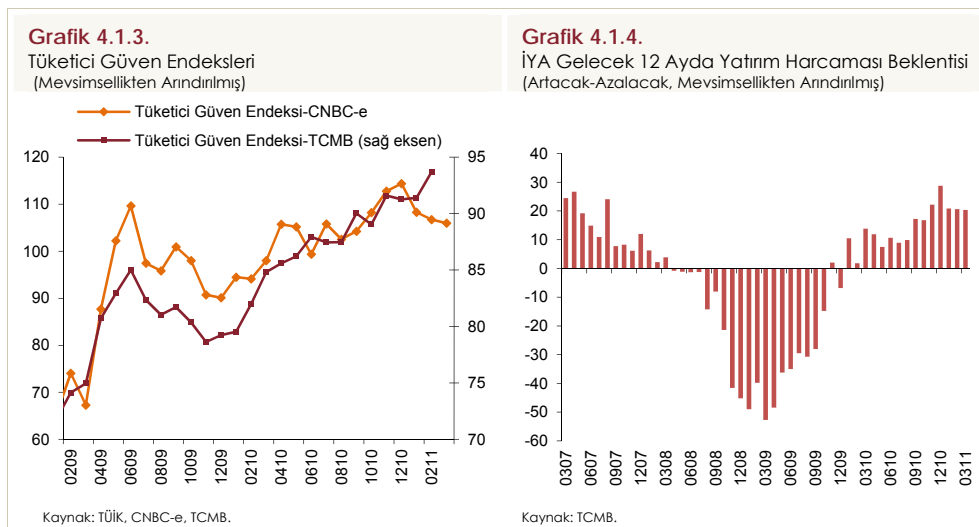
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) 2010 yılının son çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 9,2 oranında artış kaydetmiştir. Böylelikle Türkiye ekonomisinde 2010 yılı büyümesi yüzde 8,9 oranında gerçekleşmiştir. Üçüncü çeyrekte olduğu gibi son çeyrekte de yıllık büyümeye en yüksek katkıyı gerek tüketim gerekse yatırım kaynaklı olmak üzere özel kesim talebi yapmıştır. İhracattaki artışa rağmen ithal mallar talebindeki ivmelenmeye bağlı olarak net dış talep yıllık büyümeye olumsuz katkı yapmıştır (Grafik 4.1.1).

Mevsimsellikten arındırılmış verilerle GSYİH üçüncü çeyrekteki yavaşlamanın ardından son çeyrekte tekrar hızlanarak bir önceki çeyreğe göre yüzde 3,6 oranında artış kaydetmiştir. Bu dönemde nihai yurt içi talep çeyreklik bazda oldukça güçlü bir artış sergileyerek dönemlik büyümenin temel sürükleyicisi olmuştur. (Grafik 4.1.2). Dış talep ise görece olarak zayıf seyrini korumuştur.

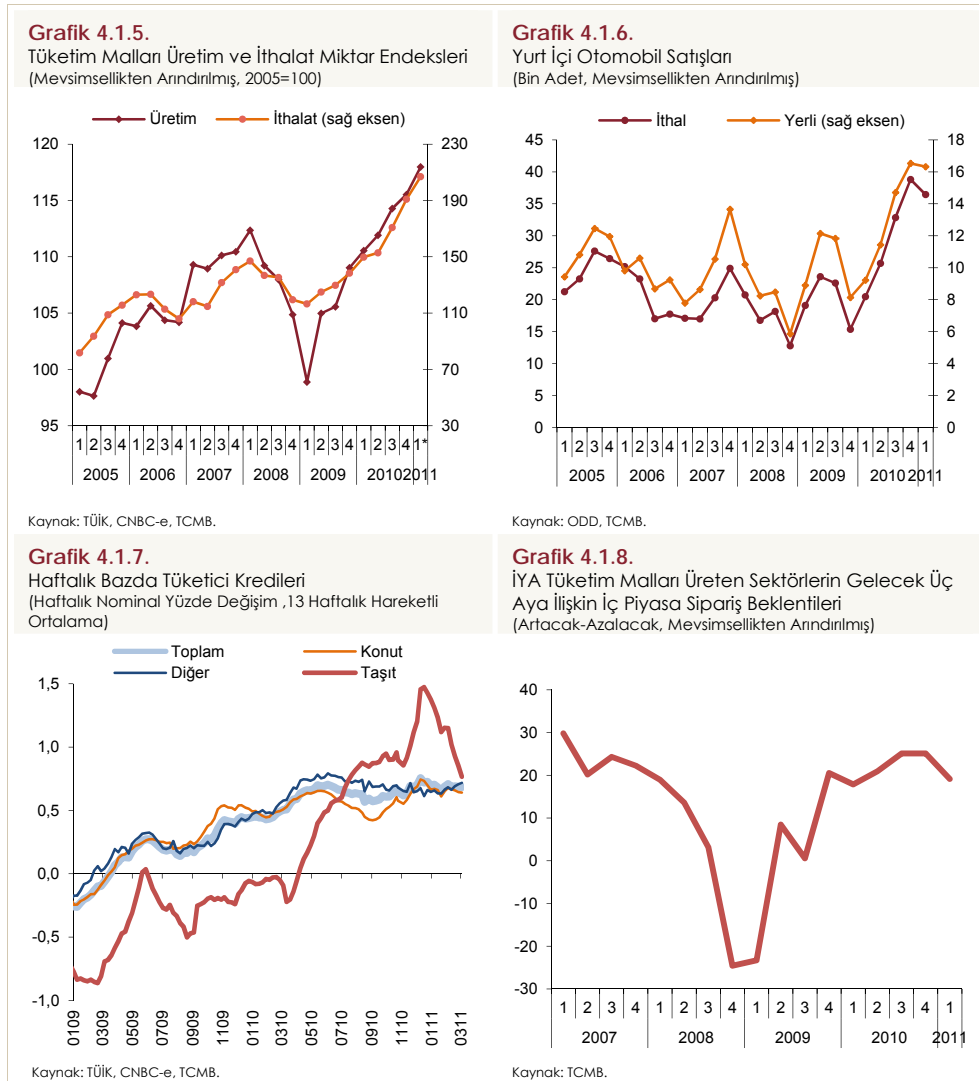


Yılın ilk çeyreğinde kredi kullanımı ve yurt içi talepte belirgin bir yavaşlama gözlenmemiştir. Gerek tüketici güveni gerekse yatırım eğilimi yılın ilk çeyreğinde güçlü seyrini korurken, üretim ve ithalat verileri yurt içi talepteki hızlı büyümenin sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 4.1.3 ve Grafik 4.1.4).

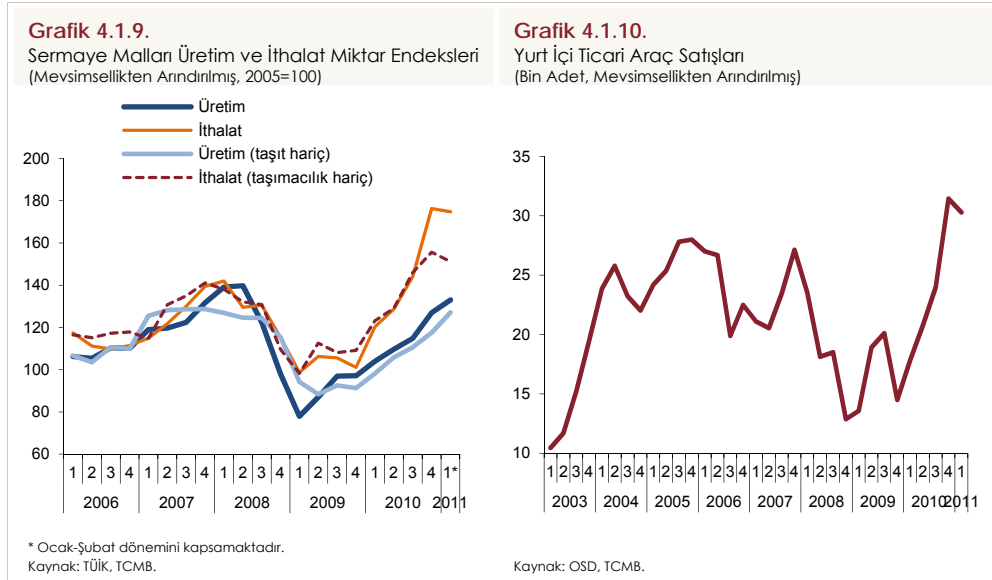


Tüketim malları üretim ve ithalatı Ocak-Şubat döneminde bir önceki çeyrek ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 4.1.5). Otomobil satışları yılın ilk çeyreğinde dönemlik bazda sınırlı bir düşüş sergilese de tarihsel ortalamalarının oldukça üzerinde seyretmiştir (Grafik 4.1.6). Taşıtlarındaki görece yavaşlamaya rağmen kredi kanalının büyümeye verdiği desteğin ilk çeyrek itibarıyla sürdüğü görülmektedir (Grafik 4.1.7). Buna karşılık, tüketim malları üreten sektörlerin ikinci çeyreğe ilişkin iç piyasa sipariş beklentilerindeki zayıflamanın kısmen yakın dönemde alınan politika tedbirlerinin sınırlayıcı etkisini içerdiği düşünülmektedir (Grafik 4.1.8).

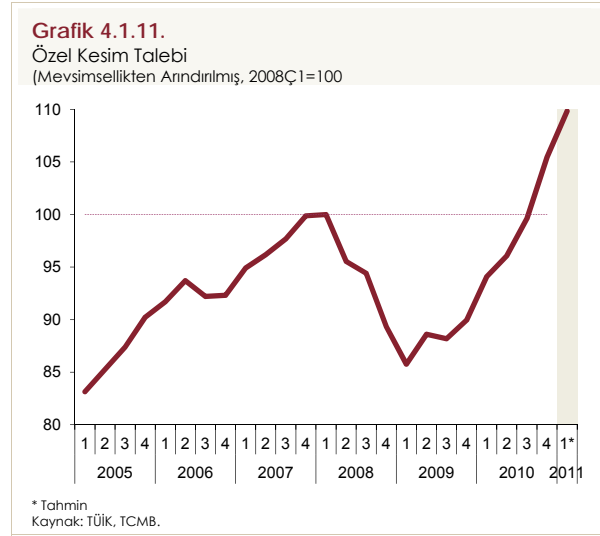
Bu doğrultuda yakın dönemde alınan ilave politika tedbirlerinin ikinci çeyrektekenden itibaren kredi kullanımı ve yurt içi talebin toparlanma hızını sınırlayacağı tahmin edilmektedir.



Yatırım malları üretimi Ocak-Şubat döneminde bir önceki çeyrek ortalamasına göre artış eğilimini sürdürürken, ithalat verisi yataya yakın seyreterek yüksek düzeylerini korumuştur (Grafik 4.1.9). İç piyasaya yapılan ticari araç satışlarının ilk çeyrekteki sınırlı düşüğe rağmen güçlü bir seyir izlemesi özel sektör yatırımlarındaki hızlı toparlanmanın sürdüğüne ilişkin bir diğer göstergedir (Grafik 4.1.10). İmalât sanayi firmalarının gelecek on iki aylık döneme ilişkin yatırım plânlarının “artacak” diyenler lehine istikrar kazanan seyri toplam talebe ilişkin belirsizliklerin giderek azaldığı bir görünüme işaret etmektedir (Grafik 4.1.4). Bununla birlikte son dönemde uygulamaya konulan politika tedbirleri yatırımları yavaşlatabilecek bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

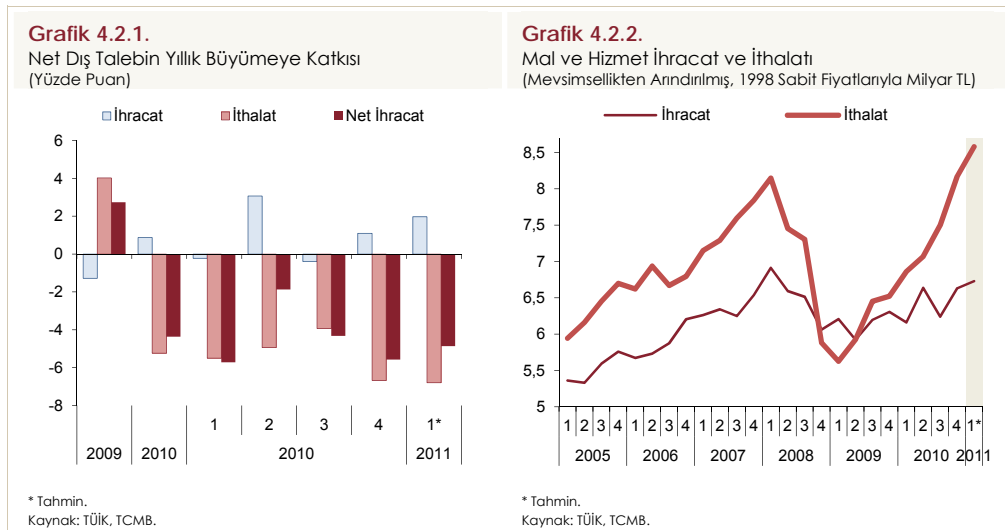


Özetle, gerek tüketici güveni ve kredi kullanımında süregelen artışlar gerekse yüksek düzeylerde istikrar kazanan yatırım eğilimi yurt içi talebin gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Üretim ve ithalat verileri ışığında özel kesim talebindeki hızlı artış eğiliminin yılın ilk çeyreğinde de sürdüğü tahmin edilmektedir. 2010 yılının üçüncü çeyreğinde kriz öncesi düzeyinin altında bulunan özel kesim talebinin son iki çeyrekte bu düzeyi hızla aşarak geçmiş eğilimine yaklaştığı görülmektedir (Grafik 4.1.11). Yakın dönemde alınan ilave politika tedbirlerinin kredi kullanımı ve yurt içi talep üzerindeki etkilerinin yılın ikinci çeyreğinden itibaren gözlenmeye başlaması beklenmektedir.

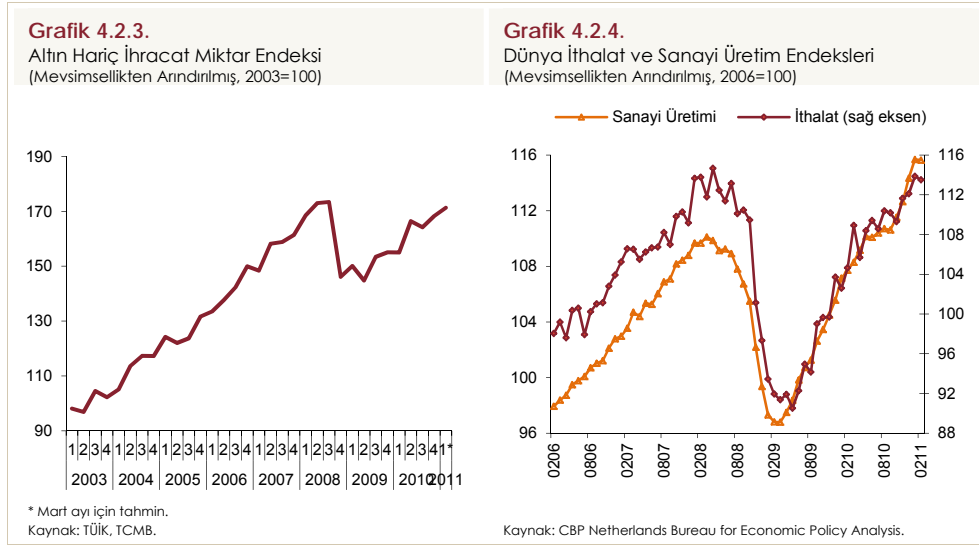


4.2. Dış Talep

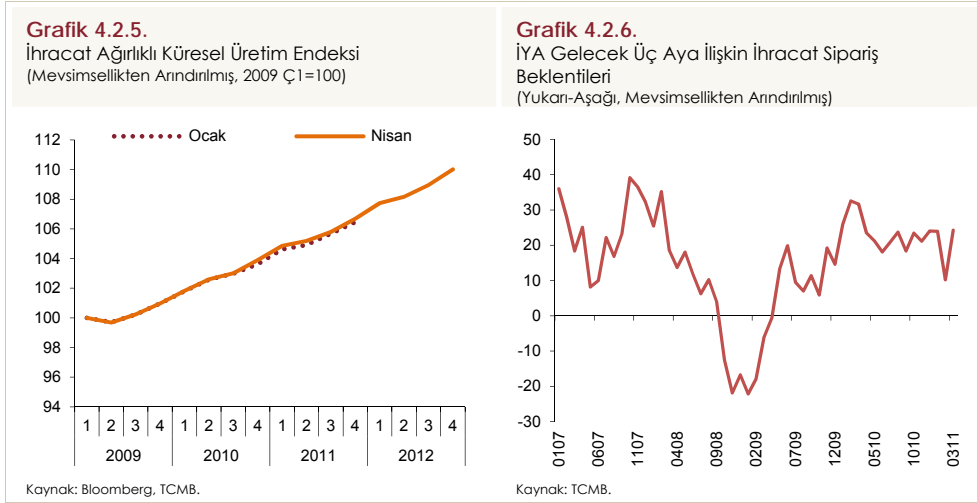
Dış talep görünümü yılın son çeyreğinde Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerle büyük ölçüde uyumlu seyretmiştir. Bu dönemde mal ve hizmet ihracatı yıllık yüzde 4,3 oranında artarken mal ve hizmet ithalatı yüzde 25,4 gibi yüksek bir oranda artış kaydetmiştir. İhracattaki toparlanmaya rağmen ithal mallara yönelik talebin ivmelenmesi sonucunda net dış talebin yıllık büyümeye yaptığı olumsuz katkı üçüncü çeyreğe göre artış kaydetmiştir (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle ihracat dalgalı seyrini korurken, ithalat dönemlik bazda oldukça hızlı bir artış sergilemiştir (Grafik 4.2.2). Böylelikle, krizden çıkış sürecinde iç ve dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışma daha belirgin hale gelmiştir.



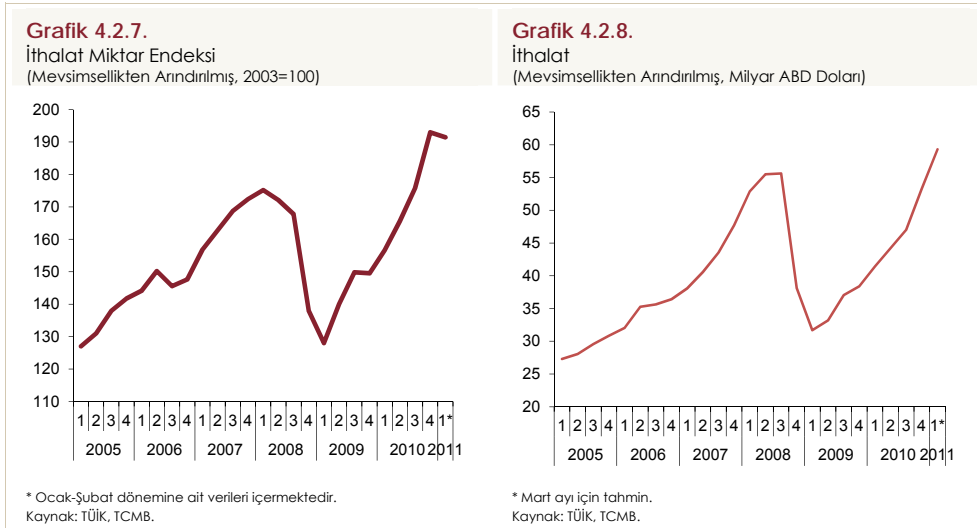
Miktar endeksleri, mal ihracatındaki yavaş ve kademeli toparlanmanın 2011 yılının ilk çeyreğinde devam ettiğine işaret etmektedir. Nitekim, dış talebin ana eğilimine ilişkin göstergelerden altın hariç ihracat miktar endeksi 2011 yılının ilk çeyreğinde sınırlı bir artış göstermiştir (Grafik 4.2.3). Küresel ithalat talebindeki kademeli artışa paralel olarak, önümüzdeki dönemde mal ve hizmet ihracatının ılımlı toparlanma eğilimini sürdüreceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.4 ve Grafik 4.2.2).



Küresel ekonomiye ilişkin orta vadeli görünüm, dış pazarlardaki büyümeye yönelik aşağı yönlü risklerin devam ettiğine işaret etmektedir. Son dönemde Kuzey Afrika'da artan siyasi gerginliğe ek olarak Japonya'da yaşanan deprem felaketi anılan riskleri canlı tutan başlıca unsurlar olmuştur. Bununla birlikte son dönemde ihracat pazarımızı oluşturan ülkelerin toplulaştırılmış büyüme görünümünde bir önceki rapor dönemine kıyasla önemli bir güncelleme görülmemiştir (Grafik 4.2.5). İhracat sipariş beklentilerindeki yatay seyir dış talep koşullarında kısa dönemde güçlü bir iyileşme olmayacağına işaret etmektedir (Grafik 4.2.6). Bu çerçevede, ihracattaki toparlanmanın dış talep görünümüne paralel olarak yavaş ve kademeli gerçekleşeceği öngörülmektedir.

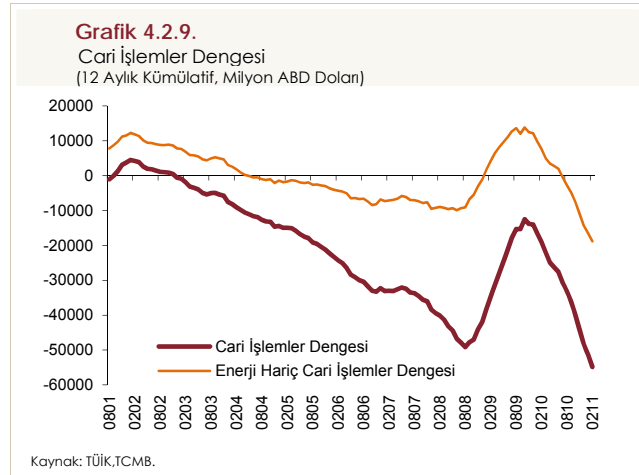


2010 yılının son çeyreğinde yurt içi talepteki hızlanmaya paralel olarak ithalattaki artış eğilimi oldukça güçlenmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış miktar endeksleri Ocak-Şubat dönemi itibarıyla ithalat talebinde sınırlı bir yavaşlamaya işaret ederken, Mart ayına ilişkin öncü veriler ışığında mal ve hizmet ithalatının yılın ilk çeyreğinde artış eğilimini sürdürdüğü tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.7, Grafik 4.2.8 ve Grafik 4.2.2).



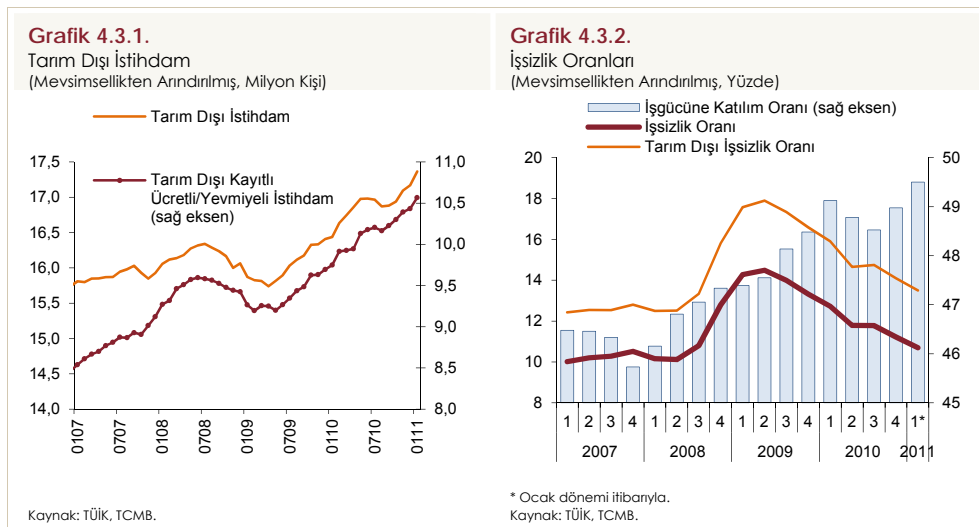
Özetle, yakın dönemde açıklanan veriler dış ticaret dengesindeki bozulmanın 2011 yılının ilk çeyreğinde de sürdüğüne işaret etmektedir. İhracattaki toparlanmaya rağmen ithal mal talebindeki ivmelenme neticesinde net dış talebin yıllık büyümeye olumsuz katkısı devam etmektedir (Grafik 4.2.1). Nitekim, son dönemde cari dengedeki bozulma eğilimi sürmektedir (Grafik 4.2.9). Bu görünüm, iç ve dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışmanın,

ilk çeyrek itibarıyla finansal istikrar ve sürdürülebilir büyüme konusundaki riskleri canlı tuttuğuna işaret etmektedir. Dolayısıyla, dış talep koşulları zayıf seyrederken yurt içi talebin kontrol altında tutulması, dış ticaret açığı ve cari açığın istikrar kazanması açısından da önemini korumaktadır.

