

enflasyon raporu

2012-II



İçindekiler

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar	1
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	4
1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü	8
1.4. Riskler ve Para Politikası	9
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	11
2.1. Küresel Büyüme	12
2.2. Emtia Fiyatları	17
2.3. Küresel Enflasyon	20
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri	21
2.5. Sermaye Akımları	26
2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	27
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	33
3.1. Enflasyon	33
3.2. Beklentiler	41
4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ	43
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	44
4.2. Dış Talep	48
4.3. Emek Piyasası	52
5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	71
5.1. Finansal Piyasalar	71
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	79
6. KAMU MALİYESİ	91
6.1. Bütçe Gelişmeleri	92
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	95
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	101
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	101
7.2. Orta Vadeli Görünüm	104
7.3. Riskler ve Para Politikası	107
KUTULAR	
Kutu 2.1. Euro Bölgesi'nde Son Dönemde Öne Çıkan Gelişmeler	30
Kutu 4.1. İktisadi Faaliyetin Ana Eğilimi: Mevsimsellikten Arındırılmış Veriler	57
Kutu 4.2. Bölgesel Reel İhracat Gelişmeleri	60
Kutu 4.3. İthalat Fiyatlarındaki Son Dönem Eğilimler	64
Kutu 4.4. GSYİH, İşgücü, İstihdam ve İşsizlik	66
Kutu 5.1. Para Politikası Kararlarının TCMB Rezervleri Üzerindeki Etkileri	85
Kutu 5.2. Tüketici Kredilerinde Oluşan Marjlar ve Kredi Arzı	88
Kutu 6.1. Yeni Teşvik Sisteminin (Yatırımlarda Devlet Yardımları) Temel Özellikleri	98
Kutu 7.1. İç ve Dış Talep Ayrımında Çıktı Açığı	110
Kutu 7.2. Enflasyon Beklentileri ve İletişim	114

1. Genel Değerlendirme

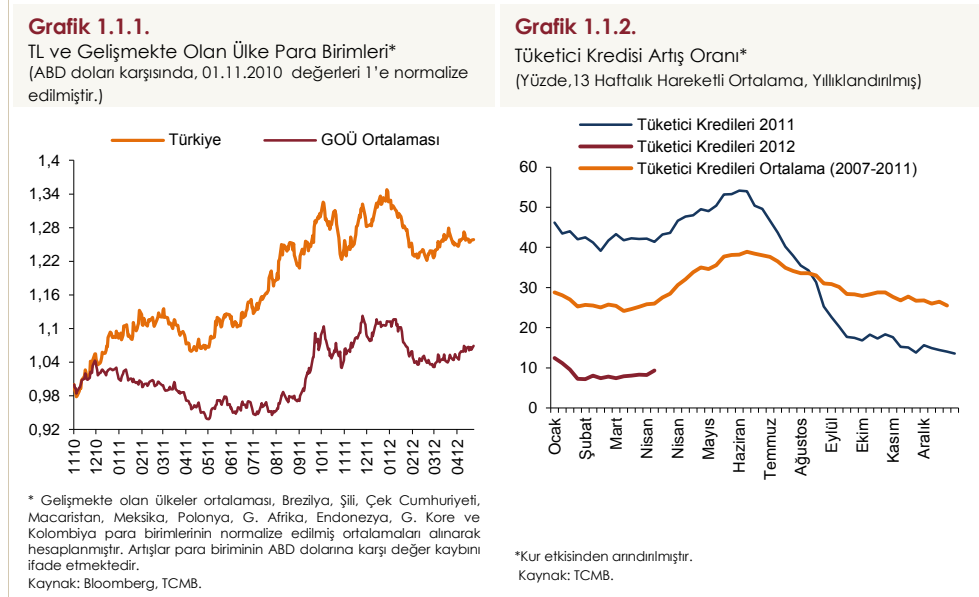
2012 yılının ilk çeyreğinde küresel iktisadi faaliyet beklendiği gibi yavaşlamaya devam ederken Euro Bölgesi'ne dair endişelerin azalmasıyla küresel risk iştahında kayda değer bir iyileşme gözlenmiştir. Yunanistan'ın kamu borcu yapılandırılmasının tamamlanarak düzensiz bir iflasın önüne geçilmesi ve Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB)'nin üç yıl vadeli likidite operasyonlarına devam etmesi, Euro Bölgesi borç kriziyle ilgili algılamaların kısmen iyileşmesini sağlamıştır. ABD'de ise iktisadi faaliyetin beklenenden olumlu bir görünüme işaret etmesi güven ortamını pekiştiren bir diğer unsur olmuştur. Bu gelişmeler yılın ilk çeyreğinde küresel risk iştahının artmasını sağlayarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını hızlandırmıştır. Ne var ki, yakın dönemde özellikle İspanya ekonomisine dair endişelerin artması sonucu tahvil getirilerinin yeniden yükselişe geçmesi ve ABD'de istihdam artışlarının beklentilerin altında kalması, küresel ekonomiye dair algılamalardaki düzelmeyi kesintiye uğratmıştır. Bu doğrultuda, ikinci çeyreğin başı itibarıyla gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki oynaklığın arttığı gözlenmektedir.

Ocak Enflasyon Raporu'ndan bugüne yaşanan gelişmeler, küresel finans piyasalarının kırılğan yapısının sürdüğünü ortaya koymaktadır. Küresel krizin başlangıcının üzerinden dört yıla yakın süre geçmesine rağmen gelişmiş ülkelerde bilanço düzeltme süreci devam etmektedir. Euro Bölgesi'ne dair sorunlar, ABD ve Çin ekonomilerine ilişkin belirsizlikler ve enerji fiyatlarındaki arz yönlü riskler sürmektedir. Varlık piyasalarının hızlı yükselişler gösterdiği ve gelişmiş ülkelerin para politikalarının gevşek bir duruş sergilediği dönemlerde dahi borçlanma piyasalarındaki faaliyetin durgun olması ve bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlara ilişkin endişelerin canlı kalması, küresel risk algılamalarındaki oynaklığın devam edebileceğine işaret etmektedir. Bütün bu gelişmeler, esnek bir para politikası çerçevesinin önemini teyid etmektedir.

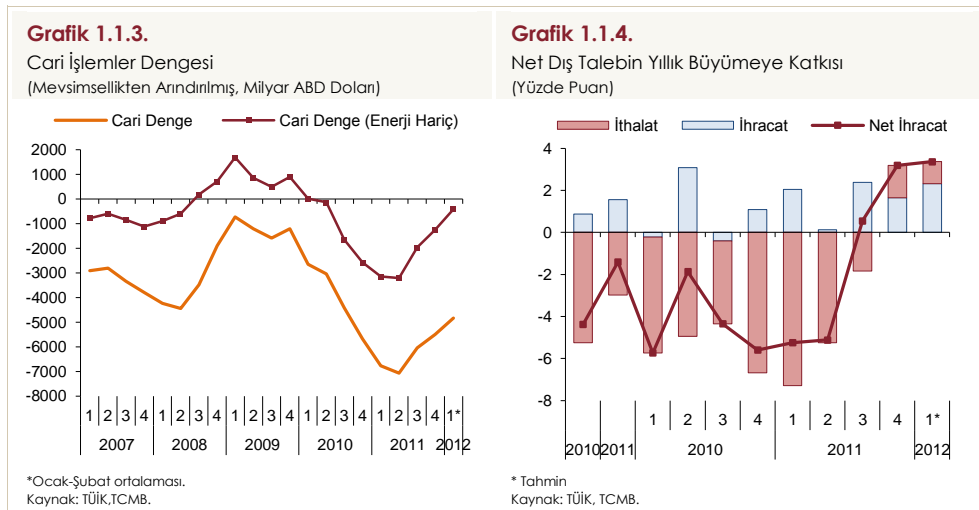
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2011 yılının ilk yarısında artan makro finansal riskler karşısında ekonomiyi kademeli olarak daha sağlıklı bir büyüme kompozisyonuna doğru yönlendirmeyi amaçlamıştır. Bu çerçevede, bir yandan kredilerin makul oranlarda büyümesi için diğer kurumların katkısıyla birlikte gerekli tedbirler alınırken, diğer yandan döviz kurunun iktisadi temellerden

her iki yönde de aşırı ölçüde sapmasına karşı politikalar uygulanmıştır (Grafik 1.1.1 ve 1.1.2).

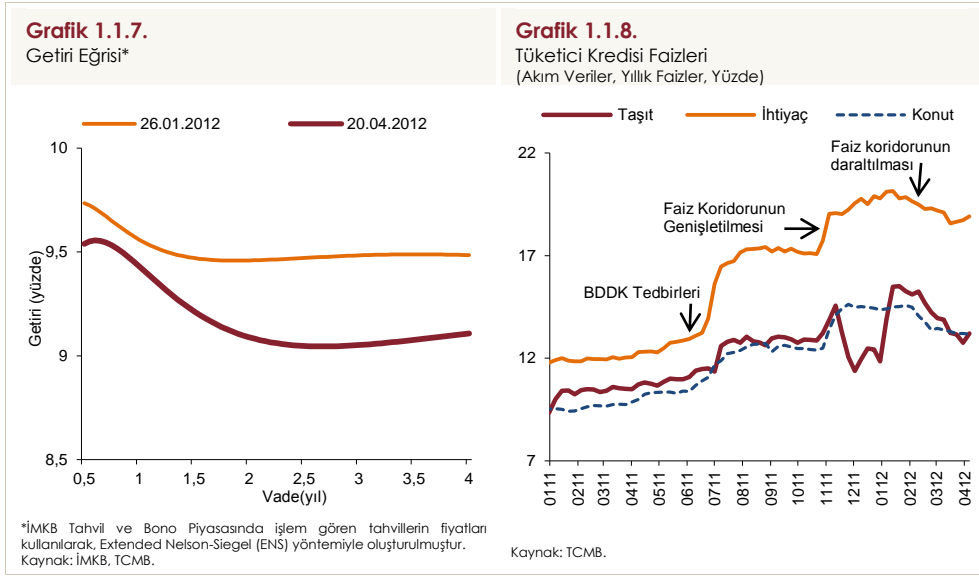


Ocak Enflasyon Raporu'ndan bu yana açıklanan veriler ekonomideki dengelenme sürecinin arzu edilen şekilde gerçekleştiğini göstermektedir. 2011 yılının ikinci yarısından itibaren kredi büyüme hızlarında belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir. Bu doğrultuda, cari işlemler dengesinde de kayda değer bir iyileşme gerçekleşmiştir (Grafik 1.1.3). Bu dönemde yurt içi talep büyümesi kontrol altına alınırken net ihracatın katkısı belirgin şekilde artmıştır (Grafik 1.1.4). Diğer bir ifadeyle, büyüme kompozisyonu daha sağlıklı bir görünüme kavuşmuştur.



küresel ekonomiye dair belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle para politikasında esnekliğin korunmasının uygun olacağını belirtmiştir.

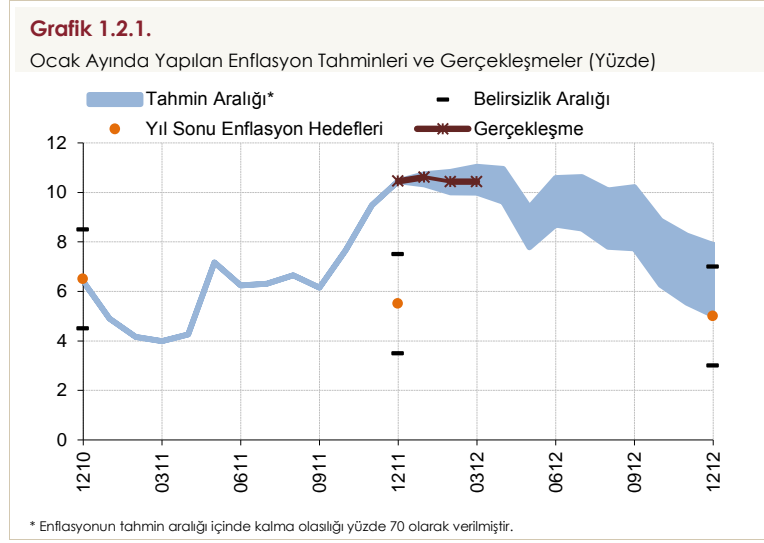
TCMB'nin faiz koridorunu geniş tutarak dönem dönem ek sıkılaştırmaya gitmesi para politikası duruşunun sıkı olmasını sağlamaktadır. Nitekim, getiri eğrisinin aşağı yönlü eğiminin yanı sıra tüketici kredilerinin büyüme oranlarındaki yavaşlama ve kredi faizlerinin görece olarak yüksek seyretmesi de parasal ve finansal koşulların sıkı olduğunu teyid etmektedir (Grafik 1.1.7 ve Grafik 1.1.8).



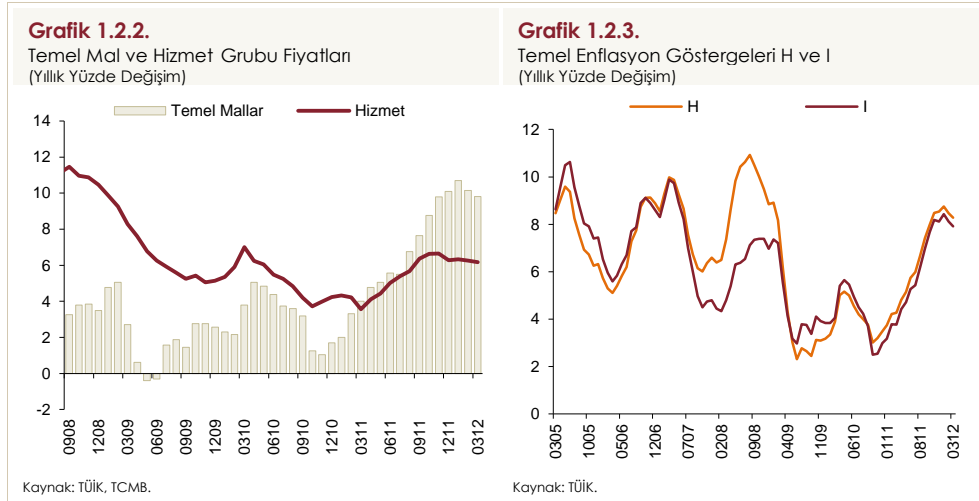
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

2012 yılının ilk çeyreğinde enflasyon Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlerle uyumlu seyrederak Mart sonu itibarıyla yüzde 10,43 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Bu dönemde, petrol fiyatlarının varsayılandan yüksek seyretmesi nedeniyle enerji fiyatlarındaki artışlar öngörülenin üzerinde gerçekleşirken işlenmemiş gıda fiyatları beklenenden daha olumlu bir seyir izlemiştir.

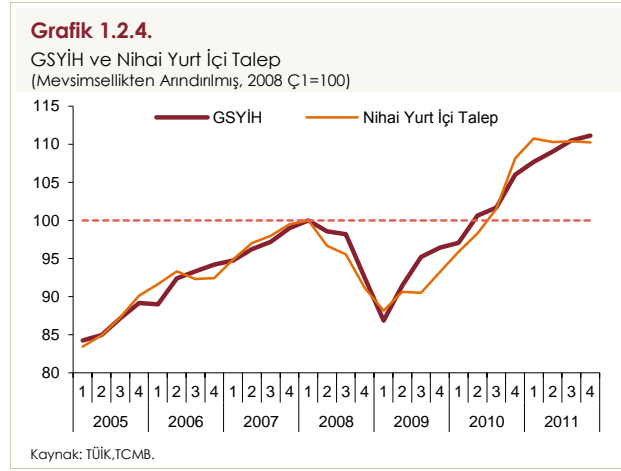


Döviz kuru hareketlerinin birikimli etkilerinin hafiflemesiyle yılın ilk çeyreğinde temel mal fiyatlarının yıllık artış oranı gerileme eğilimine girmiştir. Hizmet fiyatları ise ılımlı seyrini korumuştur (Grafik 1.2.2). Bu gelişmeler çerçevesinde temel enflasyon göstergeleri uzun bir süreden sonra tekrar düşüş eğilimi sergilemiştir (Grafik 1.2.3).



Arz ve Talep

2011 yılının son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri toplam talep koşullarının Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüm ile büyük ölçüde uyumlu seyrettiğine işaret etmiştir. Yurt içi talep kaynaklı olarak ivme kaybeden iktisadi faaliyet, net ihracatın pozitif katkısıyla yavaşlayarak da olsa büyümesini sürdürmüştür (Grafik 1.2.4).



2012 yılının ilk aylarına dair sanayi üretimi verileri yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyetin beklenenden bir miktar daha zayıf seyrettiğini göstermiştir. Ancak, bu gelişmenin büyük ölçüde olumsuz hava koşulları ve dış belirsizlikler gibi geçici unsurları yansıttığı düşünülmekte, ikinci çeyrekte itibaren ılımlı bir toparlanma eğiliminin başlayacağı tahmin edilmektedir. Nitekim, sipariş ve tüketim göstergelerinde Şubat ve Mart aylarındaki eğilimin yukarı yönlü olması, iktisadi faaliyetteki gerilemenin geçici olduğuna işaret etmektedir.

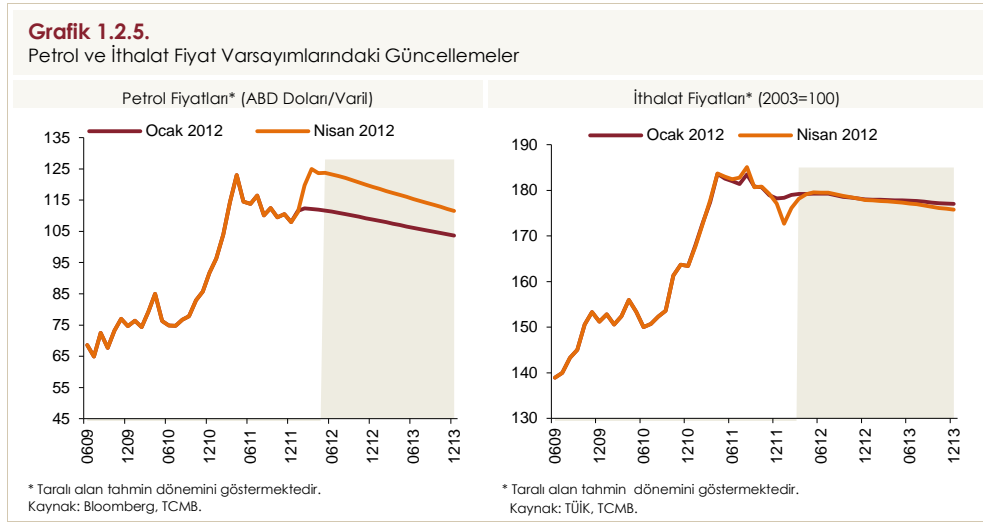
Yılın ilk çeyreğinde küresel ekonomi ve dış talebe dair göstergeler de öngörüldüğü gibi gerçekleşmiştir. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranları yavaşlamaya devam ederken özellikle Euro Bölgesi'ne dair büyüme görünümü zayıf seyirini korumuştur.

Özetle, yurt içi ve yurt dışı iktisadi faaliyetin görünümünde bir önceki rapora kıyasla önemli bir güncelleme olmamıştır. Bu çerçevede, Ocak Enflasyon Raporu'nda olduğu gibi, enflasyon tahminleri üretilirken yılın ikinci çeyreğinden itibaren ekonominin yeniden ılımlı büyüme patikasına yöneleceği ve toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının süreceği bir görünüm esas alınmıştır.

Emtia, İthalat ve Gıda Fiyatları

Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından itibaren geçen süre zarfında petrol fiyatları arz yönlü gelişmelere bağlı olarak öngörülerin oldukça üzerinde bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.5). Bu çerçevede, Nisan ayının ilk yarısı itibarıyla oluşan vadeli fiyatlar da dikkate alınarak, petrol fiyatları varsayımı, 2012 yılı için 110 ABD dolarından 120 ABD dolarına, 2013 yılı için ise 105 ABD

dolarından 115 ABD dolarına çıkarılmıştır. Bu güncellemenin 2012 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi yaklaşık 0,4 puan artırıcı yönde olmuştur. Öte yandan, enerji dışı ithalat fiyatlarındaki düşüğe paralel olarak ithalat fiyat endeksi beklenenden olumlu bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.5). Bu gelişmenin 2012 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi ise yaklaşık 0,2 puan düşürücü yönde olmuştur. Vadeli emtia fiyatları kullanılarak üretilen ithalat fiyat projeksiyonları ise bir önceki rapor dönemine kıyasla önemli bir değişim göstermemiştir.



Sonuç olarak, enerji dışı ithalat fiyatlarının yılın ilk çeyreğinde beklenenden olumlu gerçekleşmesine rağmen, tüketici fiyat endeksi üzerinde daha etkili olan enerji fiyatlarındaki yukarı yönlü güncelleme nedeniyle, toplamda ithalat fiyatlarının 2012 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi sınırlı oranda yükseltici yönde olmuştur. Öte yandan, gıda fiyatlarının yıllık artış oranına dair varsayım yıl sonları için tahmin ufku boyunca yüzde 7,5 olarak korunmuştur.

Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

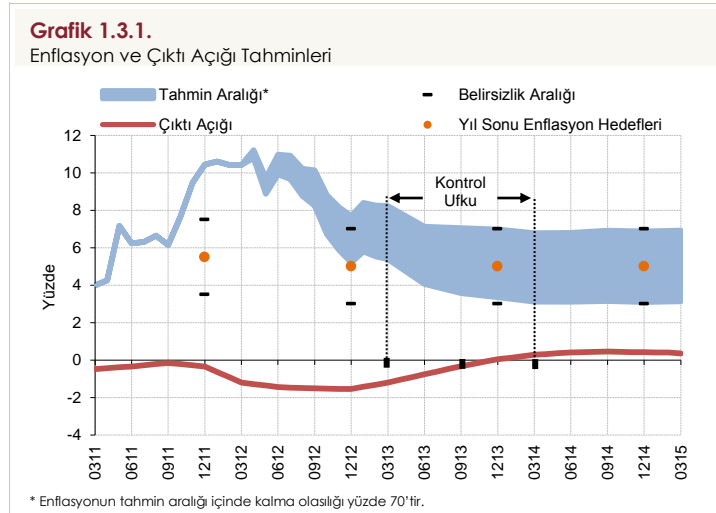
Tahminler oluşturulurken kamu maliyesinin görünümü için 2011 yılı Ekim ayında güncellenen Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları esas alınmıştır. Dolayısıyla, faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının yatay seyredeceği ve yapısal bütçe dengesinde bozulma olmayacağı varsayılmıştır. Ayrıca, 5 Nisan itibarıyla kamuoyuna duyurulan "yeni teşvik sistemi" kapsamında yapılması öngörülen vergi indirimleri ve diğer devlet yardımları şeklindeki uygulamaların bütçe dengesini bozmayacağı varsayılmıştır.

Tütün fiyatlarının 2012 yılı boyunca sabit kalacağı, 2013 yılının Ocak ayında ise 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerinin ima ettiği oranlarda

artacağı varsayılmıştır. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Tahminler üretilirken, önümüzdeki dönemde ek parasal sıkılaştırmanın daha sık yapılacağı ve buna bağlı olarak kredilerin yıllık büyüme oranının yüzde 14 civarında seyredeceği varsayılmıştır. Söz konusu varsayımlar altında enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 5,3 ile yüzde 7,7 aralığında (orta noktası yüzde 6,5), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile yüzde 7,0 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Sonuç olarak, enerji fiyat varsayımlarında 2012 yılına dair güncellemelerin enflasyon üzerindeki olumsuz etkisine rağmen, para politikasının bu etkiyi telafi edecek bir sıkılaşmaya gideceği öngörülerek, yüzde 6,5 olan yıl sonu enflasyon tahmini değiştirilmemiştir. Bu doğrultuda, Ocak Enflasyon Raporu'na göre kredilerin bir miktar daha ılımlı büyüyeceği ve toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin artacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Yılın ikinci çeyreğinde enflasyonun oldukça dalgalı bir seyir izlemesi beklenmektedir. Nisan ayında, elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki artışların tüketici enflasyonuna doğrudan etkisinin 0,5 puan civarında olacağı öngörülmektedir. Bu nedenle Nisan ayında yıllık enflasyon geçici olarak yükselip

tepe noktasına ulaşacaktır. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkileri nedeniyle yıllık enflasyonun Mayıs ayında keskin bir düşüş göstermesi Haziran ayında ise bu düşüşün bir kısmının geri alınması beklenmektedir (Grafik 1.3.1).

TCMB'nin Ekim ayından bu yana uyguladığı sıkı para politikasının ikincil etkileri sınırlaması, böylece geçici fiyat hareketlerinin yıllık enflasyon üzerindeki birikimli etkilerinin kademeli olarak ortadan kalkmasıyla enflasyonun aşağı yönlü bir seyir izlemesi beklenmektedir. Bu çerçevede yılın üçüncü çeyreğinden itibaren enflasyonun kademeli olarak düşeceği, özellikle son çeyrekte düşüşün belirginleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

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

1.4. Riskler ve Para Politikası

Enflasyonun ulaştığı yüksek seviyeler ve son dönemde kısa vadeli enflasyon beklentilerinde gözlenen bozulma, fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaktadır. 2011 yılının son üç ayında gerçekleşen keskin fiyat artışları nedeniyle enflasyonun bu yılın son çeyreğine kadar hedefin belirgin olarak üzerinde seyretmesi beklenmektedir. Bu durum, fiyatlama davranışlarının dikkatle izlenmesini gerektirmektedir. TCMB'nin Ekim ayından itibaren gerçekleştirdiği parasal sıkılaştırma ve iç talepteki ılımlı görünüm ikincil etkilerin ortaya çıkma olasılığını azaltsa da, önümüzdeki dönemde temkinli bir yaklaşımla enflasyon beklentileri dikkatle takip edilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün hedefle uyumlu olması için gereken tedbirler alınacaktır.

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi, sermaye akımlarındaki oynaklıklara karşı para politikasında esnek yaklaşımın devamını gerektirmektedir. Yılın ilk çeyreğinde Euro Bölgesi'nde kamu borcuna dair sorunlar bir miktar hafiflemiş olsa da bölge büyümesinin olumsuz seyri ve halen yüksek seyreden borçlanma maliyetleri borç sürdürülebilirliği tartışmalarını canlı tutmaktadır. Bunun yanı sıra, Euro Bölgesi bankacılık sektöründe bilanço düzeltmesinin devam etmesi finansal piyasalardaki kırılganlığı beslemekte ve risk iştahının tekrar bozulma olasılığını gündeme getirmektedir. Öte yandan, küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde ise risk iştahında öngörülenden daha hızlı bir toparlanma ortaya çıkabilecektir. Sonuç

olarak, önümüzdeki dönemde küresel sermaye akımlarındaki oynaklığın devam etme olasılığı mevcut esnek politika çerçevesinin gerekliliğini teyid etmektedir. Bu çerçevede TCMB, küresel ekonomideki gelişmeleri yakından izleyerek üzerine düşen tedbirleri gecikmeksizin almaya devam edecektir.

Önümüzdeki döneme dair bir diğer risk unsuru petrol fiyatlarının görünümündeki belirsizliklerdir. Her ne kadar küresel iktisadi görünümün zayıf seyri genel olarak emtia fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıları sınırlasa da, arz yönlü sorunların devam etmesi enerji fiyatlarının görünümüne ilişkin kısa vadede yukarı yönlü bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi halinde TCMB, geçici fiyat hareketlerinden kaynaklanan etkilere tepki vermeyecek, ancak fiyatlama davranışlarının kalıcı olarak bozulmasına müsaade etmeyecektir.

2012 yılı enflasyon görünümü üzerinde işlenmemiş gıda fiyatları aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Gerek işlenmemiş gıda fiyatlarının 2011 yılı sonunda geldiği yüksek seviyelerden sonra aşağı yönlü düzeltme ihtimalinin olması, gerekse son ayların yağış bakımından olumlu geçmesi yıl içinde işlenmemiş gıda fiyatlarının varsayımlardan daha olumlu bir seyir izleme olasılığını artırmaktadır. İşlenmemiş gıda fiyatlarında beklenenden daha olumlu bir gelişme gözlenmesi halinde enflasyon hedefe baz senaryoda öngörülenden daha hızlı ulaşabilecektir.

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

Orta vadede mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı destekleyecektir. Bu yönde atılacak adımlar aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Son üç aylık dönemde küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı, 2011 yılı son çeyreğine kıyasla sınırlı da olsa, artış sergilemiştir. Beklentilerden daha olumlu gerçekleşen bu gelişmeye rağmen, 2012 yılı büyüme tahminlerinde belirgin bir güncelleme gözlenmemektedir. Diğer taraftan, küresel büyüme tahminleri korunurken, bölgeler arasındaki farklılaşma daha belirgin hale gelmiştir. Nitekim, ağırlıklı olarak borç sorunu yaşayan ülkeler kaynaklı olmak üzere, Euro Bölgesi büyümesindeki aşağı yönlü güncellemeler dikkat çekmektedir.

Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden itibaren geçen sürede Yunanistan'ın düzensiz bir şekilde iflas etme olasılığının azalması, bölgeye ilişkin risk algılamalarını zayıflatmıştır. Ancak, borç sorununu daha ağır yaşayan ülkelerde büyüme görünümünün bozulması, endişelerin yeniden yoğunlaşmasına neden olmuştur. İşsizlik oranı yüksek seyreden, emlak piyasasındaki sorunları tam olarak gideremeyen ve yerel yönetimlerin harcamalarının kontrolünde sorun yaşayan İspanya, bölgeye yönelik endişelerin merkezinde yer almaktadır (Kutu 2.1). Bu ülkenin borçlanma maliyetlerindeki hızlı artış sadece İtalya ve diğer bölge ülkelerini etkilemekle kalmamış, risk iştahı kanalıyla küresel piyasaların da olumsuz performans sergilemesine neden olmuştur. Euro Bölgesi büyümesinin söz konusu olumsuz seyri ve yüksek borçlanma maliyetleri borç sürdürülebilirliği tartışmalarını canlı tutarken, alınmakta olan tedbirlere gösterilen toplumsal direnç ve yaklaşan seçimler belirsizlik kaynağı oluşturmaktadır. Diğer taraftan, bölge ülkelerinin Avrupa Finansal İstikrar Fonu (European Financial Stability Facility – EFSF) kaynaklarının tamamını ya da kullanılan kısmını kalıcı hale getirememeleri ve Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism – ESM)'nin imkanlarıyla birleştirmek suretiyle yeterli güvenlik duvarını kuramamaları, G-20 ülkelerinin belirgin finansal katkı yapma olasılığını azaltmıştır.

Bütün bu gelişmeler, Euro Bölgesi'ne ilişkin sorunların kalıcı olarak çözümünün uzun bir zaman alacağına işaret etmektedir. Bu durum, gelişmiş ülkelerin genişletici para politikaları ile birlikte değerlendirildiğinde, küresel risk iştahındaki oynaklığın devam edebileceğine işaret etmektedir.

ABD ekonomisinde yılın ilk aylarında iktisadi faaliyete ilişkin açıklanan veriler beklentilerden daha olumlu bir görünüme işaret ederken, işgücü verilerinin olumlu seyri büyüme görünümünü iyileştiren başlıca unsur olmuştur. Bu

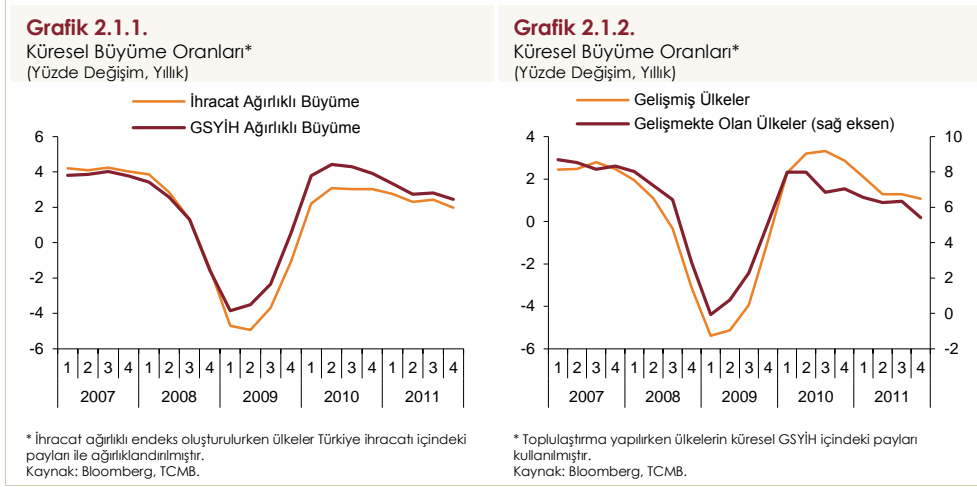
olumlu gelişmelere rağmen, ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) dönem boyunca temkinli duruşunu korumuştur. Nitekim Mart ayı istihdam verilerinin beklentilerin altında kalmış olması, söz konusu temkinli duruşu destekler niteliktedir. Fed'in bilançosundaki kısa vadeli hazine kağıtlarının uzun vadeliyle takasına dayanan programın uzatılmasına ve yeni bir genişleme paketinin uygulanmasına yönelik gelişmeler, ABD ekonomisinin önümüzdeki dönem görünümü ve küresel risk iştahı üzerinde belirleyici olacaktır.

Küresel dalgalanmadan olumsuz etkilenen gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyeti 2011 yılının son çeyreğinde yavaşlarken, öncü göstergeler 2012 yılının ilk çeyreğinde iktisadi faaliyetin toparlandığını göstermektedir. Bu gelişmeye paralel olarak gelişmekte olan ülke merkez bankalarının para politikası tepkisi de önemli ölçüde azalmıştır. Ne var ki, ilk çeyreğe dair söz konusu olumlu göstergelere karşın, Euro Bölgesi borç krizi neticesinde yaşanan deneyim, gelişmekte olan ülkelerin sanayileşmiş ülkelerde yaşanan sorunlardan hızlı bir şekilde etkilendiklerini göstermiştir. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde Euro Bölgesi başta olmak üzere gelişmiş ülkeler kaynaklı sorunların tekrarlanabileceği, bu sebeple gelişmekte olan ülkelerin gerek dış ticaret kanalı ile gerekse sermaye girişlerinin kesintiye uğraması nedeniyle olumsuz etkilenebileceği düşünülmektedir.

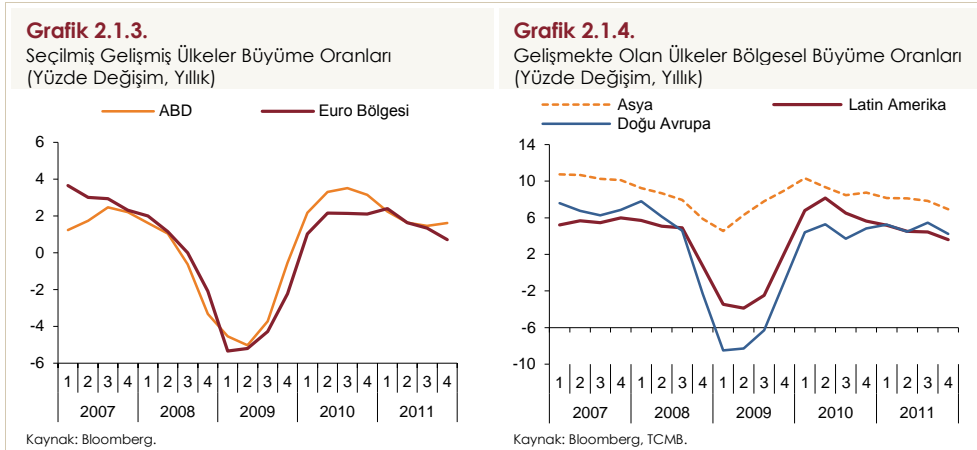
Emtia fiyatlarında son üç aylık dönemde, enerji alt endeksi kaynaklı olmak üzere yükselişler gözlenmiştir. Fiyat artışları talep baskısından ziyade, büyük ölçüde, İran'a uygulanması planlanan ambargo nedeniyle beliren arz yönlü sorunlardan kaynaklanmaktadır. İran'ın önemli bir üretici olduğu düşünüldüğünde, ilgili politik sorunların derinleşmesi halinde fiyat artışlarının devam etmesi olası görünmektedir.

2.1. Küresel Büyüme

2010 yılı ortalarından itibaren düşüş eğilimi sergileyen GSYİH ağırlıklı yıllık küresel büyüme oranı, bu eğilimini 2011 yılı son çeyreğinde de sürdürmüştür. Benzer şekilde, ihracat ağırlıklı endeksin büyüme hızı da yavaşlamaya devam etmiştir. Bu durum, gelişmiş ekonomilerdeki belirsizliklerin, özellikle ihracat ağırlıklı endekste yüksek ağırlığa sahip Avrupa ülkelerinin olumsuz büyüme görünümünün, yılın son çeyreğinde de dünya ticaretini sınırlamaya devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.1).



Toplulaştırılmış endeksler, 2011 yılının son çeyreğinde, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ekonomilerde iktisadi faaliyetin artış hızının yıllık bazda düşüş kaydettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.2). Yılın son çeyreğinde olumlu bir görünüm arz eden ABD ekonomisi gelişmiş ekonomiler büyümesine pozitif katkıda bulunurken; Euro Bölgesi büyümesi yılın ikinci yarısında ağırlaşan borç krizine bağlı olarak olumsuz seyrine devam etmiş ve gelişmiş ekonomiler büyümesini aşağı çeken en önemli unsurlardan biri olmuştur (Grafik 2.1.3). Gelişmekte olan ekonomiler büyümesi bölgeler itibarıyla incelendiğinde ise, yılın son çeyreğinde tüm bölge ülkelerinin büyüme hızlarının düşüş eğilimlerini devam ettirdikleri gözlenmektedir (Grafik 2.1.4).



ABD'de GSYİH büyümesinin 2011 yılının son çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre (yıllıklandırılmış) yüzde 3 artış göstermiş olması ve aynı döneme ilişkin işgücü piyasası verilerinin olumlu seyrinmesi, tüketici ve yatırımcı güvenini artırarak ABD ekonomisinin görünümüne pozitif yönde katkıda bulunmuştur. Ancak, Fed yetkilileri yakın dönemde toplam talebi kısıtlayıcı unsurların ortadan

kalkmasının beklenmediğini, dolayısıyla büyümenin yavaş seyretmeye devam edeceğini vurgulamışlardır. İşgücü piyasası incelendiğinde, 2011 yılı son çeyreğindeki ve 2012 yılı başlarındaki olumlu seyre karşın, Mart ayı rakamlarının beklentilerin altında kaldığı ve temel işsizlik göstergelerinin kriz öncesi seviyelerinden halen uzak olduğu görülmektedir (Tablo 2.1.1).

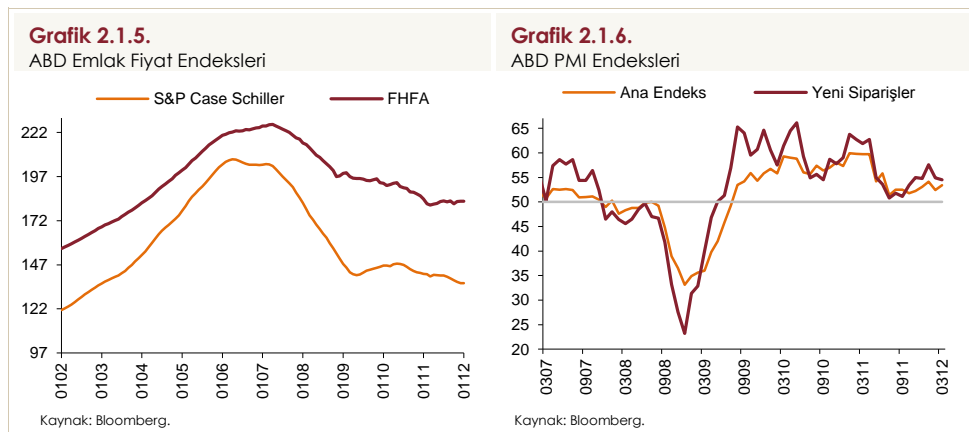
Tablo 2.1.1.

ABD İşsizlik Göstergeleri

Dönem ortalamaları	2007	2010	2011				2012		
			1.Ç	2.Ç	3.Ç	4.Ç	Ocak	Şubat	Mart
İşsizlik (mevsimsel düzeltilmiş, yüzde)	4.6	9.6	9.0	9.0	9.1	8.7	8.3	8.3	8.2
Eğitilmiş	2.7	6.3	5.8	6.0	6.0	5.8	5.5	5.5	5.6
Eğitimsiz	5.0	11.4	10.5	10.8	10.6	10.1	9.5	9.4	9.1
İstihdam Seviyesi (tarım dışı özel, milyon kişi)	115.4	107.4	108.5	109.1	109.5	110.0	110.5	110.7	110.8
Ortalama İşsizlik Süresi (hafta)	16.9	33.1	37.8	39.2	40.3	40.3	40.1	40.0	39.4
İş Bulma Ümidci Kalmayanlar (milyon kişi)	1.4	2.5	2.7	2.5	2.6	2.6	2.8	2.6	2.4
Yarı-Zamanlı Çalışanlar (milyon kişi)	4.4	8.9	8.4	8.6	8.8	8.5	8.2	8.1	7.7
İlk İşsizlik Başvuruları (aylık ortalama, bin)	319	460	409	438	404	393	381	373	357

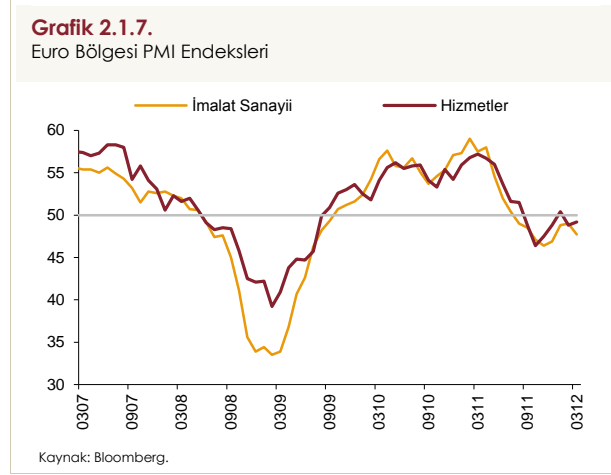
Kaynak: Bloomberg.

Bu gelişmelere ek olarak, ABD emlak sektöründe de henüz belirgin bir toparlanma gözlenmemektedir (Grafik 2.1.5). Dolayısıyla, geçtiğimiz yılın son çeyreğindeki olumlu görünümün kalıcı olup olmayacağına ilişkin kaygılar geçerliliğini korumakta; hanehalkında devam eden bilanço düzeltmesi, emlak sektörü sorunları, yüksek seyreden petrol fiyatları ve Euro Bölgesi'ne ilişkin endişeler ABD büyümesi üzerinde aşağı yönlü risk unsurları oluşturmaya devam etmektedir. Nitekim, yılın ilk çeyreğine ilişkin PMI rakamları incelendiğinde, ana endeksin yılın ilk çeyreğinde sınırlı bir artış sergilediği, ancak Mart ayı değerinin Aralık ayıyla aynı seviyede olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.6).