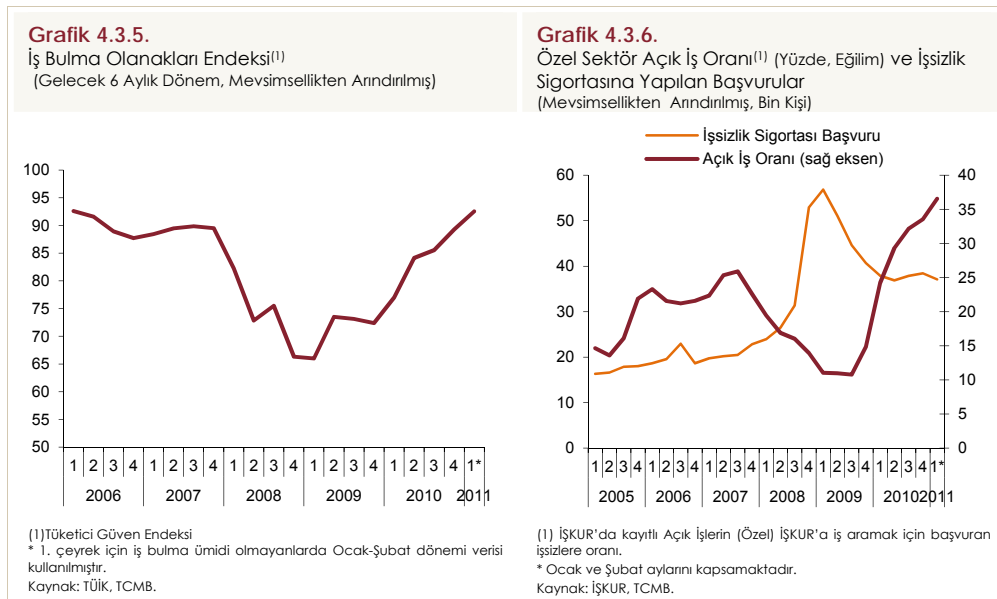
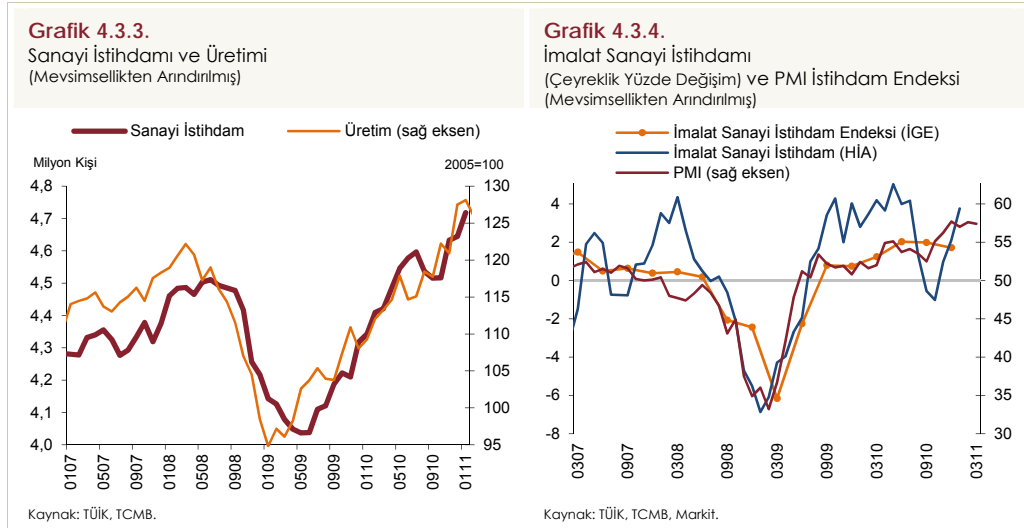


4.3. Emek Piyasası

2010 yılı son çeyrek istihdam gelişmeleri Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerle uyumlu seyretmiştir. Üçüncü çeyrekte bir miktar gerileyen tarım dışı istihdam, takip eden dönemde iktisadi faaliyetteki güçlü seyre paralel olarak başta sanayi ve inşaat olmak üzere tüm ana sektörlerin katkısıyla artış göstermiştir (Grafik 4.3.1). Tarım dışı istihdamdaki güçlü artışın etkisiyle işsizlik oranları 2010 yılı son çeyreğinden itibaren belirgin bir biçimde gerilemiştir (Grafik 4.3.2).

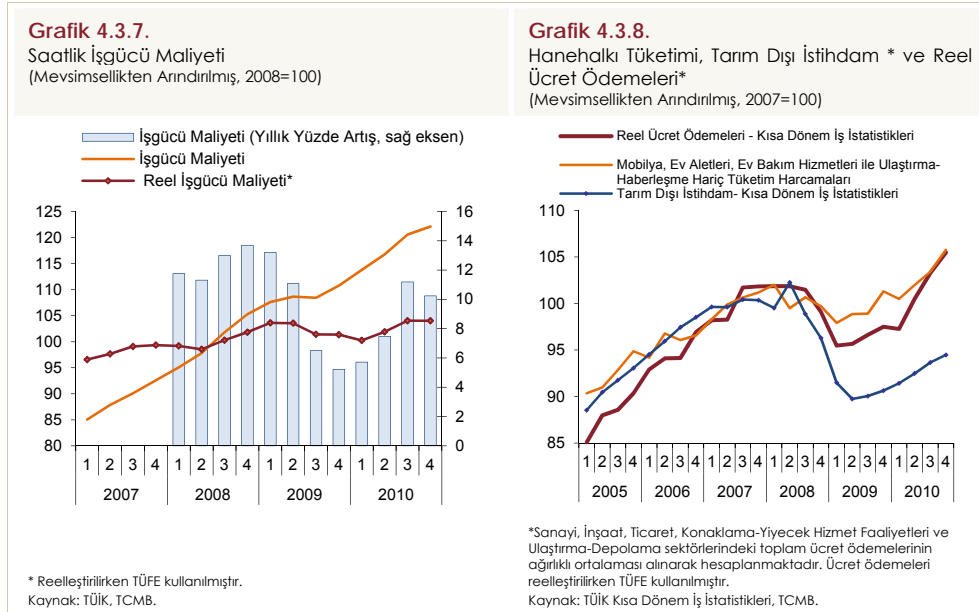


2011 yılı ilk çeyreğine ilişkin öncü göstergeler istihdam koşullarındaki iyileşmenin devam ettiği yönünde sinyal vermektedir. Sanayi sektöründe üretim ve PMI istihdam endeksi, istihdamın 2011 yılı ilk çeyreğinde artmaya devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 4.3.3 ve Grafik 4.3.4). Bunun yanı sıra, Tüketici Güven Endeksi kapsamında oluşturulan iş bulma olanakları endeksi 2011 yılı ilk çeyreğinde artışını sürdürmektedir (Grafik 4.3.5). İŞKUR verilerinden hesaplanan ve iş bulma imkanını gösteren açık iş oranının artmaya devam etmesi ve istihdam kayıplarını yansıtan işsizlik sigortasına yapılan başvuruların seviyesini koruması da yılın ilk çeyreğinde istihdam koşullarında iyileşme sinyali vermektedir (Grafik 4.3.6).



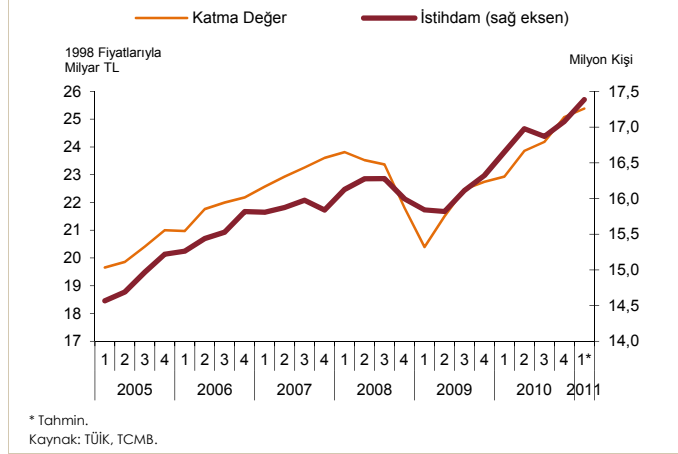
Önümüzdeki dönemde tarım dışı istihdamın toparlanmaya devam etmesi ve işsizlik oranlarındaki düşüşün sürmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, işgücüne katılımda süregelen artış eğiliminin işsizlik oranlarındaki gerilemeyi sınırlandırabileceği ve işsizlik oranlarının kriz öncesi seviyelere ulaşmasının zaman alacağı düşünülmektedir.

İşsizlik oranındaki yüksek seviye işgücü maliyetini sınırlamaya devam etmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle tarım dışı sektörlerde reel işgücü maliyetleri 2010 yılı son çeyreği itibarıyla yatay bir seyir izlemiştir. (Grafik 4.3.7). Buna karşılık, 2011 yılı asgari ücret artışları enflasyon hedefi dikkate alındığında reel bazda artışa işaret etmektedir. Bu durum, diğer maliyet unsurlarındaki gelişmeler ile birlikte değerlendirildiğinde, enflasyondaki düşüş sürecinin devamlılığı açısından yurt içi talebin kontrol altında tutulmasının önemini artırmaktadır.



Özetle, 2010 yıl sonu itibarıyla tarım dışı istihdam istikrarlı artış eğilimini korumaktadır. Talep göstergelerinin güçlü seyri tarım dışı istihdamdaki iyileşmenin önümüzdeki dönemde de devam edeceğine işaret etmektedir. Diğer taraftan, işgücü arzındaki gelişmelerin işsizlik oranlarındaki gerilemeyi sınırlandırabileceği düşünülmektedir (Kutu 4.1, Grafik 9 - Grafik 11). Önümüzdeki dönemde istihdam koşullarının yurt içi talepteki artışı desteklemeye devam edeceği, işsizlik oranlarındaki yüksek seviyenin işgücü maliyetlerindeki artışları sınırlayacağı öngörülmektedir (Grafik 4.3.8 ve Grafik 4.3.9).

Grafik 4.3.9.
Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam
(Mevsimsellikten Arındırılmış)



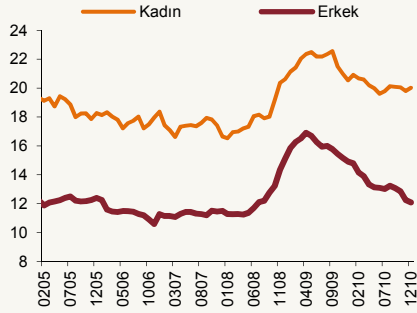
Kutu
4.1

İşgücü Piyasasında Farklılaşan Eğilimler

Bu kutuda, 2010 yıl sonu itibarıyla tarım dışı işsizlik oranının kriz öncesi seviyesinin üzerinde seyretmesinin nedenleri irdelenmekte ve önümüzdeki dönemde işsizlik oranlarının izleyebileceği seyir üzerine bir değerlendirme yapılmaktadır. İşgücüne katılım ve istihdam gelişmelerinin cinsiyete göre farklılık göstermesi nedeniyle, tarım dışı işsizlik oranının kriz öncesine göre seviye farkı kadın erkek ayrımında incelenmektedir. Aşağıda sunulan analizin odak noktası işsizlik oranları olmakla birlikte, kriz sonrasında kadın istihdamındaki hareket detaylandırılmakta ve kadın erkek boyutunda gözlenen farklılaşmanın sektörel yansımalarına da değinilmektedir.

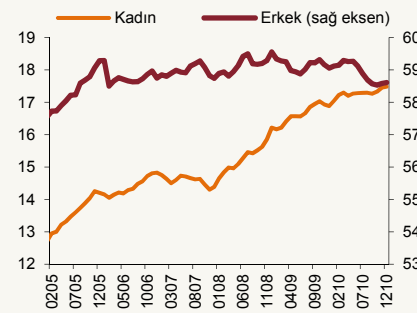
İşsizlik oranları cinsiyet ayrımında incelendiğinde, krizin etkisiyle hem erkekler hem de kadınlarda işsizlik oranları benzer şekilde artış gösterirken, toparlanma sürecinde kadın işsizlik oranındaki gerileme erkeklere göre daha sınırlı kalmıştır (Grafik 1). Bu gelişmede, kadınlarda işgücüne katılımın artış eğilimi etkili olmuştur (Grafik 2).

Grafik 1.
Tarım Dışı İşsizlik Oranları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 2.
Tarım Dışı İşgücü/ 15+ Nüfus
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

2010 yılı sonu itibarıyla erkeklerde tarım dışı işsizlik oranı 2007 yılı sonu seviyesinin 0,6 puan üzerindedir (Tablo 1). Bu dönemde, istihdam artışlarının yanı sıra, katılım oranının gerilemesi de erkeklerde işsizlik oranını azaltıcı yönde etki yapmıştır (Grafik 2). Erkek işsizlik oranındaki düşüşe istihdamın katkısı -3,6 puan, işgücüne katılımın katkısı ise -0,2 puan olmuştur. Kadınlarda ise tarım dışı işsizlik oranı kriz öncesi seviyesinin 3,5 puan üzerindedir. Bu gelişmenin temel sebebi kadınların işgücüne katılımdaki artıştır (Tablo 1).

Sonuç olarak, 2010 yılı sonu itibarıyla tarım dışı işsizlik oranı 2007 yılı sonundaki seviyenin 1,4 puan üzerindedir. Söz konusu farkın yaklaşık 0,7 puanı kadın işsizlik oranı, 0,5 puanı erkek işsizlik oranı, 0,2 puanı ise işgücü dağılımının kadın lehine artmış olması kaynaklıdır.

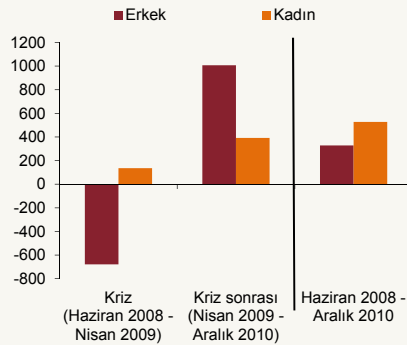
Tablo1. Tarım Dışı İşsizlik Oranındaki Değişime Katkılar
(Yüzde puan, 2010 Aralık-2007 Aralık)

	Toplam Fark	Katılım Oranı Etkisi	Nüfus Artışı Etkisi	İstihdam Etkisi
Kadın	3,5	15,8	3,9	-16,2
Erkek	0,6	-0,2	4,4	-3,6
Toplam	1,4	3,6	4,2	-6,4

Kaynak: TÜİK, TCMB.

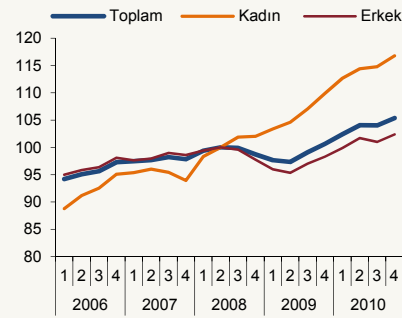
Kadın erkek ayrımında yaşanan bu farklılaşmanın sektörel boyutta da yansımaları gözlenmektedir. İstihdam boyutuyla ele alındığında, 2008 yılında yaşanan küresel kriz özellikle sanayi sektörü üzerinde etkili olmuştur. Erkeklerin tarım dışı istihdamdaki yüksek payının yanı sıra, krizin büyük ölçüde sanayi sektöründe yoğunlaşması krizde en çok erkeklerin işlerini kaybetmesine yol açmıştır. Diğer taraftan krizden görece daha az etkilenen hizmet sektöründe yoğunlaşan kadın istihdamı artmaya devam etmiştir. Toparlanma sürecinde kadın istihdamı artışını sürdürürken, erkeklerde kriz dönemindeki istihdam kaybı telafi edilmiştir. Sonuç olarak, kriz ve sonrası dönemde erkeklerde tarım dışı istihdam net 319 bin kişi artarken, kadınların tarım dışı istihdama katkısı 528 bine ulaşmıştır (Grafik 3 ve Grafik 4). Kriz döneminde artan kadın istihdamının önemli bir kısmının kendi hesabına ve kayıtdışı olarak çalıştığı görülmektedir (Grafik 5 ve Grafik 6).

Grafik 3.
Tarım Dışı İstihdamdaki Değişim
(Temmuz 2008- Aralık 2010) (Mevsimsellikten
Arındırılmış, Bin Kişi)



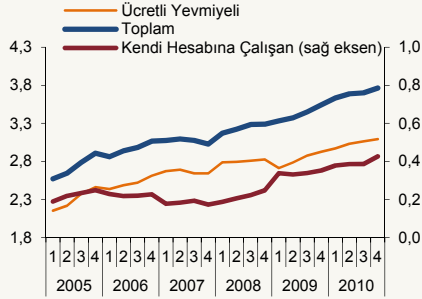
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 4.
Tarım Dışı İstihdam
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2008Ç2=100)



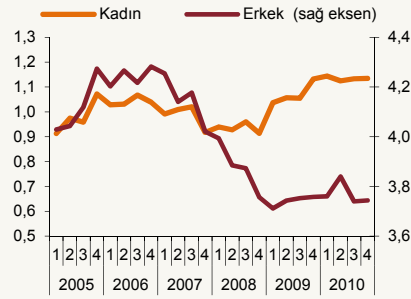
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 5.
Tarım Dışı Kadın İstihdamı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 6.
Kayıt Dışı İstihdam (Tarım Dışı)
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)

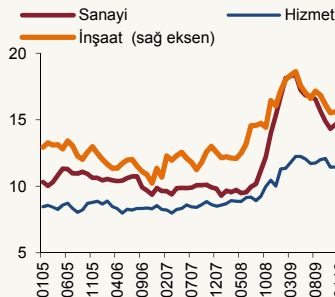


Kaynak: TÜİK, TCMB.

Cinsiyet ayrımında ortaya çıkan söz konusu farklılaşma sektörel işsizlik oranları üzerinde de etkili olmuştur. Nitekim, krizin etkisi sanayi ve inşaat sektörlerinde belirgin biçimde hissedilirken, hizmet sektöründeki etki ise daha sınırlı kalmıştır (Grafik 7).¹ Sanayi sektöründe istihdam kayıpları, inşaat ve hizmet sektörlerinde ise işgücüne katılımdaki artış işsizlik oranları üzerinde daha belirleyici olmuştur. İşgücüne katılımın en etkili olduğu sektör ise istihdam kayıplarının sınırlı kaldığı hizmet sektörüdür.

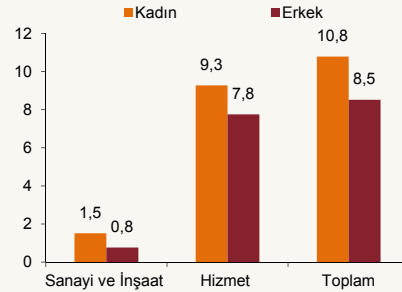
Hizmet sektöründe işsizlik oranları görece daha az etkilenmesine karşın, son dönemde bu sektördeki gerileme diğer sektörlerle kıyaslandığında daha sınırlı kalmıştır (Grafik 7). Hizmet sektörü işsizlik oranlarının kriz öncesi seviyesinin üzerinde seyretmesinde kadın işgücünün katkısı dikkat çekmektedir. 2010 yılı sonu itibarıyla tarım dışı işsiz sayısı 2007 yılı aynı dönemine göre yüzde 19,3 oranında artış gösterirken bu artışın önemli bir kısmı (17,1 puan) hizmet sektöründen kaynaklanmıştır (Grafik 8). Hizmet sektörü işsiz artışında ise kadınlar önemli bir paya sahiptir.

Grafik 7.
Sektörel İşsizlik Oranları
(Milyon Kişi, Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 8.
Tarım Dışı İşsiz Sayısındaki Yüzde Değişime
Katkıları (2010 4. Çeyrek-2007 4. Çeyrek (Yüzde Puan))

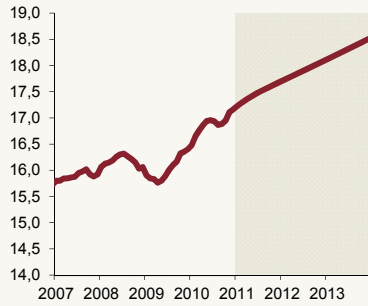


Kaynak: TÜİK, TCMB.

¹ Sektörel işsizlik oranları hesaplanırken mevcut durumda işsiz olanların işsiz olmadan önce çalıştıkları sektör esas alınmaktadır. Hesaplamalara ilk defa iş arayanlar dahil edilmemiştir.

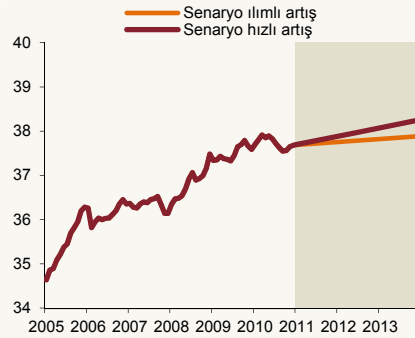
Özetle, 2010 yıl sonu itibarıyla tarım dışı işsizlik oranının kriz öncesi seviyesinin üstünde seyretmesinde kadın işgücü gelişmelerinin önemli bir rolü bulunmaktadır. Krizin kadın istihdamı üzerindeki olumsuz etkisi düşük düzeyde kalmasına karşın, istihdam artışları işgücüne katılım oranındaki değişimi karşılamakta yetersiz kalmıştır. Kadınların tarım dışı işgücüne katılım oranındaki eğilimin temel belirleyicisi olduğu dikkate alındığında, kadın nüfusun işgücü ve istihdama verdiği katkıya dair gelişmelerin işsizlik oranının gerileme hızı üzerinde farklı yansımaları olabilecektir. Aşağıdaki grafiklerde, tarım dışı istihdamın kademeli artış eğilimini sürdürdüğü varsayımı altında, nüfusun tarım dışı işgücüne katılımına dair farklı patikaların tarım dışı işsizlik oranı üzerindeki etkisi gösterilmiştir (Grafik 9- Grafik 11). Buna göre katılımın ılımlı bir artış göstermesi durumunda tarım dışı işsizlik oranı 2012 yılı ortalarında kriz öncesi seviyelerine ulaşmaktadır. Katılım oranının daha güçlü artması durumunda ise bu süre daha da uzayabilecektir.

Grafik 9.
Tarım Dışı İstihdam Projeksiyonu
(Milyon Kişi, Mevsimsellikten Arındırılmış)



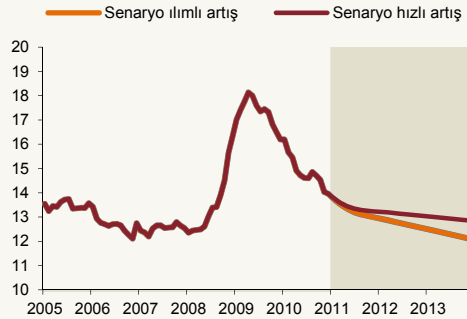
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 10.
Tarım Dışı İşgücü/ 15+ Nüfus Projeksiyonu
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 11.
Tarım Dışı İşsizlik Oranı Projeksiyonu
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Sonuç olarak, küresel kriz sonrasında kadınların işgücüne katılım oranının hızla artması özellikle hizmet sektöründe işsizlik oranındaki düşüşü sınırlayan bir gelişme olmuştur. Bu durumun, işgücü maliyetlerindeki artışı da sınırladığı düşünülmektedir. Son dönemlerde iç talepte gözlenen hızlı canlanmaya rağmen hizmet sektöründe enflasyonun görece olarak düşük seyretmeye devam etmesi, bu görüşü desteklemektedir.

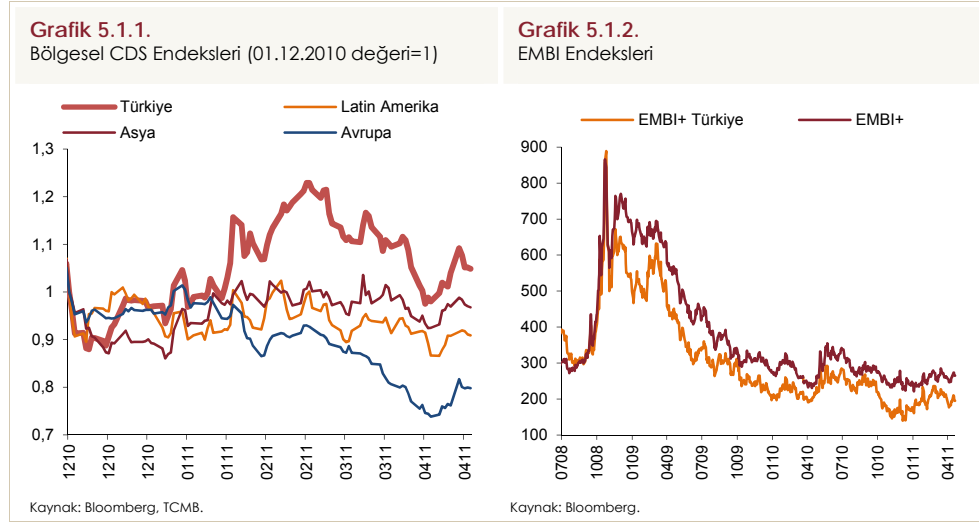
5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

5.1. Finansal Piyasalar

Yılın ilk çeyreğinde açıklanan veriler, küresel ekonomideki toparlanmanın sürdürüğüne işaret etmektedir. Bu durum, emtia fiyatlarındaki yükselişle beraber birçok ekonomide enflasyona dair yukarı yönlü risklerin belirginleşmesine ve gelişmiş ekonomilerde para politikalarında normalleşme sürecinin daha erken başlayabileceğine dair beklentilerin güçlenmesine yol açmıştır. Ne var ki, küresel iktisadi faaliyete dair aşağı yönlü riskler zayıflamakla birlikte, henüz tam olarak ortadan kalkmış değildir. Nitekim, gelişmiş ekonomilerde özel tüketim ve yatırım harcamalarının toparlanmaya katkısı henüz istenilen seviyelere ulaşmamıştır. Öte yandan, kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair belirsizliklerin ilk çeyrekte de devamı ve artan emtia fiyatları bu dönemde küresel toparlanma üzerinde risk oluşturan unsurlar olarak ön plana çıkmıştır.

Gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmaya dair belirsizliklere karşın, ilk çeyrekte, gelişmekte olan ekonomilerde iktisadi faaliyet güçlü seyrini sürdürmüş, enflasyonda yukarı yönlü riskler belirginleşmiştir. Bunun bir sonucu olarak, gelişmekte olan ekonomilerde para politikalarında sıkılaştırma süreci yılın ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Bu doğrultuda, birçok gelişmekte olan ülke merkez bankası, bir taraftan faiz artırımlarına devam ederken, diğer taraftan artan sermaye akımlarından kaynaklanabilecek finansal istikrara ilişkin riskleri kontrol altında tutabilmek amacıyla zorunlu karşılık oranları gibi faiz dışı para politikası araçlarını etkin bir biçimde kullanmışlardır.

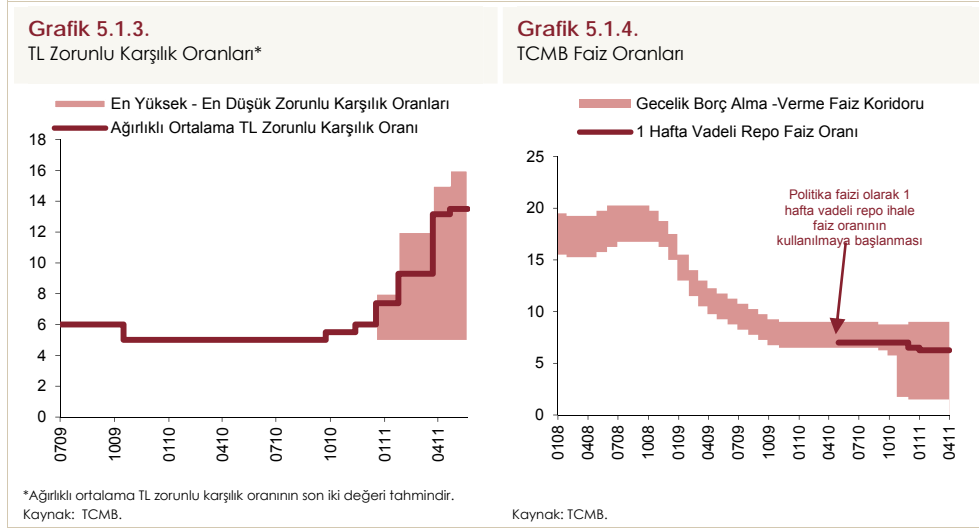
İlk çeyrekte, Avrupa'daki ülke borçluluklarına ilişkin endişelerin devam etmesi ve Ortadoğu ve Kuzey Afrika (MENA) bölgesindeki siyasi gelişmeler küresel risk algılamalarının dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur (Grafik 5.1.2). Bu durum, gelişmekte olan ülke risk primlerine de yansımıştır. Bu dönemde Türkiye'nin risk priminin görece olarak olumsuz bir seyir izlediği, risk primindeki bozulmanın MENA bölgesindeki sorunların ortaya çıkmasıyla belirginleştiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.1). Türkiye'nin risk priminin sınırlı da olsa yükselmesinin başlıca sebebi petrol fiyatlarındaki artışların Türkiye'de cari açığın yükseldiği bir döneme denk gelmesidir. Bunun yanı sıra, bölgesel yakınlığın ve Türkiye'nin bu bölgeye ihracatının toplam ihracat içindeki payının diğer akran ülkelere kıyasla yüksek olmasının da Türkiye'nin bölgedeki gelişmelerden daha fazla etkilenmesine katkıda bulunmuş olabileceği düşünülmektedir.



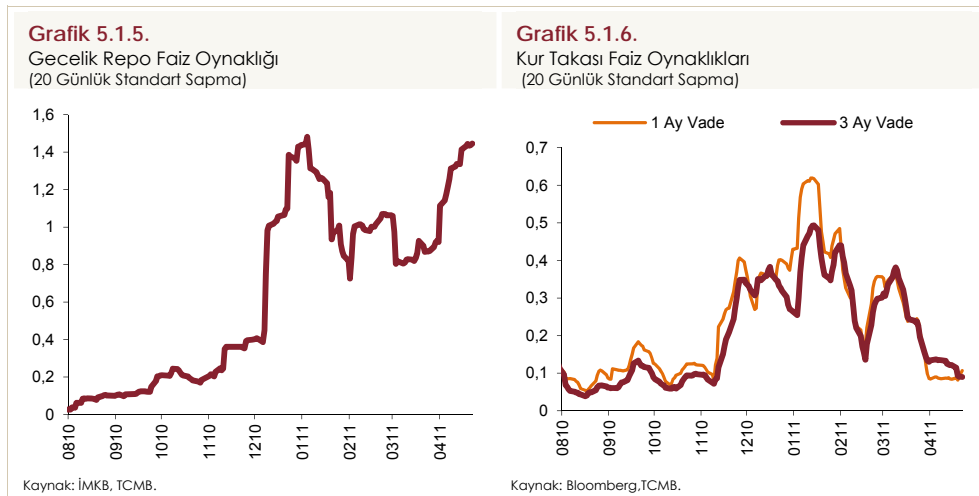
Küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, ilk çeyrekte Türkiye'de finansal piyasalardaki gelişmelerin temel belirleyicisi, TCMB'nin 2010 yılının son çeyreğinde uygulamaya koyduğu yeni politika bileşimi olmuştur. Kısa vadeli sermaye girişlerinin iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışma eğilimini güçlendirmesi, cari işlemler açığının hızla artmasına neden olmuş ve makro finansal riskleri azaltıcı yönde önlem alınmasını gerekli kılmıştır. Bu dönemde enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyretmesi, para politikasının makro finansal istikrara odaklanmasına olanak tanımıştır. Düşük düzeyde politika faizi, geniş faiz koridoru ve yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan yeni politika bileşimi kapsamında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı 2010 yılının Aralık ve 2011 yılının Ocak aylarında alınan kararlarla yüzde 7'den yüzde 6,25'e düşürülmüştür (Grafik 5.1.4). Politika faizindeki indirimlere ek olarak, TCMB gecelik borçlanma faizi de aynı dönemde 450 baz puan indirilerek yüzde 1,5 seviyesine çekilmiştir. Gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasındaki koridorun genişletilmesiyle kısa vadeli faizlerin konjonktürün gereğine göre daha dalgalı bir seyir izleyebilmesine olanak verilmiştir. Bütün bu kararlarla bir taraftan kısa vadeli sermaye girişlerinin daha uzun vadelere yönlendirilmesi, diğer taraftan TL'nin değerinin iktisadi temellerden kopuk eğilimler sergilemesinin önlenmesi amaçlanmıştır.

Yeni politika bileşiminin odaklandığı ara hedeflerden biri de makro finansal dengesizliklerin birikmesini önlemek amacıyla kredi büyümesinin yavaşlatılması olmuştur. Bu çerçevede, zorunlu karşılık oranlarının aktif bir politika aracı olarak kullanılmasına karar verilmiş; 2010 yılının Aralık ve 2011 yılının Ocak, Mart ve Nisan aylarında zorunlu karşılık oranları, ağırlıklı ortalaması belirgin olarak

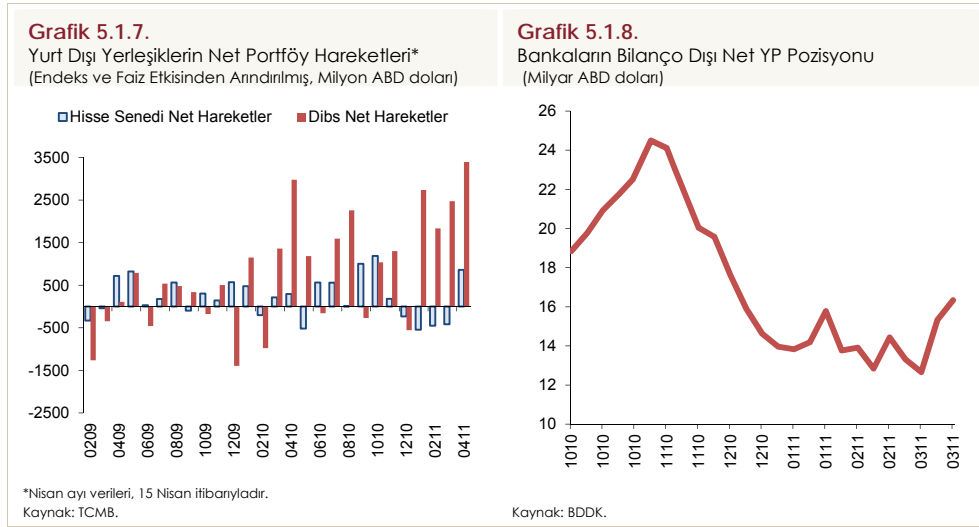
yükselecek ve zorunlu karşılığa tabi mevduatın vadesi uzadıkça azalacak şekilde farklılaştırılmıştır (Grafik 5.1.3). Bu kararlar bir taraftan kredi genişlemesinin likidite ve maliyet kanallarından yavaşlatılması, diğer taraftan bankacılık sisteminin pasif vadesinin uzatılarak aktiflerle pasifler arasındaki vade uyumsuzluğunun azaltılması hedeflenmiştir (Kutu 5.1).



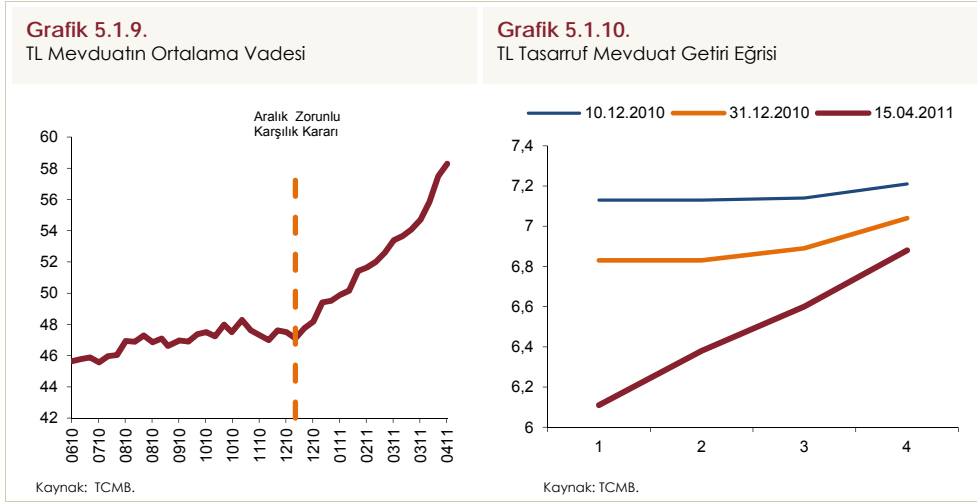
TCMB'nin yeni politika bileşimini uygulamaya koymasıyla, kısa vadeli para piyasası faizlerinde oynaklığın belirgin biçimde arttığı gözlenmiştir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6). Bu dönemde, TCMB, gerek zorunlu karşılık uygulamalarının etkinliğinin artırılmasında gerekse yabancı sermayenin vadesinin uzamasında kısa vadeli para piyasalarında oynaklık artışının gerekli olabileceği değerlendirmesinde bulunmuş, likidite operasyonlarında bu hususu dikkate almıştır. Öte yandan, artan oynaklıkta, finansal piyasaların yeni politika bileşimine uyum sürecinde artan belirsizlik algılamalarının da etkili olduğu düşünülmektedir.



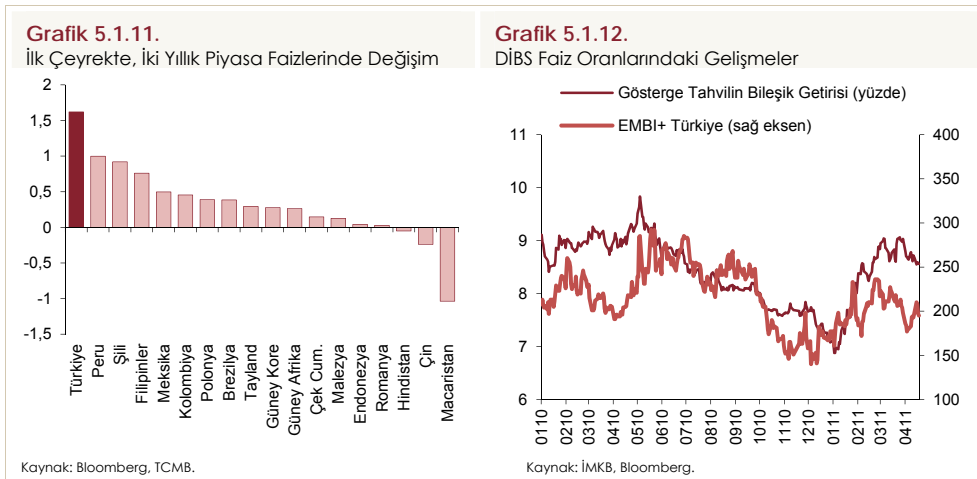
TCMB'nin yeni politika bileşiminin kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri üzerindeki etkileri yılın ilk çeyreğinde de gözlenmeye devam etmiştir. Nitekim, önemli bir bölümü kısa vadeli para takası işlemlerinden oluşan kısa vadeli yabancı sermaye miktarı, önlemlerin uygulamaya koyulmaya başladığı dönemden itibaren belirgin bir biçimde azalma gözlenmiştir. Bu durum, yurt dışı yerleşiklerin yapmış oldukları para takası hacmine dair önemli bir gösterge olan yurt içi bankaların bilanço dışı yabancı para cinsi net pozisyonlarında da görülebilmektedir (Grafik 5.1.8). Öte yandan, risk algılamalarındaki bozulmanın sonucunda yılın ilk çeyreğinde hisse senedi piyasasından sınırlı miktarda yabancı sermaye çıkışı gerçekleşirken, DİBS piyasasına yabancı sermaye girişinin güçlenerek devam ettiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.7). DİBS piyasasına artan yabancı sermaye girişinin, yabancı yatırımcıların, alınan önlemlerin ardından yatırımlarını kısa vadeli para takası işlemlerinden daha uzun vadeli olan DİBS piyasasına kaydırma eğilimlerinden ve piyasa faizlerindeki yükselişten kaynaklandığı düşünülmektedir.



Yeni politika bileşimi kapsamında zorunlu karşılık oranlarının, karşılığa tabi mevduatın vadesi uzadıkça azalacak biçimde farklılaştırılması, bankalardaki Türk lirası cinsi mevduatın ortalama vadesinin yükselmesine yol açmıştır (Grafik 5.1.9). Öte yandan, mevduatın maliyetinin vade kıaldıkça artar hale gelmesiyle TL tasarruf mevduatı getiri eğrisi dikleşme eğilimine girmiştir (Grafik 5.1.10). Türkiye'de bankacılık sektörünün en büyük finansman kaynağını teşkil eden mevduatlarda vadeye göre getiri farklılaşmasının ve ortalama vadenin artışının, TCMB'nin hedeflediği doğrultuda, önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir.

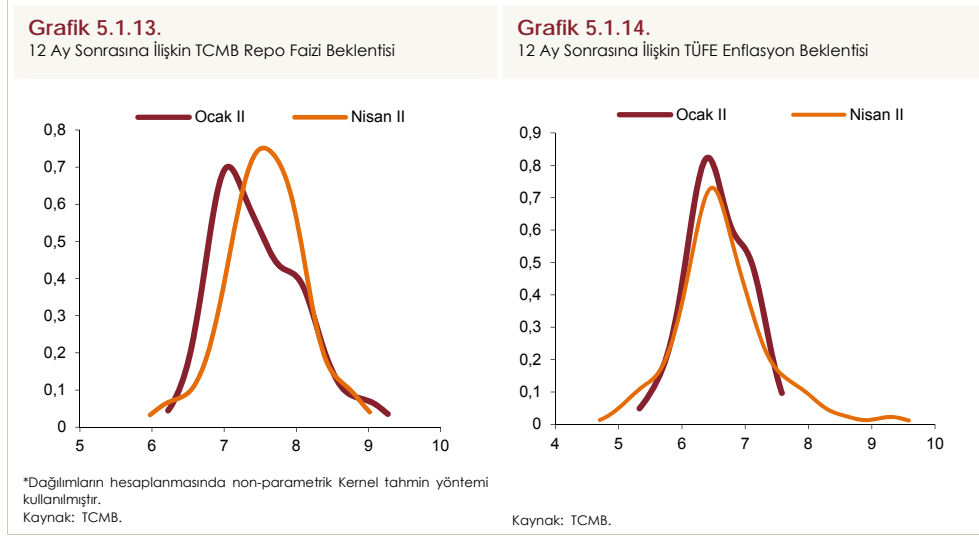


TCMB'nin para politikası uygulamaları piyasa faizleri üzerinde de yukarı yönlü etkide bulunmuştur. Faizlerin küresel olarak artma eğiliminde olduğu yılın ilk çeyreğinde, Türkiye'de piyasa faizleri gelişmekte olan ülkeler genel eğiliminin çok üzerinde artış göstermiştir (Grafik 5.1.11). Piyasa faizlerindeki artış, TCMB'nin uygulamakta olduğu yeni politika bileşiminin sıkılaştırıcı niteliğinin ve son dönemde benimsenen temkinli para politikası söyleminin bir yansımasıdır. Buna ek olarak, çeyreğin ilk dönemlerinde, TCMB'nin politika bileşiminin izleyeceği patikaya dair piyasada oluşan belirsizlik algılamalarının da piyasa faizlerindeki yükselişte rol oynadığı düşünülmektedir.

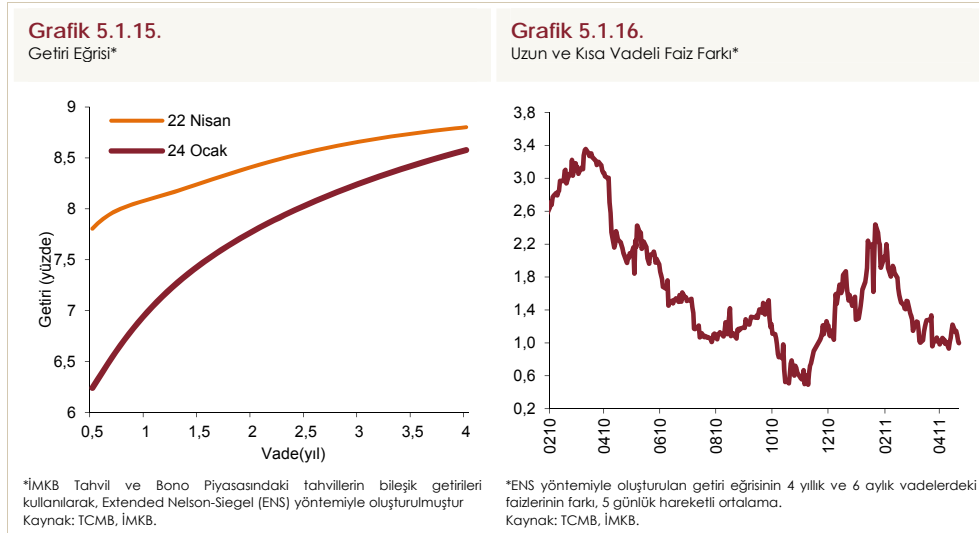


Piyasa faizlerindeki yükselişte, para politikası uygulamalarının yanı sıra, enflasyon beklentilerinin sınırlı miktarda artmış olmasının da etkili olduğu düşünülmektedir. Nitekim, ilk çeyrekte, petrol, gıda ve diğer ithal ürün fiyatlarındaki artışlar ve Türk lirasında gözlenen değer kaybıyla birlikte gelecek 12

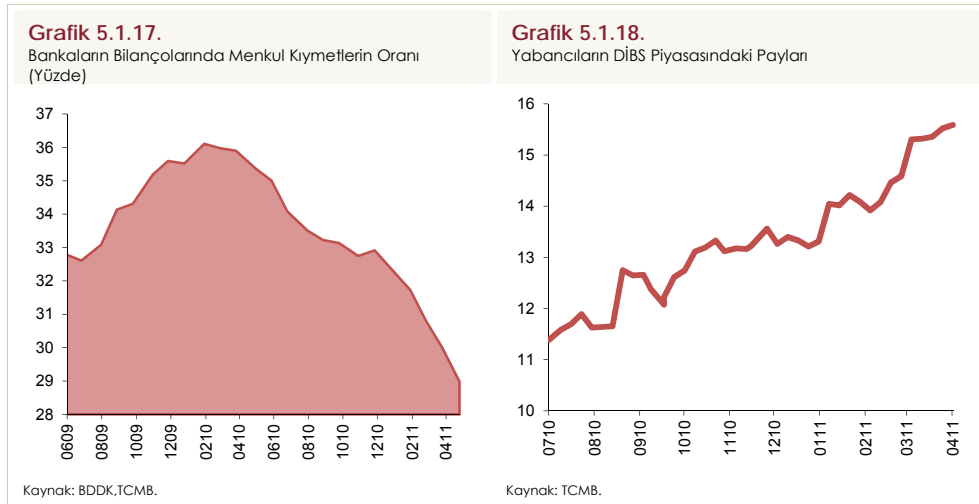
aya ilişkin enflasyon beklentilerinin sınırlı da olsa yükseldiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.14). Diğer taraftan, TCMB'nin daha temkinli bir para politikası duruşunu benimsemesi ve politika bileşimini sıkılaştırıcı yönde değiştirmesi, geleceğe yönelik politika faizi beklentilerinde de artışa yol açmıştır (Grafik 5.1.13). Beklentilerdeki bu artışın sınırlı oranda piyasa faizlerine de yansıtıldığı düşünülmektedir.



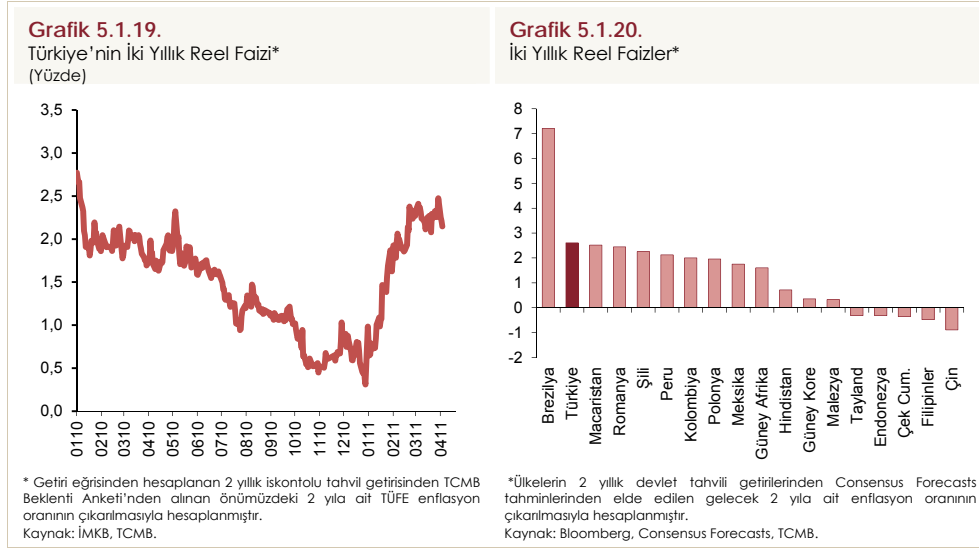
Piyasa faizlerindeki artış kısa vadelerde daha belirgin iken uzun vadelerdeki artışın sınırlı olduğu gözlenmektedir. Bunun sonucunda, getiri eğrisi önceki çeyreğe göre yataylaşmıştır (Grafik 5.1.15 ve Grafik 5.1.16).



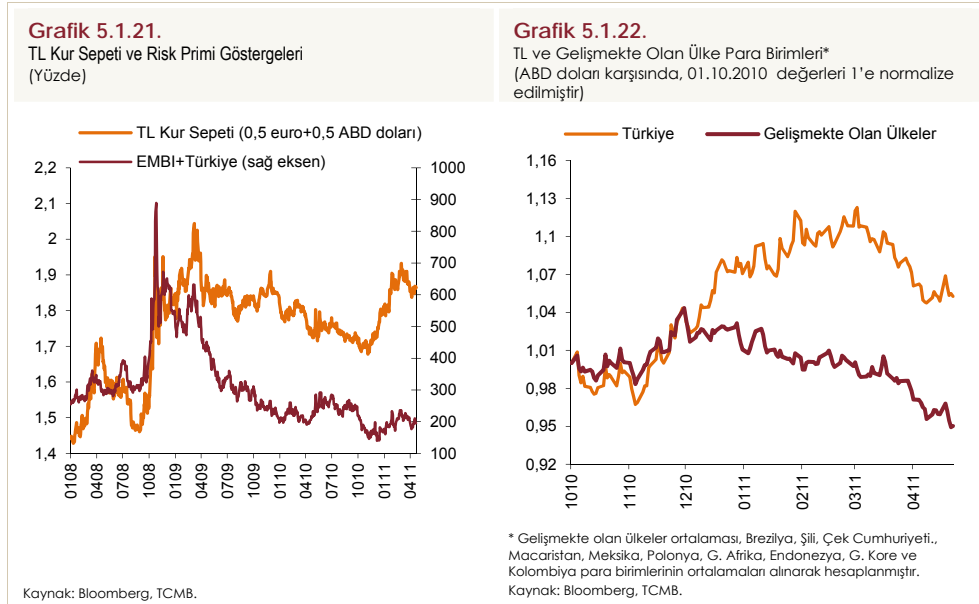
Piyasa faizlerindeki artışın kısa vadelerde daha belirgin olması, TCMB'nin politika bileşimini net sıkılaştırıcı yönde değiştirmesinin kısa ve orta vadeli faizler üzerinde daha etkili olmasından kaynaklanmaktadır. Nitekim, zorunlu karşılık düzenlemelerinin ardından bankaların, artan likidite ihtiyaçlarını kısa vadeli DİBS'leri portföylerinden çıkararak karşılama eğiliminde oldukları gözlenmiştir (Grafik 5.1.17). Bunun sonucunda yurt içi yerleşik bankaların bilançolarındaki DİBS'lerin payı düşerken, yabancıların bu piyasadaki sahiplik oranı artmaya devam etmiştir (Grafik 5.1.18). Öte yandan, uzun vadeli piyasa faizlerinin temel belirleyicileri uzun dönem ülke riskliliği gibi ekonominin uzun dönem yapısal dinamikleridir. Bu dönemde küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, uzun vadeli faizlerin tarihsel olarak en düşük seviyelerinde ve görece olarak istikrarlı biçimde seyretmeye devam etmesi, Türkiye'de faizlerdeki düşüşün kalıcı olacağı beklentisinin bir göstergesidir.



Piyasa faizlerindeki artış reel faizlere de yansımış, Türkiye'nin reel faizi diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla yüksek seviyelere çıkmıştır (Grafik 5.1.20). Reel faizlerdeki artış da, TCMB'nin son dönemde politika bileşimine dair aldığı kararların net etkisinin belirgin bir biçimde sıkılaştırıcı yönde olduğuna işaret etmektedir.

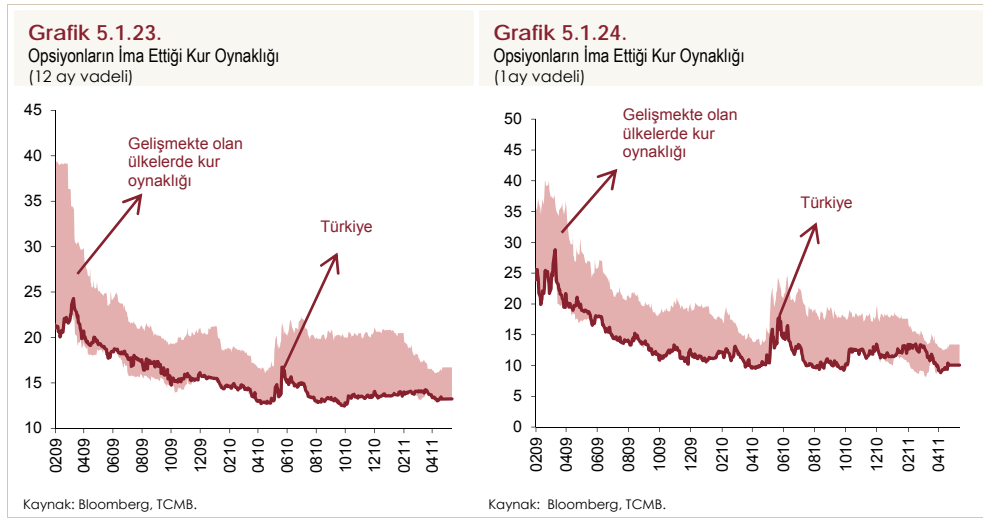


TCMB'nin aldığı politika kararları döviz kurları üzerinde de etkili olmuştur. Nitekim, 2010 yılının Kasım ayında Finansal İstikrar Raporu'nun yayımlanmasıyla başlayan süreçte Türk lirasının gelişmekte olan ülke para birimleri genel eğiliminden değer kaybı yönünde ayrıştığı gözlenmiştir (Grafik 5.1.22). Yakın dönemde ise bölgesel risk algılamalarının azalması ve piyasa faizlerindeki artışın etkisiyle Türk lirasının görece değer kayıplarının bir bölümü geri alınmıştır.