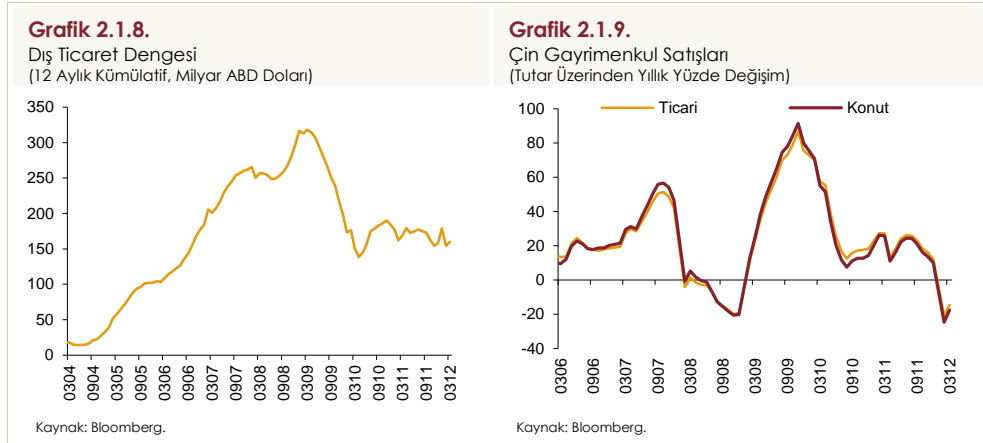


Euro Bölgesi'ne ilişkin 2011 yılı son çeyrek büyümesi (yıllıklandırılmış), yüzde 0,7 ile, 2010 yılı başından itibaren kaydedilen en düşük büyüme rakamı olmuştur. Bölgeye ilişkin PMI rakamlarına bakıldığında, 2011 yılsonu itibarıyla son iki yılın en

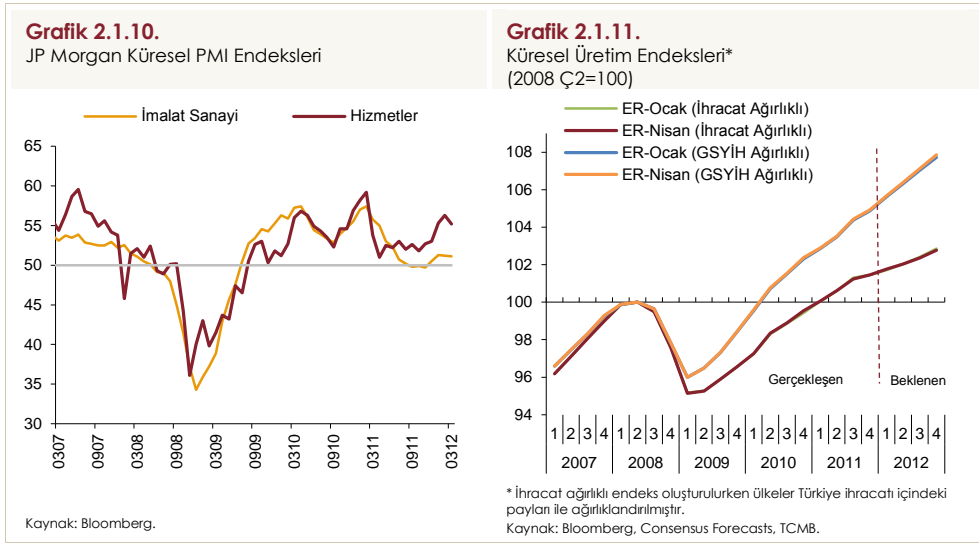
düşük değerini alan imalat sanayii ve hizmetler alt endeksi, 2012 yılı ilk çeyreğinde bir miktar yukarı yönlü hareket etmiş ancak, 50'nin altında kalmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.7).



Küresel kriz sonrası toparlanma sürecinde, gelişmekte olan ekonomiler büyümesine en büyük katkıyı veren Çin'in iktisadi faaliyetindeki yavaşlama eğilimi 2012 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiş ve beklentilerin altında kalan ilk çeyrek büyümesi yıllık bazda yüzde 8,1 olarak gerçekleşmiştir. Temelde tüketim kaynaklı gerçekleşen büyümeye dış talebin katkısının sınırlı olduğu görülmektedir (Grafik 2.1.8). Öncü göstergeler önümüzdeki dönem Çin'in GSYİH büyümesinde artışa işaret etmekte ise de son dönemde konut piyasasında meydana gelen dalgalanmalar, büyümeye olası etkileri açısından dikkatle değerlendirilmelidir. Mart ayı itibarıyla, yıllık bazda, ticari gayrimenkul satışlarının yüzde 15 oranında, konut satışlarının ise yüzde 18 oranında gerileme kaydetmiş olması dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.9).



Önümüzdeki döneme ilişkin küresel büyüme görünümü, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin bir değişim göstermemiştir. Küresel PMI rakamları incelendiğinde, imalat sanayii alt endeksi ve hizmetler alt endeksinin yılın başında sınırlı bir miktar artış gösterdiği, ancak Mart ayından itibaren bu hareketin tersine döndüğü ve endekslerin düşüş kaydettiği görülmektedir (Grafik 2.1.10).



Yılsonuna ilişkin küresel büyüme tahminlerine bakıldığında da, Nisan ayı Consensus Forecasts bülteninde sunulan tahminlerin Ocak Enflasyon Raporu dönemindeki tahminlerden farklılaşmadığı izlenmektedir. Bununla birlikte, Nisan ayında, ABD ekonomisine ilişkin yılsonu büyüme tahminleri sınırlı bir miktar yukarı yönlü; Euro Bölgesi'ne ilişkin tahminler ise; İtalya, İspanya ve Yunanistan kaynaklı olarak, aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.2). Nisan ayı Consensus Forecasts tahminleri ile güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endekslerinin bir önceki Enflasyon Raporu dönemi ile benzer seyretmiş olması, yukarıda sunulan görünüm ile paralel olarak, dış ekonomilerde önümüzdeki dönemde belirgin bir toparlanmanın beklenmediğini, dolayısıyla küresel sorunların dış talebi baskılamaya devam edeceğini teyid eder niteliktedir. Bu gelişmeler ışığında, Rapor'un son bölümünde yer alan tahminlerde baz senaryo için dış talep görünümü bir önceki Rapor dönemindeki şekliyle korunmuştur (Grafik 2.1.11).

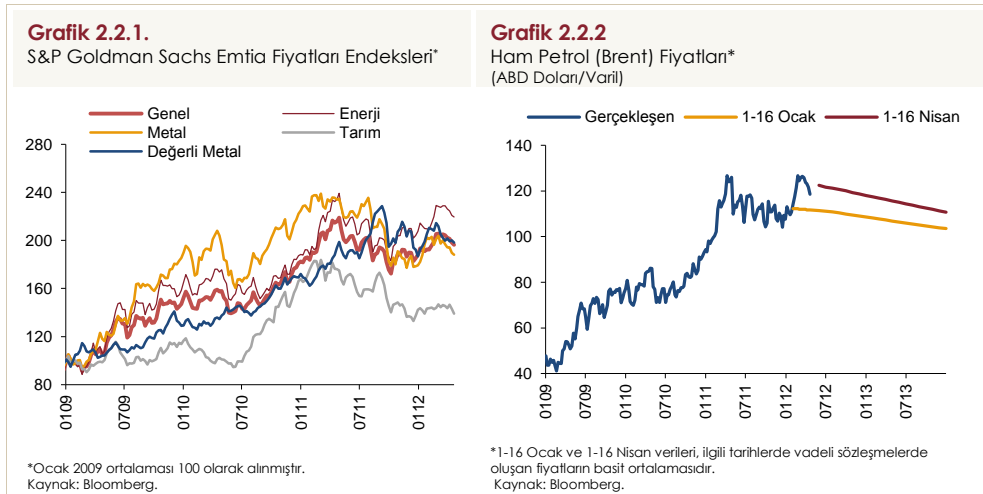
Tablo 2.1.2.
2012 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları

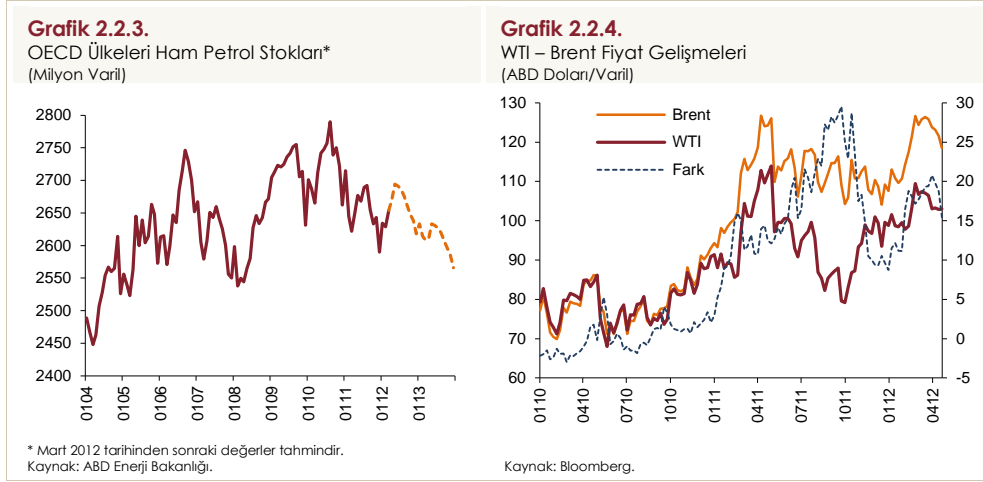
2012 yılının ilk çeyreğinde, emtia fiyat ana endeksi, enerji fiyatları kaynaklı olmak üzere, 2011 yılı ikinci çeyreğinden bu yana gözlenen en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Endüstriyel metal fiyatları Çin ve ABD ekonomisine ilişkin açıklanan olumlu verilerin ve Euro Bölgesi borç krizinin çözümüne yönelik atılan adımların etkisiyle başlangıçta yukarı yönlü bir hareket izlemiş, fakat söz konusu ülke ekonomilerine ilişkin büyüme tahminlerinde aşağı yönlü risk unsurlarının ön plana çıkmasıyla tekrar düşüş eğilimi göstermiştir. Ocak ayında yeni bir parasal genişleme paketi beklentisiyle artış gösteren değerli metal fiyatları, bu beklentilerin azalmasıyla gerilemiştir. Ayrıca geleneksel olarak fiziki altın talebi yüksek olan Hindistan'da hükümetin altın ithalatından alınan vergileri yükselteceğini açıklaması, söz konusu ülkede fiziki altın talebinin azalmasına sebep olmuştur (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2).



Arz yönlü gelişmeler petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaya devam etmiş ve petrol fiyatları 2011 yılında Libya'da yaşanan iç karışıklıktan bu yana gözlenen en yüksek seviyelere ulaşmıştır. Avrupa tarafından İran'a yönelik alınan ambargo kararı 1 Temmuz 2012 tarihinden itibaren yürürlüğe girecek olmasına rağmen, gerek Avrupa ülkelerinin gerekse diğer ülkelerin ham petrol ihtiyaçlarını karşılamak için alternatif ülkelere yöneldikleri görülmektedir. Bu durum bölgedeki siyasi riskleri artırmasının yanı sıra İran ham petrolünün uluslararası piyasadan çekilmesi sonucu fiili atıl üretim kapasitesini düşüreceği için önemli bir kırılganlık unsuru olarak değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, Suudi Arabistan'ın İran petrolünün uluslararası piyasadan çekilmesi durumunda ortaya çıkacak olan ham petrol ihtiyacını karşılayabilmek için üretim kapasitesini artıracağını açıklaması, ham petrol piyasası açısından olumlu bir gelişme olarak öne çıkmaktadır.

Son üç aylık dönemde, OPEC üyesi olmayan ülkeler kaynaklı arz yönlü gelişmeler de yaşanmıştır. Güney Sudan'da üretilen ham petrolün uluslararası piyasaya ulaşması ve rafine edilmesi Sudan üzerinden sağlanmaktadır. İki ülke arasında petrol taşımacılığı ticaretinde uygulanacak harç oranı konusunda anlaşmazlık yaşanması sonrası Güney Sudan petrol üretimini durdurduğunu açıklamıştır. Ayrıca Kuzey Denizi'nde meydana gelen teknik sorunlar, Suriye ve Yemen'de iç karışıklıkların devam etmesi de petrol arzını azaltıcı yönde etkide bulunmaktadır.

Avrupa ve Rusya'da soğuk geçen kış ayları ve Japonya'nın elektrik üretiminde nükleer enerjiye alternatif olarak petrole yönelmesi ise ham petrol talebini artırarak petrol fiyatlarını yukarı yönlü baskı altında tutmaktadır. ABD'de konvansiyonel olmayan yöntemlerle yapılan petrol üretiminin artması ve nispeten yumuşak geçen kış ayları petrol fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıyı azaltmaktadır. Bu gelişmeler ışığında, bölgeler arasında stok eğilimlerinin farklılaştığı dikkat çekerken, OECD ülkeleri birlikte değerlendirildiğinde stokların gerileme eğilimine girdiği gözlenmektedir. Stoklarda gözlenen farklı eğilimler sonucu, WTI ve Brent petrolü arasındaki fiyat farkı yeniden yükseliş eğilimine girmiştir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).



Tarım ürünleri fiyatları incelendiğinde ise ilk çeyrekte sınırlı bir artış gözlenmektedir. Ekim alanlarında ve üretimde artışlar görülmesine rağmen, başta Arjantin olmak üzere Latin Amerika ülkelerinde görülen kuru ve sıcak hava şartları ve Avrupa'da soğuk geçen kış koşullarının özellikle Rusya ve Ukrayna üretimini olumsuz yönde etkileme ihtimali tarım ürünleri fiyatları için önemli bir belirsizlik unsuru olarak görülmektedir (Tablo 2.2.1).

Tablo 2.2.1.

Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri*

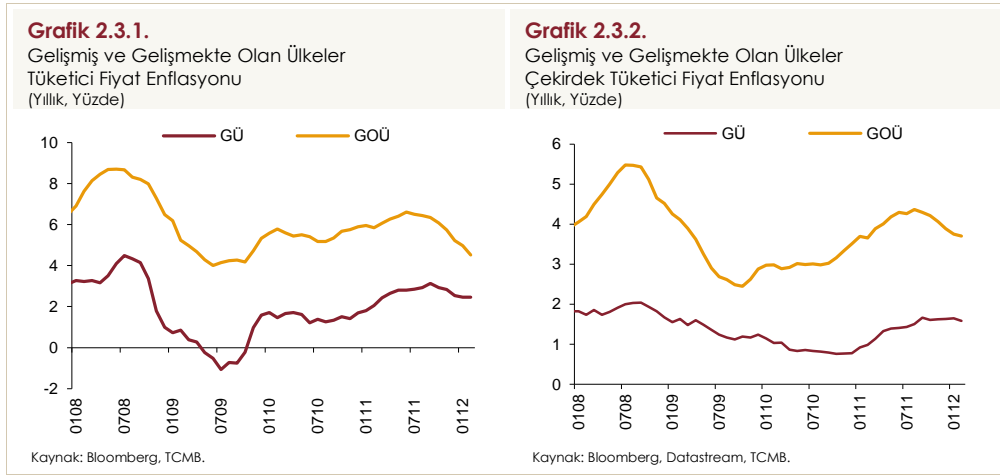
	2009/2010	2010/2011	2011/2012
BUĞDAY (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	167,1	202,5	198,7
Üretim	685,6	651,1	694,3
Tüketim	650,2	654,8	686,8
Dönem Sonu Stoku	202,5	198,7	206,3
MISIR (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	147,6	144,1	125,0
Üretim	819,4	829,0	865,0
Tüketim	822,8	848,1	867,3
Dönem Sonu Stoku	144,1	125,0	122,7
PAMUK (milyon balya)			
Başlangıç Stoku	60,8	47,1	50,5
Üretim	102,6	116,6	123,1
Tüketim	119,0	114,5	107,7
Dönem Sonu Stoku	47,1	50,5	66,1

* Dünya toplam ihracat ve ithalat rakamlarının ülkeler arası farklılıklardan dolayı dengede olmaması ve pazarlama aşısında meydana gelen kayıp ve tahrip sebebiyle verilerde uyumsuzluklar görülebilmektedir.
Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

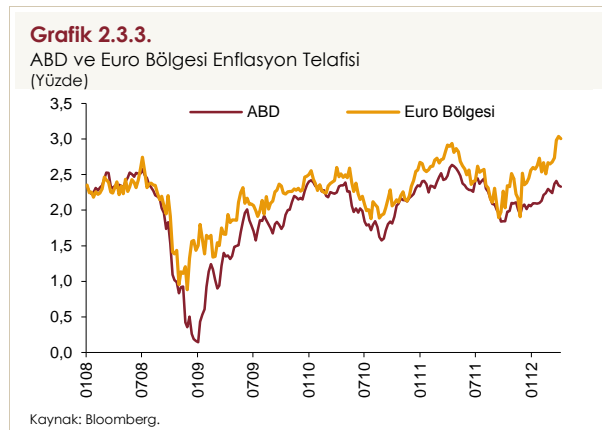
Sonuç olarak, küresel büyüme görünümündeki kırılganlıkların önemini korumasına rağmen enerji sektörü kaynaklı arz yönlü sorunlar emtia fiyatlarında artış risklerini canlı tutmaya devam etmektedir. Bu gelişmenin ise küresel iktisadi faaliyetin önümüzdeki dönem seyrinde bir risk unsuru oluşturmaya devam ettiği düşünülmektedir.

2.3. Küresel Enflasyon

2012 yılının ilk çeyreğinde yıllık tüketici enflasyon oranları gelişmiş ülkelerde yatay seyrederken, gelişmekte olan ülkelerde gerilemeye devam etmiştir (Grafik 2.3.1). Gelişmekte olan ülkelerde, yılbaşından itibaren sermaye akımlarının geri dönmesiyle değerlenen döviz kurları, enflasyon oranları üzerinde belirleyici olurken, 2011 yılı ilk çeyreğinde endekse yansıyan emtia fiyatları kaynaklı etkinin ortadan kalkmaya başlaması yıllık enflasyondaki düşüşü desteklemiştir. Öte yandan, yıllık çekirdek enflasyon oranları gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde ana endekse benzer bir eğilim sergilemektedir (Grafik 2.3.2).



Enerji fiyatlarında son aylarda görülen artışların yanı sıra gelişmiş ülke merkez bankalarının ekonomik toparlanmayı destekleyici nitelikteki politikaları yılın ilk çeyreğinde enflasyon telafilerinin artmasında etkili olmuştur. Enflasyon telafilerindeki artışın Euro Bölgesi'nde daha belirgin olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 2.3.3).



2012 yılına ilişkin küresel enflasyon tahminlerinin geçen Rapor dönemine kıyasla arttığı izlenmektedir (Tablo 2.3.1). ABD'de beklentilerden olumlu gelen makroekonomik verilerin oluşturduğu iyimser havanın enflasyon beklentilerinin belirgin biçimde yukarı yönlü güncellenmesinde rol oynadığı düşünülmektedir. Euro Bölgesi'ne ilişkin tahminlerdeki yukarı yönlü güncellemelerde ise enerji fiyatlarındaki yükselişin yanı sıra, borç sorunu yaşayan ülkelerin almakta olduğu mali tedbirler çerçevesinde yapılan vergi artışları etkili olmaktadır. Önümüzdeki dönemde emtia fiyatlarındaki artış eğiliminin devam etmesi küresel ölçekte enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecektir.

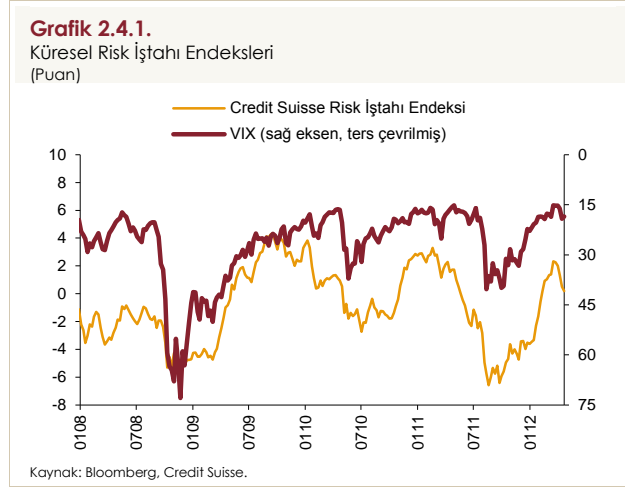
Tablo 2.3.1.
2012 Yılına İlişkin Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

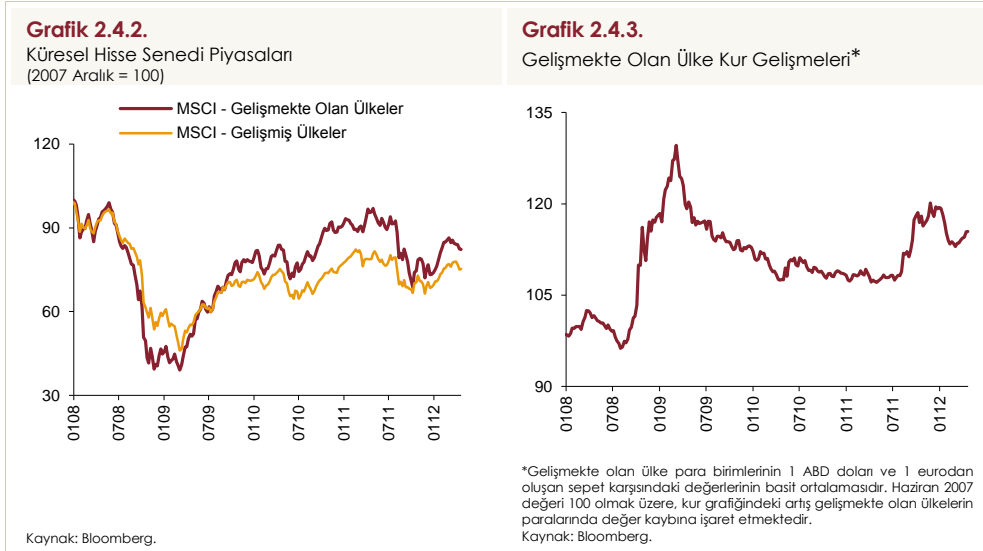
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

Yunanistan'ın borç yapılandırmasını başarıyla tamamlamasıyla, düzensiz bir iflasın önüne geçilmesi Euro Bölgesi borç kriziyle ilgili algılamaların düzelmesine neden olurken, Avrupa Merkez Bankası'nın ikinci üç yıl vadeli likidite operasyonu bu dönemde piyasaları rahatlatan bir diğer unsur olarak ön plana çıkmıştır. İşgücü piyasasına ilişkin veriler başta olmak üzere, ABD'de beklentileri aşan olumlu makroekonomik veriler ise güven ortamını pekiştirmiştir. Bu gelişmeler yılın ilk çeyreğinde küresel risk iştahının yüksek seyretmesini sağlamıştır. Ne var ki, İspanya'da büyüme görünümünün bozulması sonucu tahvil getirilerinin yeniden yükselişe geçmesi ve ABD'de Mart ayı istihdam artışlarının beklentilerin altında kalması, Nisan ayının ilk günlerinden itibaren risk iştahını olumsuz etkilemiş ve toparlanma eğilimi kesintiye uğramıştır (Grafik 2.4.1).