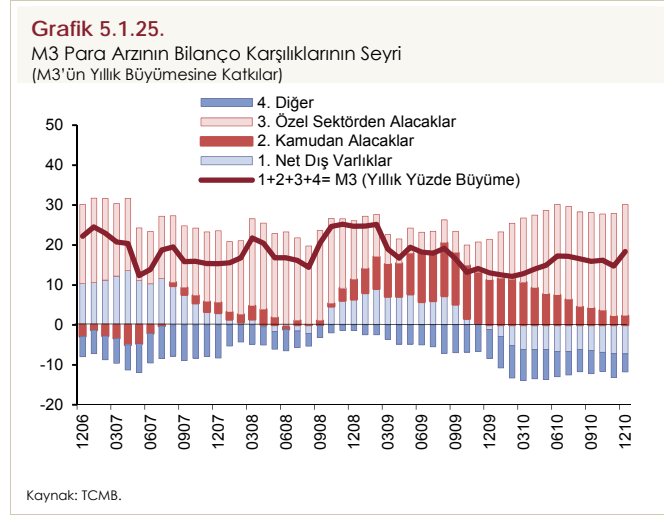


Son dönemde TL'nin değerinde gözlenen oynak seyre karşın, Türk lirasının uzun vadeli ima edilen kur oynaklığı diğer gelişmekte olan ülkeler arasında düşük seviyelerdeki yerini korumaktadır (Grafik 5.1.23). Bu durumun kriz sonrası süreçte

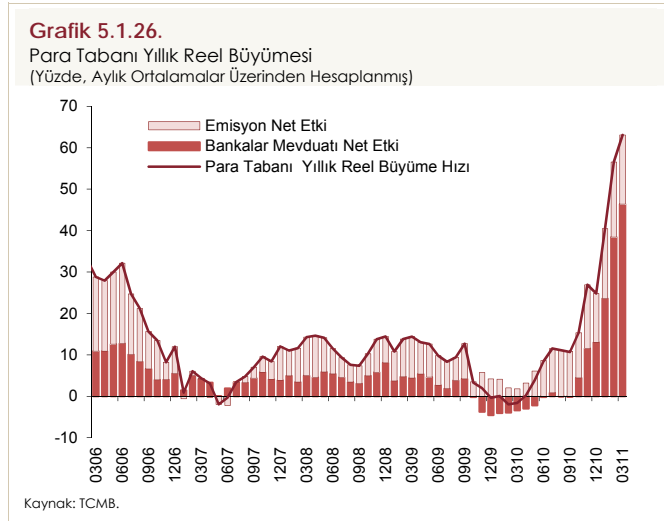
Türkiye'ye dair risk algılamalarındaki olumlu dönüşümün bir yansıması olduğu düşünülmektedir. Öte yandan, kısa vadelerde TL'nin ima edilen oynaklığında, TCMB'nin para politikası bileşimine dair aldığı kararların etkisiyle artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.24). Bu durumun, kısa vadeli sermaye hareketlerini caydırıcı etkide bulunması beklenmektedir. Oynaklıklardaki artışın yalnızca kısa vadelerde gözleniyor olması, kura dair belirsizliğin geçici olduğu yönündeki algılamaların bir sonucudur.



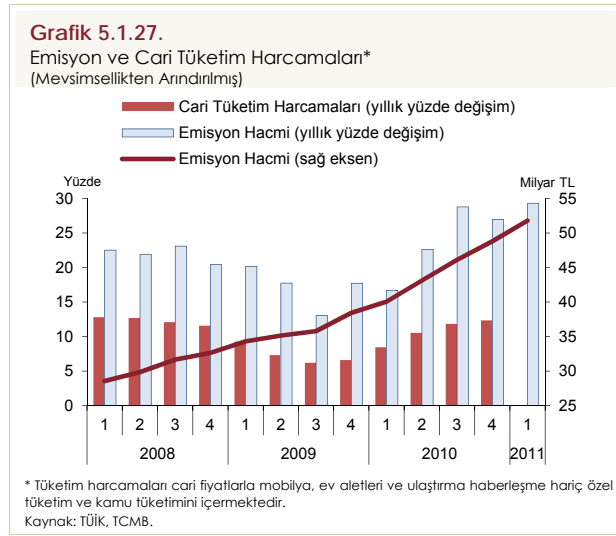
Finansal piyasalarda son dönemde gözlenen olumlu seyirle birlikte iktisadi faaliyetin güçlü seyri, parasal göstergelere de yansımaktadır. Nitekim, Merkez Bankası ve bankacılık sektörünün dahil olduğu parasal sektörün toplam konsolide yükümlülüklerini gösteren M3 geniş para arzının bilanço karşılıkları incelendiğinde, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finansal kesim dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki güçlü artış eğiliminin, tüketici ve yatırımcı güveninin artmasına bağlı olarak sürdüğü gözlenmektedir. Buna karşılık, 2009 yılı sonundan itibaren Kamudan Alacaklar kaleminin M3 büyümesine verdiği katkıda gözlenen azalma eğiliminin yılın son çeyreğinde duraksadığı dikkat çekmektedir. Net Dış Varlıklar kalemi ise, özellikle ticari bankaların yurt dışından kullandıkları kredilerdeki artışa paralel olarak azalışını sürdürmektedir. Son olarak, parasal sektörün mevduat dışı fon kaynaklarını gösteren Diğer kaleminin M3 büyümesine verdiği negatif katkı, banka kârlılıklarındaki düşüşün de etkisiyle önceki dönemlere kıyasla bir miktar gerileme göstermiştir (Grafik 5.1.25).



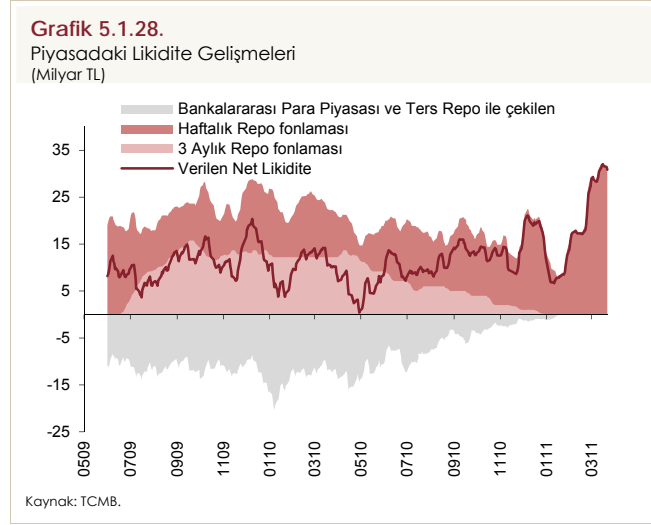
İktisadi faaliyetteki istikrarlı büyüme, birinci çeyrekte para tabanı gelişmelerine de yansımış, bunun sonucunda para tabanında yıllık bazda reel artış gözlenmiştir. Bu dönemde, emisyondaki istikrarlı artış eğilimi devam ederken, para tabanındaki genişleme büyük oranda, bankaların TCMB nezdinde zorunlu karşılık olarak tutmakla yükümlü oldukları mevduattaki artıştan kaynaklanmıştır (Grafik 5.1.26). Nitekim, TL zorunlu karşılık oranlarının bu dönemde yükseltilmesiyle, bankalar mevduatı yüksek miktarda artış göstermiştir.



Para tabanının bir diğer bileşeni olan emisyondaki artış eğiliminin ise iktisadi faaliyetteki toparlanmayla birlikte tüketim harcamalarında gözlenen artıştan kaynaklandığı düşünülmektedir. Bununla beraber, mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmindeki güçlü artış eğiliminin yılın ilk çeyreğinde sürmesi, tüketim harcamalarının iktisadi faaliyetteki canlanmaya verdiği katkının devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 5.1.27). Öte yandan, kriz sonrası süreçte emisyonda gözlenen istikrarlı artış eğiliminde, nakit tutmanın fırsat maliyetinin bir göstergesi olan nominal faizlerin tarihsel olarak en düşük seviyelere inmesinin de etkili olduğu düşünülmektedir.

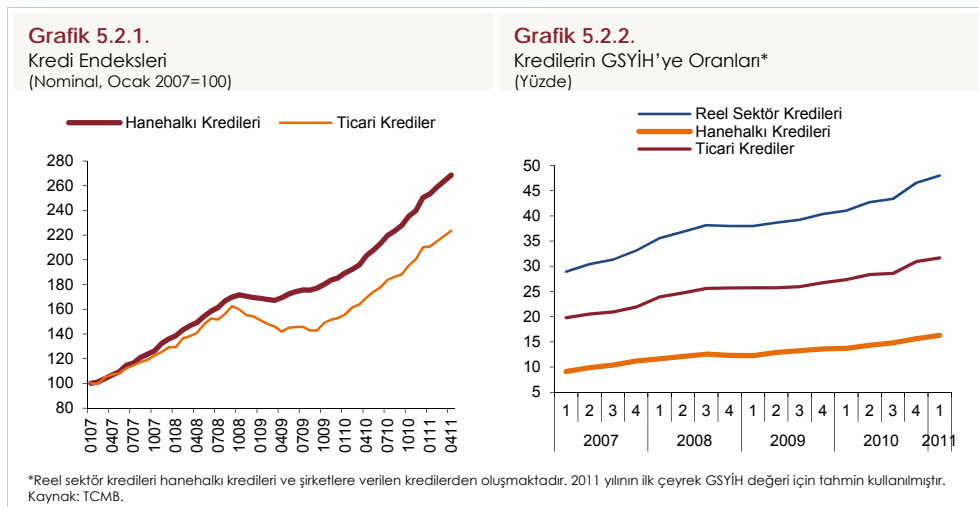


TCMB tarafından alınan önlemlerin etkisiyle ve küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyir sonucunda yabancı sermaye girişlerinin yılın ilk çeyreğinde hız kestiği gözlenmiştir. Bunun sonucunda, döviz alım ihaleleri vasıtasıyla piyasadan çekilen döviz miktarı önceki çeyreğe kıyasla önemli oranda azalarak 2,7 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Döviz alım ihaleleri bankalararası piyasadaki TL likiditesi açığını daraltıcı etkide bulunmuştur. Öte yandan, bu dönemde, Hazine'nin TCMB nezdindeki ortalama hesap bakiyesi de geçtiğimiz çeyreğe kıyasla azalarak likidite açığını daraltıcı etki yapmıştır. Ne var ki, emisyonda gözlenen ılımlı artış ve asıl olarak bankaların zorunlu karşılıklara ayırdıkları tutarın önemli ölçüde artması yılın ilk çeyreğinde bankacılık sisteminin net likidite açığının önceki çeyreğe kıyasla yükselmesine yol açmıştır (Grafik 5.1.28).

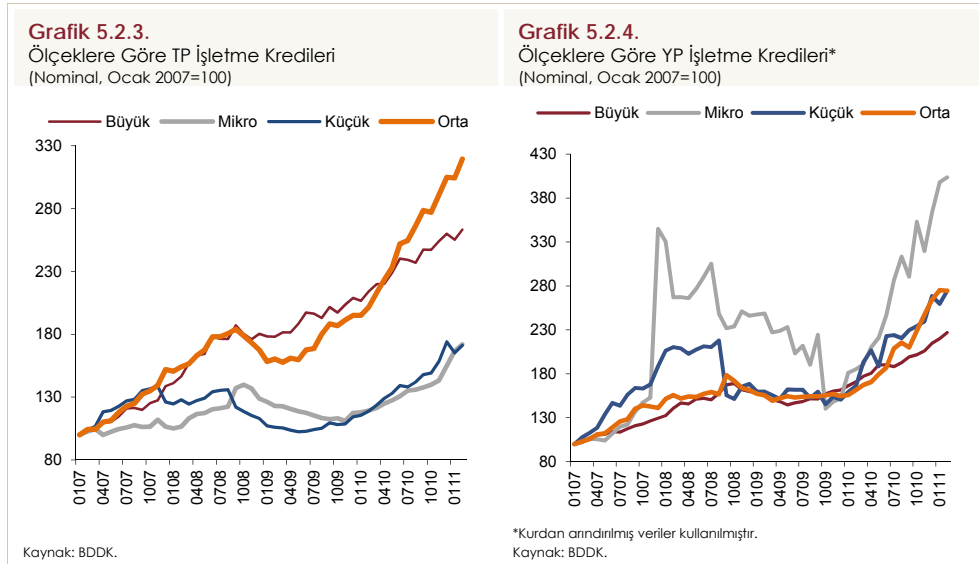


5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

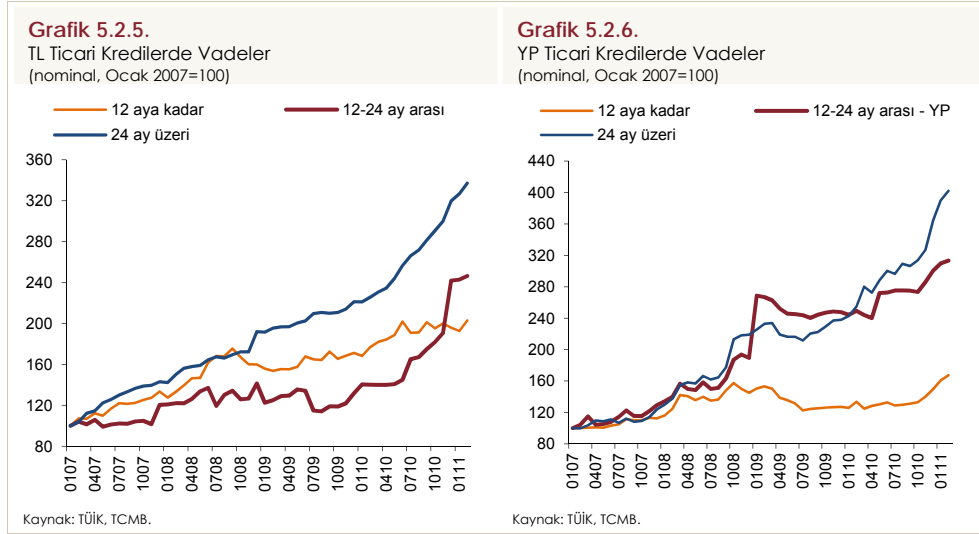
Yurt içi yerleşik bankaların reel kesime açtıkları krediler, sınırlı bir yavaşlama göstermekle birlikte, 2011 yılının ilk çeyreğinde de yüksek oranda artmaya devam etmiştir (Grafik 5.2.1). Bu dönemde, ticari krediler ve tüketici kredilerindeki artış oranları yıllıklandırılmış bazda sırasıyla yüzde 29 ve 41, bankacılık sektörünün reel kesime açtıkları toplam kredilerdeki artış oranı ise yüzde 33 olarak gerçekleşmiştir. Ticari kredilerin daha yavaş büyümesinde yılsonu bilanço düzeltmelerinin ticari krediler için daha belirgin olması etkili olmuştur. Nitekim, tüketici kredileri ve ticari kredilerin büyüme hızları arasındaki farkın Mart ayında önemli ölçüde kapandığı gözlenmektedir. Bu gelişmeler sonucunda, yılın ilk çeyreğinde kredilerin GSYİH'ye oranının yukarı yönlü eğilimini koruduğu tahmin edilmektedir (Grafik 5.2.2).



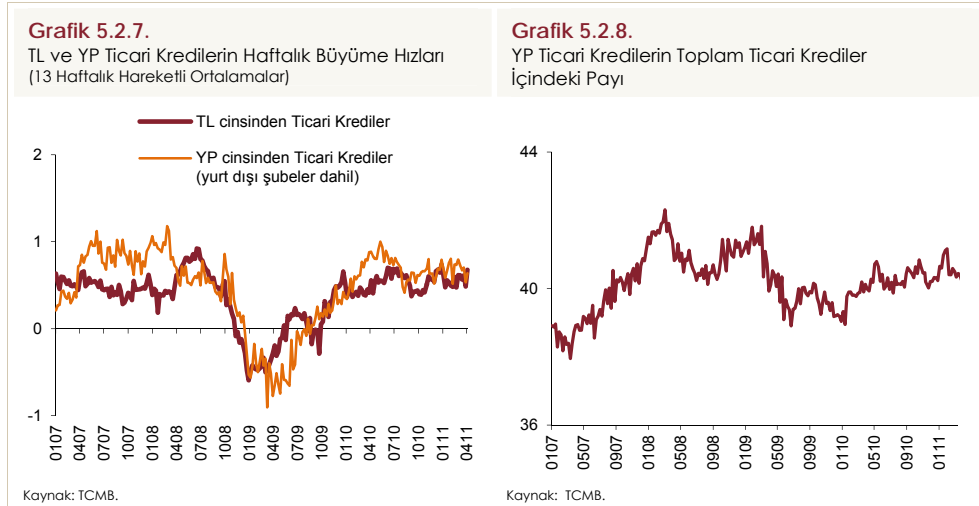
Kriz sonrası süreçte, kredilerde gözlenen yüksek oranlı artış eğiliminin önemli bir belirleyicisi, finansal kuruluşların risk algılamalarındaki iyileşme ve bunun sonucunda kredi riskinden kaçınma eğilimlerindeki azalış olmuştur. Bu durum, artan kredi talebiyle birlikte ticari kredilerde yüksek oranlı artışlara yol açmıştır. Gerek kredi verilen şirket ölçeği gerekse vade bazında incelendiğinde, risk algılamalarındaki iyileşmenin ticari krediler üzerindeki yansımaları belirgin biçimde görülebilmektedir. Nitekim, kredi riski daha yüksek olarak değerlendirilen küçük ölçekli işletmelere verilen kredilerde, büyük ölçekli işletmelere verilen kredilere kıyasla daha yüksek oranlarda artışlar kaydedilmiştir. Bunun sonucunda, küçük ölçekli işletmelere verilen kredilerin toplam krediler içindeki payının kriz öncesi düzeylerinin de üzerine çıktığı gözlenmektedir (Grafik 5.2.3 ve Grafik 5.2.4).



Finansal kuruluşların risk algılamalarındaki iyileşme ticari kredilerin vade dağılımları üzerinde de etkisini göstermektedir. Nitekim, faiz riski düşük addedilen kısa vadeli kredilerin toplam krediler içindeki payı yılın ilk bölümünde de azalmayı sürdürmüştür. Bunun sonucunda ticari kredilerin ortalama vadesi kriz öncesi seviyelerin üzerine çıkmıştır (Grafik 5.2.5 ve Grafik 5.2.6).

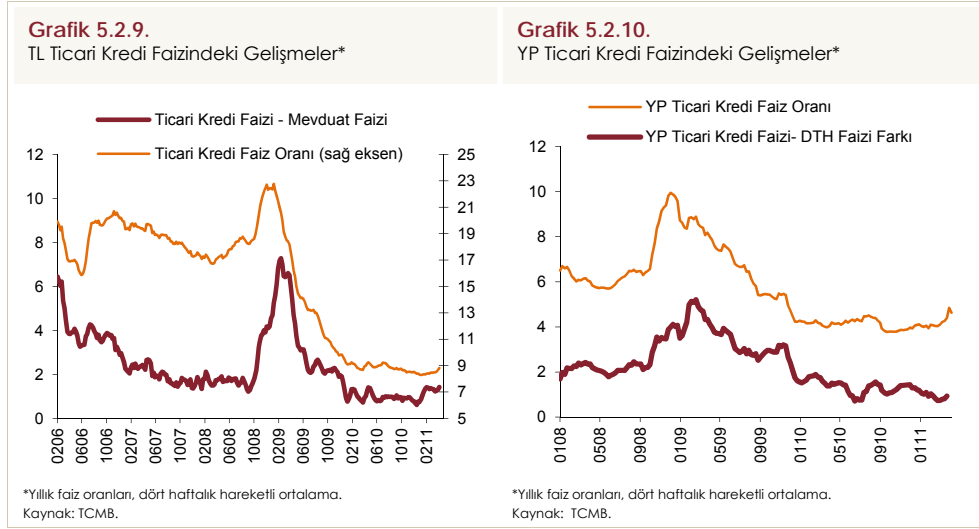


Kredi gelişmeleri para birimi bazında incelendiğinde, YP cinsi ticari kredilerin toplam ticari krediler içindeki payında 2010 yılı boyunca korunan artış eğiliminin 2011 yılının ilk çeyreğinde de devam ettiği gözlenmektedir (Grafik 5.2.7 ve Grafik 5.2.8). Bu kapsamda, mikro ölçekli işletmeler başta olmak üzere KOBİ'lere verilen YP cinsi kredilerdeki büyüme dikkat çekici düzeylere ulaşmıştır (Grafik 5.2.4). Firmaların kur, bankaların ise kredi risklerinin artması anlamına gelebilecek bu eğilimin yakından izlenmesi gerektiği düşünülmektedir.



Kredi piyasasına dair göstergeler, kredi genişlemesinde gerek arz gerekse talep koşullarının etkili olduğunu göstermektedir. Kredi hacmindeki güçlü artış eğilimine ve zorunlu karşılıklara ilişkin alınan kararların getirdiği ek maliyetlere karşın, kredi faizlerinde belirgin bir artışın gözlenemiyor oluşu kredi piyasasının arz tarafında yoğun bir rekabetin varlığına işaret etmektedir (Grafik 5.2.9). Kriz

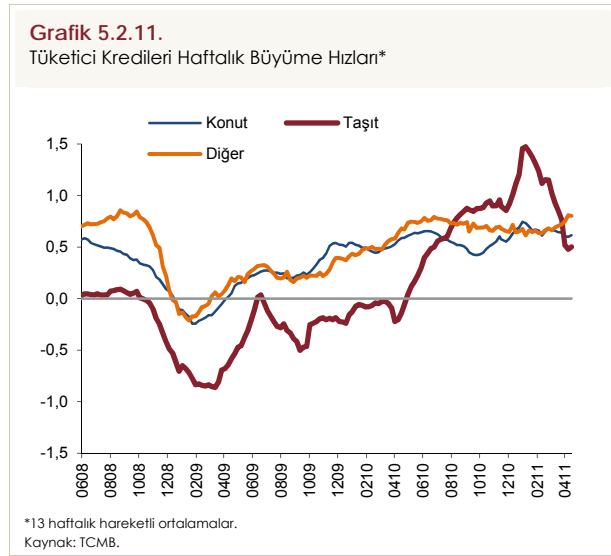
sonrası süreçte YP kredi hacmindeki büyümeye karşın, YP cinsi ticari kredi faizleri ile DTH faizleri arasındaki farkın henüz belirgin biçimde artmamış olması da arz koşullarının kredi genişlemesini desteklediğine işaret etmektedir. Nitekim, kredi eğilim anketi 2010 yılı son çeyreğine ilişkin sonuçlar, bu durumu teyid eder niteliktedir. Anket sonuçlarına göre, bankalar, KOBİ kredilerinde standartların ilk çeyrekte bir miktar daha gevşemesini beklemektedirler.



Ticari kredilerde, özellikle de YP cinsi ticari kredilerde gözlenen artış eğiliminde arz kaynaklı unsurların yanı sıra, talep kaynaklı etkenlerin de önemli rol oynadığına işaret eden göstergeler bulunmaktadır. Ocak Enflasyon Raporu'nda değinilen yatırım anketinin 2010 yılı güz dönemi sonuçları, işletmelerin yatırım taleplerinin belirgin olarak arttığını göstermekteydi. Nitekim anketle tutarlı biçimde 2010 yılının son çeyreğinde özel sektörün yatırım harcamalarında rekor düzeyde artış kaydedilmiştir. Diğer taraftan, bankacılık kesimi ile yapılan kredi eğilim anketi de son çeyrekte ticari kredi talebinin yüksek olduğuna ve bu durumun yılın ilk çeyreğinde de sürmesinin beklendiğine işaret etmektedir. Yatırım kredilerinin çoğunlukla yabancı para cinsinden oluşu ve son dönemde ticari kredi talebinin büyük oranda artan yatırım harcamalarının finansmanı amaçlı olduğu varsayımı birlikte değerlendirildiğinde, YP cinsi kredilerin yüksek oranlı artışında talep yönlü etkenlerin önemli rol oynadığını söylemek mümkündür.

2010 yılının son bölümünde, yıl sonu bilanço ayarlamalarının ve BDDK'nın kredi/değer oranına ilişkin düzenlemelerinin yılbaşında yürürlüğe girecek olmasının etkisiyle, tüketici kredilerinde belirgin bir ivmelenme gözlenmiştir. Bunu takip eden süreçte, Ocak ayındaki geçici yavaşlamanın ardından, tüketici

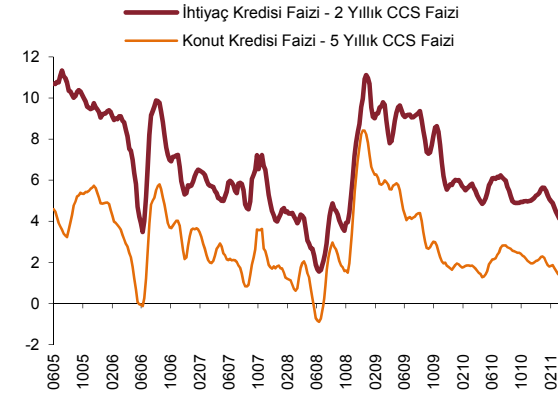
kredilerindeki yüksek oranlı artış eğilimi Şubat ve Mart aylarında da devam etmiştir. Bu dönemde, tüketici kredilerinin yüzde 10'undan daha küçük bir bölümünü oluşturan taşıt kredilerinin ise, tüketici kredilerinin genel eğiliminden ayrıştığı görülmektedir. Nitekim, geçen yılın son çeyreğinde kaydedilen rekor seviyedeki artışın ardından, taşıt kredilerindeki artış eğiliminin çeyreğin ilk iki ayı boyunca önemli ölçüde yavaşlamıştır. Tüm bu gelişmeler sonucunda ilk çeyrekte tüketici kredilerinin artış hızı yıllıklandırılmış bazda 41'i aşarken; konut, diğer ve taşıt alt kalemlerindeki artış oranları sırasıyla yüzde 37, 47 ve 31 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.11).



İlk çeyrekte, tüketici kredilerindeki yüksek oranlı artışa karşın, kredi faizlerinde belirgin bir eğilim gözlenmemiştir. Uzun vadeli piyasa faizleri artarken tüketici kredisi faizlerinin durağan bir seyir izlemesinin, bu piyasadaki yoğun rekabetin bir sonucu olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.2.12). Öte yandan, iktisadi faaliyetteki canlanma ve artan tüketici güveni, tüketici kredisi talebini artırmakta, kredilerdeki büyüme eğilimini desteklemektedir. Tüketici güven endeksindeki yukarı yönlü eğilimin ve istihdam koşullarındaki iyileşmenin devamı, tüketici kredisi talebinin önümüzdeki dönemde de canlı kalabileceğine işaret etmektedir.

Grafik 5.2.12.

Tüketici Kredisi Faizleri ile Para Takası Faizleri Farkı*



*CCS, çapraz para takasında gerçekleşen TL faiz oranını temsil etmektedir.
Kaynak: TCMB.

Yılbaşından itibaren geçen sürede kredi büyümesinin finansmanı incelendiğinde, yurtdışı bankalardan borçlanmanın bankaların en önemli finansman kaynağı olmaya devam ettiği görülmektedir. Diğer taraftan, bankaların temel finansman kaynağı olan mevduatlarda yılın ilk iki ayında gerçekleşen artış sınırlı olup, kredi genişlemesinin ancak yüzde 32'lik kısmına karşılık gelmektedir. Bu dönemde yeni ihraç edilen menkul kıymet miktarı ise kredilerdeki artışın yüzde 8'ine yakın seviyelerde gerçekleşmiştir.

Tablo 5.2.1.Temel Bilanço Kalemlerindeki Değişimler
(Değişim Tutarı, Milyon TL)

		2010 Son Çeyrek		2011 İlk iki ay	
		TP	YP	TP	YP
Aktif	Krediler	30866	19581	13051	13362
	Menkul Değerler	10344	2806	-2548	334
	Nakit Değerler+ZK+Merkez Bankasından Alacaklar	7260	5755	21348	386
	Bankalardan Alacaklar	3545	-6750	-359	-8
Pasif	Mevduat (Katılım Fonu)	40480	3538	7313	1154
	Bankalara Borçlar	5468	15451	-796	7292
	Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonlar	3725	1982	12748	3931
	İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	1095	94	2269	771
	Toplam Özkaynaklar	7833	-160	768	-561

Kaynak:BDDK.

İlk çeyrekte bankacılık sektöründe dikkat çekici bir diğer gelişme, bankaların menkul değerler cüzdanlarında gözlenen ve kredi artışının yüzde 8'ine tekabül eden miktarda daralma olmuştur. Bu dönemde bankalar, zorunlu karşılık düzenlemelerinin yarattığı ek likidite ihtiyacını karşılamak amacıyla sahip oldukları DİBS'lerin bir bölümünü portföylerinden çıkarmışlardır. Bu durum, bankaların likidite ihtiyaçlarını karşılamada Merkez Bankası kaynaklarına başvurmak yerine varlık kompozisyonlarında değişikliğe gitme eğilimlerinin arttığına işaret etmektedir. Bankalar nezdinde, Merkez Bankası fonlaması ve

diğer fon kaynakları arasındaki ikame ilişkisinin zayıflaması zorunlu karşılık düzenlemelerinin kredi piyasası üzerindeki etkinliği bakımından önemli bir gelişme olup, bu durumun önümüzdeki dönemde bankaların kredi arzında daha ihtiyatlı davranmalarını sağlayabileceği düşünülmektedir.

Özetle, yılın ilk çeyreğinde gerek ticari kredilerde gerekse tüketici kredilerinde yüksek oranlı artış eğiliminin korunduğu gözlenmiştir. Kredilerdeki artış eğiliminde arz ve talep yönlü etkenler rol oynamaktadır. Arz tarafında, kredi piyasasındaki yoğun rekabet, kredi arzı koşullarının gevşek kalmaya devam etmesine yol açmaktadır. Diğer taraftan, iktisadi faaliyetin olumlu seyri, istihdam koşullarındaki iyileşme ve bunlarla bağlantılı olarak iktisadi görünüme dair güven artışı kredi talebinin de canlı kalmasını sağlamaktadır. Kredilerdeki yüksek oranlı artış eğilimini kısıtlamaya yönelik olarak alınan zorunlu karşılıklara dair kararların kredi piyasaları üzerindeki ilk etkileri görülmeye başlanmıştır. Bu etkinin önümüzdeki dönemde giderek belirginleşeceği düşünülmektedir. Nitekim, alınan son kararın ardından bankaların ek likidite ihtiyaçlarının önemli bölümünü varlık kompozisyonlarında değişikliğe giderek karşılamaları, zorunlu karşılıkların artırılması kararının sıkılaştırıcı yöndeki etkilerinin önümüzdeki dönemde belirginleşeceğine dair önemli bir göstergedir (Kutu 5.2).

Kutu
5.1

Kredi Genişlemesi ve Cari Açık

Küresel kriz sonrası gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan olağanüstü genişletici para politikaları neticesinde artan küresel likidite, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının güçlü seyretmesine neden olmaktadır. Finansal derinleşme sürecinin erken safhasında olan gelişmekte olan ülkelerde, kredi büyüme hızının gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olması normal karşılanırsa da, aşırı hızlı kredi genişlemesinin belirli bir noktadan sonra finansal istikrarı tehdit edebileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Zira ülke tecrübeleri, önemli bankacılık ve ödemeler dengesi krizlerinin hızlı kredi büyüme süreçleri tarafından öncülendiğini göstermektedir. Dolayısıyla, kredi büyüme sürecinin yakından takip edilmesi büyük önem arz etmektedir. Bu bağlamda, bu kutuda kredi genişlemesi ve finansal krizler arasındaki ilişki incelenmekte ve ekonomi yazınında yer alan ilgili bulgular özetlenmektedir. Son olarak, Türkiye ekonomisinde yakın dönemde gözlenen hızlı kredi genişlemesi ve artan cari açık sorununa değinilmekte ve bu çerçevede Merkez Bankası'nın aldığı önlemlere yer verilmektedir.

Ekonomi yazınında birçok çalışma, hızlı kredi büyümesinin ödemeler dengesi ve bankacılık krizleri için öncü bir göstergesi teşkil ettiği sonucuna ulaşmıştır.¹ Hızlı kredi büyümesi, dış denge ve döviz piyasalarındaki istikrarı bozmak suretiyle makroekonomik istikrarı tehdit edebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, yurt dışı kredi imkânlarının bir anda daralması, bankacılık sistemi döviz likiditesinin negatif bir şoka maruz kalmasına ve akabinde finansal ve ekonomik bir krize neden olabilmektedir. Geçmişte bu durum gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere tecrübe edilmiştir.² Bunun yanı sıra, hızlı kredi büyümesi finansal istikrarı doğrudan da etkileme potansiyeline sahiptir. Etkileri halen süren son küresel kriz bu husustaki en yakın tecrübeyi teşkil etmektedir. Kredi için gerekli fonlara ulaşımın kolaylaştığı ve fon maliyetinin düştüğü dönemlerde oluşan aşırı rekabet ortamı, bankaların riske yönelik duyarlılıklarını azaltmaktadır. Ayrıca hacim ve sayı olarak kredilerin hızla genişlediği bir dönemde, taşıdıkları risklere ilişkin sağlıklı değerlendirme yapmak da oldukça güçtür. Kredi büyümesinin finansal istikrarı tehdit edebilecek bir gelişim izlemesine neden olabilecek bir diğer mekanizma da iktisat yazınında "finansal hızlandırıcı" olarak adlandırılmaktadır. Ekonominin hızlı büyüdüğü dönemlerde geleceğe yönelik aşırı iyimserlik ve varlık fiyatlarındaki artış kredi talebini olumlu etkilerken, bankaların kredi verme istekliliğini de güçlendirmektedir. Negatif bir şokla ekonominin beklentilerin altında bir performans göstermeye başlaması durumunda ise bu süreç tersine dönmekte ve finansal sistemi krizle karşı karşıya bırakabilmektedir.

¹ Bakınız Borio ve Lowe (2002), Jorda ve diğerleri (2010).

² Bakınız Hilbers ve diğerleri (2005).

Krizle sonuçlanan kredi büyümesi süreçlerinin bir takım ortak özellikler gösterdiği de tespit edilmiştir. Hızlı kredi genişlemelerinin benzer ülkelerle yakın zamanlı ortaya çıktıkları, başka bir deyişle, senkronize oldukları görülmektedir. Söz konusu tespit sermaye akımları gibi ortak dışsal bir faktörün varlığına işaret etmektedir. Ayrıca kredilerdeki hızlı büyüme süreçlerinin yüzde 50'sinden fazlasının güçlü sermaye akımları tarafından öncülendiği belirtilmektedir. Hızlı kredi büyümelerinin yüzde 75'i bankacılık krizi ile ilişkilendirilirken, yüzde 85'i cari açıkla ilişkilendirilmiştir. Diğer taraftan, bankaların söz konusu süreçte bilançolarının kompozisyonunu değiştirerek yurt dışı borçlanmalarını artırdıkları gözlenmiştir.³

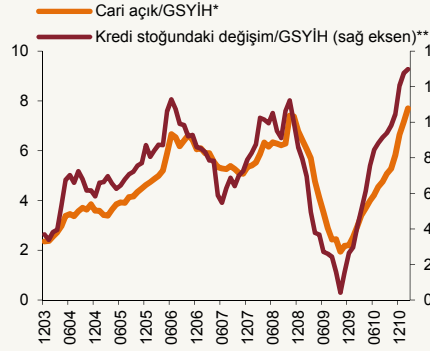
Son dönemde yayınlanan Jorda ve diğerleri (2010) çalışmasında cari işlemler dengesinin, diğer ekonomik temellerin yanında, muhtemel bir finansal krize dönük ek bir bilgi içerip içermediği araştırılmıştır. Bu amaçla, 1870–2008 yılları arasında, 14 gelişmiş ülkeye ait veriler kullanılarak logit modeliyle finansal krizlerin oluşma ihtimalini etkileyen değişkenler belirlenmeye çalışılmıştır.⁴ Son beş yıllık dönemde gerçekleşen hızlı kredi genişlemesinin, finansal bir krizin yaşanma riskine dönük önemli bir gösterge olduğu tespit edilmiştir. Cari işlemler açığının da finansal krizleri öncülediği görülsede, kredi genişlemesine göre istatistiki anlamlılığı daha düşük bulunmuştur. Küresel sermaye hareketlerinde son 35 yılda yaşanan değişimlerin uzun dönemli çalışmada sorun oluşturabileceği gerçeğinden yola çıkılarak analizler 1945 ve 1975 sonrası dönemler için ayrıca ele alınmıştır. Ulaşılan sonuçlar, kredi büyümesi ile cari işlemler dengesi arasındaki etkileşimi gösteren değişkenin istatistiki anlamlılığının 1975 sonrası dönem için daha güçlü olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda, 1975 sonrası dönem için kredi artışı ile cari işlemler açığı arasındaki korelasyon da yükselmekte ve istatistiki olarak anlamlı olmaktadır. Bu sonuç, 1975 sonrasında yüksek kredi artışlarının cari işlemlerde oluşan dengesizliklerle beraber gerçekleştiğini ima etmektedir. Söz konusu bulgular, kredi genişlemesinin finansal krizleri önlemeye yönelik takip edilmesi gereken önemli bir değişken olduğuna işaret etmektedir.

Türkiye örneğine bakıldığında da kredi büyümesi ile cari işlemler açığı arasında güçlü bir ilişki olduğu görülmektedir (Grafik 1-a). Cari dengedeki bozulma ve finansmanında kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarının payının giderek artması, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılganlığını artırarak makroekonomik ve finansal istikrara dair kaygıları gündeme getirmektedir (Grafik 1-b).

³ Bakınız IMF (2004).

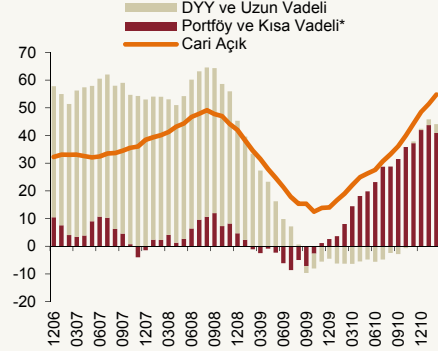
⁴ Analizlerde yer alan ülkeler; ABD, Kanada, Avustralya, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Hollanda, Danimarka, Norveç, İspanya, İsveç, İsviçre ve Birleşik Krallık.

Grafik 1.a.
Kredi Büyümesi ve Cari İşlemler Açığı



*12-aylık birikimli cari açığın GSYİH'ye oranı.
**Kredi stoğundaki yıllık değişimin GSYİH'ye oranı.
Kaynak: TCMB, BDDK.

Grafik 1.b.
Cari Açığın Temel Finansman Kaynakları
(12-aylık birikimli, milyar ABD doları)



*Kısa vadeli sermaye hareketleri bankacılık ve reel sektörün net kredileri ile bankalardaki mevduat kaleminin toplamından oluşmaktadır.
Kaynak: TCMB.

Bozulan cari denge ve hızlı seyreden kredi genişlemesinin yol açtığı riskler alternatif politika arayışlarını gündeme getirmiştir. Bu çerçevede, finansal istikrara ilişkin riskleri azaltmak amacıyla kredilerin artış hızının sınırlanması bir ara hedef olarak benimsenmiştir. TCMB, fiyat istikrarı temel amacından ödün vermeden makro finansal riskleri sınırlayabilmek amacıyla, birbirini tamamlayıcı nitelikte farklı politika araçlarını bir arada kullanarak yeni bir politika stratejisi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Bu doğrultuda, politika faizine ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunun (gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark) aktif para politikası araçları olarak kullanılmasına karar verilmiştir.

KAYNAKÇA

- Borio, C. ve P. Lowe (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", BIS Working Paper, No:114.
- Hilbers, P., Otter, I., Pazarbaşıoğlu, C., ve G. Johnsen (2005), "Assessing and managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies", IMF Working Paper, No:151.
- International Monetary Fund, 2004, "Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?" World Economic Outlook, April 2004, Chapter IV.
- Jorda, O., Taylor, M. ve M. Schularick (2010), "Financial Crises, Credit Booms and External Imbalances: 140 Years of Lessons", NBER Working Paper, No:16567.

Kutu
5.2

Zorunlu Karşılıklara İlişkin Kararların Etkileri

TCMB, 2010 yılının ortalarından itibaren iç ve dış talepteki hızlı ayrışmanın kısa vadeli sermaye girişleri ile birlikte finansal istikrara dair riskleri artırdığına dikkat çekerek yeni konjonktürün yol açtığı riskleri azaltmak için alternatif politika araçlarının bir arada kullanıldığı bir para politikası stratejisi benimsemiştir. Bu doğrultuda, makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla kısa vadeli sermaye girişlerinin ve yurt içindeki kredi genişlemesinin yavaşlatılması bir ara hedef olarak belirlenmiştir. TCMB, yeni para politikası stratejisi kapsamında, fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarı gözetebilmek amacıyla araç çeşitliliğine gitmiştir. Bu kapsamda bir hafta vadeli repo ihale oranı olan politika faizi, gecelik para piyasasındaki faiz koridoru ve zorunlu karşılık oranları politika araçları olarak bir arada kullanılmaya başlanmıştır. Bu kutu, zorunlu karşılıklara ilişkin alınan kararların etkilerine odaklanmaktadır.

Yeni politika stratejisine geçişin hazırlıkları 2010 yılının Nisan ayında açıklanan çıkış stratejisiyle başlamıştır. Bu kapsamda kriz döneminde alınan likidite tedbirleri aşamalı olarak geri çekilmiş, zorunlu karşılık oranları da kademeli olarak 2010 yılı sonuna kadar kriz öncesi seviyelerine getirilmiştir. 2010 yılının Kasım ayından itibaren ise makro-fansal risklerin azaltılmasına yönelik olarak zorunlu karşılık oranlarının kademeli şekilde yükseltilerek piyasadaki Türk lirası likiditenin ve kredi arzının kontrol altına alınması amaçlanmıştır. Bu amaca yönelik olarak zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiş ve zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir. Ayrıca, zorunlu karşılık oranları kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre ayrıştırılarak bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin ortalama vadesinin uzatılması ve finansal istikrarın güçlendirilmesi amaçlanmıştır.⁵ Bu kapsamda alınan kararlarla Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması Nisan 2011 itibarıyla yüzde 13,5 seviyesine yükseltilmiştir (Tablo 7.1.1). Bu çerçevede, 13 Mayıs 2011 tarihinde yürürlüğe girecek olan son kararlar birlikte, Ekim 2010 tarihinden itibaren yapılan zorunlu karşılık düzenlemeleriyle piyasadan yaklaşık 40 milyar Türk lirası likidite çekilmiş olacaktır.

⁵ Başçı ve Kara (İktisat İşletme ve Finans, Mayıs 2011, basım aşamasında) yeni politika bileşiminin amaçları ve uygulaması konusunda kapsamlı bilgi sunmaktadır.

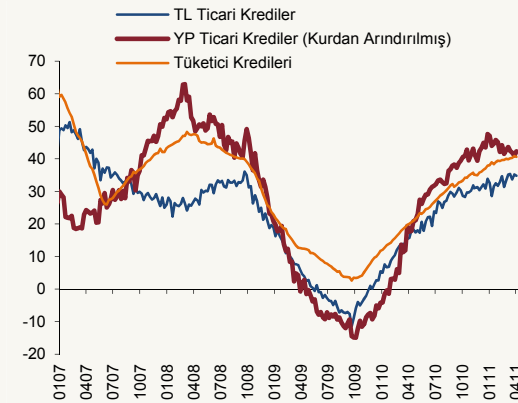
Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde zorunlu karşılıkların makroekonomi üzerindeki etkisi maliyet ve likidite kanalları üzerinden çalışmaktadır. Temel olarak, maliyet kanalı merkez bankasının zorunlu karşılıkları değiştirerek bankaların yükümlülüklerinin maliyetini etkilemek suretiyle bankaların kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkı etkilemesi yoluyla çalışırken, likidite kanalı zorunlu karşılıklardaki değişimin bankaların kısa vadeli merkez bankası kaynaklarına olan ihtiyaçlarını değiştirmek suretiyle kredi verme davranışlarını etkilemesi yoluyla çalışmaktadır.⁶

Para politikasındaki yeni yaklaşımın finansal istikrarı tehdit edebilecek risklerin başında gelen hızlı kredi genişlemesi üzerindeki etkisi gecikmeli olarak görülmektedir. Kasım 2010-Ocak 2011 döneminde alınan zorunlu karşılıklara ilişkin kararları takiben 2011 yılının ilk çeyreğinde tüketici kredilerinde 2010 yılının son çeyreğinde başlayan ivmelenme durmuş, ancak kredilerin yıllık artış hızı yüksek seviyelerini korumaya devam

etmiştir (Grafik 1). Bu dönemde, bankaların zorunlu karşılık oranlarındaki artışın yüklediği ek maliyeti ağırlıklı olarak mevduat faizlerine yansıttıkları, kâr marjlarını bir miktar düşürdükleri, kredi faizlerini ise yükseltmedikleri gözlenmiştir. Öte yandan bankalar, artan zorunlu karşılıklar nedeniyle ortaya çıkan likidite açığını ağırlıklı

olarak TCMB fonlamasıyla karşılamıştır. Dolayısıyla, başlangıç aşamasında zorunlu karşılık kararlarının krediler üzerindeki etkisi görece sınırlı kalmıştır. Bu durumun, bankacılık sektöründe rekabetin yüksek olması ve makroekonomik görünüme bağlı olarak risk algılamalarının iyileşmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Ayrıca, bankaların portföy yapılarında değişikliğe gitme kararlarının zaman alması da zorunlu karşılık düzenlemelerinin kısa vadedeki etkisini sınırlayan bir gelişme olmuştur.

Grafik 1.
Kredilerin Yıllık Artış Hızı
(Yüzde Değişim)

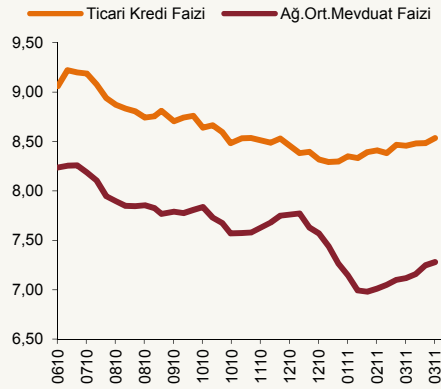


Kaynak: TCMB.

⁶ Bakınız: Alper, K. ve S. T. Tiryaki (2010), "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", TCMB Ekonomi Notları, No: 11/08.

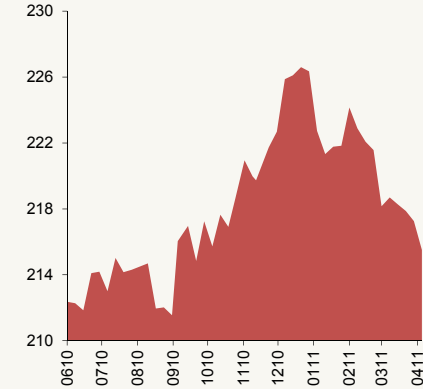
Ocak 2011 ve sonrasında alınan zorunlu karşılık oranlarını artırma yönündeki kararlara ise bankaların daha farklı cevap verdikleri gözlenmiş ve likidite kanalının etkileri daha belirgin bir şekilde gözlenmeye başlamıştır. 24 Ocak 2011 tarihinde zorunlu karşılık oranlarının mevduatın büyük ölçüde yoğunlaştığı vadelerde 200 baz puan artırılmasının ardından, mevduat faizlerinin, önceki kararlarda gözlenen hareketin aksine, yukarı yönlü bir eğilim sergilemeye başladığı görülmektedir (Grafik 2). Ayrıca, bu karardan sonra bankalar menkul kıymetler portföylerindeki devlet iç borçlanma senetlerini satmaya başlamış ve kredi genişlemesinin azımsanmayacak bir kısmını bu satışlarla karşılamıştır (Grafik 3). Bu gelişmeler, bankaların bilançolarındaki likidite oranlarını koruma gayretine girdiklerini ve bilanço yapılarını varlıklar ve yükümlülükler tarafında değiştirmeye başladıklarını göstermektedir. Ancak, gerek toplam mevduat stokunun kısa vadede hızlı değişimler göstermemesi, gerekse menkul kıymetler cüzdanından sağlanabilecek fonların sınırlı olmasından ötürü, bu kaynakların kredilerdeki yüksek artış hızının sürdürülebilmesi için bankalara yeterli alanı yaratmayacağı düşünülmektedir. Bu bağlamda alınan kararların kredi büyümesi üzerindeki etkisinin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşmesi beklenmektedir.

Grafik 2.
Kredi ve Mevduat Faiz Oranları
(Yüzde, 4 Haftalık Hareketli Ortalamalar)



Kaynak: TCMB.

Grafik 3.
Bankaların Türk Lirası Cinsinden Menkul
Kıymetler Portföyü
(Milyar Türk Lirası)



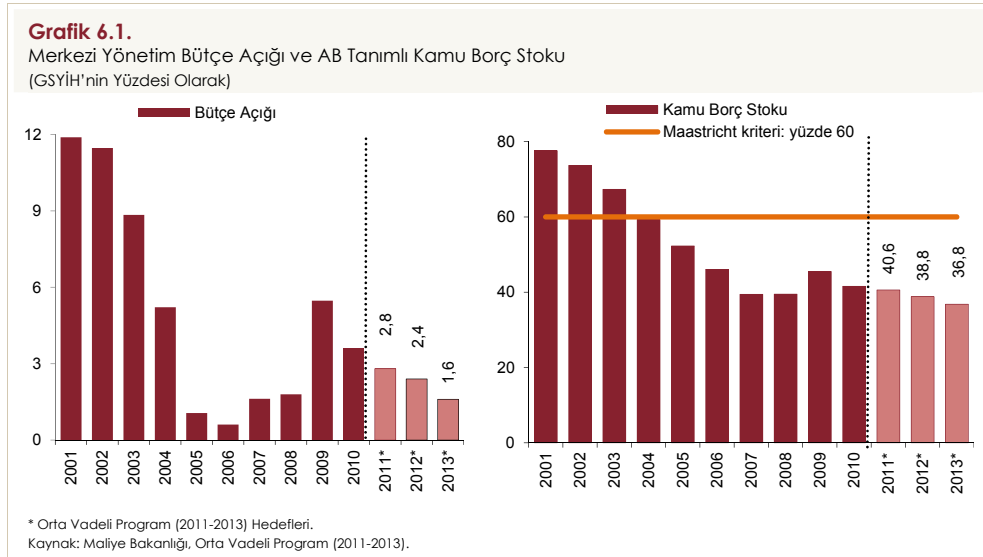
Kaynak: TCMB, BDDK.

T.CMB'nin finansal istikrarı kuvvetlendirmeye yönelik diğer bir amacı da bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesinin uzatılmasıdır. Bu kapsamda zorunlu karşılık oranları kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre ayrıştırılarak bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin ortalama vadesinin uzaması ve finansal istikrarın güçlendirilmesi amaçlanmıştır. Bu yöndeki kararları takiben mevduat faizlerinde artan eğimli bir getiri eğrisi oluşmuş ve mevduatın ortalama vadesi de kademeli olarak uzamaya başlamıştır (Grafik 5.1.9).

Sonuç olarak son dönemde zorunlu karşılıklara ilişkin alınan kararların banka davranışını değiştirmeye başladığı ve bu değişimin banka bilançolarına yansıdığı gözlenmektedir. Banka bilançolarının yapısında meydana gelen değişimler temel olarak bankaların kısa vadeli finansmana olan bağımlılıklarını azaltma eğiliminde olduklarına işaret etmektedir. Nitekim, mevduat ve kredi faizlerindeki artışlar bu görünümü destekler niteliktedir.

6. Kamu Maliyesi

2010 yılında iktisadi faaliyetin öngörülenden daha hızlı toparlanması ve faiz giderlerinde ortaya çıkan düşüşler kamu maliyesi dengelerini olumlu yönde etkilemiştir (Grafik 6.1). 2011 yılının ilk çeyreği itibarıyla da bütçe performansındaki iyileşmenin devam ettiği gözlenmektedir. Bu dönemde iç talep canlılığına bağlı olarak artan vergi gelirleri ve faiz harcamalarındaki gerileme bütçe performansındaki iyileşmenin temel kaynağını oluştururken, faiz dışı harcamaların artış hızının görece olarak yavaşlaması da kamu maliyesi dengelerine olumlu katkıda bulunmuştur.