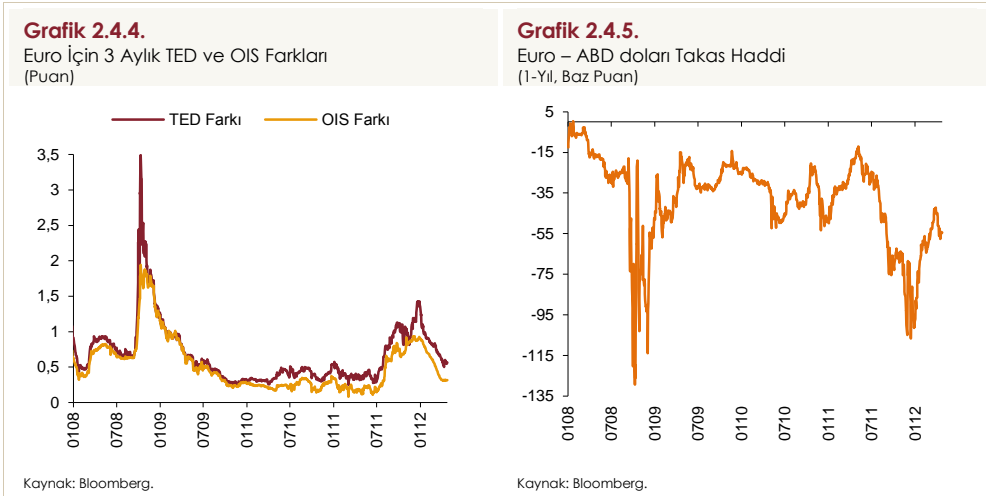
Risk iştahındaki artışa paralel olarak gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasaları yükseliş eğilimine girmiştir. Benzer şekilde, 2011 yılı ikinci yarısında Euro Bölgesi borç krizinin ağırlaşması sonucu belirgin değer kayıpları yaşayan gelişmekte olan ülke kurları, risk iştahının olumlu seyrettiği bu dönemde yeniden değerlendirilmiştir. Ancak risk iştahında Nisan ayının ilk günlerinden itibaren belirginleşen bozulma sonucu bu değer kazançlarının korunamadığı ve düşüşlerin gerçekleştiği gözlenmektedir (Grafik 2.4.2 ve Grafik 2.4.3).



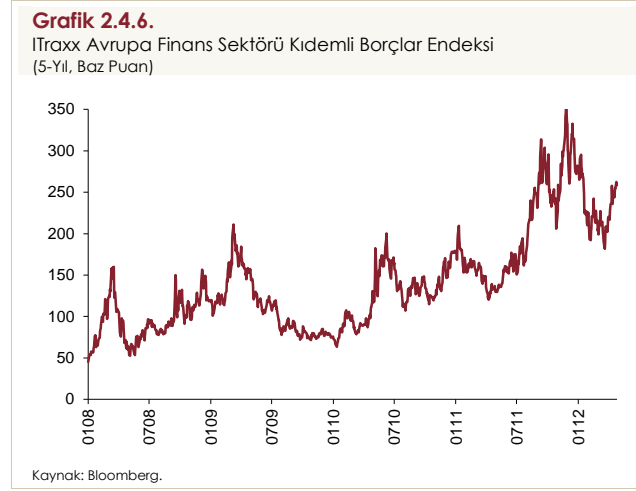
ECB'nin almış olduğu tedbirlere ve Avrupa Bankacılık Denetleme Kurumu (European Banking Authority - EBA)'nın tavsiyelerine uygun olarak sunulan sermaye yapılarını güçlendirici planlara rağmen, Euro Bölgesi borç krizi bölge bankacılık sektörünü olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Nitekim IMF

tarafından yayımlanan son Küresel Finansal İstikrar Raporu'nda, bölge bankacılık sektörünün daha belirgin şekilde bilanço küçültme yoluna gitmesinin beklendiği belirtilmiştir. Böyle bir gelişmenin bölge kredi piyasalarının yanı sıra, uluslararası para ve sermaye piyasalarını da olumsuz etkilemesi muhtemel görülmektedir.

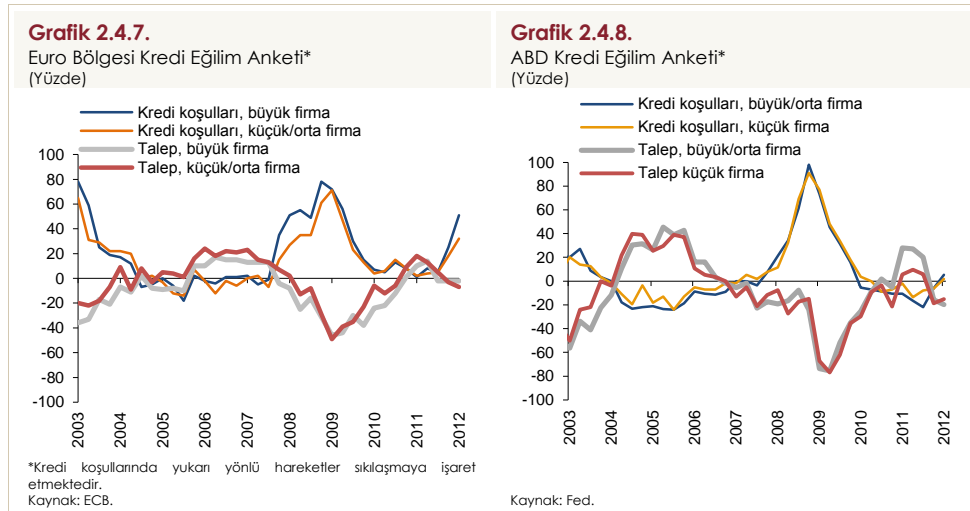
TED ve OIS farkı serilerinden izlenebileceği üzere, 2011 yılı Aralık ayı sonunda gerçekleştirilen ilk üç yıl vadeli likidite operasyonu ile birlikte farklarda daralma eğilimi gözlenmektedir. Ancak ulaşılan seviyeler 2011 yılı ikinci yarısında belirginleşen çalkantı öncesine göre daha yüksektir (Grafik 2.4.4). Benzer şekilde, Euro – ABD doları takas haddi 2011 yılısonundan itibaren gerilemesine rağmen, çalkantı öncesi seviyelerin üzerinde kalmış ve İspanya'ya ilişkin endişelerin yeniden canlanmasıyla artış eğilimine girmiştir (Grafik 2.4.5). Küresel ölçekte ABD doları likiditesi sıkışıklığını aşabilmek için Fed ile diğer merkez bankaları arasında yapılan likidite takası anlaşmasının varlığına ve bu imkandan kullanılan kaynağın 2012 yılı ilk çeyreğinde gerilemiş olmasına rağmen, takas haddinin negatif bölgede seyretmesi karşı-taraf riskinin asıl sorun olduğuna işaret etmekte ve TED ve OIS farkı serilerinin ima ettiği görünümü desteklemektedir.



Nitekim ITraxx Avrupa Finans Sektörü Kıdemli Borçlar Endeksi'nin mevcut seviyesi, yatırımcıların karşı-taraf riskine karşı kendilerini korumak için ödedikleri primlerin yüksekliğine işaret etmektedir (Grafik 2.4.6). Euro Bölgesi bankacılık sektörüne duyulan güven kaybı, bölge bankalarının alternatif finansman kaynaklarından daha yüksek maliyetle borçlanabilmelerine neden olmaktadır.

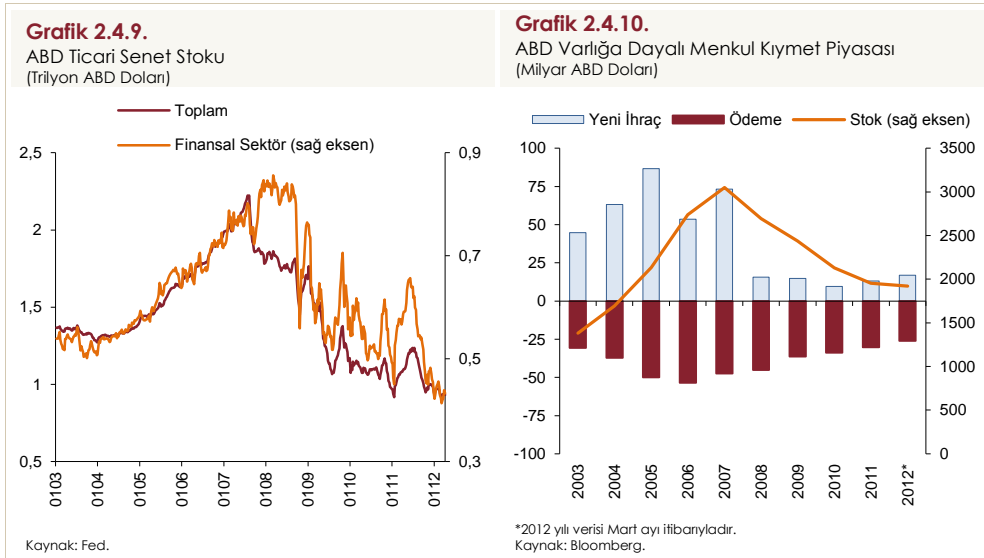


Euro bölgesi borç krizi ve bu krizin bankacılık sektörü üzerindeki olumsuz etkileri kredi mekanizmasında da aksaklıkları beraberinde getirmekte ve büyümenin istikrarlı bir şekilde sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin canlı kalmasına neden olmaktadır. ECB'nin yayımladığı son kredi eğilim anketi 2011 yılı ikinci yarısında kredi koşullarının önemli ölçüde sıkılaştırıldığını ortaya koyarken, kredi talebinde de sınırlı gerilemeler olduğuna işaret etmektedir (Grafik 2.4.7). Diğer yandan Fed'in yayımladığı son kredi eğilim anketi, ABD'de bankacılık sektörünün kredi koşullarında belirgin bir sıkılaşmaya başvurmamasına rağmen, kredi talebinde düşüşler gerçekleştiğini yansıtmaktadır (Grafik 2.4.8).



Borçlanma piyasalarına ilişkin daha kapsamlı bir değerlendirme yapabilmek için ABD ticari senet ve varlığa dayalı menkul kıymet piyasalarının analiz edilmesi önem arz etmektedir. Küresel kriz öncesi dönemde gerek finansal gerekse reel sektörün likidite ihtiyacının giderildiği önemli bir kaynak olan ABD

ticari senet piyasasının belirgin bir toparlanma sergileyemediği ve 2007 yılının ortasında yaptığı zirveye kıyasla oldukça düşük seviyelerde seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 2.4.9). Avrupa bankacılık sektörü için önemli bir likidite kaynağı olan söz konusu piyasada¹ borç krizinin derinleştiği 2010 yılının Mayıs ayı ve 2011 yılının ikinci yarısı gibi dönemlerde ihraçların zorlaştığı ve stok rakamının belirgin bir şekilde gerilediği dikkat çekmektedir. Küresel kriz öncesi dönemde önemli ölçüde genişleyen ve emlak sektöründe köpüğe neden olduğu gerekçesiyle eleştirilen ABD varlığa dayalı menkul kıymet piyasasında ise yeni ihraçların gerileme eğiliminin son aylarda duraksadığı, ancak, mevcut ihraçların kriz öncesine kıyasla oldukça düşük seviyelerde olduğu gözlenmektedir (Grafik 2.4.10).



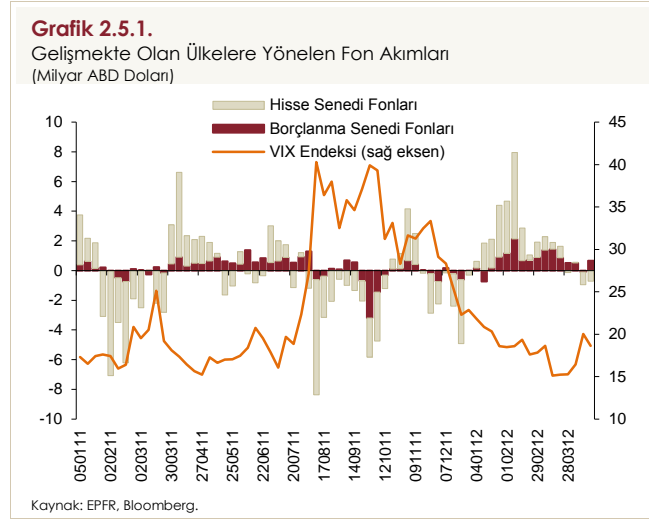
2012 yılının ilk çeyreğinde azalan risk algılaması ve artan risk iştahı ile varlık piyasalarında gözlenen olumlu performans, İspanya'ya ilişkin endişelerin artması ile kesintiye uğramıştır. Bu gelişme Euro Bölgesi borç krizinin ağırlığını hatırlatırken, aynı zamanda finansal piyasaların kırılma eğilimini de ortaya koymaktadır. Euro Bölgesi borç krizinin yanı sıra, başta ABD ve Çin ekonomisine ilişkin olmak üzere, iktisadi faaliyete ilişkin gerçekleştirmelerin beklentilerin altında kalması halinde kırılma eğilimlerinin yeniden belirmesi de olası görünmektedir. Bunun yanı sıra, varlık piyasalarının hızlı yükselişler sergilediği ve küresel ölçekte para politikalarının gevşetildiği bir dönemde borçlanma piyasalarındaki faaliyetlerin durgunluğu ve

¹ 2012 yılı Nisan ayı itibarıyla yabancı finansal sektör katılımcılarının toplam içinde payı yüzde 18 seviyesindedir.

bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlara ilişkin endişelerin canlı oluşu, temkinli duruşun devam etmesini gerektirmektedir.

2.5. Sermaye Akımları

Gelişmekte olan ülkeler, 2011 yılı son çeyreğindeki gerçekleştirmelerin aksine, 2012 yılı başından itibaren sermaye girişleri yaşamıştır. Risk iştahındaki iyileşmeye paralel olarak, gelişmekte olan ülkeler yılın ilk iki ayında giderek hızlanan bir fon giriş eğilimine tanık olmuş, Mart ayında ise girişler azalarak da olsa devam etmiştir. Bu suretle, önceki yılın son çeyreğindeki çıkışlar telafi edilmekle kalmamış, son bir sene içindeki miktarsal olarak en yüksek girişler bu çeyrekte kaydedilmiştir. Portföy tercihleri açısından Ocak ve Şubat aylarında yatırımcılar ağırlıklı olarak hisse senedi piyasalarına yönelirken, Mart ayındaki sermaye girişlerinin büyük oranı borçlanma senedi fonlarına olmuştur. Ne var ki, Nisan ayının ilk günlerinden itibaren risk iştahında gözlenen bozulma sonucu, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları gözlenmeye başlamıştır. Risk iştahının yüksek seyrettiği dönemin tersi bir şekilde, çıkışların hisse senedi piyasalarında belirgin olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 2.5.1).



Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy yatırımlarının bölgesel dağılımı incelendiğinde, Latin Amerika ülkelerinin önceki çeyrekteki çıkışlara kıyasla daha yüksek oranda fon çektiği ve bu anlamda cazibelerini artırdığı gözlenmektedir. Öte yandan, Euro Bölgesi'nde büyüme beklentilerindeki bozulmanın etkisiyle, bölge ülkeleriyle güçlü ticari ve finansal bağlantılara sahip Avrupa'daki gelişmekte olan ülkelere sermaye girişi daha sınırlı oranda kalmıştır.

Tablo 2.5.1.Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımlarının Bölgesel Dağılımı
(Milyon ABD Doları, Yüzde*)

	Toplam	Asya	Latin Amerika	Avrupa	Orta Doğu ve Afrika
2011 4.Çeyrek	-11,553	-5,437 (47,1)	-2,552 (22,1)	-3,050 (26,4)	-514 (4,5)
2012 1.Çeyrek	32,429	14,744 (45,5)	9,333 (28,8)	5,685 (17,5)	2,667 (8,2)

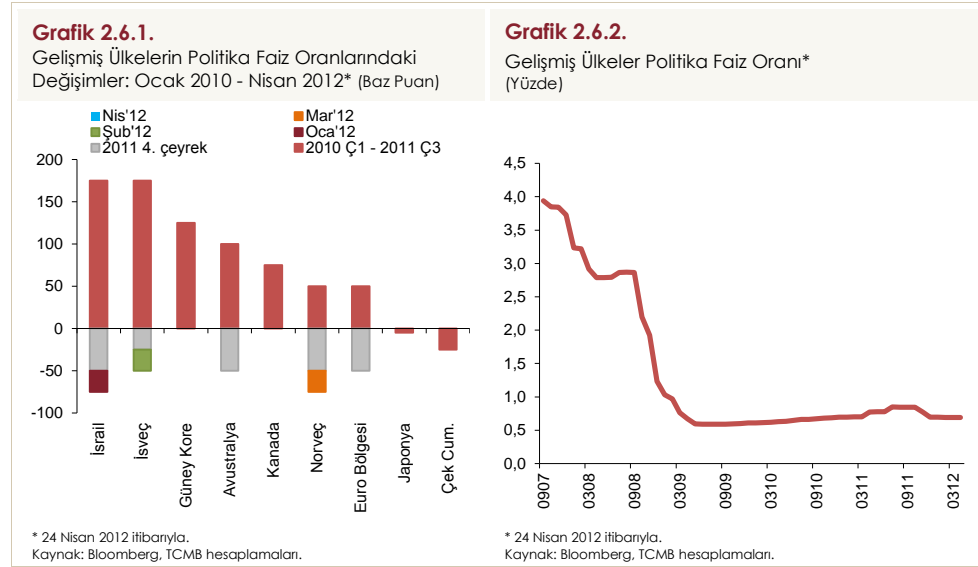
* Parantez içindeki değerler bölgelerin toplam akımlardan aldığı payı göstermektedir.

Kaynak: EPFR.

2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

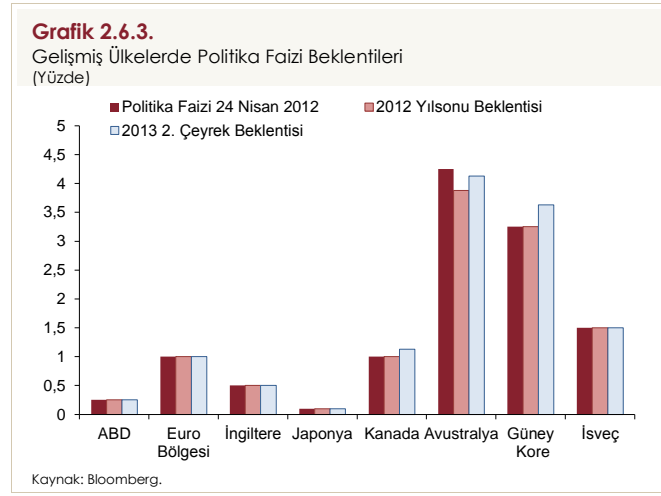
2012 yılı ilk çeyreği para politikası uygulamaları bir önceki rapor döneminde gözlenen gevşeme sürecinin, yavaşlayarak da olsa, devam ettiğine işaret etmektedir. Küresel iktisadi faaliyette talep yönlü enflasyonist baskı yaratabilecek bir iyileşme olmamış, ancak özellikle petrol fiyatlarında arz yönlü sorunlar kaynaklı artışlar merkez bankaları tarafından enflasyon üzerinde baskı yaratabilecek en önemli gelişme olarak yorumlanmıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak para politikası eğilimi de genel olarak sınırlı faiz indirimleri veya politika faizlerinin sabit tutulması yönünde olmuştur.

2012 yılının ilk çeyreğinde, gelişmiş ülkelerde politika faizleri bir önceki çeyreğe göre sınırlı bir şekilde gerilemiş, İsrail, İsveç ve Norveç'in 25'er baz puanlık indirimlere başvurduğu gözlenmiştir (Grafik 2.6.1 ve Grafik 2.6.2).



Gelişmiş ülkelerde politika faizlerinin mevcut seviyelerini uzun bir müddet koruması beklenmektedir (Grafik 2.6.3). Fed bu yılın başında ilan ettiği uzun vadeli düşük faiz politikasından sapacağına dair herhangi bir işaret vermemiştir. Başta Euro Bölgesi olmak üzere, iktisadi faaliyete ilişkin beklentilerin olumlu

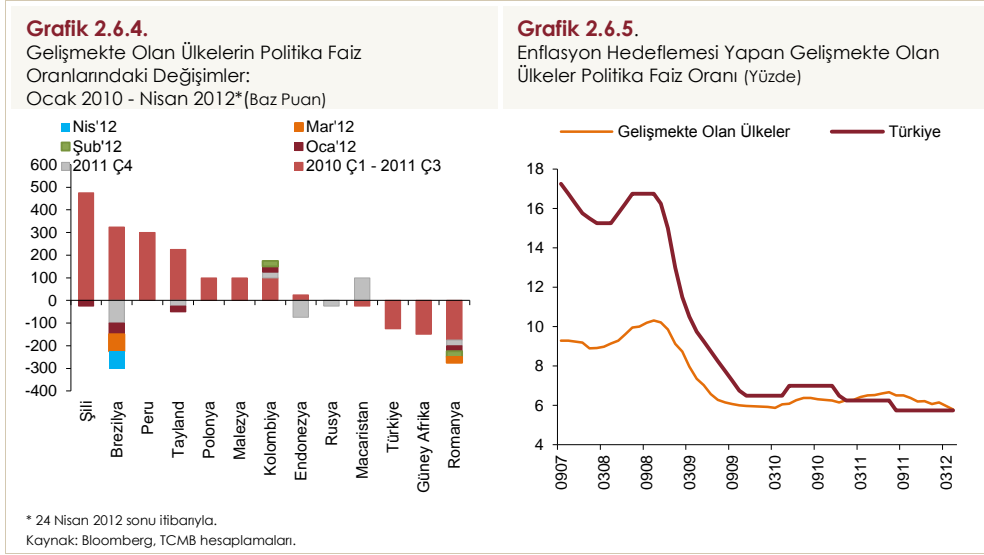
seyretmediği dikkate alındığında, diğer gelişmiş ülke merkez bankalarının da yılsonuna kadar para politikasında sıkılaşmaya gitmeleri öngörülmektedir. Ocak Enflasyon Raporu'na kıyasla beklentilerde gerçekleşen en büyük farklılığın Euro Bölgesi kaynaklı olduğu gözlenmektedir. Ocak ayında ECB'nin yılsonuna kadar 25 baz puanlık bir indirim daha yapması beklenmekteyken, Nisan ayında bu beklenti yerini 2013 yılının ilk yarısını da kapsayacak şekilde sabit tutulan bir politika faizine bırakmıştır. Dört büyük merkez bankası dışında kalan gelişmiş ülke merkez bankalarının ise özellikle 2013 yılı ilk yarısında politika faizlerinde sınırlı artışlar yapabilecekleri öngörülmektedir (Grafik 2.6.3).



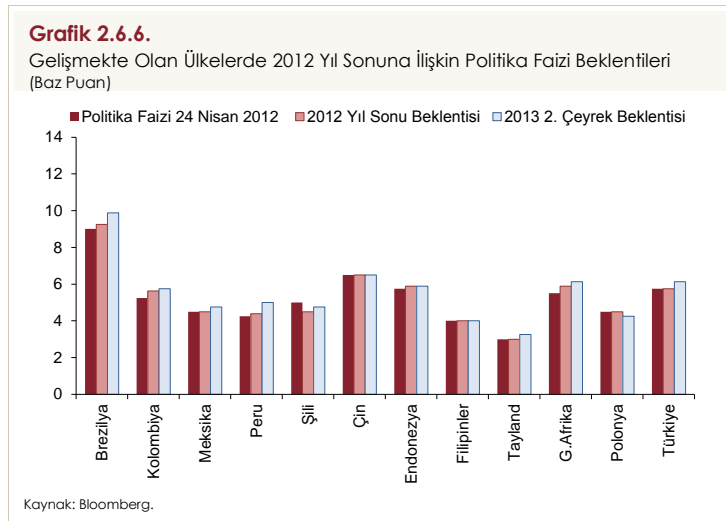
Gelişmekte olan ekonomiler incelendiğinde, 2012 yılı ilk çeyreğinde, Kolombiya'nın bir önceki çeyrekte olduğu gibi politika faizini artırmaya devam ettiği, Brezilya ve Romanya'nın ise, sırasıyla, 125 ve 75 baz puanlık yüksek indirimler yaparak diğer ülkelerden ayrıştığı gözlenmektedir. Brezilya faiz indirmeye Nisan ayında da devam etmiş ve 75 baz puanlık bir indirim daha gerçekleştirmiştir. Diğer gelişmekte olan ülkelerin ise politika faizlerini sabit tuttıkları ya da düşük miktarda indirimlerle yetindikleri dikkat çekmiştir (Grafik 2.6.4). Toplulaştırılmış endekse göre, gelişmekte olan ülkeler ortalama politika faiz oranı, 2012 yılı ilk çeyreği itibarıyla bir önceki çeyreğe göre yaklaşık 25 baz puan düşerek yüzde 5,97 olarak gerçekleşmiştir. Nisan ayında Brezilya'nın faiz indirimiyle birlikte bu rakam yüzde 5,79'a gerilemiştir (Grafik 2.6.5). Bu gelişmelerin yanı sıra, Çin ve Hindistan yılın ilk çeyreğinde politika faizlerini değiştirmemekle² beraber, faiz dışı yöntemlerle parasal gevşeme yolunu seçmişlerdir. Zorunlu karşılık oranlarında Çin 50 baz puan, Hindistan ise 75 baz

² Hindistan Nisan ayında 50 baz puanlık faiz indirimi gerçekleştirmiştir.

puan indirime giderken Hindistan ayrıca Mart ayında piyasadan tahvil alma yoluyla da miktarsal genişlemeye başvurmuştur. Hindistan ile ilgili bir diğer gelişme ise ülke merkez bankasının reeskont oranını 350 baz puan artırması olmuştur. Yapılan açıklamada bunun bir para politikası hamlesi değil, bir defaya özgü teknik bir ayarlama olduğunun altı çizilmiştir.



Gelişmekte olan ülkeler politika faiz beklentilerinin 2012 yılsonu için homojen bir yapıda olmadığı dikkat çekmekte, mevcut faiz seviyesinin bazı ülkelerde sabit tutulmasının bazı ülkelerde ise yükseltilmesinin beklendiği gözlenmektedir (Grafik 2.6.6). Ancak değişim beklentilerinin çok sınırlı olduğu, sert politika tepkilerinin gündemde olmadığı dikkat çekmektedir.



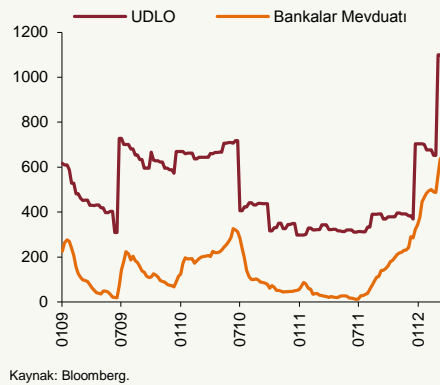
Kutu
2.1

Euro Bölgesi'nde Son Dönemde Öne Çıkan Gelişmeler

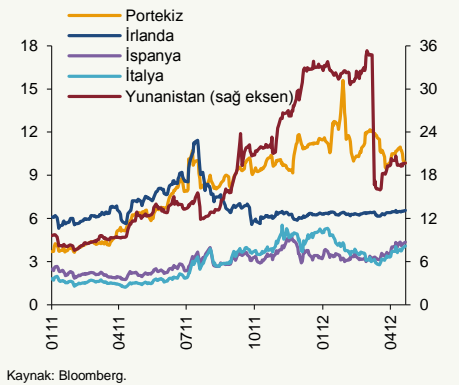
2012 yılının ilk çeyreğinde, Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank - ECB)'nin bölge bankalarına yönelik operasyonları devam etmiştir. Yunanistan'ın borç takasını tamamlaması ve yeni yardım paketinin onaylanması önemli bir adım olmuştur. Bu gelişmeler küresel risk iştahını iyileştirirken, Nisan ayından itibaren İspanya ve İtalya'da borçlanma maliyetlerinin yeniden yükselmesi bu eğilimin kesintiye uğramasına neden olmuştur. Bu bağlamda, bölge genelinde mali konsolidasyon tedbirlerinin hızlı bir şekilde uygulamaya konulamaması, borç sürdürülebilirliğine ilişkin belirsizlikleri artıran temel bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu kutuda son dönemde öne çıkan söz konusu gelişmeler özetlenmektedir.

ECB, ilkinin 21 Aralık 2011 tarihinde düzenlediği 3 yıl vadeli Uzun Dönem Finansman Operasyonu'nun ikincisini 29 Şubat 2012'de gerçekleştirmiştir. Bu çerçevede, Eurosystem bünyesindeki toplam 800 bankaya 530 milyar euro tutarında likidite sağlanmış ve ihaleye katılım bir öncekine kıyasla daha fazla olmuştur (Grafik 1). Sağlanan likiditenin önemli bir bölümünün mevduat olarak ECB'ye geri dönmesine karşın, bölge bankalarının alternatif kaynak erişimlerinin kısıtlı olduğu düşünüldüğünde, operasyon başarılı olarak değerlendirilmektedir. Nitekim operasyon sonrasında borç sorunu yaşayan ülkelerin tahvil getirilerinde gerçekleşen düşüş, borç sürdürülebilirliği tartışmalarının hafiflemesine katkıda bulunmuştur.

Grafik 1. Uzun Dönem Likidite Operasyonu ve Bankalar Mevduatı (Milyar Euro)



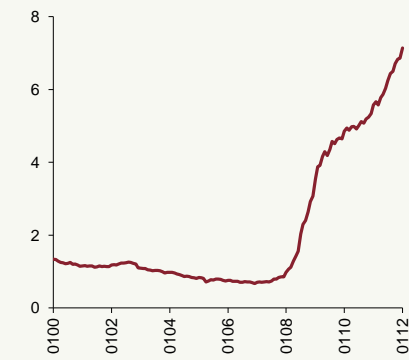
Grafik 2. Borç Sorunu Yaşayan Ülke Tahvillerinin Alman Tahvilleri ile Getiri Farkı (10 Yıl Vadeli, Yüzde)



Yunanistan'da giderek derinleşen borç çevrimi sorunu Mart ayında sonuca bağlanmıştır. Özel Sektör Katılım Anlaşması (Private Sector Involvement - PSI) çerçevesinde Yunanistan tahvil sahiplerinin yüzde 86'sı gönüllü borç takasına katılmayı kabul etmiş, hükümetin Ortak Eylem Koşulu'nu geriye dönük işletmesiyle borçların yüzde 96 oranında dönüşümü sağlanmıştır. Bu suretle, Yunanistan borç stokundaki düşüş yaklaşık 100 milyar euro tutarında olmuştur. Borç takasının tamamlanması ve istenen yapısal ve konjonktürel tedbirlerin parlamentoda onaylanmış olması nedeniyle AB ülkeleri ve IMF ülkeye 130 milyar euro tutarında yardım paketinin serbest bırakılması konusunda anlaşmaya varmıştır. Bu gelişmeler ışığında Yunanistan'ın 2012 yılında yüzde 189 civarında olması beklenen borç stoku/GSYİH oranının 2020 yılında yüzde 120 düzeyine gerileyeceği tahmin edilmektedir.

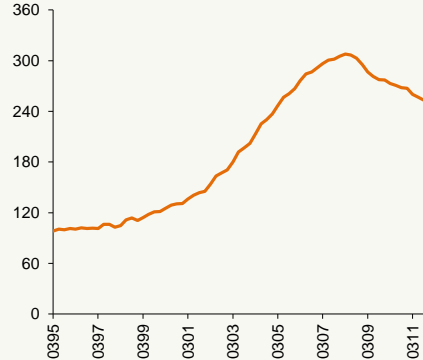
Borç takası ertesinde Yunanistan tahvillerinin getiri farkı hızla gerilerken, Portekiz, İtalya ve İspanya'da kamu borçlanma faizlerindeki artış bölgeye yönelik endişelerin canlanmasına neden olmuştur (Grafik 2). İspanya'da getiri farklarının yükselmesinde iktisadi faaliyetlerdeki daralma, işsizlik oranlarındaki artış ve bankacılık sektörüne ilişkin sorunlar belirleyici olurken, bu gelişmeler risk iştahını bozarak bölge dışı ülkeleri de etkilemiştir.

Grafik 3. İspanya'da Şüpheli Hale Gelmiş Kredilerin Toplam İçinde Payı (Yüzde)



Kaynak: İspanya Merkez Bankası.

Grafik 4. İspanya Konut Fiyatları Endeksi (Nominal, 1995=100)



Kaynak: İspanya Merkez Bankası.

İspanya'da işgücü piyasası katı bir yapı arz etmesine rağmen, toplam işgücünün yaklaşık üçte birini oluşturan geçici sözleşmeli çalışanların yaşadıkları ağır istihdam kayıpları işsizlik artışının en önemli kaynağıdır.³ İşgücü piyasasındaki sorunların yanı sıra, emlak sektöründe devam eden fiyat düşüşleri sorunlu kredilerin hızla yükselmesine neden olmakta ve bankacılık sektörünü olumsuz etkilemektedir (Grafik 3, Grafik 4). Sektörel olarak incelendiğinde, inşaat ve bağlantılı sektörlerin şüpheli hale gelen alacakların çok önemli bir kısmını oluşturdukları gözlenmektedir.

Önümüzdeki dönemde Euro Bölgesi borç krizi kaynaklı gelişmelerin küresel risk iştahını belirleyen temel unsur olması beklenmektedir. Bu bağlamda, bölge ülkelerinin büyümelerinin, bütçe performanslarının ve işgücü piyasalarındaki gelişmelerin yakından izlenmesi büyük önem arz etmektedir. İspanya'daki iktisadi sorunların ağırlaşması ise kısa vadede en önemli risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

³ İspanya, OECD İstihdamı Koruma Katılığı Endeksi'nde OECD ortalamasının üzerinde değer almakta, dolayısıyla işgücü piyasası katı olarak değerlendirilmektedir. 1980'li yıllarda gerçekleştirilen reform programı çerçevesinde düzenlenen sözleşmeli çalışma koşulları uygulamasının işgücü piyasasında ikili bir yapı oluşturduğu gözlenmektedir. İşgücü piyasasındaki sözleşmelerin ortalama vadesinin bir yıldan kısa olduğu dikkate alındığında, talep daralmasının yaşandığı dönemlerde, sözleşmeli istihdamda gözlenen düşüşlerin oldukça hızlı ve derin olduğu görülmektedir. İspanya işgücü piyasasında hakim olan söz konusu yapı, ülkede işsizlik oranının diğer gelişmiş ülkelere kıyasla daha belirgin dalgalanmalar göstermesine neden olmaktadır.

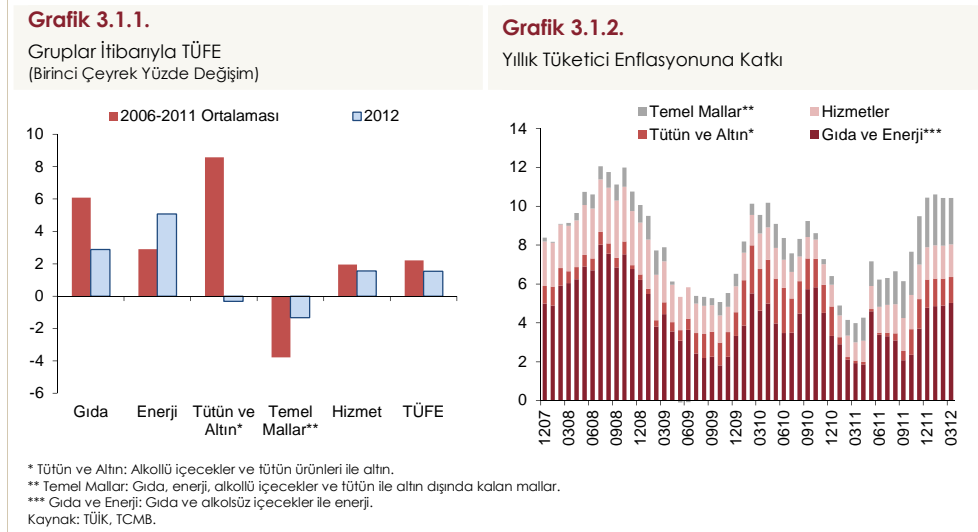
3. Enflasyon Gelişmeleri

3.1. Enflasyon

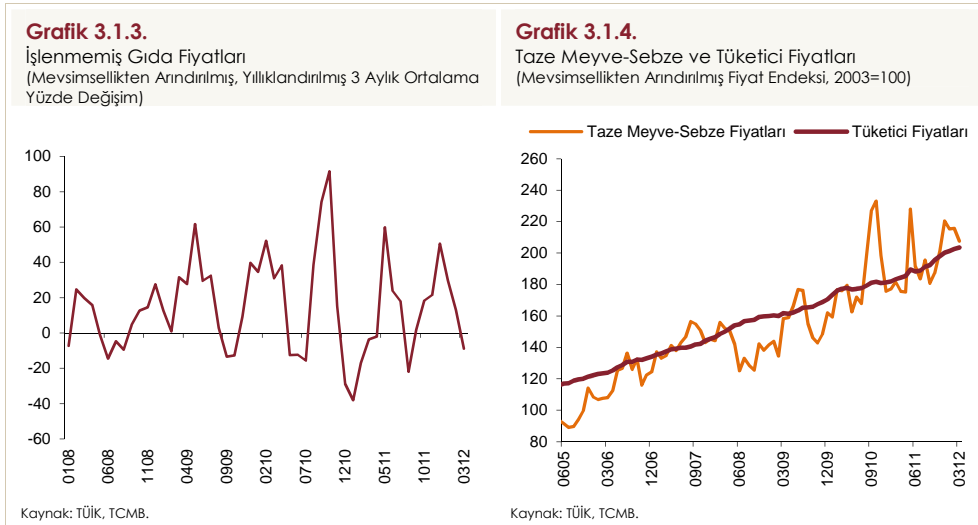
2012 yılının ilk çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla önemli bir değişim göstermeyerek yüzde 10,43 oranında gerçekleşmiştir. Bu dönemde uluslararası petrol fiyat gelişmeleri paralelinde öngörülenden hızlı artış kaydeden enerji fiyatlarının tüketici fiyatlarını artırıcı etkisi, son yıllara kıyasla olumlu seyreden işlenmemiş gıda fiyatları ile sınırlanmıştır. 2011 yılı genelinde Türk lirasında gözlenen değer kaybının yansımalarıyla belirgin oranda yükselen temel mal grubu yıllık enflasyonu yılın ilk çeyreğinde yavaşlama eğilimine girmiştir. Hizmet fiyatları ise ılımlı seyrini sürdürmüştür. Böylelikle, yılın ilk çeyreğinde enflasyon Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmine oldukça yakın bir seviyede gerçekleşmiştir.

Alt gruplar detayında bakıldığında, yılın ilk çeyreğinde enerji ve temel mal grupları haricindeki ana harcama gruplarında çeyreklik fiyat değişim oranları geçmiş yıl ortalamalarına kıyasla daha olumlu bir görünüm sergilemiştir (Grafik 3.1.1). Bu dönemde yıllık enflasyondaki yüksek seyrin sürmesinde enerji grubu fiyat gelişmeleri temel belirleyici olmuştur. İlk çeyrekte yıllık enflasyonu 3 puan yükselen enerji grubunun enflasyona yaptığı katkı 2011 yılsonuna kıyasla 0,46 puan yükselmiştir (Grafik 3.1.2). Diğer taraftan, aynı dönemde gıda grubunun enflasyona yaptığı katkı işlenmemiş gıda fiyatlarındaki ılımlı seyir ile 0,22 puan gerilemiştir. Türk lirasındaki değer kaybının başta dayanıklı tüketim malları olmak üzere temel mal grubu fiyatları üzerindeki olumsuz yansımaları bu dönemde yavaşlamış ve temel mal grubunun yıllık enflasyona katkısı 0,15 puan azalmıştır. Hizmet grubunun enflasyona yaptığı katkı da ise bir değişim gözlenmemiştir.

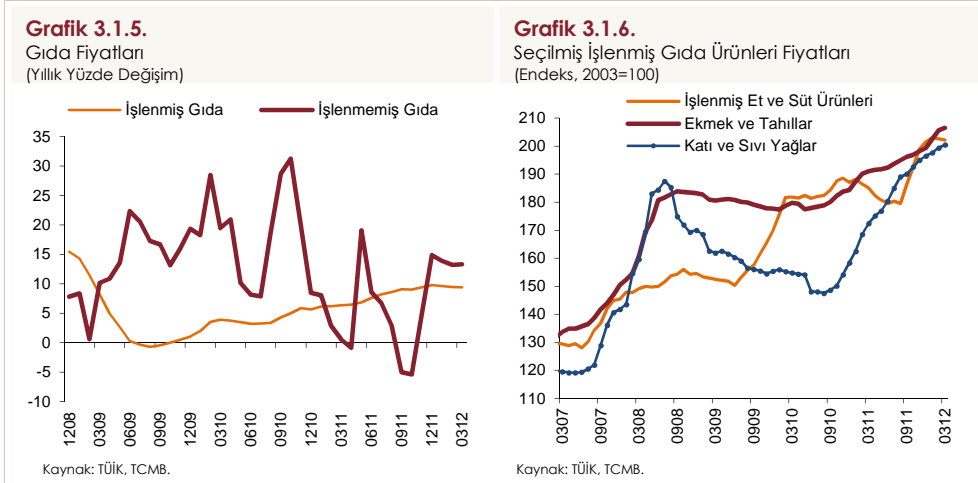
Sonuç olarak, yılın ilk çeyreğinde petrol fiyatlarındaki yukarı yönlü seyirle, enerji fiyatları öngörülenden hızlı bir artış kaydetmiştir. Petrol fiyatlarına dair belirsizliklerin varlığını koruması, kısa vadede enflasyon görünümüne ilişkin olarak yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Diğer taraftan, işlenmemiş gıda fiyatlarının görece olumlu seyretmesi de aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.