2011-2013 dönemini kapsayan OVP'de kamu maliyesine ilişkin olarak belirlenen hedefler, kamu harcamalarının GSYİH'ye oranının kademeli olarak azaltılacağına işaret etmektedir. Bu bağlamda, Rapor'un son bölümünde yer alan orta vadeli tahminler oluşturulurken, maliye politikasının kademeli olarak sıkılaştırılacağı ve kamu harcamalarının iç talebe yaptığı katkının tedrici olarak azalacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Dolayısıyla, enflasyon üzerinde orta vadede kamu kesiminden kaynaklı belirgin bir baskı oluşmayacağı öngörülmektedir. Bununla birlikte, mali disiplinin kalıcılığının sağlanması ve Türkiye'nin diğer yükselen piyasa ekonomilerinden olumlu yönde ayrılmaya devam edebilmesi açısından mali çerçevenin OVP'de öngörülen kurumsal ve yapısal iyileştirmelerle güçlendirilmesinin kritik önem taşıdığı vurgulanmalıdır.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

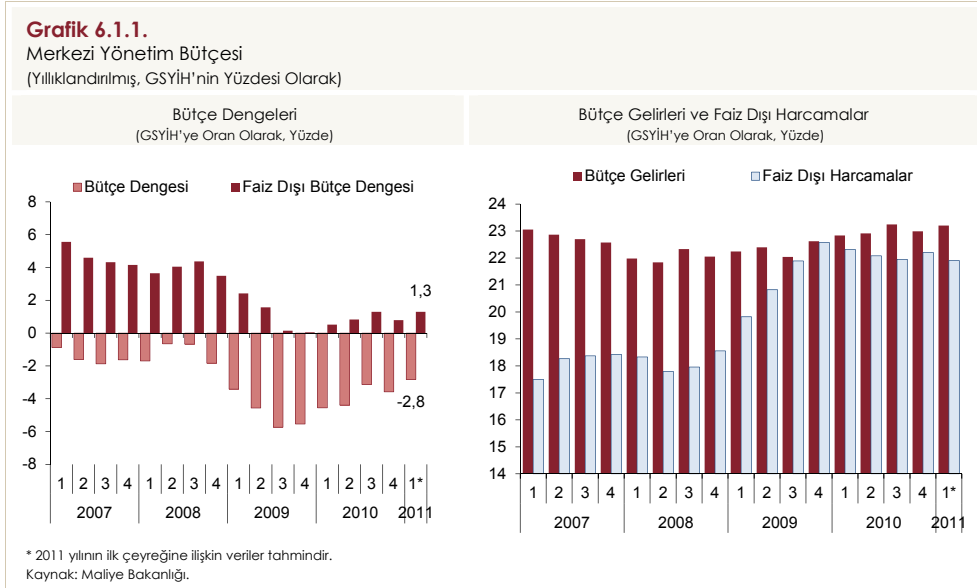
Merkezi yönetim bütçesi 2011 yılının ilk çeyreğinde 4,1 milyar TL açık verirken, faiz dışı dengede meydana gelen fazla 9,8 milyar TL olmuştur (Tablo 6.1.1). 2011 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre bütçe performansında görülen iyileşmede ekonomik canlanmaya paralel olarak vergi gelirlerinin artması ve faiz giderlerindeki azalma etkili olmuştur. Buna ilaveten, faiz dışı harcamalardaki artış hızının görece yavaşlaması da bütçe açığındaki azalmaya olumlu yönde katkıda bulunmuştur.

Tablo 6.1.1.
Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri
(Milyar TL)

	Ocak-Mart 2010	Ocak-Mart 2011	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme / Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	68,4	72,9	6,6	23,3
Faiz Giderleri	15,0	14,0	-6,9	29,4
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	53,4	58,9	10,3	22,2
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	57,0	68,7	20,5	24,6
I. Vergi Gelirleri	47,9	57,5	19,9	24,7
II. Vergi Dışı Gelirler	6,8	8,7	27,7	22,1
Bütçe Dengesi	-11,3	-4,1	-	-
Faiz Dışı Denge	3,7	9,8	-	70,5

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2010 yılının ilk çeyreğinden itibaren iyileşme eğilimi gösteren merkezi yönetim bütçe dengesi ve faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranları, yılın dördüncü çeyreğinde faiz dışı harcamalarda ortaya çıkan hızlı artış sonucunda bir miktar bozulmuştur. Ancak, bütçe performansında 2011 yılının ilk çeyreğinde yaşanan olumlu gelişmelerin etkisiyle her iki oranda da iyileşme gözlenmiştir (Grafik 6.1.1). Merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranında, vergi gelirlerindeki yüksek performansa bağlı olarak 2009 yılının son çeyreğinden itibaren istikrarlı bir şekilde süren artış eğiliminin, 2010 yılının son çeyreğindeki duraksama hariç, 2011 yılının ilk çeyreği itibarıyla da devam ettiği gözlenmektedir. Diğer taraftan, merkezi yönetim faiz dışı harcamalarının GSYİH'ye oranı ise, 2010 yılının ilk üç çeyreğinde sınırlı bir düşüş eğilimi göstermekle birlikte, yılın son çeyreğinde artmış, 2011 yılının ilk çeyreğinde de yeniden azalma eğilimine girmiştir (Grafik 6.1.1).



Merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderleri 2011 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 10,3 oranında sınırlı bir artış göstermiştir. Faiz dışı harcamalarda görülen artışın sınırlı düzeyde kalmasında faiz dışı harcamalar içinde en önemli paya sahip olan cari transferlerde meydana gelen yüzde 6,6 oranındaki sınırlı artışın etkili olduğu gözlenmektedir. Diğer yandan, faiz dışı harcamalar içindeki bir diğer ana harcama unsuru olan personel giderleri yüzde 15,7 oranında artmıştır. Sermaye giderlerinde gözlenen yüzde 48,2 düzeyindeki hızlı artış ise, 2011 yılının ilk çeyreğinde kamu yatırımlarının GSYİH büyümesine olumlu yönde katkı yaptığını işaret etmektedir (Tablo 6.1.2).

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

	Ocak-Mart 2010	Ocak-Mart 2011	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	53,4	58,9	10,3	22,2
1. Personel Giderleri	16,2	18,8	15,7	26,0
2. SGK Devlet Primi Giderleri	2,8	3,3	20,1	26,0
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	4,2	4,8	13,6	15,9
a) Savunma-Güvenlik	1,1	1,2	15,6	12,2
b) Sağlık Giderleri	1,1	1,1	-2,8	22,1
4. Cari Transferler	27,7	29,6	6,6	25,5
a) Görev Zararları	1,0	0,4	-61,6	7,4
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	14,8	15,7	6,4	25,2
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	3,2	2,8	-11,3	46,8
d) Gelirden Ayrılan Paylar	6,6	7,6	15,0	26,4
5. Sermaye Giderleri	1,0	1,5	48,2	6,9
6. Sermaye Transferleri	0,3	0,3	-5,6	6,2

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2011 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre merkezi yönetim genel bütçe gelirleri yüzde 20,9 oranında artmıştır. Söz konusu

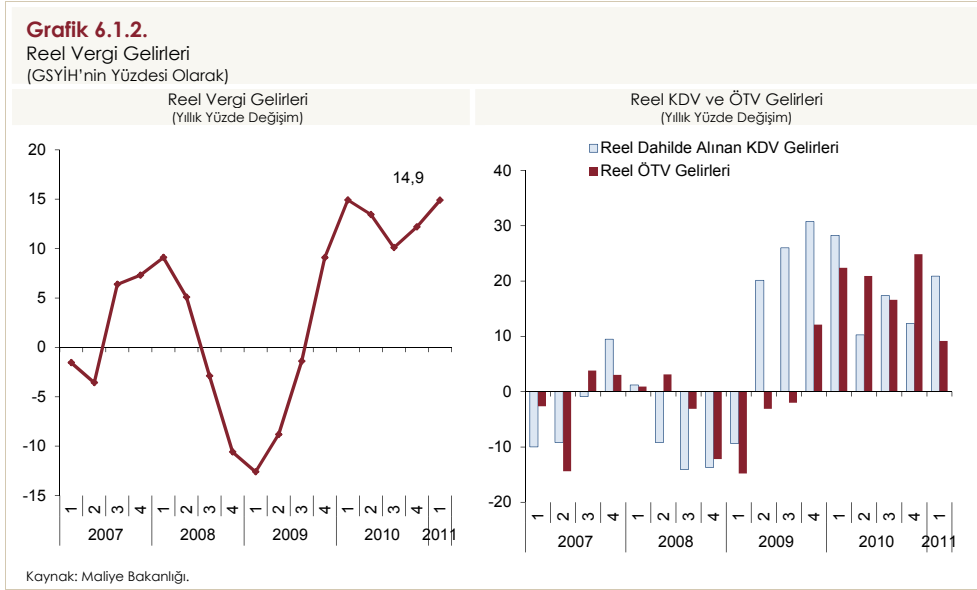
dönemde vergi gelirleri yüzde 19,9 oranında yükselirken, vergi dışı gelirler sermaye gelirlerinde gözlenen yüksek artışa bağlı olarak yüzde 27,7 oranında artmıştır (Tablo 6.1.3). Özellikle ithalde ve dahilde alınan katma değer vergisi gibi tüketime dayalı vergilerde görülen yüksek oranlı artışlar tüketim talebinin güçlü olduğuna işaret etmektedir. Buna ilaveten, kurumlar vergisi geçici vergi ödemelerinin oldukça yüksek düzeyde gerçekleşmesi de vergi gelirlerindeki hızlı artışa katkıda bulunmuştur. Özel tüketim vergisindeki artış oranının görece sınırlı düzeyde kalmasında ise, tütün mamulleri üzerinden alınan ÖTV tahsilatındaki olumsuz performans ile petrol ve doğalgaz ürünlerinden alınan ÖTV'deki sınırlı artışlar etkili olmuştur.

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

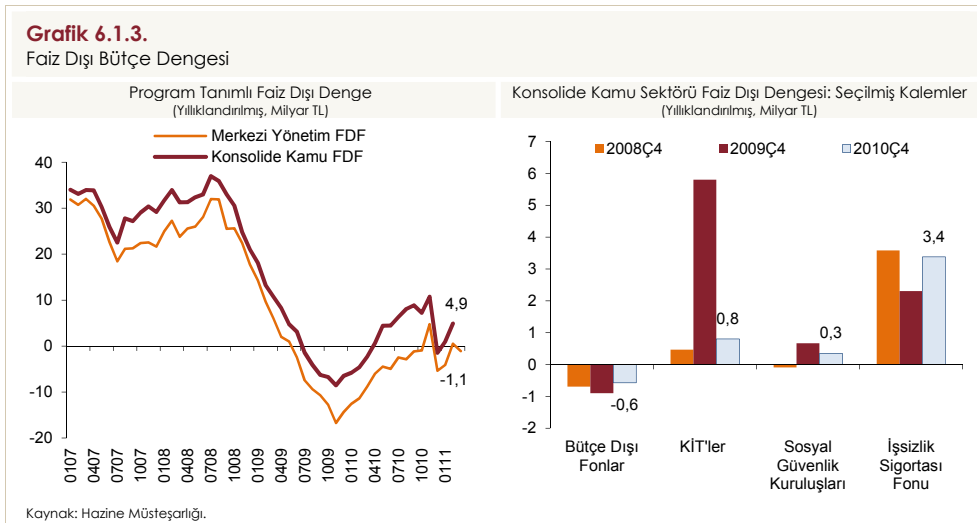
	Ocak-Mart 2010	Ocak-Mart 2011	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Genel Bütçe Gelirleri	54,7	66,2	20,9	24,4
I-Vergi Gelirleri	47,9	57,5	19,9	24,7
Gelir Vergisi	9,6	10,4	8,6	22,0
Kurumlar Vergisi	4,6	6,6	41,7	28,3
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	5,8	7,3	26,3	27,4
Özel Tüketim Vergisi	11,7	13,3	14,0	21,8
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	7,7	10,3	34,1	25,1
II-Vergi Dışı Gelirler	6,8	8,7	27,7	22,1
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	1,7	2,6	57,1	36,0
Faizler, Paylar ve Cezalar	4,6	4,3	-6,8	20,6
Sermaye Gelirleri	0,1	1,3	-	13,0

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren daralmaya başlayan reel vergi gelirleri, özel tüketim talebindeki canlanmayla birlikte 2009 yılının dördüncü çeyreğinden bu yana belirgin bir artış eğilimine girmiştir. 2010 yılının ilk çeyreğinde yüksek oranda gerçekleşen reel vergi gelirlerinin yıllık artış oranı, sonraki iki çeyrek boyunca baz etkisinin zayıflamasıyla birlikte bir miktar düşmüş, ancak 2010 yılının son çeyreğinden itibaren tekrar yükselme eğilimine girmiştir (Grafik 6.1.2). 2011 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre reel vergi gelirleri artış oranı yüzde 14,9 olarak gerçekleşmiştir. Vergi gelirleri içinde önemli bir paya sahip olan ÖTV ve dahilde alınan KDV tahsilatı, önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak sırasıyla yüzde 9,2 ve yüzde 20,9 oranında yükselmiştir (Grafik 6.1.2).



Program tanımlı konsolide kamu sektörü ve merkezi yönetim faiz dışı dengesinde 2009 yılının son çeyreğinden itibaren başlayan iyileşme eğilimi 2010 yılının ilk üç çeyreği itibarıyla devam etmiş, ancak 2010 yılının son çeyreğinde merkezi yönetim faiz dışı dengesinde faiz dışı harcamalardaki hızlı artıştan dolayı belirgin bir bozulma gözlenmiştir. 2011 yılının ilk çeyreğinde ise bütçe performansında gözlenen olumlu gelişmeyle birlikte program tanımlı faiz dışı denge yeniden iyileşme eğilimine girmiştir (Grafik 6.1.3). Öte yandan, 2010 yılının dördüncü çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre bütçe dışı fonların ve İşsizlik Sigortası Fonu'nun faiz dışı dengesinde iyileşme olduğu, Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT)'nin ve sosyal güvenlik kuruluşlarının faiz dışı dengesinde ise bozulma olduğu gözlenmektedir (Grafik 6.1.3).

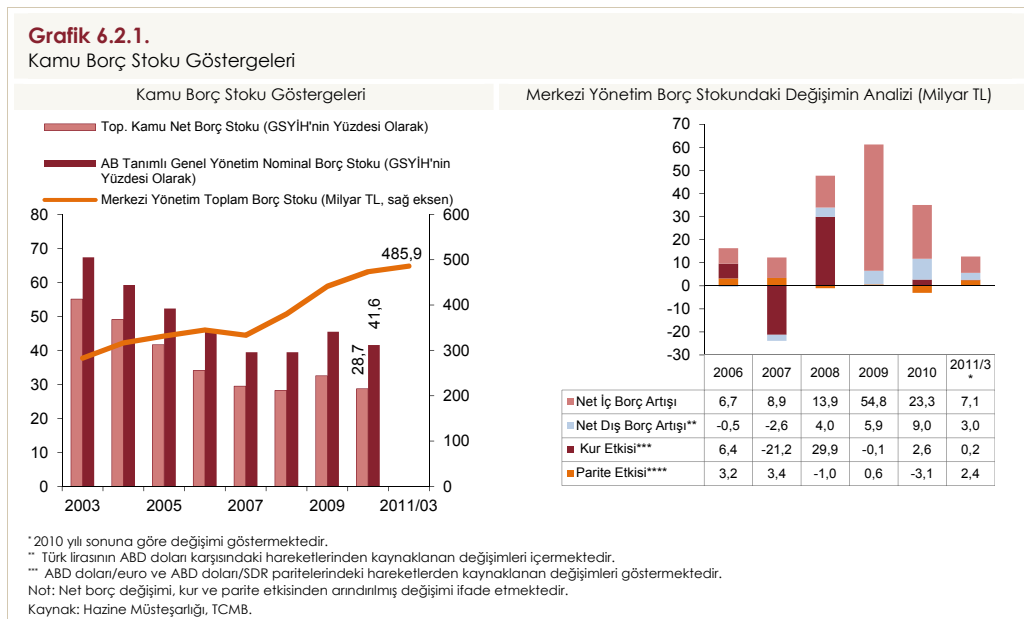


6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

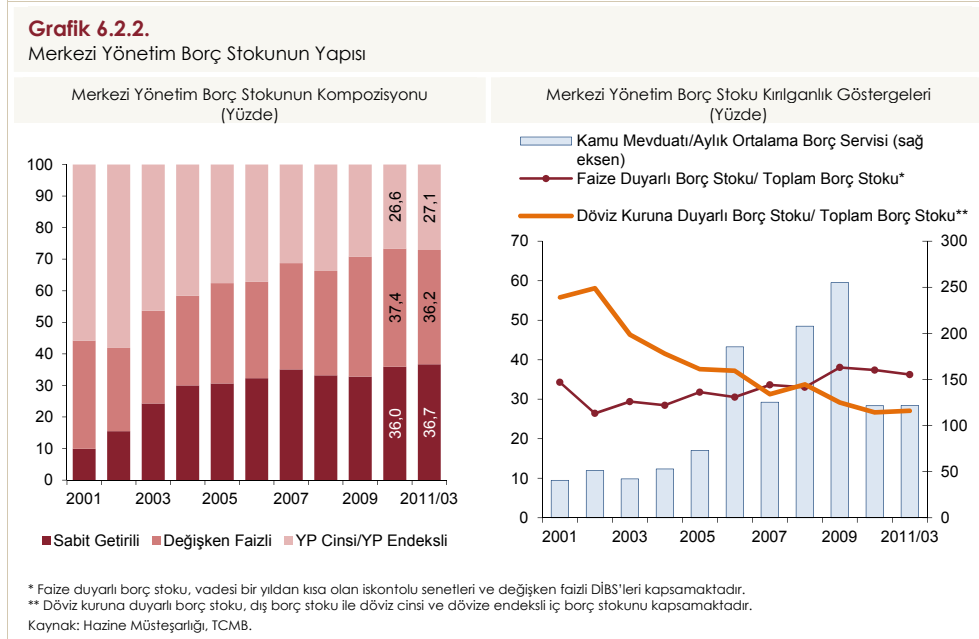
2010 yılında uygulanan basiretli para politikası ile uyumlu maliye ve borç yönetimi politikaları ve 2009 yılının son çeyreğinden itibaren iktisadi faaliyetin öngörülenden daha hızlı toparlanması, kamu maliyesi dengelerini ve dolayısıyla kamu borç stoku göstergelerini iyileştirici yönde etkilemiştir. 2010 yılında kamu borç oranları azalmış, borçlanmanın reel maliyeti önemli oranda düşmüş, borç stokunun ortalama vadesi uzamış, borç stoku içinde faiz ve döviz kuruna duyarlı borç senetlerinin payı azalmış ve iç borç çevirme oranı gerilemiştir. Bu olumlu görünümün 2011 yılının ilk üç ayı itibarıyla da devam ettiği gözlenmektedir.

2011 yılının Mart ayı sonunda, merkezi yönetim borç stoku, 2010 yılı sonuna göre yüzde 2,6 oranında artarak 485,9 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu değişimin alt bileşenleri incelendiğinde, net iç ve dış borç değişimlerinin sırasıyla 7,1 ve 3,0 milyar TL artırıcı yönde etkisi olduğu görülmektedir. Diğer yandan, ABD dolarının euro karşısında değer kaybetmesi nedeniyle, parite değişimi merkezi yönetim borç stokunu 2,4 milyar TL artırmıştır (Grafik 6.2.1).

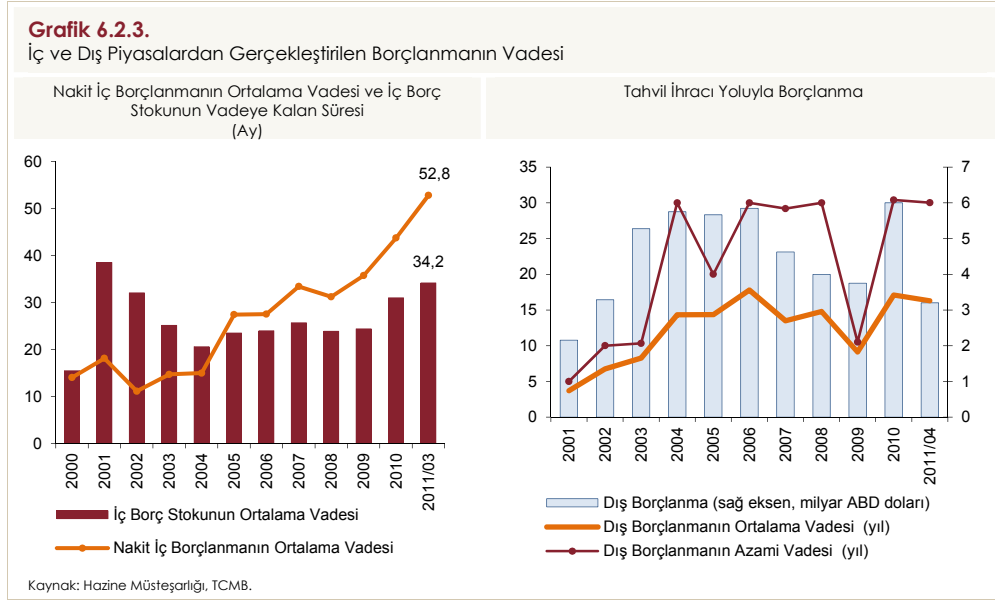
2009 yılında kamunun sergilediği düşük faiz dışı fazla performansı ve iktisadi faaliyetteki daralmanın sonucunda artış gösteren borç oranları, söz konusu gelişmelerin tersine dönmesiyle 2010 yılında azalmıştır. Toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı 2009 yılı sonuna göre 3,8 puan düşerek yüzde 28,7'ye, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı ise 3,9 puan düşerek yüzde 41,6'ya gerilemiştir (Grafik 6.2.1).



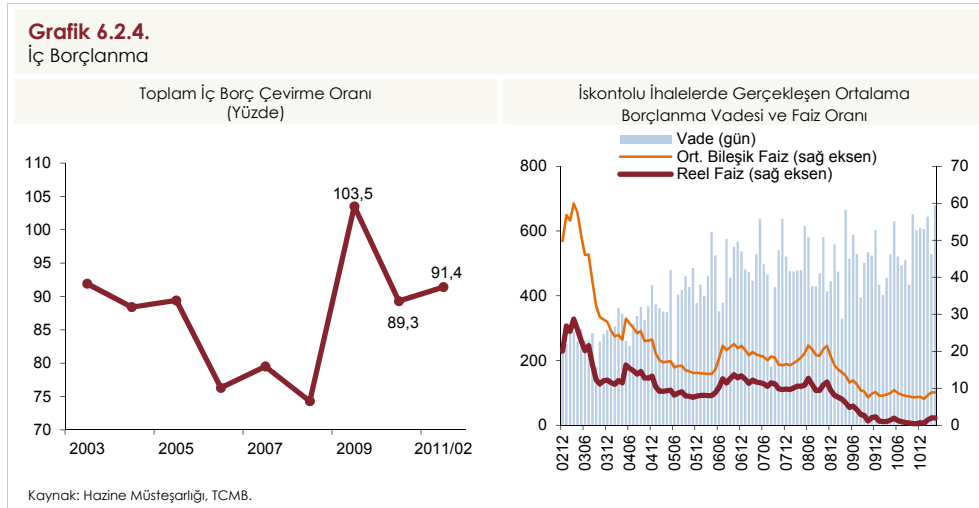
2011 yılı Hazine finansman programı, geçmiş yıllarda olduğu gibi, Hazine borç stokunun likidite, faiz oranı ve döviz kuruna olan hassasiyetini azaltmaya yönelik bir yaklaşımla hazırlanmıştır. Bu bağlamda, sabit getirili borç sentlerinin toplam borç stoku içindeki payı 2011 yılı Mart ayı itibarıyla artmaya devam etmektedir (Grafik 6.2.2).



Likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan stratejinin, 2011 yılında da devam ettiği gözlenmektedir. Kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı, ilk üç ay itibarıyla yüzde 121,8 düzeyindedir (Grafik 6.2.2). Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesinin 2010 yılı ortalamasına göre belirgin olarak artmasıyla birlikte, toplam iç borç stokunun vadeye kalan süresi 2011 yılı Mart ayı itibarıyla 34,2 aya çıkmıştır (Grafik 6.2.3). Ayrıca, 2011 yılının ilk dört ayında tahvil ihracı yoluyla 3,2 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli dış borçlanma gerçekleştirilmiş, söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 2010 yılına göre bir miktar azalarak 16,3 yıl olmuştur (Grafik 6.2.3).



2009 yılının başından itibaren hızlı bir düşüş eğiliminde olan iskontolu Hazine bonusu ihalelerinde gerçekleşen aylık ağırlıklı ortalama reel faizin, 2011 yılı Şubat, Mart ve Nisan aylarında bir miktar artış göstermekle birlikte, halen düşük seviyelerde olduğu görülmektedir (Grafik 6.2.4). İç borçlanmanın ortalama vadesindeki belirgin artış ve maliyetinin düşük olması, kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin olumlu görünümü kuvvetlendirmektedir.



İç borç çevirme oranı 2011 yılının ilk iki ayı itibarıyla yüzde 91,4 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.4). Ancak Hazine Müsteşarlığı'nın Nisan-Haziran 2011 dönemi için açıklamış olduğu iç borçlanma stratejisine göre, bu oranın yılın ilk altı ayında yüzde 85,7'ye gerileyeceği öngörülmektedir.

7. Orta Vadeli Öngörüler

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

7.1. Son Dönemde Alınan Para Politikası Kararları

TCMB fiyat istikrarı temel amacı ve finansal istikrar görevi doğrultusunda 2010 yılı Kasım ayında başladığı düşük düzeyde politika faizi, geniş faiz koridoru ve yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan politika bileşimi uygulamasına 2011 yılı ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Bu çerçevede Ocak ayında politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı 25 baz puan indirilerek 6,25 seviyesine çekilirken, hızlı kredi genişlemesini kontrol etmek amacıyla zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasında artırma gidilmiştir. Takip eden dönemde petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki hızlı artışların sürmesi enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırmış, bu doğrultuda TCMB ikincil etkileri sınırlamak amacıyla ilave bir parasal sıkılaştırmanın gerekli olduğunu değerlendirmiştir. Söz konusu sıkılaştırmanın politika faizinden ziyade zorunlu karşılıklar vasıtasıyla yapılmasının iç ve dış talepteki ayrışmadan kaynaklanan makro finansal risklerin azaltılması açısından daha etkili olacağı değerlendirilerek zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasında güçlü bir artışa gidilmesine karar verilmiştir. Bu kapsamda, Mart ayında Türk lirası zorunlu karşılıkları vadesiz ve kısa vadeli mevduat/katılım fonları ile diğer yükümlülükler için belirgin oranda artırılmıştır.

Son olarak 21 Nisan 2011 tarihinde, iç ve dış talebi dengeleyerek makro finansal riskleri azaltmak amacıyla kısa vadeli yabancı para ve Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının sınırlı oranda artırılmasına karar verilmiştir. Böylece Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması yüzde 13,5 seviyesine yükselmiştir (Tablo 7.1.1). Bu çerçevede, 13 Mayıs'ta yürürlüğe girecek olan son kararla birlikte, Ekim 2010 tarihinden itibaren yapılan zorunlu karşılık düzenlemeleriyle piyasadaki yaklaşık 40 milyar TL likidite çekilmiş olacaktır.

Tablo 7.1.1.Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar
(Yüzde)

Karar Tarihi	Vadesiz	1 aya kadar	3 aya kadar	6 aya kadar	1 yıla kadar	1 yıl ve daha uzun	Birikimli	Mevduat/katılım fonu dışı diğer*	Ağırlıklı Ortalama
16 Ekim 2009	5	5	5	5	5	5	5	5	5
23 Eylül 2010	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
12 Kasım 2010	6	6	6	6	6	6	6	6	6
17 Aralık 2010	8	8	7	7	6	5	5	8	7,4
24 Ocak 2011	12	10	9	7	6	5	5	9	9,4
23 Mart 2011	15	15	13	9	6	5	5	13	13,2
21 Nisan 2011	16	16	13	9	6	5	5	13	13,5

*17 Aralık 2010 tarihli düzenlemeyle bankaların TCMB ve kendi aralarında yaptıkları hariç olmak üzere repo işlemlerinden sağladıkları fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır.
Kaynak: TCMB.