Yılın ilk çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatları yüzde 3,66 ile endeks tarihindeki en düşük oranlı birinci çeyrek artışlarından birini sergilemiş ve grup yıllık enflasyonu yüzde 13,35'e gerilemiştir (Tablo 3.1.1). Mevsimsel etkilerden arındırıldığında ise fiyatlar 2011 yılının son çeyreğindeki güçlü yükseliş sonrasında bu çeyrekte azalış göstermiştir (Grafik 3.1.3). Bu durumda, taze meyve ve sebze fiyat gelişmeleri belirleyici olmuştur. Bir önceki çeyrekte önemli ölçüde artan taze meyve ve sebze fiyatlarında, olumsuz seyreden hava koşullarına rağmen, ulaşılan yüksek seviyelerin de etkisiyle belirgin bir düzeltme gözlenmiştir (Grafik 3.1.4). Böylelikle, bu dönemde işlenmemiş gıda grubu fiyat gelişmeleri Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha olumlu gerçekleşmiş ve işlenmemiş gıda grubunun yıllık enflasyona katkısı 1,69 puana gerilemiştir.

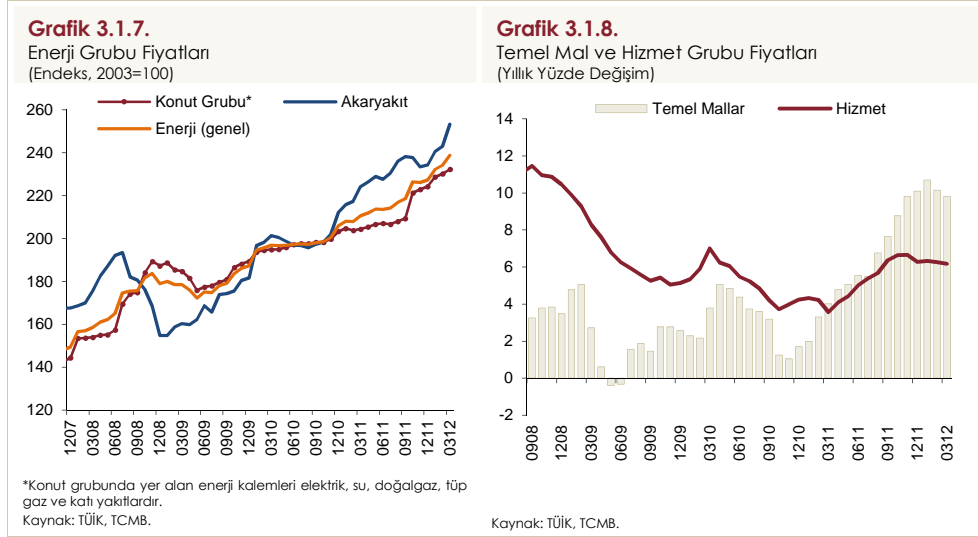


İşlenmiş gıda grubunda yıllık enflasyon bir önceki çeyreğe kıyasla 0,38 puan azalarak yüzde 9,44'e gerilemiştir (Grafik 3.1.5). Bu dönemde ekme fiyatları Türk Gıda Kodeksi Ekme ve Ekme Çeşitleri Tebliği'ndeki düzenlemelerin de etkisiyle yüzde 5,15 oranında artmış ve grup yıllık enflasyonundaki gerilemeyi sınırlayan başlıca gelişme olmuştur. Öte yandan, ekme dışında kalan işlenmiş gıda fiyat endeksinin çeyreklik artışı mevsimsel ortalamaların altında gerçekleşmiş ve bir önceki çeyreğe kıyasla hız kesmiştir. 2010 yılı son çeyreğinden itibaren hem yurt içi hem de uluslararası gelişmeler paralelinde ivmelenen katı ve sıvı yağ fiyatları bu çeyrekte artış hızı yavaşlamakla birlikte yukarı yönlü seyrini sürdürmüştür (Grafik 3.1.6). Bir önceki çeyrekte keskin bir artış gösteren süt ürünleri fiyatları ise bu dönemde süt fiyatlarındaki gerileme paralelinde sınırlı bir oranda azalırken, işlenmiş et ürünlerinde çeyreklik fiyat artışı bir miktar hızlanmıştır. Sonuç olarak, gıda grubu yıllık enflasyonu yüzde 11,25 seviyesine gerilemiş ve işlenmemiş gıda fiyat gelişmelerine bağlı olarak Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin altında gerçekleşmiştir.



Enerji fiyatları yılın ilk çeyreğinde yüzde 5,08 oranında artmış ve bu artışın ilgili dönem enflasyonuna katkısı yaklaşık 0,74 puan olmuştur (Tablo 3.1.1). Bu gelişmede temel belirleyici, uluslararası petrol fiyatlarındaki keskin yükseliş sonucunda yüzde 8,07 gibi yüksek bir oranda artan akaryakıt fiyatları olmuştur (Grafik 3.1.7). Söz konusu dönemde, tüp gaz ve katı yakıt fiyatları da tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde artışlar (sırasıyla yüzde 8,59 ve 5,55) kaydetmiştir. Öte yandan, su tarifeleri mevsimsel ortalamalarına yakın yükselmiş, elektrik ve doğal gaz kalemlerindeki artışlar ise görece ılımlı seyretilmiştir. Böylelikle, 2012 yılı ilk çeyreğinde enerji grubu yıllık enflasyonu 2011 yılı son çeyreğine kıyasla 3 puan yükselmiş ve yüzde 13,39 seviyesine ulaşmıştır. Petrol fiyatlarındaki yükseliş elektrik

ve doğalgaz fiyatlarına Nisan ayı itibarıyla yansımıştır. Söz konusu artışların Nisan ayı enerji fiyatlarına katkısının 3,5 puan; ilgili ay tüketici enflasyonuna doğrudan etkisinin ise 0,5 puan civarında olacağı öngörülmektedir.

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

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

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

Temel mal grubu yıllık enflasyonunda 2011 yılı boyunca devam eden artış eğilimi döviz kuru hareketlerinin birikimli etkilerinin hafiflemesiyle ilk çeyrekte yerini gerilemeye bırakmıştır. Bu doğrultuda, Mart ayı itibarıyla yıllık enflasyon bu grupta yüzde 9,82 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.8). Mevsimsellikten arındırılmış veriler de temel mal enflasyonu ana eğiliminin anılan çeyrekte gerilediğine işaret etmektedir (Grafik 3.1.9). Temel mal grubu enflasyonunda gözlenen bu gelişmede dayanıklı tüketim malları enflasyonunda kaydedilen yavaşlama belirleyici olmaktadır (Grafik 3.1.10). Ocak ayındaki artışın ardından, Şubat ve

Mart aylarında bu grupta fiyatlar yatay seyretmiştir. Bu görünümde ise otomobil ile beyaz eşya dışında kalan elektrikli ve elektriksiz ev aletleri fiyatlarında kaydedilen azalışlar etkili olmuştur. Öte yandan, dayanıklı tüketim malları dışında kalan temel malların yıllık fiyat artış oranındaki yukarı yönlü eğilim bu çeyrekte de devam etmiştir (Tablo 3.1.2). Özellikle giyim fiyatları üretici fiyatlarında gözlenen düşüğe rağmen, tekstil ve hazır giyim ithalatında alınan koruma önlemlerinin etkisiyle gerek mevsimsel etkilerden arındırılmış olarak gerekse yıllık bazda artış eğilimini korumuştur (Grafik 3.1.10).

Tablo 3.1.2.

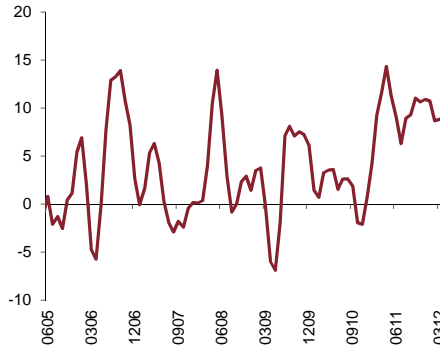
Temel Mal Fiyatları
(3 Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

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

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3.1.9.

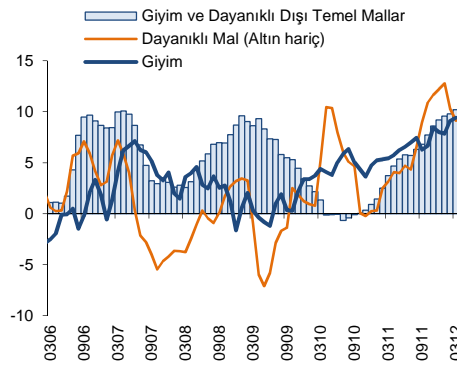
Temel Mal Fiyatları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3.1.10.

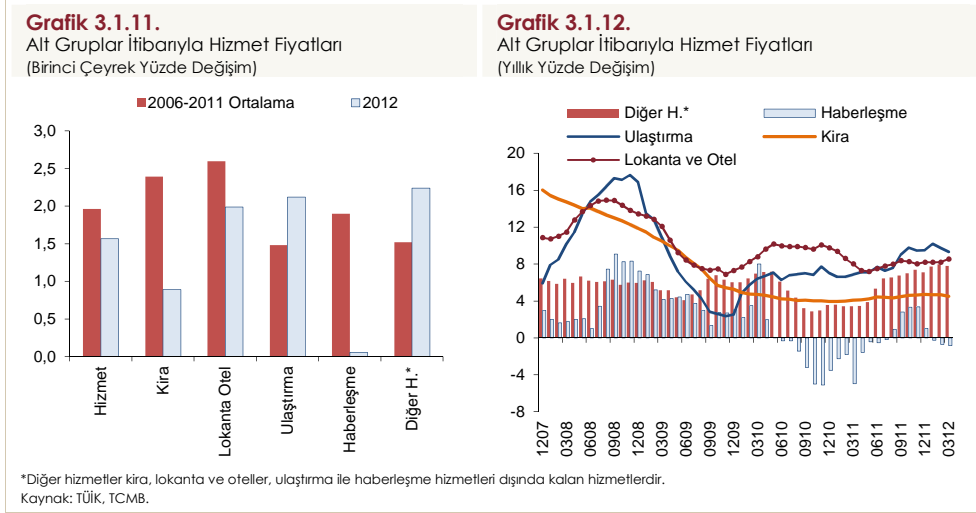
Temel Mal Fiyatları
(Yıllık Yüzde Değişim)



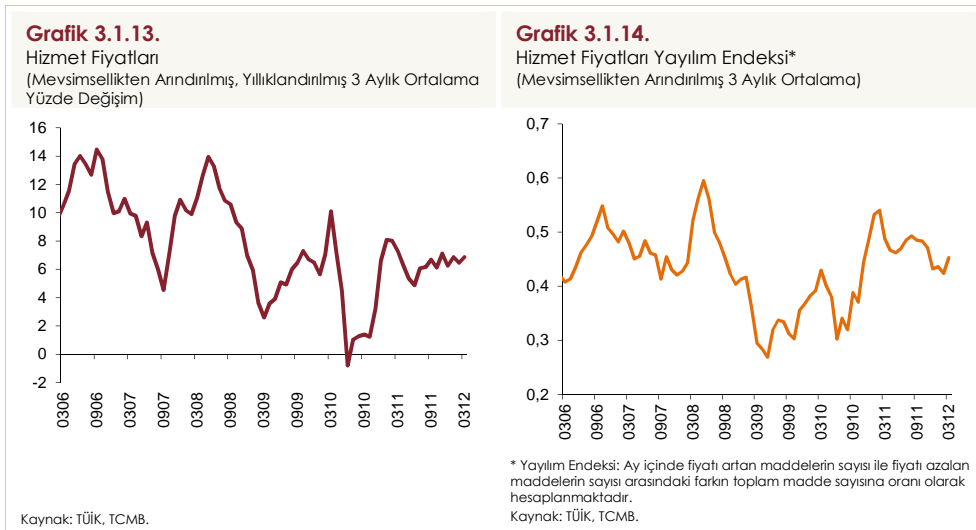
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hizmet fiyatları birinci çeyrekte yüzde 1,57 ile geçmiş yıllara kıyasla daha düşük bir oranda artmıştır (Grafik 3.1.11). Hizmet fiyatları yıllık artış oranı ise birinci çeyrek sonu itibarıyla yüzde 6,17 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.8). Alt gruplar açısından bakıldığında kira, lokanta-oteller ve haberleşme hizmetlerinde çeyreklik fiyat artışlarının geçmiş dönemlerin altında gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 3.1.11). Özellikle bu dönemde rekabetin yoğun olduğu haberleşme hizmetlerinde fiyatlar yatay seyrederek, 2011 yılı ilk çeyrek seviyesinin altında bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.12). Kiralarda yıllık artış oranı yüzde 4,5 ile düşük

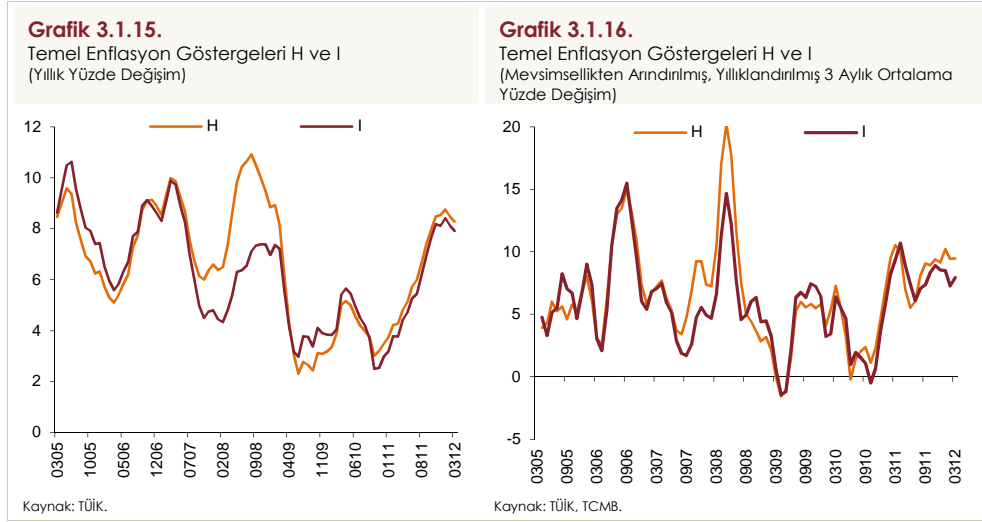
seviyelerini korumuştur. Öte yandan, yurt içi akaryakıt fiyatlarındaki hızlanma ile birlikte ulaştırma hizmetleri fiyatları bu dönemde geçmiş dönem ortalamasının üzerinde bir artış kaydetmiştir. Özetle, yılın ilk çeyreğinde tüketici enflasyonunda yüksek seviyelerin korunmasına rağmen, hizmet fiyatları görece olarak olumlu bir görünüm sunmuştur.



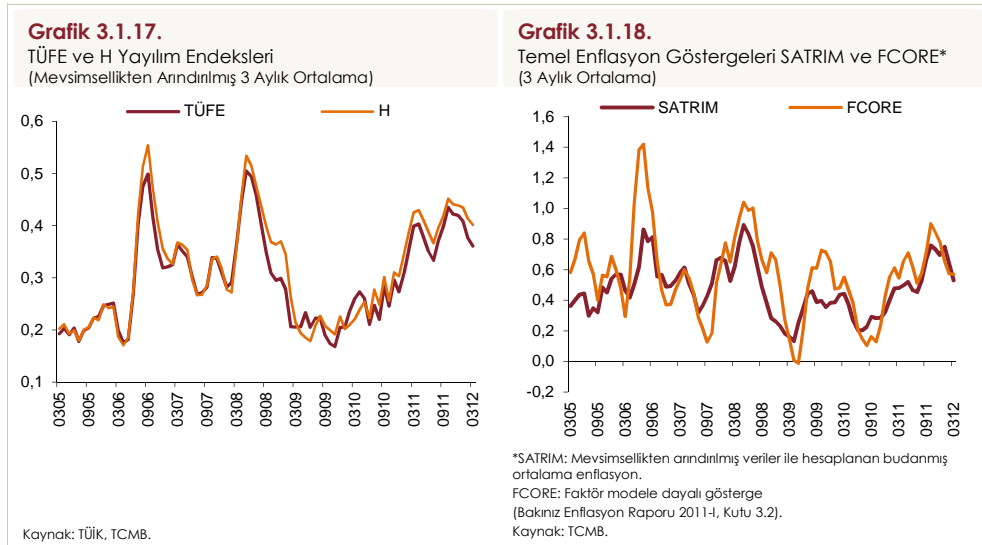
Mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler, ilk çeyrek için hizmet enflasyonunun ana eğiliminde yatay bir görünümü işaret etmektedir (Grafik 3.1.13). Fiyat artış eğiliminin ne ölçüde genele yayıldığına dair bilgi içeren yayılım endeksi ise son ayda bir miktar yükselmiş olsa da dönem bazında bir önceki çeyreğin altında bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.14). Yayılım endeksi alt gruplar bazında incelendiğinde, son aydaki görece bozulmaya daha çok ulaştırma ve diğer hizmetler sektörlerinin katkı sunduğu dikkat çekmiştir.



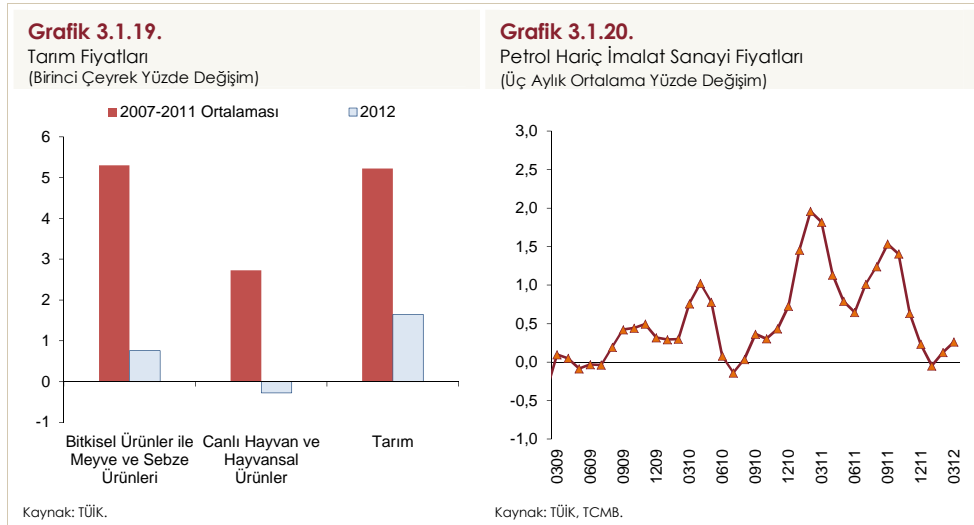
Temel enflasyon göstergelerinden H ve I'nın yıllık enflasyonları, temel mal grubu yıllık enflasyonuna paralel bir seyir izlemiş ve Mart ayı sonu itibarıyla 2011 yılı son çeyreğine kıyasla bir miktar gerileyerek sırasıyla yüzde 8,28 ve 7,91 olmuştur (Grafik 3.1.15). Mevsimsellikten arındırılmış veriler yılın ilk çeyreğinde ana eğilimin H göstergesinde yatay seyrettiğine, I göstergesinde ise bir miktar yavaşladığına işaret etmektedir (Grafik 3.1.16).



TÜFE ve H göstergesine ilişkin yayılım endeksleri, bu dönemde azalış göstermiştir (Grafik 3.1.17). Benzer şekilde TCMB bünyesinde takip edilen alternatif çekirdek enflasyon göstergeleri de 2011 sonuna kıyasla gerilemiştir (Grafik 3.1.18). Ancak, söz konusu yayılım endeksleri ile çekirdek enflasyon göstergelerinin seviyeleri tarihsel ortalamaların üzerindeki seyrini sürdürmektedir.

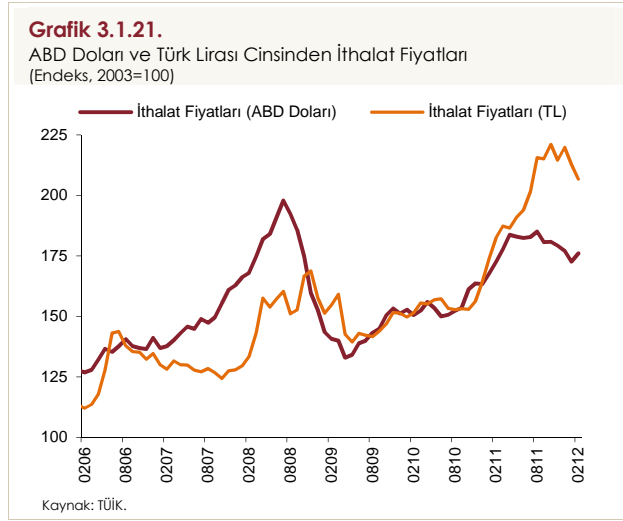


2012 yılının ilk çeyreğinde üretici fiyatlarının seyrinde tarım enflasyonunun gerilemesi ve Türk lirasının değer kazanması etkili olmuştur. Bu gelişmelere bağlı olarak üretici fiyatları yıllık artış oranı bir önceki çeyreğe kıyasla 5,1 puan azalarak yüzde 8,22'ye gerilemiştir. Tarım grubunda bitkisel ürün ve meyve-sebze fiyatları bu dönemde 2011 yılının aynı dönemine göre daha ılımlı bir artış göstermiştir (Tablo 3.1.3). Anılan dönemde canlı hayvan fiyatlarında da yüzde 0,28 oranında düşüş kaydedilmiştir (Grafik 3.1.19). Böylelikle, tarım grubu yıllık enflasyonu 4,38 puan gerileyerek birinci çeyrek sonunda yüzde 6,16 olmuştur. Tarım ürünleri fiyat gelişmeleri taze meyve ve sebze fiyatları yoluyla tüketici fiyatlarına yansırken, sınıai üretime konu olan bazı tarım grubu ürünleri kanalıyla da imalat sanayi alt gruplarını etkilemiştir. Yurt içi pamuk fiyatlarında 2011 yılı başında başlayan hızlı gerileme bu dönemde de sürmüştü; buna paralel olarak giyim eşyası ve tekstil ürünleri imalatında fiyatlar mevsimsel ortalamalara kıyasla olumlu bir görünüm çizerek sırasıyla 5,77 ve 1,19 oranlarında gerilemiştir. Diğer taraftan, canlı hayvan fiyatlarındaki yatay seyre karşın, et ürünleri imalatı ile tüketici fiyatları işlenmiş et ürünleri fiyatları bu dönemde yükselmiştir.



İmalat fiyatları genel olarak 2012 yılı ilk çeyreğinde döviz kuru gelişmelerine bağlı olarak ılımlı bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.20). Özellikle çeyreğin ilk iki ayında Türk lirasının değerlenmesi grup fiyatlarını yükselen uluslararası emtia fiyatlarına kıyasla daha güçlü şekilde etkilemiştir. Nitekim, Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları bu dönemde bir önceki çeyreğe kıyasla gerileme göstermiştir (Grafik 3.1.21). Böylelikle, petrol hariç imalat sanayi fiyatları bu çeyrekte yüzde 0,79 gibi düşük bir oranda artmış, yıllık değişim oranı ise bir önceki çeyreğe kıyasla 5,12 puan gerileyerek yüzde 8,30 olmuştur. Bu dönemde ara malı ve sermaye malları

fiyatları, Mart ayında döviz kuru gelişmelerinin görece kötüleşmesi ve emtia fiyatlarındaki gelişmelerle kesintiye uğrasa da, olumlu bir görünüm sunmuştur. Öte yandan, dayanıklı ve dayanıksız tüketim mallarında (sırasıyla yüzde 2,36 ile 1,44 olmak üzere) daha yüksek oranlı çeyreklik fiyat artışları gözlenmiştir. Dayanıklı tüketim mallarındaki artışta çeyreklik bazda istikrarlı yükseliş eğilimini koruyan mobilya imalatı fiyatları belirleyici rol oynamıştır. Dayanıksız tüketim malları fiyatlarındaki artışa ise en büyük katkıyı gıda imalatı fiyatları sunmuştur. Genel olarak değerlendirildiğinde, birinci çeyrek petrol hariç imalat sanayi ve tarım fiyatlarındaki ılımlı seyirle üretici fiyatları kaynaklı baskıların görece zayıf seyrettiği bir dönem olmuştur.



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

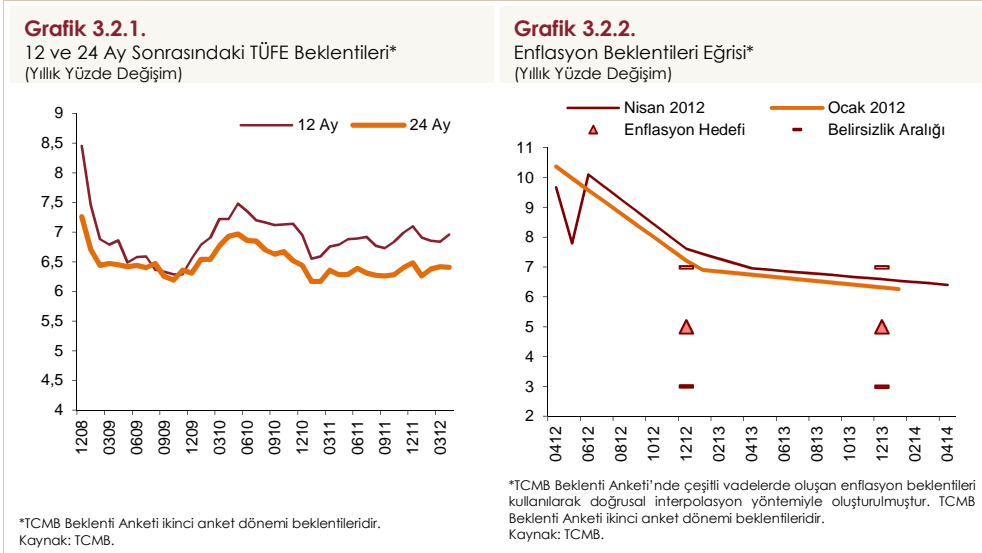
	2011				Yıllık	2012
	I	II	III	IV		I
ÜFE	5,40	0,77	3,31	3,28	13,33	0,65
Tarım	5,84	-1,73	-6,03	13,09	10,53	1,65
Bitkisel, Meyve ve Sebze Ürünleri	6,81	-2,67	-9,84	17,18	9,83	0,76
Canlı Hayvanlar ve Hayvansal Ürünler	-1,26	-0,39	2,68	5,51	6,56	-0,28
Sanayi	5,31	1,30	5,24	1,48	13,92	0,45
Madencilik	9,70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

Kaynak: TÜİK, TCMB.

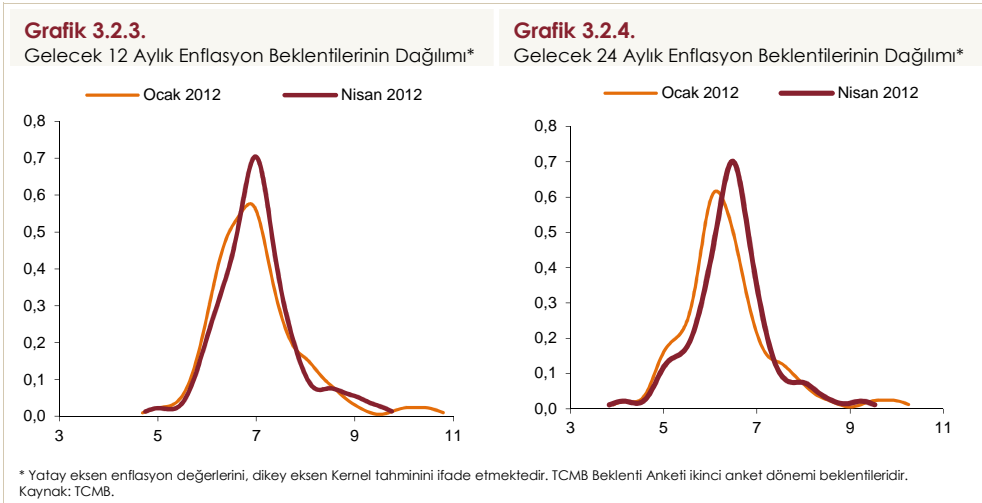
3.2. Beklentiler

2011 yılı son çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonundaki yükselişle birlikte artış gösteren enflasyon beklentileri, 2012 yılı ilk çeyreğinde yatay bir seyir izlemiştir. Bu dönemde enflasyondaki yüksek seyre karşın beklentilerin bozulmadığı dikkat

çekmektedir. Ancak, Nisan ayı itibarıyla elektrik ve doğal gaz tarifelerinde uygulanmaya başlanan artışın ardından, özellikle bir yıla kadar olan vadelerde beklentilerin yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir (Grafik 3.2.1 ve 3.2.2).



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



4. Arz ve Talep Gelişmeleri

2011 yılının son çeyreğine ilişkin milli gelir verilerine göre iktisadi faaliyet Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüm ile uyumlu seyretmiştir. Bu dönemde yurt içi talep yataya yakın bir seyir izlerken net dış talebin gerek dönemlik gerekse yıllık büyümenin temel sürükleyicisi haline gelmesi dengelenmenin güçlenerek sürdüğünü göstermiştir. İktisadi faaliyetin ana eğilimini gösteren dönemlik büyüme oranı farklı mevsimsellikten arındırma yöntemleriyle son dönemde önemli ölçüde değişebilmekle birlikte birikimli olarak bakıldığında 2011 yılının ilk çeyreğinin ardından iktisadi faaliyetin ivme kaybettiği açıkça görülmektedir.

2012 yılının ilk çeyreğindeki yavaşlama sinyalleri ise çok daha belirgindir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle sanayi üretimi Ocak ayındaki sert düşüşün ardından Şubat ayında bir miktar toparlansa da, Ocak-Şubat döneminde bir önceki çeyrek ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Ancak bu gelişmenin büyük ölçüde olumsuz hava koşulları ve dış belirsizlikler gibi geçici unsurları yansıttığı düşünülmektedir. Nitekim sipariş, üretim ve tüketim göstergelerinde Şubat ve Mart aylarındaki eğilimin yukarı yönlü olması üretimin ikinci çeyrekte yeniden artış eğilimine gireceğine işaret etmektedir.

Dış belirsizliklerin hâkim olduğu 2011 yılının ikinci yarısının ardından gerek küresel iktisadi faaliyette gerekse risk iştahında kayda değer bir iyileşme gözlenmektedir. Ekonomideki dengelenme sürecinin bir göstergesi olarak ihracatın 2011 yılının ikinci yarısından itibaren kriz sonrası eğilimine kıyasla daha hızlı bir büyüme patikasına yönelmesi iktisadi temellere ilişkin olumlu algılamaları besleyecek önemli bir unsurdur. Nitekim dengelenme sürecinin ilk çeyrekte devam etmesi ve cari dengedeki iyileşmenin on iki aylık birikimli verilere de belirgin biçimde yansımalarıyla birlikte büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturan en ciddi kısıt hafiflemektedir. Bu gelişmeler, gerek dış ticaret gerekse dış finansman imkânları kanalıyla önümüzdeki dönem büyümesine ilişkin olumlu sinyaller içermektedir.

İstihdam ve yatırım plânları gibi orta/uzun vadeli beklentilere yönelik göstergeler ise özel kesim talebine ilişkin iyimser bir görünüm sunmaktadır. Yatırımlarda devlet yardımını esas alan yeni teşvik paketi de bu görünümü destekleyen bir gelişme olmuştur. Teşviklerde sektörel kapsamın genişletilmesi, işgücü maliyetlerinin azaltılması ve finansman imkânlarının genişletilmesi olmak

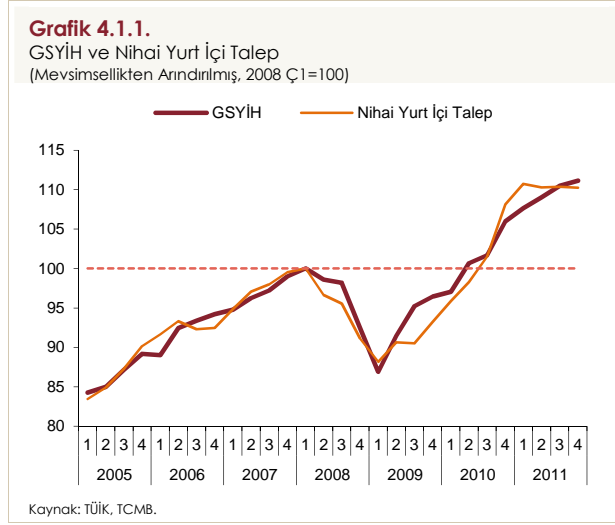
Üzere üç temel ayağı olan paketin kısa/orta vadede yatırım eğilimini daha da güçlendireceği, uzun vadede ise rekabet gücünü artırıp, ithal ara malı bağımlılığını azaltarak yapısal cari açığın makul ve sürdürülebilir düzeylere inmesini sağlayacağı öngörülmektedir.

Mevcut görünüm altında ekonominin 2012 yılında yavaşlayarak da olsa büyümeye devam edeceği ve öngörülen ılımlı büyüme patikasında toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının artacağı tahmin edilmektedir. Daha uzun vadede ise teşvik uygulamalarının potansiyel büyümeyi artırarak fiyat istikrarına katkıda bulunması beklenmektedir.

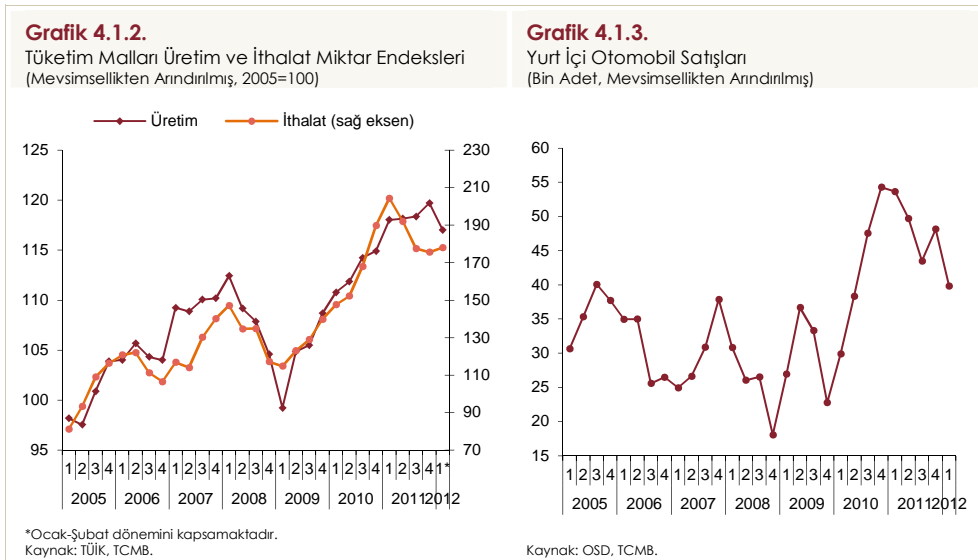
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

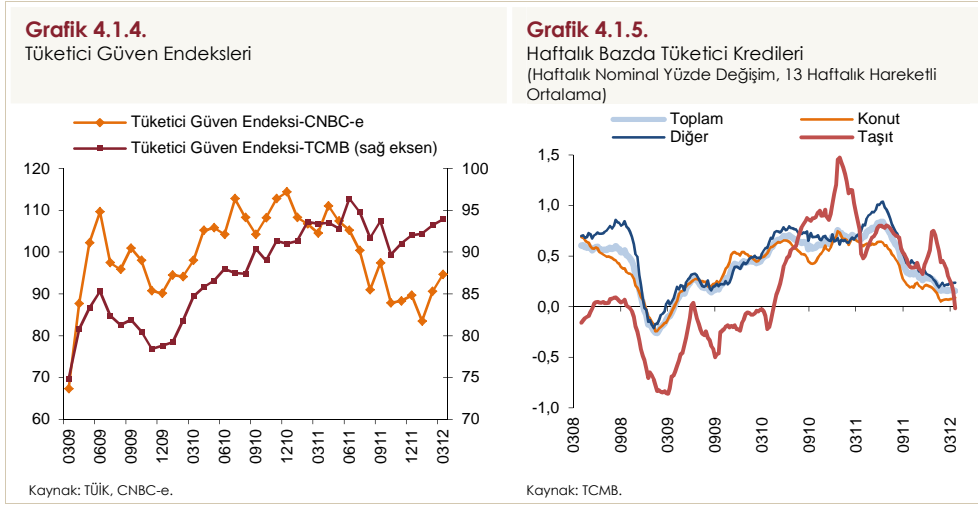
TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre GSYİH 2011 yılının son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 5,2 oranında artış kaydetmiştir. Böylelikle 2011 yıl genelinde büyüme yüzde 8,5 oranında gerçekleşmiştir. Talep bileşenlerindeki dengelenme son çeyrekte güçlenerek devam ederken net dış talep uzun bir süre sonra ilk kez büyümeye en yüksek katkı yapan bileşen olmuştur. Son çeyrekte özel kesim talebinin büyümeye olumlu katkısı devam etmekle beraber önceki çeyreklere kıyasla zayıflamıştır. Kamu kesimi tüketim ve yatırım talebi geçen yılın aynı dönemine göre gerilerken kamu harcamaları uzun bir aradan sonra ilk kez büyümeye bu ölçüde olumsuz katkı yapmıştır.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, GSYİH'nin dördüncü çeyrekte dönemlik bazda yüzde 0,6 oranında arttığı görülmektedir. İktisadi faaliyetin ana eğilimine ilişkin analizler son dönem için belirsizlik içermekle birlikte birikimli olarak bakıldığında 2011 yılının ilk çeyreğinden itibaren ekonominin ivme kaybettiğini söylemek mümkündür (Kutu 4.1). Talep bileşenleri incelendiğinde Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu bir seyir gözlenmektedir. Yurt içi talep yataya yakın bir seyir izlerken net dış talep dönemlik büyümenin de temel sürükleyicisi olmuştur (Grafik 4.1.1).

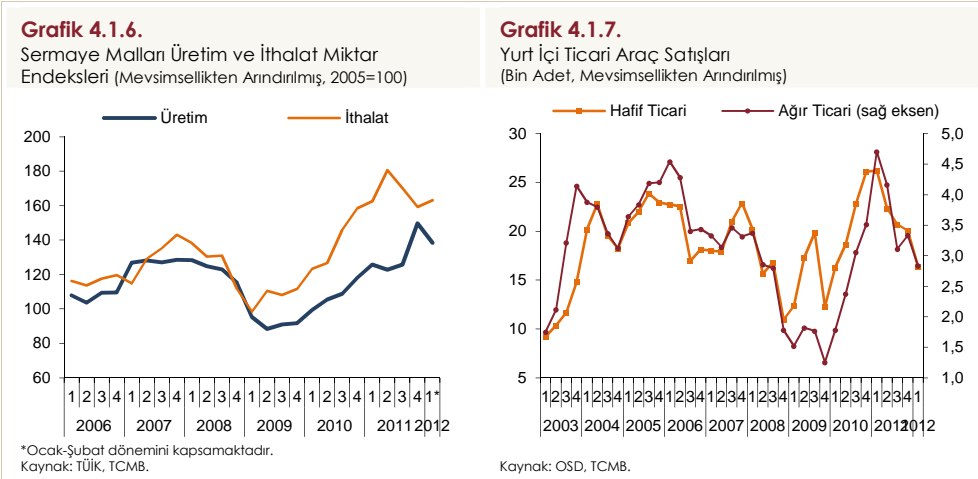


Yılın ilk çeyreğine ilişkin veriler, nihai yurt içi talebin zayıf bir eğilim sergilediğine işaret etmektedir. Özel tüketim talebine ilişkin göstergelerden tüketim malları üretimi Ocak-Şubat döneminde gerilerken tüketim malları ithalatı artmıştır (Grafik 4.1.2). Yurt içi otomobil satışları Ocak ayındaki gerilemeden sonra Şubat ve Mart aylarında artmakla beraber 2011 yılı son çeyrek seviyesinin altında seyretmiştir (Grafik 4.1.3). Benzer şekilde tüketici güven endeksleri de Şubat ve Mart aylarında ılımlı bir toparlanma sergilemekle beraber düzey itibarıyla zayıf seyretmektedir (Grafik 4.1.4). Tüketici kredileri ise ilk çeyrekte ılımlı bir oranda artmaya devam etmiştir (Grafik 4.1.5).

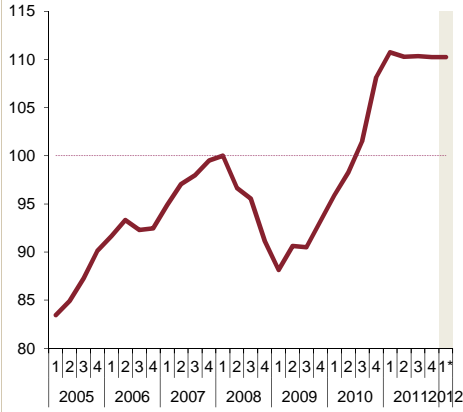
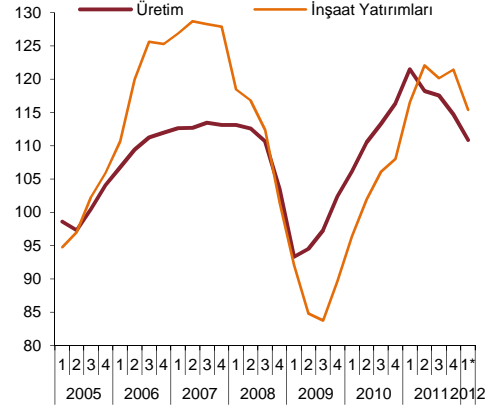




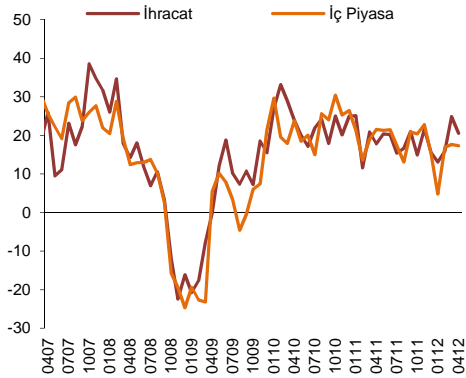
Yakın dönem göstergeleri, tüketim talebinin yanı sıra yatırım talebinde de zayıf bir seyre işaret etmektedir. Sermaye malları üretimi Ocak-Şubat döneminde bir önceki çeyreğe göre gerilerken aynı dönemde ithalatın arttığı görülmektedir (Grafik 4.1.6). İç piyasaya yapılan hafif ve ağır ticari araç satışları Ocak ayındaki gerilemeden sonra Şubat ve Mart aylarında tekrar artış eğilimi sergilemekle beraber çeyrek genelinde zayıf seyretmiştir (Grafik 4.1.7).