Öte yandan, makro finansal riskleri azaltıcı tedbirler kapsamında, 21 Nisan 2011 tarihinde yabancı para zorunlu karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırmaya gidilerek kısa vadeli yabancı para zorunlu karşılık oranlarının sınırı oranda artırılmasına karar verilmiştir (Tablo 7.1.2). 13 Mayıs 2011 tarihi itibarıyla tesis edilmeye başlanacak söz konusu düzenleme ile piyasadaki yaklaşık 1,4 milyar ABD doları çekilmiş olacaktır.

Tablo 7.1.2Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar
(Yüzde)

Karar Tarihi	Vadesiz ve 1 yıla kadar vadeli DTH	1 yıl ve daha uzun vadeli DTH	Birikimli DTH	1 yıla kadar vadeli diğer yükümlülükler	1-3 yıl vadeli diğer yükümlülükler	3 yıldan uzun vadeli diğer yükümlülükler	Ağırlıklı Ortalama
23 Eylül 2010	11	11	11	11	11	11	11
21 Nisan 2011	12	11	11	12	11,5	11	12

Kaynak: TCMB.

Sonuç olarak TCMB, fiyat istikrarına ve finansal istikrara ilişkin risklerin azaltılması açısından, yılın ilk çeyreğinde düşük düzeyde politika faizi, geniş faiz koridoru ve yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan politika bileşimini uygulamaya devam etmiştir. Ayrıca, uygulanan politikanın sıkılaştırıcı yöndeki etkilerinin yakından izlenmeye devam edileceği ve gerekli görüldüğü takdirde aynı doğrultuda ilave tedbirler alınacağı belirtilmiştir (Kutu 7.1).

7.2. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bu yana açıklanan milli gelir verileri, beklentilerimizle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. 2010 yılının son çeyreğinde büyümenin temel belirleyicisi yurt içi talep olurken, özel kesim talebinde beklentilerin de üzerinde bir artış gözlenmiştir. İhracatta kayda

değer bir büyüme gözlenmesine karşın, iç talepteki canlanmanın etkisiyle ithalat artışı daha hızlı olmuş ve net ihracatın büyümeye olumsuz katkısı bir önceki çeyreğe kıyasla artmıştır. 2011 yılının ilk çeyreğinde ise iç talep gücünü korurken dış talep görece olarak daha zayıf bir eğilim izlemeye devam etmiştir. Böylece, krizden çıkış sürecinde iç ve dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışma bu dönemde daha da belirgin hale gelmiştir. Öte yandan istihdam koşullarındaki iyileşme sürmüştür, ancak işsizlik oranları kriz öncesine kıyasla yüksek seviyelerde seyretmiştir.

Yıllık tüketici enflasyonu 2011 yılı ilk çeyreğinde yüzde 3,99 ile yakın tarihin en düşük seviyesine gerilemiştir. Önceki enflasyon raporlarında belirtildiği üzere 2010 yılı Ocak ayında yürürlüğe giren vergi düzenlemelerinin oluşturduğu baz etkisinin ortadan kalkması enflasyonda gözlenen düşüşte belirleyici olmuştur. Bunun yanında, işlenmemiş gıda fiyatlarının öngörülenden daha olumlu gerçekleşmesi de söz konusu düşüşe önemli katkıda bulunmuştur. Temel enflasyon göstergeleri ise, yıllık bazda artış göstermekle birlikte, düşük seviyelerini korumuştur.

Gıda fiyatları yılın ilk çeyreğinde Ocak Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerden daha düşük seyretmiştir. Alt kalemler bazında incelendiğinde, bu durumun işlenmemiş gıda fiyatlarından kaynaklandığı görülmüştür. Uluslararası gıda fiyatlarında gözlenen artışlara paralel olarak işlenmiş gıda fiyatlarında yükseliş kaydedilirken yurt içinde sebze, meyve ve et fiyatlarındaki düzeltmenin devam etmesi gıda grubu enflasyonunun düşüşünde belirleyici olmuştur.

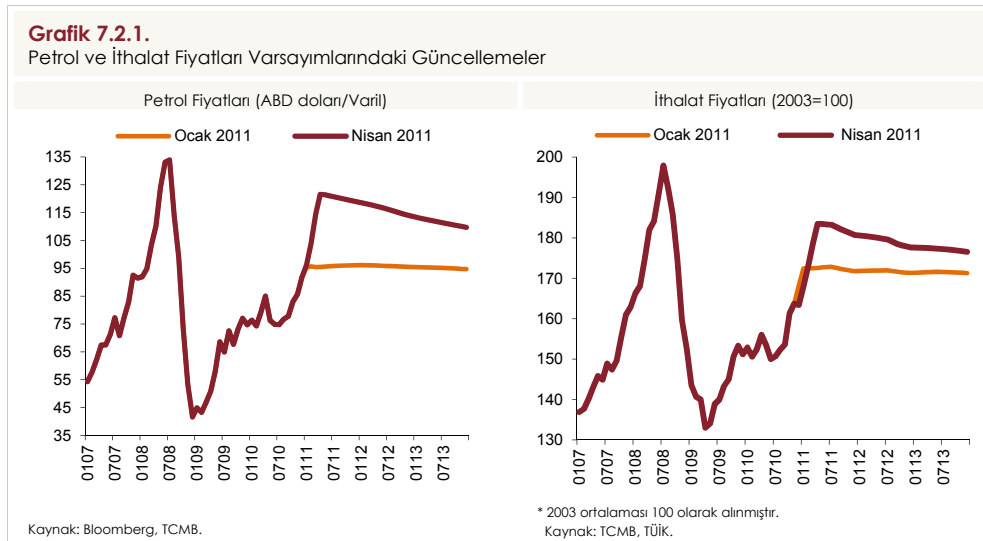
Yılın ilk çeyreğinde uluslararası emtia fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlar ve Türk lirasındaki değer kaybının etkisi daha çok temel mal fiyatlarında hissedilmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış olarak bakıldığında söz konusu grup fiyatlarında belirgin bir artış gözlenmiştir. Emtia fiyatları ve döviz kuru gelişmelerinin etkisiyle artan ithal girdi maliyetleri sonucu üretici fiyatları da yüksek oranda artmıştır.

Tablo 7.2.1.
2011 Yılı Varsayımlarındaki Güncelleme

	Ocak 2011	Nisan 2011
Gıda Fiyat Enflasyonu		
(Yıl Sonu Yüzde Değişim)	7,5	7,5
İşlenmiş Gıda	6,0	7,0
İşlenmemiş Gıda	9,0	8,0
İthalat Fiyatları		
(Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	10,9	16,2
Petrol Fiyatları		
(Yıllık Ortalama, ABD doları)	95	115
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi		
(Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,60	2,60

İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülerden olumlu seyre rağmen, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek oynaklık ve tarımsal emtia fiyatlarındaki artışlar göz önüne alınarak gıda enflasyonu varsayımımız yüzde 7,5 olarak korunmuştur. Uluslararası gıda fiyatlarında gözlenen artışlar yurt içi fiyatlara büyük ölçüde işlenmiş gıda fiyatları kanalıyla yansımaktadır. Dolayısıyla, gıda enflasyonunun kompozisyonunda bir değişikliğe gidilmiştir. Buna göre işlenmemiş gıda enflasyonu varsayımı yüzde 8'e indirilirken işlenmiş gıda enflasyonu varsayımı yüzde 7'ye yükseltilmiştir (Tablo 7.2.1).

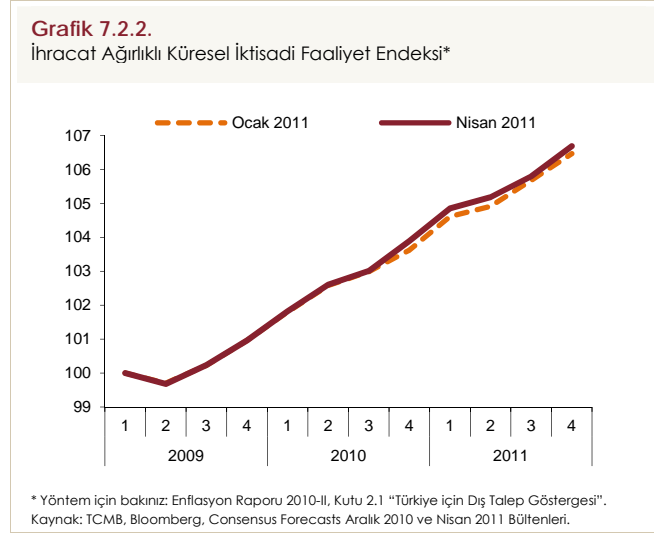
Petrol fiyatlarının Ocak Enflasyon Raporu'nda 2011 ve sonrası için 95 ABD doları olarak gerçekleşeceği varsayılmıştı. Bunun yanı sıra, vadeli piyasalarda oluşan emtia fiyatları referans alınarak ithalat fiyatlarının 2011 yılı için bir önceki yıla kıyasla ortalama yüzde 10,9 oranında yükseleceği öngörülmüştü. Bununla birlikte, 2011 yılının ilk çeyreğinde emtia fiyatları öngörülenin üzerinde bir artış sergilemiştir. Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da başgösteren siyasi sorunlarla ortaya çıkan üretim kesintileri ve artan belirsizlik nedeniyle ham petrol fiyatlarındaki artış eğilimi keskinleşmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak 2011 yılı ilk çeyreğinde petrol fiyatları Ocak Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 7.2.1). Bu doğrultuda, Nisan ayının ilk yarısında oluşan vadeli fiyatlar göz önüne alınarak ham petrol fiyatı varsayımı 2011 ve sonrası için 115 ABD dolarına güncellenmiştir. Aynı yaklaşımla, ithalat fiyatlarının da 2011 yılında bir önceki yıla göre ortalama yüzde 16,2 oranında artacağı varsayılmıştır (Grafik 7.2.1). Varsayımlardaki bu değişiklikler 2011 yıl sonu enflasyon tahmininin yaklaşık 0,5 puan yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur.



2011 enflasyon tahmini üzerinde belirleyici olan bir diğer unsur kumaş ve hazır giyimde gümrük vergisi oranlarının yükseltilmesi olmuştur. 4 Şubat 2011 tarihinde dokuma kumaş ve hazır giyim eşyası ithalatında uygulanan gümrük vergilerinin ülke gruplarına göre değişen oranlarda yükseltilmesi ve bu uygulamanın yılın ikinci yarısından itibaren geçerli olması Bakanlar Kurulu'nca karara bağlanmıştır. Kumaş ve hazır giyim ürünlerinin TÜFE sepeti içinde yüksek bir ağırlığa sahip olması nedeniyle söz konusu tedbirlerin 2011 yıl sonu enflasyonu üzerindeki etkisinin yaklaşık 0,5 puan olacağı tahmin edilmektedir (Kutu 3.1).

İç talepteki güçlü seyre karşın dış talep zayıf seyrini korumaktadır. Euro bölgesi büyümesine ilişkin öncü göstergeler, 2010 yılının son çeyreğinde gözlenmiş olan ılımlı büyüme eğiliminin 2011 yılının ilk çeyreğinde de devam ettiğine işaret etmektedir. Ancak, borç sorunu yaşayan bazı euro bölgesi ülkelerinin borçlarını yeniden yapılandırmasına ilişkin belirsizliklerin euro bölgesi büyümesini ve küresel risk iştahını olumsuz etkilemesi de olasılık dâhilindedir. ABD'de ise 2010 yılının son çeyreğinden itibaren kaydedilen olumlu büyüme ve istihdam performansı ile yakın zamanda açıklanan öncü göstergeler ABD ekonomisinin büyüme açısından giderek güçlendiğini ortaya koymaktadır. Bu gelişmeye rağmen, euro bölgesi ekonomilerinde iktisadi faaliyetin zayıf seyretmesi ve büyüme oranlarının hala kriz öncesi seviyelerin altında olması nedeniyle ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksiyle takip edilen dış talep göstergesi 2010 yılının son çeyreğinde de kriz öncesi seviyesinin altında kalmaya devam etmiştir. Türkiye'nin ihracatında büyük ağırlığa sahip gelişmiş ülkelerdeki toparlanma eğiliminin devam edeceği varsayımı altında, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin 2011 yılının ikinci çeyreğinde kriz öncesi seviyesine ulaşması beklenmektedir.

Sonuç olarak, yılın ilk çeyreğinde küresel ekonomiye ilişkin tahminler dış pazarlardaki büyümeye dair belirgin bir değişiklik öngörmemektedir. Nitekim TCMB bünyesinde oluşturulan ihracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksinde bir önceki rapor dönemine göre önemli bir güncelleme olmamıştır (Grafik 7.2.2). Dolayısıyla, orta vadeli tahminler üretilirken dış talebin kademeli ve yavaş biçimde toparlanmaya devam edeceği varsayılmıştır.



Dış talepteki görece olarak zayıf seyre rağmen 2010 yılının son çeyreğinde iç talepteki artışın beklenenden daha güçlü olması nedeniyle toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin büyük ölçüde ortadan kalktığı bir görünüm esas alınmıştır. Bu doğrultuda, orta vadeli öngörüler üretilirken kullanılan çıktı açığı tahminlerinin başlangıç noktası yukarı yönlü güncellenmiştir. Bununla birlikte, yılın ilk çeyreğinde alınan sıkılaştırıcı parasal tedbirlerin öngörülenden daha güçlü olması nedeniyle çıktı açığının bir önceki döneme kıyasla daha geç kapandığı bir görünüm çizilmiştir (Grafik 7.3.3).

TCMB'nin Kasım ayından bu yana aldığı kararların krediler ve iç talep üzerindeki etkisinin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşmesi beklenmektedir. Nitekim gerek bankacılık sektörünün bilanço yapısında gözlenmeye başlanan dönüşüm, gerekse mevduat ve kredi faizlerindeki artışlar bu görünümü destekler niteliktedir.

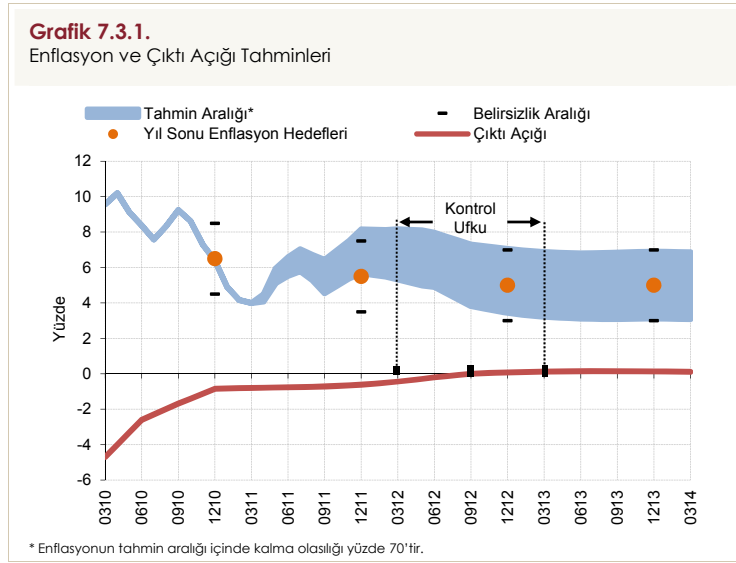
TCMB enflasyon hedeflemesi çerçevesi dahilinde orta vadeli enflasyon öngörülerini oluştururken yalnızca politika faiz oranlarını değil, aynı zamanda zorunlu karşılık oranları ve diğer likidite yönetimi araçlarını da içeren bir politika bileşimini araç olarak kullanmaktadır. Orta vadeli tahminler üretilirken, uygulanan politika bileşiminin parasal koşullar üzerindeki net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olacağı bir çerçeve esas alınmıştır.

Son olarak, OVP'de belirlenen 2011-2013 dönemini kapsayan hedefler çerçevesinde, maliye politikasında önümüzdeki dönemde sınırlı bir sıkılaştırmanın gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu bağlamda, orta vadeli tahminler oluşturulurken, kamu harcamalarının iç talebe yaptığı katkının azalacağı bir çerçeve esas

alınmıştır. Diğer bir ifadeyle, kamu kesiminin toplam talep üzerinde enflasyonist bir baskı yapmayacağı öngörülmektedir. Ayrıca, tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

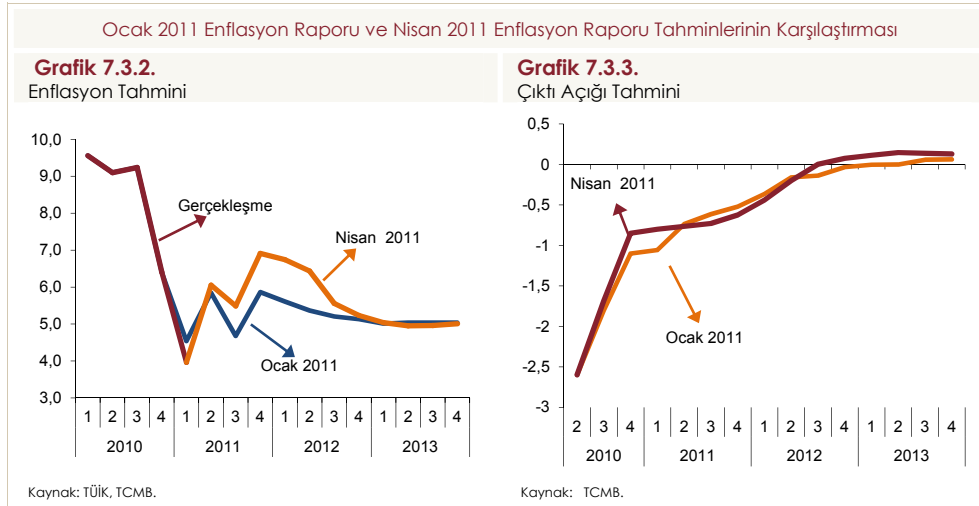
7.3. Orta Vadeli Görünüm

Bir önceki bölümde yer alan varsayım ve öngörüler doğrultusunda güncellenen tahminlere göre, 2011 yılının ikinci yarısında sınırlı ölçüde ilave bir parasal sıkılaştırmaya gidilerek yıl sonunda kredi büyüme hızının yüzde 20-25 aralığına getirildiği varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 5,6 ile yüzde 8,2 aralığında (orta noktası yüzde 6,9), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile 7,0 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.3.1).



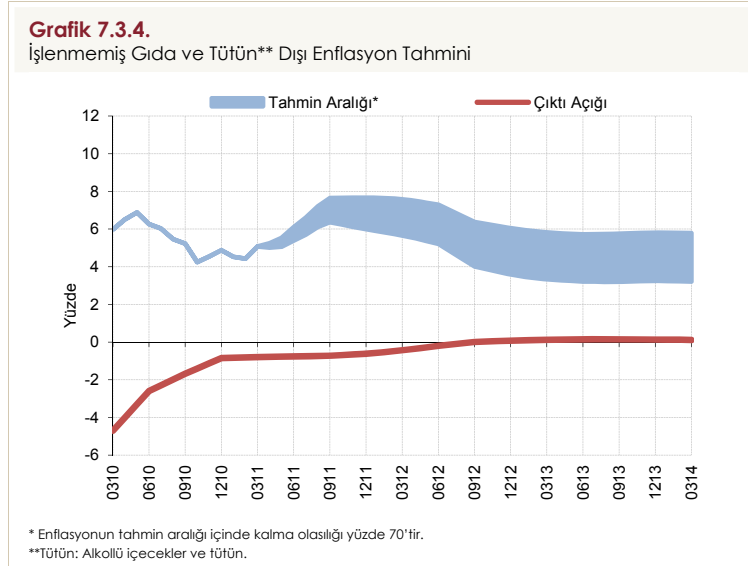
Güncellenen tahminler, orta vadede enflasyonun hedefle uyumlu seviyelerde kalması için önümüzdeki dönemde kredilerin kontrollü ve sağlıklı bir şekilde büyümesi gerektiğine işaret etmektedir. Bu doğrultuda daha somut bir perspektif vermek amacıyla, tahminler sunulurken kredilerin yıllık artış hızına dair rakamsal bir aralık verilmiştir. Belirtilen kredi artış hızlarının TCMB için katı bir hedef olmadığı vurgulanmalıdır. Orta vadeli enflasyon hedefi ile uyumlu olan nominal kredi büyümesi enflasyon, büyüme ve toplam talebin bileşimi gibi unsurların seyrine göre yıldan yıla farklılaşabilecektir.

Enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerle uyumlu ve istikrarlı bir seyir izlemeye devam edeceği öngörülse de, önümüzdeki üç çeyrek boyunca enflasyonun seyrinde baz etkilerinin büyük ölçüde belirleyici olacağı belirtilmelidir. Söz konusu etkilerin doğru anlaşılması, kamuoyunun enflasyon gelişmelerini sağlıklı yorumlamasına katkıda bulunarak beklenti yönetimini etkinleştirecektir. 2011 yılında enflasyonun seyrinde gıda fiyat hareketlerinden kaynaklanan baz etkilerinin belirleyici olması, bu bağlamda yıllık enflasyonun 2011 yılının ikinci çeyreğinde yükselmesi, üçüncü çeyreğinde ise düşmesi beklenmektedir. Diğer yandan, petrol fiyat artışlarının gecikmeli yansımalarının ve giyim ithalatına yönelik vergi düzenlemelerinin yılın ikinci yarısından itibaren enflasyon üzerinde yukarı yönde etkide bulunması beklenmektedir. 2012 yılının ortalarından itibaren ise söz konusu düzenlemenin etkisinin ortadan kalkması ve emtia fiyatlarındaki artışların etkisinin azalmasıyla enflasyonun yüzde 5 düzeyindeki orta vadeli hedefe ulaşacağı öngörülmektedir (Grafik 7.3.2).



İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının tamamen kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeyen oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de ayrıntılı olarak kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde yıllık enflasyonunun yüzde 8 düzeyinde, tütün ve alkollü içecekler grubu endeksi yıllık artış oranının ise enflasyon hedefleriyle uyumlu seviyelerde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.3.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2011 yılının son çeyreğine kadar kademeli

bir yükseliş göstereceği, daha sonra düşüş eğilimine girerek orta vadede yüzde 4,6 düzeylerinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir (Grafik 7.3.4).



Enflasyonun 2011 yılı sonunda yüzde 5,5 olan hedefin üzerinde tahmin edilmesinin temel sebebi yukarıda da belirtildiği gibi ithalat fiyatlarındaki belirgin artışlardır. 2010 yılı Ekim ayından bu yana emtia fiyatlarında gözlenen birikimli artışların 2011 yılı enflasyonu üzerindeki etkisinin 90 baz puan civarına ulaşacağı hesaplanmaktadır (etkinin yaklaşık 40 baz puanı Ekim Enflasyon Raporu'nda, 50 baz puanı bu raporda tahminlere yansıtılmıştır). Bunun dışında gümrük vergisi düzenlemelerinin de 2011 enflasyonunu yaklaşık 50 baz puan yukarı yönlü etkileyeceği varsayılmıştır. Dolayısıyla 2011 yılı sonunda enflasyonun hedefin üzerinde tahmin edilmesinin temel sebebi tamamen para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede, Nisan ayı Para Politikası Kurulu (Kurul) toplantısından sonra yapılan açıklamada petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların birincil etkilerine tepki verilmeyeceği ifade edilmiş, ancak ikincil etkilerin yakından izlenerek fiyatlama davranışlarında bozulma olmasına izin verilmeyeceği vurgulanmıştır.

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

TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslaması

İktisadi birimlerin, geçici unsurların farkındalığıyla hareket ederek enflasyonun orta vadeli eğilimine odaklanmaları, sözleşme ve planlamalarında enflasyon hedeflerini esas almaları büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, referans teşkil etmesi açısından, TCMB'nin mevcut enflasyon tahminlerinin diğer iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri ile kıyaslanması önem taşımaktadır. Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 2011 yıl sonuna ve 12 ay sonrasına ilişkin beklentileri baz senaryodaki tahminlerimiz ile uyumludur. İki yıl sonrasına dair enflasyon beklentilerinin ise güncellenen tahminlerimizin ve orta vadeli hedefin yaklaşık 1,3 puan üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.3.1).

Tablo 7.3.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2011 Yıl Sonu	6,9	6,9	5,5
12 Ay Sonrası	6,6	6,8	5,3
24 Ay Sonrası	5,0	6,3	5,0

*Nisan 2. dönem anketi.
**2011-2013 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.
Kaynak: TCMB.

7.4. Riskler ve Para Politikası

Süregelen parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki etkisinin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşeceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, söz konusu etkinin boyutu ve zamanlaması para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelere bağlı olarak farklılaşabilecektir. TCMB, alınan tedbirlerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki gecikmeli etkilerini yakından izlemeye devam edecek ve gerektiği takdirde ilave tedbirler alacaktır.

Mevcut konjunktürde risk unsurları ve bunlara bağlı para politikası tedbirleri ele alınırken hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı gözetilen bir çerçeve benimsenmektedir. Bu kapsamda olası risk unsurlarının sadece toplam talep üzerindeki etkisi değil, aynı zamanda (iç ve dış talep gibi) talep kompozisyonu üzerindeki yansımaları da dikkate alınmaktadır. Zira toplam talebin seviyesi fiyat istikrarını, kompozisyonu ise finansal istikrarı doğrudan ilgilendirmektedir. Dolayısıyla, küresel ekonomiye ilişkin riskler de bu kapsamda değerlendirilmektedir.

Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü riskler, bir önceki rapor dönemine kıyasla azalmakla beraber, halen önemini korumaktadır. Birçok gelişmiş ülkede kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarındaki sorunlar henüz tam anlamıyla çözülmemiştir. Ayrıca borç dinamiklerinin sürdürülebilirliği ve olası mali konsolidasyonun etkilerine yönelik belirsizlikler sürmektedir. Öte yandan, petrol fiyatlarındaki hızlı artışlar da küresel büyümeyi yavaşlatma potansiyeli taşımaktadır. Bütün bu unsurlar, küresel ekonominin toparlanma hızına ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Gelişmiş ülkelerde öngörülenden daha uzun süreli bir yavaş büyüme döneminin yaşanması, bir yandan dış talebimize ilişkin aşağı yönlü riskleri beslerken diğer yandan ülkemize yönelik kısa vadeli sermaye akımlarının güçlü kalma olasılığını gündemde tutmaktadır. Böyle bir senaryonun gerçekleşmesi durumunda düşük bir politika faizi, yüksek zorunlu karşılık oranları ve geniş bir faiz koridorundan oluşan politika bileşimi uzun süre uygulanabilecektir. Gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde ise bütün politika araçlarının genişletici yönde belirlenmesi söz konusu olabilecektir.

Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü riskler devam etmekle birlikte yukarı yönlü riskler de giderek önem kazanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde uygulanan olağanüstü genişletici para politikalarının küresel iktisadi faaliyet ve küresel enflasyon üzerindeki gecikmeli etkileri konusunda önemli belirsizlikler bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde küresel iktisadi faaliyette beklenenden daha hızlı bir toparlanma olması durumunda gelişmiş ülkelerde enflasyon baskıları beklenenden daha erken ortaya çıkabilecektir. Böyle bir senaryonun gerçekleşmesi halinde gerek küresel politika faizlerindeki yükseliş gerekse talep yönlü enflasyon baskısı karşısında politika faiz oranının ve zorunlu karşılıkların birlikte artırılması gündeme gelebilecektir.

Petrol ve diğer emtia fiyatlarının seyrine dair belirsizlikler devam etmektedir. Önümüzdeki dönemde emtia fiyatlarındaki artışların sürmesi ve bu durumun orta vadeli enflasyon hedeflerine ulaşılmasını tehdit etmesi halinde baz senaryoda öngörülene kıyasla daha erken bir tarihte ilave parasal sıkılaştırmaya başlanabilecektir. Bununla birlikte, emtia fiyatlarındaki hızlı artışlar aynı zamanda cari dengeyi de bozacağından, politika tepkisi verilirken makro finansal riskler de gözetilecektir. Dolayısıyla, uygulanacak politika bileşiminin içeriği dış talep, sermaye akımları ve kredi genişlemesi gibi diğer unsurların görünümüne göre farklılaşabilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. Rapor'da baz senaryoda yer alan enflasyon tahminleri bütçe harcamalarının milli gelire oranının OVP ile uyumlu bir çerçevede seyredeceğini varsaymaktadır. Mali duruşun söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir. Mevcut konjonktürde iç ve dış talep arasındaki ayrışmaya bağlı olarak artan cari açığın getirdiği risklerin sınırlanması bakımından kamu tasarruflarının artırılması, dolayısıyla mali disiplinin sürdürülmesi büyük önem taşımaktadır. OVP projeksiyonlarından daha güçlü seyreden iktisadi faaliyetin sağladığı ek vergi gelirlerinin tasarruf edilmesi, fiyat istikrarına ve finansal istikrara dair riskleri azaltacağı gibi yeni politika bileşiminin etkinliğini de artıracaktır.

Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilmesine odaklanmaya devam edecektir. Bu süreçte TCMB ve diğer kurumlarca finansal istikrara yönelik alınan önlemlerin enflasyon görünümü üzerindeki etkileri de dikkatle değerlendirilecektir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin yerine getirilmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını destekleyecektir. Mali disiplinin devamı aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve faizlerin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

Küresel finans krizi ve sonrasında yaşanan gelişmeler, fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda bir para politikası stratejisi uygularken finansal istikrarın göz ardı edilmesinin, orta ve uzun vadede makroekonomik istikrar ve fiyat istikrarını tehdit edebileceği gerçeğini gözler önüne sermiştir. Bu bağlamda, merkez bankalarının makro bir perspektifle finansal istikrarı gözetmesinin gerekliliği giderek yaygınlık kazanan bir görüş olmuştur. TCMB de bu farkındalıkla 2010 yılının ortalarından itibaren küresel dengesizliklerin bir yansıması olarak ortaya çıkan makro finansal risklere giderek artan bir ağırlıkla değinmeye başlamış ve bu durumun yol açtığı riskleri azaltmak için alternatif politika araçlarının bir arada kullanılması gereğini vurgulamıştır.² Bu kutuda, söz konusu gereklilik doğrultusunda TCMB tarafından tasarlanan ve uygulamaya koyulan yeni para politikası bileşimi değerlendirilmektedir. İlk olarak politika bileşimi açıklandıktan sonra politika araçlarının nasıl ve hangi amaca yönelik olarak kullanıldığı ve iletişimde hangi hususlara değinildiği ele alınmaktadır.³

Yeni Para Politikası Yaklaşımı ve Uygulaması

Küresel kriz sonrası dönemde Türkiye ekonomisi iç talep kaynaklı olarak hızlı bir canlanma sürecine girerken dış talep görece olarak zayıf bir seyir izlemiştir. 2010 yılının ikinci yarısından itibaren gerek Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarının gelişmiş ekonomilere göre oldukça yüksek olması gerekse ABD ve Avrupa ekonomilerinde uygulanan genişletici politikalar, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerini desteklemiştir. Kısa vadeli sermaye girişleri bir yandan krediye erişimi kolaylaştırarak tüketimi hızlandırırken, diğer yandan Türk lirasının değerlenmesine yol açarak iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı daha da belirginleştirmiştir. Cari dengenin hızla bozulması ve finansmanında kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarının payının giderek artması, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılganlığını artırarak makroekonomik ve finansal istikrara dair kaygıları gündeme getirmiş ve alternatif bir politika yaklaşımını gerekli kılmıştır.

¹ Bu Kutu Başçı ve Kara (İktisat İşletme ve Finans, Mayıs 2011, basım aşamasında) çalışmasından uyarlanmıştır.

² "Önümüzdeki dönemde iç talep ile dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışmanın devam etmesi halinde, para politikası oluşturulurken zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi alternatif araçların daha etkin olarak kullanılması gerekecektir." (2010 Temmuz Enflasyon Raporu).

³ TCMB tarafından tasarlanan yeni para politikası bileşiminin kapsamlı bir analizi için bakınız: Kara H. (2011). "Monetary Policy under Global Imbalances: The Turkish Experience", http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/H.Kara_BIS.pdf.

TCMB, biriken makro finansal dengesizlikleri sınırlamak amacıyla kredi genişlemesini yavaşlatmayı ve kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmayı ara hedefler olarak benimsemiştir. Bu doğrultuda 2010 yılı Kasım ayından itibaren TCMB, fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarın gözetilmesi amacıyla politika faizine ek olarak, faiz koridoru⁴ ve zorunlu karşılık oranlarından oluşan yeni bir politika bileşimini uygulamaya koymuştur.

Yeni politika bileşimi çerçevesinde kredi hızını kontrol altında tutmak amacıyla zorunlu karşılık oranları kullanılmıştır. Bu bağlamda 2010 Nisan ayında yayımlanan çıkış stratejisiyle birlikte Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılıkların kriz öncesi seviyelerine yükseltileceği açıklanmış ve kademeli artırımlara gidilmiştir. Bunun yanında, Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son verilmiş, zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiş ve kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılık oranları farklılaştırılmıştır.⁵

Diğer taraftan yeni politika bileşiminin kısa vadeli sermaye girişlerini azaltma ara hedefi doğrultusunda politika faizi olan bir haftalık repo faiz oranı 75 baz puan düşürülerek yüzde 6,25 oranına, gecelik borçlanma faizi ise 500 baz puan düşürülerek yüzde 1,5 oranına çekilmiştir. Yine aynı amaca yönelik olarak, faiz koridoru daha da genişletilerek, para piyasasında kısa vadeli faizlerdeki oynaklığın konjoktüre göre ayarlanmasına imkan tanıyan bir operasyonel çerçeve oluşturulmuştur.

Para Politikasının İletişimi

Uygulanan para politikası bileşimi ilk planda oldukça karmaşık görünse de enflasyon hedeflemesinin ana ilkelerinden belirgin bir farklılık içermemektedir. Daha önce uygulanan politikaya göre temel fark, konjoktürün gereği olarak fiyat istikrarı temel amacının yanında finansal istikrarın da ağırlıklı olarak gözetilmesi ve bu nedenle politika faizi olan bir haftalık repo ihale faiz oranının yanı sıra zorunlu karşılıklar ve etkin likidite yönetiminin destekleyici politika araçları olarak kullanılmasıdır.

⁴ Faiz koridoru gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır.

⁵ Bakınız Tablo 7.1.1 ve Tablo 7.1.2.

Yeni politika bileşimi çerçevesinde, tıpkı enflasyon hedeflemesinde olduğu gibi, gelecek dönemde gerçekleşeceği tahmin edilen enflasyonun hedeften sapması para politikası kararlarında temel ölçüt olarak alınmakta, ancak bu süreçte makro finansal dengesizliklerin de gözetilebilmesi için faiz dışı araçlar da kullanıma sokulmaktadır. Böyle bir ortamda para politikasının durumu, kısa vadeli faizlerin yanı sıra piyasadaki likidite durumu ve zorunlu karşılık oranları gibi parasal koşulları belirleyen diğer değişkenlere de bağlı olmaktadır. Hangi politika aracının ne şekilde kullanılacağı ise finansal istikrarı ve fiyat istikrarını etkileyen unsurlar tarafından belirlenmektedir.

TCMB'nin finansal istikrara yaptığı vurguyu artırmasının enflasyon hedefinden ödün verilebileceği şeklinde algılanması riski bulunmaktadır. Söz konusu riskin farkındalığıyla TCMB, aktif bir iletişim politikası izleyerek politika metinlerinde temel amacının fiyat istikrarı olduğunu her fırsatta vurgulamıştır. Buna ek olarak mevcut konjonktürde makro finansal dengesizliklerin göz ardı edilmesinin ilerleyen dönemlerde fiyat istikrarını da tehdit edebileceği hatırlatılmıştır. Amaç fonksiyonundaki farklılaşmanın enflasyon beklentilerini bozmasını engellemek amacıyla, enflasyona dair temkinli bir politika duruşu benimsenerek para politikasının sıkılaştırılması gerektiği ifade edilmiştir.

Buna ek olarak, yeni para politikası bileşimi çerçevesinde kullanılan faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi alışılmışın dışındaki para politikası araçlarının aktarım kanalları konusunda henüz kabul görmüş kuramsal bir çerçeve bulunmaması da, bu araçların aktif olarak kullanıldığı bir para politikası stratejisinin iletişimini güçleştirebilmektedir. Bu bağlamda, aktarım mekanizmasına dair belirsizliklerin beklentileri bozmasını engellemek için, alınan tedbirlerin enflasyon üzerindeki etkisinin yakından takip edileceği ve gerekirse aynı yönde ilave tedbirler alınacağı politika metinlerinde sıklıkla vurgulanmıştır.⁶

Bilindiği üzere TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde Enflasyon Raporları aracılığıyla enflasyon tahminlerini kamuoyuyla paylaşırken, politika faizinin nasıl bir seyir izleyeceğine dair varsayımını da niteliksel olarak açıklamaktadır. Yeni politika stratejisine geçilmesiyle TCMB, faiz politikasına dair somut bir bilgi vermek yerine, para politikasının iletişimini politika bileşimi ve "parasal sıkılaştırma" kavramları üzerinden yapmıştır. Bu çerçevede politika bileşimini oluşturan her bir aracın hangi yönde ve nasıl bir seyir izleyeceği konusundaki esnekliğin korunması gerektiği düşüncesiyle politika araçlarının

⁶Bu yaklaşım doğrultusunda, 2011 Mart ayında finansal istikrarı pekiştirmenin yanı sıra petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların ikincil etkilerini engellemek amacıyla zorunlu karşılıkların ağırlıklı ortalamasında kayda değer bir artışa gidilmiştir.

yönünden ziyade politika bileşiminin net etkisine dair öngörüler paylaşılmakta ve bileşimin alt kalemleri ile ilgili somut bir patika verilmemektedir. Bu uygulama, aynı zamanda politika bileşimi araçlarından olan kısa vadeli faizlerin tahmin edilebilirliğini azaltarak zorunlu karşılıklara ilişkin alınan kararların faiz riski kanalı üzerinden daha etkili olmasına katkıda bulunmaktadır.

TCMB, uygulanan para politikasının sınırları konusunda açık bir iletişim stratejisi izlemiştir. Zorunlu karşılıkların krediler ve iç talebi sınırlamaya yönelik araçlardan sadece bir tanesi olduğu belirtilmiş ve makro finansal risklerin azaltılması açısından diğer ilgili kurumların destekleyici tedbirlerinin de önemli olduğu vurgulanmıştır. Doğrudan kredi arzını kısımaya yönelik tedbirlerin, TCMB'nin uyguladığı politikaların etkililiğini ve verimliliğini artıracacağı ifade edilmiştir.⁷ Diğer bir ifadeyle, uygulanan politika bileşiminin etkinliği açısından, diğer ilgili kurumlarca yapılabilecek destekleyici düzenlemelerin ve mali disiplinin önemli olduğu hatırlatılmıştır.

Yeni politika bileşimine kapsamında alınan ilk sonuçlar, söz konusu politika yaklaşımının kısa vadeli sermaye hareketlerinin oluşturduğu makro risklerin olumsuz etkilerini azaltmak için uygun bir strateji olduğuna işaret etmektedir (Bakınız 5. Bölüm-Finansal Piyasalar ve Aracılık). TCMB, fiyat istikrarına kalıcı bir şekilde ulaşırken finansal istikrarı da makro düzeyde gözetip korumak amacıyla kısa vadeli faizleri ve faiz dışı araçları eşgüdüm içinde kullanmaya devam edecektir.

Son olarak, TCMB'nin uyguladığı politikanın ülkemize ve içinden geçmekte olduğumuz döneme özgü olarak tasarlandığı hatırlatılmalıdır. TCMB, finansal istikrar vurgusunu yaparken cari denge ve finansman kalitesi ile hızlı kredi genişlemesine odaklanmıştır. Diğer bir ifadeyle, yapılan finansal istikrar vurgusu makro bir perspektif içermekte ve döneme özgü tasarlanmış bir iletişim stratejisini yansıtmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde konjoktüre bağlı olarak makro finansal risklerin farklı değişkenler aracılığıyla vurgulanması da mümkün olabilecektir.

⁷ 2011 Mart ayı Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti.

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1.	TCMB Politika Bileşiminin Seyri	2
Grafik 1.2.1.	Ocak Ayında Yapılan Enflasyon Tahminleri ve Gerçekleşmeler	3
Grafik 1.2.2.	Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	4
Grafik 1.2.3.	Gruplar İtibarıyla TÜFE	4
Grafik 1.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	7

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1.	Toplaştırılmış Büyüme Oranları	13
Grafik 2.1.2.	İhracat ve GSYİH Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksleri	13
Grafik 2.1.3.	Gelişmiş Ülkeler İşsizlik Oranları	13
Grafik 2.1.4.	ABD Emlak Fiyat Endeksleri	13
Grafik 2.1.5.	JP Morgan Küresel PMI Endeksleri	14
Grafik 2.1.6.	PMI Endeksleri	14
Grafik 2.2.1.	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	15
Grafik 2.2.2.	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	15
Grafik 2.2.3.	OPEC Kapasite, Kota ve Üretim Gelişmeleri	15
Grafik 2.2.4.	OECD Ham Petrol Stokları	15
Grafik 2.3.1.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	16
Grafik 2.3.2.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	16
Grafik 2.4.1.	Küresel Risk İştahı Endeksleri	18
Grafik 2.4.2.	Seçilmiş Ülke Tahvillerinin Alman Tahvilleriyle Getiri Farkı	18
Grafik 2.4.3.	Seçilmiş Ülke Hükümet ve Bankacılık Sektörü CDS Oranları	18
Grafik 2.4.4.	Küresel Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	19
Grafik 2.4.5.	Gelişmekte Olan Ülke Kur ve Risk Primi Göstergeleri	19
Grafik 2.4.6.	ABD Hazine Getiri Eğrisi	19
Grafik 2.4.7.	Fed Açık Piyasa Komitesi (FOMC) Faiz Oranı Beklentileri	19
Grafik 2.4.8.	ABD Kredi Eğilim Anketi	20
Grafik 2.4.9.	Euro Bölgesi Kredi Eğilim Anketi	20
Grafik 2.5.1.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Eylül 2007 - Mart 2011	22
Grafik 2.5.2.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Eylül 2007 - Mart 2011	22
Grafik 2.5.3.	Gelişmiş Ülkeler Politika Faiz Oranı	22
Grafik 2.5.4.	Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler Politika Faiz Oranı	22
Grafik 2.5.5.	Politika Faiz Değişim Beklentileri	23

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1.	Gruplar İtibarıyla TÜFE	26
Grafik 3.1.2.	Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	26
Grafik 3.1.3.	İşlenmemiş Gıda ve Tüketici Fiyatları	26
Grafik 3.1.4.	İşlenmemiş Gıda Alt Grupları ve Tüketici Fiyatları	26
Grafik 3.1.5.	Gıda Fiyatları	27
Grafik 3.1.6.	Seçilmiş İşlenmiş Gıda Ürünleri Fiyatları	27
Grafik 3.1.7.	Enerji Grubu Fiyatları	28
Grafik 3.1.8.	Enerji ve TL Cinsinden Petrol Fiyatları	28
Grafik 3.1.9.	Temel Mal Fiyatları	29
Grafik 3.1.10.	Temel Mal Fiyatları	29
Grafik 3.1.11.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	30
Grafik 3.1.12.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	30
Grafik 3.1.13.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	30
Grafik 3.1.14.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	30
Grafik 3.1.15.	TÜFE Yayılım Endeksi	31
Grafik 3.1.16.	Temel Enflasyon Göstergesi H Yayılım Endeksi	31
Grafik 3.1.17.	Tarım Fiyatları	31
Grafik 3.1.18.	İmalat Sanayi Fiyatları ve PMI Çıktı Fiyatları Endeksleri	31
Grafik 3.2.1.	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	33
Grafik 3.2.2.	Enflasyon Beklentileri Eğrisi	33
Grafik 3.2.3.	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	33

Grafik 3.2.4.	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	33
---------------	---	----

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1.	Talep Unsurlarının Yıllık Büyümeye Katkıları	38
Grafik 4.1.2.	GSYİH ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep	38
Grafik 4.1.3.	Tüketici Güven Endeksleri	38
Grafik 4.1.4.	İYA Gelecek 12 Ayda Yatırım Harcaması Beklentisi	38
Grafik 4.1.5.	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	39
Grafik 4.1.6.	Yurt İçi Otomobil Satışları	39
Grafik 4.1.7.	Haftalık Bazda Tüketici Kredileri	39
Grafik 4.1.8.	İYA Tüketim Malları Üreten Sektörlerin Gelecek Üç Aya İlişkin İç Piyasa Sipariş Beklentileri	39
Grafik 4.1.9.	Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	40
Grafik 4.1.10.	Yurt İçi Ticari Araç Satışları	40
Grafik 4.1.11.	Özel Kesim Talebi	41
Grafik 4.2.1.	Net Dış Talebin Yıllık Büyümeye Katkısı	41
Grafik 4.2.2.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	41
Grafik 4.2.3.	Altın Hariç İhracat Miktar Endeksi	42
Grafik 4.2.4.	Dünya İthalat ve Sanayi Üretim Endeksleri	42
Grafik 4.2.5.	İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	43
Grafik 4.2.6.	İYA Gelecek Üç Aya İlişkin İhracat Sipariş Beklentileri	43
Grafik 4.2.7.	İthalat Miktar Endeksi	43
Grafik 4.2.8.	İthalat	43
Grafik 4.2.9.	Cari İşlemler Dengesi	44
Grafik 4.3.1.	Tarım Dışı İstihdam	44
Grafik 4.3.2.	İşsizlik Oranları	44
Grafik 4.3.3.	Sanayi İstihdamı ve Üretimi	45
Grafik 4.3.4.	İmalat Sanayi İstihdamı	45
Grafik 4.3.5.	İş Bulma Olanakları Endeksi	45
Grafik 4.3.6.	Özel Sektör Açık İş Oranı ve İşsizlik Sigortasına Yapılan Başvurular	45
Grafik 4.3.7.	Saatlik İşgücü Maliyeti	46
Grafik 4.3.8.	Hanehalkı Tüketimi, Tarım Dışı İstihdam ve Reel Ücret Ödemeleri	46
Grafik 4.3.9.	Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam	47

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1.1.	Bölgesel CDS Endeksleri	54
Grafik 5.1.2.	EMBI Endeksleri	54
Grafik 5.1.3.	TL Zorunlu Karşılık Oranları	55
Grafik 5.1.4.	TCMB Faiz Oranları	55
Grafik 5.1.5.	Gecelik Repo Faiz Oynaklığı	55
Grafik 5.1.6.	Kur Takası Faiz Oynaklıkları	55
Grafik 5.1.7.	Yurt Dışı Yerleşiklerin Net Portföy Hareketleri	56
Grafik 5.1.8.	Bankaların Bilanço Dışı Net YP Pozisyonu	56
Grafik 5.1.9.	TL Mevduatın Ortalama Vadesi	57
Grafik 5.1.10.	TL Tasarruf Mevduat Getiri Eğrisi	57
Grafik 5.1.11.	İlk Çeyrekte, İki Yıllık Piyasa Faizlerinde Değişim	57
Grafik 5.1.12.	DİBS Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	57
Grafik 5.1.13.	12 Ay Sonrasına İlişkin TCMB Repo Faizi Beklentisi	58
Grafik 5.1.14.	12 Ay Sonrasına İlişkin TÜFE Enflasyon Beklentisi	58
Grafik 5.1.15.	Getiri Eğrisi	58
Grafik 5.1.16.	Uzun ve Kısa Vadeli Faiz Farkı	58
Grafik 5.1.17.	Bankaların Bilançolarında Menkul Kıymetlerin Oranı	59
Grafik 5.1.18.	Yabancıların DİBS Piyasasındaki Payları	59
Grafik 5.1.19.	Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi	60
Grafik 5.1.20.	İki Yıllık Reel Faizler	60
Grafik 5.1.21.	TL Kur Sepeti ve Risk Primi Göstergeleri	60
Grafik 5.1.22.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri	60
Grafik 5.1.23.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	61
Grafik 5.1.24.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	61

Grafik 5.1.25.	M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri	62
Grafik 5.1.26.	Para Tabanı Yıllık Reel Büyümesi	62
Grafik 5.1.27.	Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları	63
Grafik 5.1.28.	Piyasadaki Likidite Gelişmeleri	64
Grafik 5.2.1.	Kredi Endeksleri	64
Grafik 5.2.2.	Kredilerin GSYİH'ye Oranları	64
Grafik 5.2.3.	Ölçeklere Göre TP İşletme Kredileri	65
Grafik 5.2.4.	Ölçeklere Göre YP İşletme Kredileri	65
Grafik 5.2.5.	TL Ticari Kredilerde Vadeler	66
Grafik 5.2.6.	YP Ticari Kredilerde Vadeler	66
Grafik 5.2.7.	TL ve YP Ticari Kredilerin Haftalık Büyüme Hızları	66
Grafik 5.2.8.	YP Ticari Kredilerin Toplam Ticari Krediler İçindeki Payı	66
Grafik 5.2.9.	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	67
Grafik 5.2.10.	YP Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	67
Grafik 5.2.11.	Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları	68
Grafik 5.2.12.	Tüketici Kredisi Faizleri ile Para Takası Faizleri Farkı	69
6. KAMU MALİYESİ		
Grafik 6.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Açığı ve AB Tanımlı Kamu Borç Stoku	79
Grafik 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçesi	81
Grafik 6.1.2.	Reel Vergi Gelirleri	83
Grafik 6.1.3.	Faiz Dışı Bütçe Dengesi	83
Grafik 6.2.1.	Kamu Borç Stoku Göstergeleri	84
Grafik 6.2.2.	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	85
Grafik 6.2.3.	İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	86
Grafik 6.2.4.	İç Borçlanma	86
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER		
Grafik 7.2.1.	Petrol ve İthalat Fiyatları Varsayımlarındaki Güncellemeler	90
Grafik 7.2.2.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi	92
Grafik 7.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	93
Grafik 7.3.2.	Enflasyon Tahmini	94
Grafik 7.3.3.	Çıktı Açığı Tahmini	94
Grafik 7.3.4.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini	95

Tablolar

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1.	Büyüme Tahminleri	14
Tablo 2.2.1.	Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri	16
Tablo 2.3.1.	Enflasyon Tahminleri	17
Tablo 2.5.1.	Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikası Uygulamaları	21

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1.	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	28
Tablo 3.1.2.	Temel Mal Fiyatları	29
Tablo 3.1.3.	ÜFE ve Alt Kalemler	32

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Tablo 5.2.1.	Temel Bilanço Kalemlerindeki Değişimler	69
--------------	---	----

6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	80
Tablo 6.1.2.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	81
Tablo 6.1.3.	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	82

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.1.1.	Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar	88
Tablo 7.1.2.	Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar	88
Tablo 7.2.1.	2011 Yılı Varsayımlarındaki Güncelleme	89
Tablo 7.3.1.	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	96

Geçmiş Enflasyon Raporlarında Yayımlanan Kutular

2011-I

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

2010-IV

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

2010-III

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

2010-II

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

2010-I

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

2009-IV

- 2.1. ABD ve EURO Bölgesinde Deflasyon Riski
- 2.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları: IIF 2009-2010 Tahminleri
- 3.1. Dayanıklı Tüketim 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 Yüklümelili Para Politikası ve Etkileri
- 2.1. Küresel Ekonomiye İlişkin Beklentiler
- 4.1. İstihdamdaki Ana Eğilimin Takibi: Çekirdek Göstergelere İhtiyaç Var Mı?
- 5.1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Risk Primlerindeki Değişimler ve Faiz Kararları
- 5.2. Küresel Kriz ve Finansal Aracılık

2009-I

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

2008-IV

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

2008-III

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

2008-II

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

2008-I

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

2007-IV

- 5.1. Getiri Eğrileri ve Para Politikası Kararları

2007-III

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

2007-II

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

2007-I

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

2006-IV

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

2006-III

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

2006-II

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

2006-I

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

Kısaltmalar

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CDS	Kredi İflas Takası
CEEMEA	Doğu Avrupa, Ortadoğu ve Afrika
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EFSF	Avrupa Finansal İstikrar Fonu
EMBI	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
ESM	Avrupa İstikrar Mekanizması
Fed	Amerikan Merkez Bankası
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
HİA	Hanehalkı İğücü Anketi
İGE	İğücü Girdi Endeksleri
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İŞKUR	Türkiye İş Kurumu
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KİT	Kamu İktisadi Teşekkülleri
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
Kurul	Para Politikası Kurulu
MENA	Ortadoğu ve Kuzey Afrika
ODD	Otomotiv Distribütörleri Derneđi
OECD	Uluslararası İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
OVP	Orta Vadeli Program
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
PMI	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TL	Türk lirası
WTI	West Texas Intermediate

2011 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları, Enflasyon Raporu ve Finansal İstikrar Raporu Takvimi		
PPK Toplantıları	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
20 Ocak 2011 (Perşembe)	25 Ocak 2011 (Salı)	
15 Şubat 2011 (Salı)		
23 Mart 2011 (Çarşamba)		
21 Nisan 2011 (Perşembe)	28 Nisan 2011 (Perşembe)	
25 Mayıs 2011 (Çarşamba)		30 Mayıs 2011 (Pazartesi)
23 Haziran 2011 (Perşembe)		
21 Temmuz 2011 (Perşembe)	28 Temmuz 2011 (Perşembe)	
23 Ağustos 2011 (Salı)		
20 Eylül 2011 (Salı)		
20 Ekim 2011 (Perşembe)	26 Ekim 2011 (Çarşamba)	
23 Kasım 2011 (Çarşamba)		29 Kasım 2011 (Salı)
22 Aralık 2011 (Perşembe)		