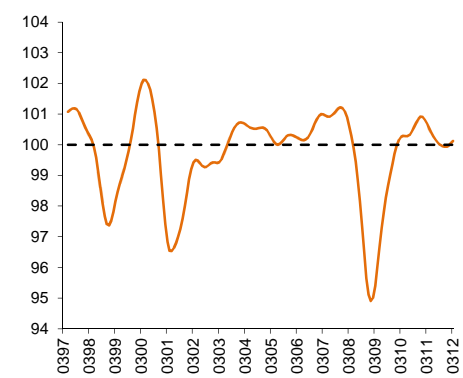
Özetle, yılın ilk çeyreğine ilişkin göstergeler yurt içi talebin yataya yakın seyrini koruduğunu göstermektedir (Grafik 4.1.8). Ekonomideki yavaşlama eğilimi üretim göstergeleri tarafından da teyid edilmektedir. Son aylarda sergilediği dalgalı seyir bir kenara, sanayi üretiminde 2011 yılının Ekim ayından bu yana genele yayılan bir zayıflama eğilimi gözlenmektedir. İnşaat sektörüne girdi sağlayan faaliyet kollarında süregelen aşağı yönlü seyir de ekonominin bir süredir içinde bulunduğu yavaşlama fazına dair önemli bir göstergedir (Grafik 4.1.9).

Grafik 4.1.8.Nihai Yurt İçi Talep
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2008 Ç1=100)* Tahmin
Kaynak: TÜİK, TCMB.**Grafik 4.1.9.**Mineral Maddeler Üretimi ve Özel Kesim İnşaat Yatırımları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)* Üretim verileri Ocak-Şubat dönemini kapsarken inşaat yatırımları ilk çeyrek verisi tahminidir.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Ocak ayındaki olumsuz seyir paralelinde ilk çeyrek genelinde sanayi üretimi dönemlik bazda gerileyecek olsa da Şubat ve Mart eğilimlerinin yukarı yönlü olduğu görülmektedir. Anılan aylarda tüketici güven endeksleri ile iş bulma olanakları ve yatırım eğilimi gibi ekonominin gidişatına ilişkin beklentileri yansıtan göstergeler ılımlı da olsa toparlanma sinyalleri içermektedir. Aynı dönemde gelecek üç aya ilişkin sipariş beklentileri de iyileşirken, toplulaştırılmış öncü göstergeler iktisadi faaliyetin yılın ikinci çeyreğinden itibaren tekrar artış eğilimine gireceğine işaret etmektedir (Grafik 4.1.10 ve Grafik 4.1.11).

Grafik 4.1.10.Gelecek Üç Aya İlişkin Sipariş Beklentileri
(Artacak-Azalacak, Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde)

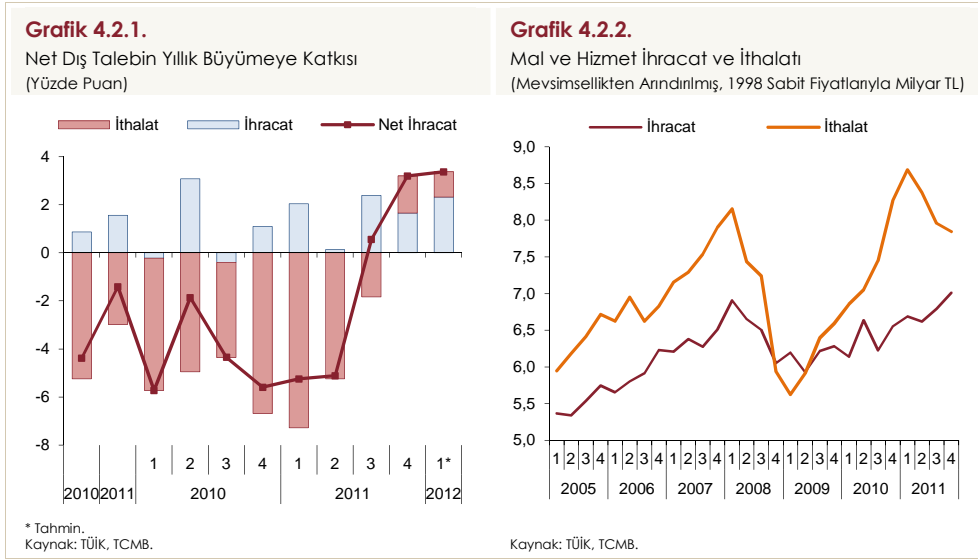
Kaynak: TCMB.

Grafik 4.1.11.Öncü Göstergeler Endeksi*
(Mevsimsellikten Arındırılmış)* Yöntem için bkz. TCMB Ekonomi Notları serisi No.12/02.
Kaynak: TCMB.

4.2. Dış Talep

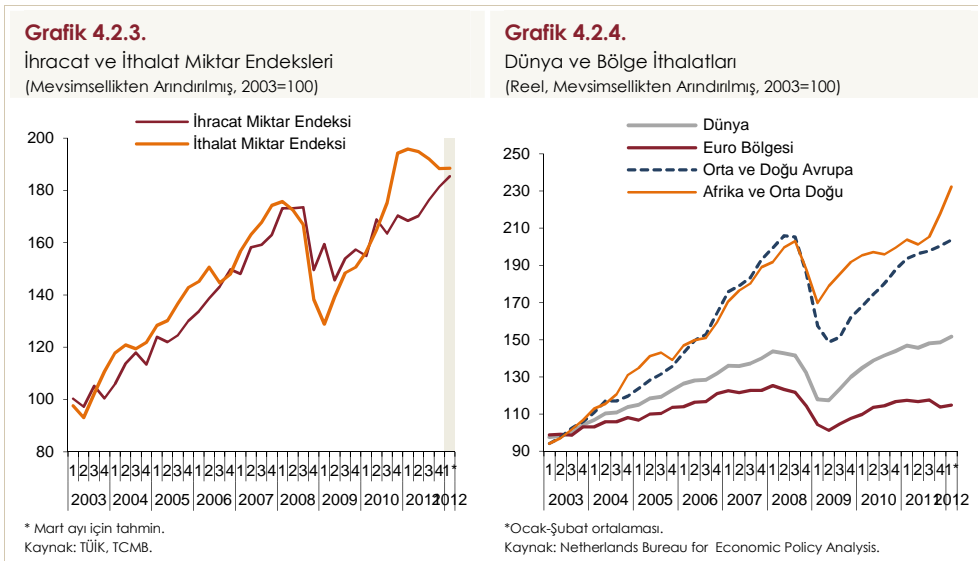
2011 yılı son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri talep bileşenlerindeki dengelenmenin belirginleştiğine işaret etmektedir. Bu dönemde mal ve hizmet ihracatı yıllık yüzde 6,7 oranında artarken, mal ve hizmet ithalatı yıllık yüzde 5,1 oranında gerileyerek sekiz çeyrek aradan sonra ilk defa daralmıştır. Böylelikle, net dış talep uzun bir süre sonra ilk kez büyümeye en yüksek katkıyı yapan harcama bileşeni olmuştur (Grafik 4.2.1).

Mevsimsellikten arındırılmış verilerle mal ve hizmet ihracatı dönemlik bazda yüksek oranda artarak derinleşen küresel sorunlara rağmen 2011 yılının ikinci yarısında önemli bir ivme yakalamıştır. Mal ve hizmet ithalatı ise dönemlik bazda gerileyerek üç çeyrek üst üste düşüş göstermiştir (Grafik 4.2.2). Nihai yurt içi talep yatay seyrederken net dış talebin dönemlik büyümenin temel sürükleyicisi haline gelmesi talep bileşenlerindeki dengelenmenin güçlenerek sürdüğünü göstermektedir.

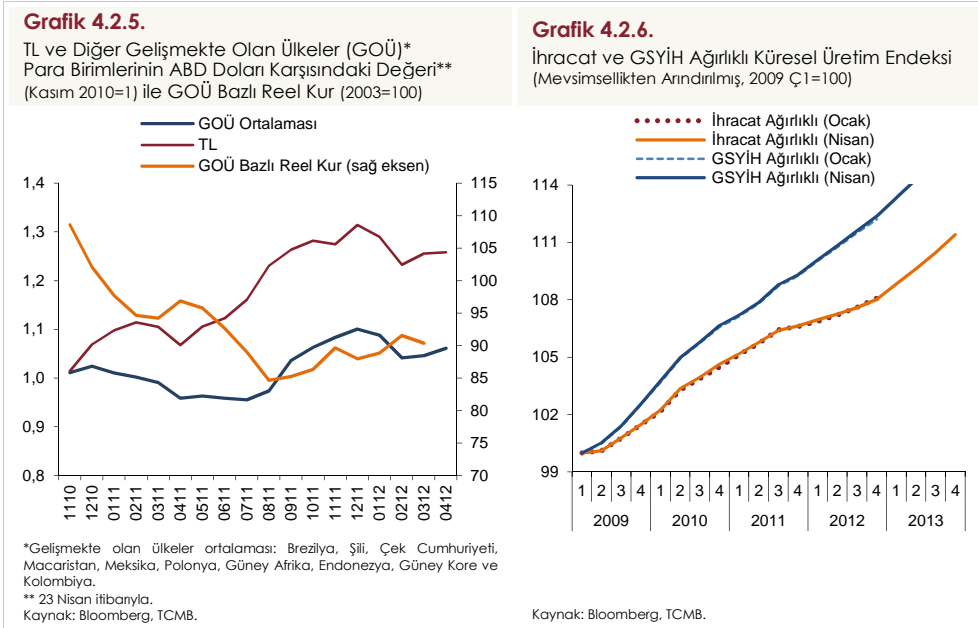


Ekonomideki dengelenme sürecinin bir göstergesi olarak 2011 yılının ikinci yarısından itibaren kriz sonrası eğilimine kıyasla daha hızlı bir büyüme patikasına yönelen ihracatın bu seyri ilk çeyrekte de sürdürdüğü görülmektedir. İhracat miktar endeksi 2012 yılı Ocak-Şubat döneminde bir önceki çeyrek ortalamasına göre artış kaydetmiştir. Böylelikle kriz sonrası süreçte dalgalı bir seyir izleyen mal ihracatı krizden sonra ilk defa dört çeyrek üst üste artarak istikrar kazanmıştır (Grafik 4.2.3).

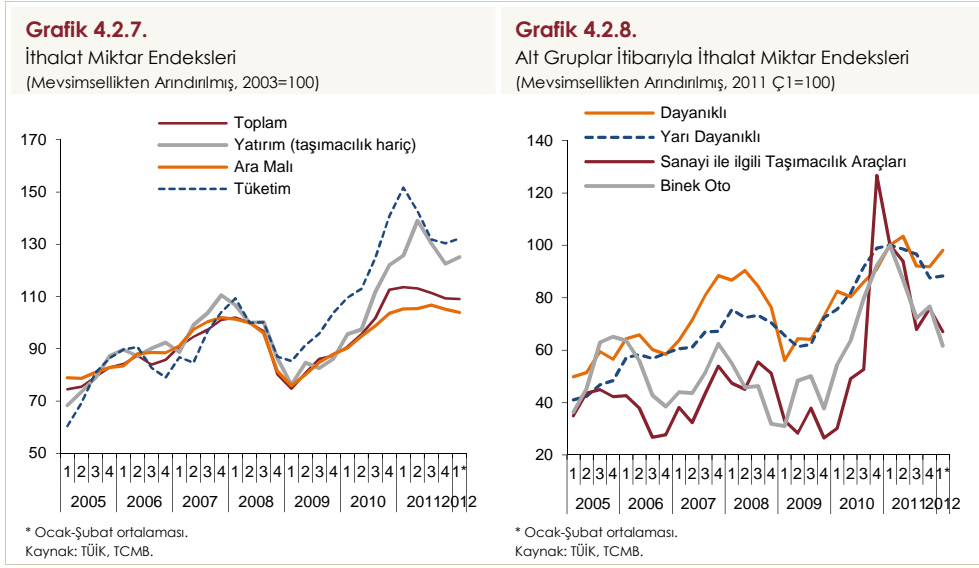
Ana ticaret ortağımız olan ve ihracatımızın yaklaşık yarısını oluşturan AB-27 ülkeleri 2011 yılı son çeyreğinde yıllık yüzde 0,3 oranında daralırken 2012 yılı büyüme tahminleri de zayıf bir görünüme işaret etmektedir. Bu durum AB-27 ülkelerine yapılan ihracatı sınırlarken, başta Afrika ve Orta Doğu olmak üzere alternatif pazarlardaki canlanma ihracat talebini desteklemektedir (Grafik 4.2.4 ve Kutu 4.2). Diğer bir ifadeyle yurt içi talepteki yavaşlama neticesinde yoğunlaşan pazar arayışlarının, Kuzey Afrika'daki siyasi belirsizliklerin hafiflemesiyle birlikte ihracat görünümünü olumlu etkilediği söylenebilmektedir.



İhracata ilişkin diğer göstergeler incelendiğinde, 2010 yılı Kasım ayından bu yana ABD dolarına karşı Türk lirasındaki değer kaybının diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla daha yüksek oranda olduğu dikkat çekmektedir. Benzer şekilde, gelişmekte olan ülkeler bazlı reel kur düşük düzeylerini korumaktadır (Grafik 4.2.5). Bu çerçevede, döviz kuru kanalı ihracata olumlu desteğini sürdürmektedir. Öte yandan, gerek GSYİH gerekse ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin orta vadeli büyüme eğiliminde Ocak Enflasyon Raporu'na kıyasla önemli bir güncelleme görülmemektedir (Grafik 4.2.6). Bu gelişmeler, ihracattaki kademeli toparlanmanın önümüzdeki dönemde de devam edeceği öngörümüzü desteklemektedir.

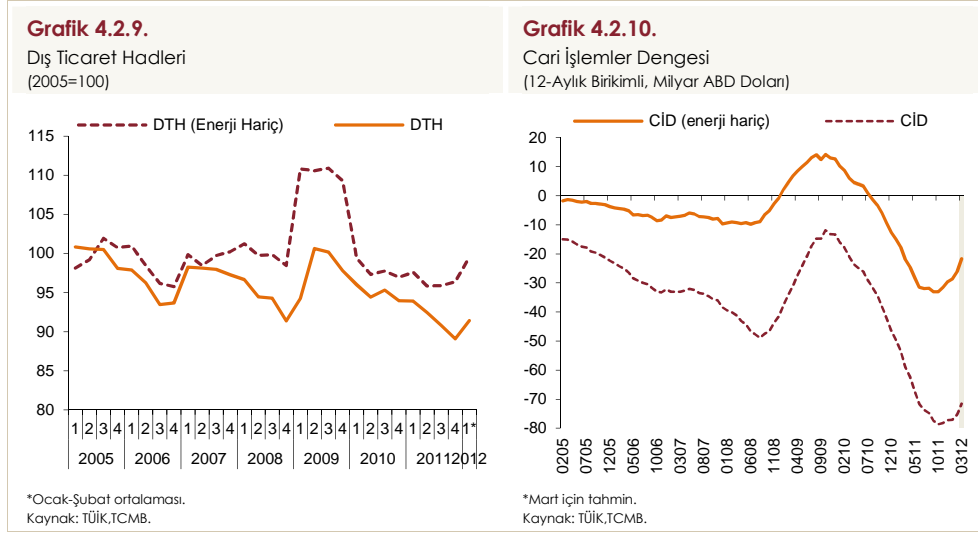


Yurt içi talepteki yavaşlama ve Türk lirasındaki değer kaybına paralel olarak 2011 yılı ikinci çeyreğinden itibaren gerilemeye başlayan ithalat miktar endeksindeki bu eğilim 2012 yılı Ocak-Şubat döneminde de sürmüştür. Alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, ara malı ithalatı gerilerken, tüketim malları ve taşımacılık hariç yatırım malları ithalatı sınırlı oranlarda artmıştır (Grafik 4.2.7). İthalat verileri daha detaylı incelendiğinde farklılaşan eğilimler dikkat çekmektedir. 2011 yılı ilk çeyreğini takip eden dönemde dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketim mallarındaki düşüş, binek oto ve sanayi ile ilgili taşımacılık araçları ithalatına kıyasla daha sınırlı kalmıştır. Bu gözlem, yurt içi talepte yavaşlama ve talep bileşenlerinde dengelenme öngören politika tedbirlerinin etkisinin en belirgin biçimde hissedildiği mal grupları hakkında fikir vermektedir. Para politikasının doğrudan etki alanına giren, diğer bir ifadeyle döviz kuru ve finansman koşullarına duyarlılığı yüksek gruptaki mevcut eğilimler, ekonominin plânlanan yönde hareket ettiğini göstermektedir (Grafik 4.2.8).



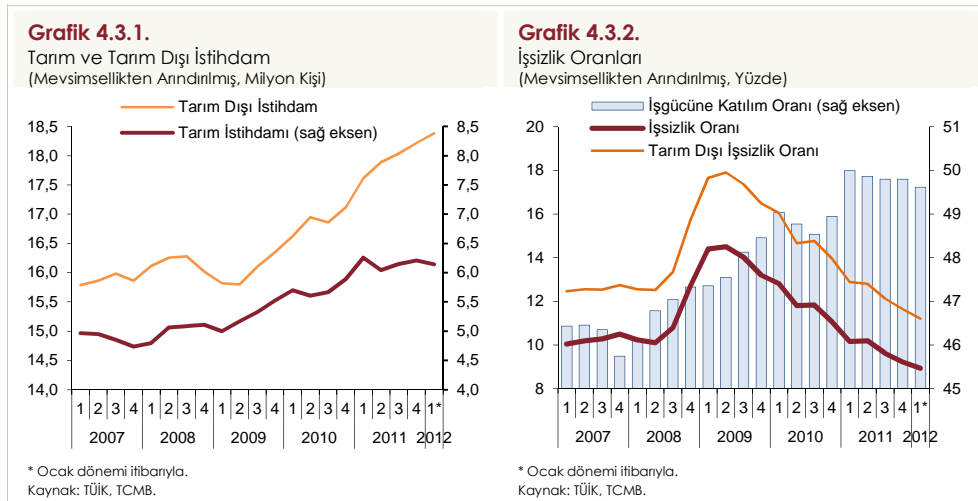
Özetle, net dış talebin yılın ilk çeyreğinde yıllık büyümeye olumlu katkı yapmaya devam ettiği tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.1). İhracat ve ithalat miktar endekslerinin ilk çeyrekteki seyri dengelenmenin sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 4.2.3).

Miktar bazında devam eden dengelenme sürecinin cari işlemler dengesine daha sınırlı yansımada görece fiyat gelişmeleri etkili olmaktadır. Dış ticaret hadlerinde 2009 yılı ikinci çeyreğinden itibaren gözlenen bozulma 2011 yılı son çeyreğine kadar sürerken bu gelişmede enerji fiyatları temel belirleyici olmuştur (Grafik 4.2.9). Bununla birlikte, son dönemde enerji dışı ithalat fiyatlarında gözlenen aşağı yönlü seyir enerji fiyatlarının dış ticaret hadleri üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamaktadır (Kutu 4.3). 2012 yılı ilk çeyreğinde dış ticaret hadlerindeki bozulmanın durması ve mal bazında dengelenmenin devam etmesiyle birlikte 12 aylık birikimli cari açıkta görülen düzeltmenin Mart sonu itibarıyla daha belirgin hale geldiği tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.10). Bununla birlikte, cari işlemler dengesinin uzun dönemde arzulanan düzeylere çekilebilmesi için dış ticaret hadlerinde ek bir bozulma olmadan mal bazındaki dengelenmenin devam etmesi gerekmektedir. Bu durum, yurt içi talebin kontrol altında tutulması gereğini de beraberinde getirmektedir.



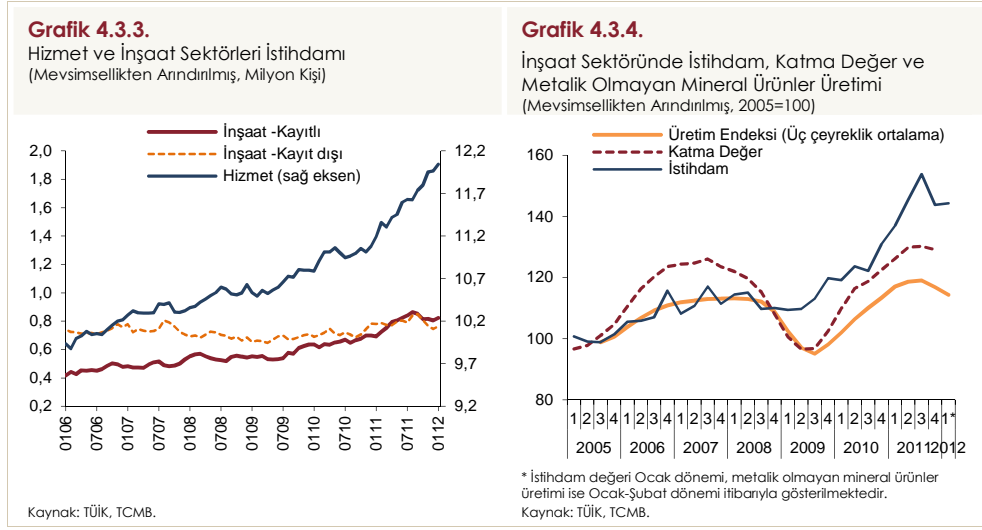
4.3. Emek Piyasası

2011 yılı son çeyrek istihdam gelişmeleri Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüm doğrultusunda gerçekleşmiş, hizmet sektörünün katkısıyla tarım dışı istihdam artış eğilimini korumuştur. Söz konusu dönemde, istihdam artışlarının yanı sıra işgücüne katılımdaki zayıf seyrin de etkisiyle işsizlik oranları gerilemeyi sürdürmüştür. 2012 yılı Ocak döneminde, 2011 yılı son çeyreğine göre istihdam tüm sektörlerin katkısıyla artarken, işgücüne katılım azalmış, bu çerçevede işsizlik oranlarındaki düşüş eğilimi sürmüştür (Grafik 4.3.1 ve Grafik 4.3.2). Son dönem ve genel olarak kriz sonrası toparlanma sürecinde, tarım dışı işgücü artışlarının geçmiş yıllara kıyasla zayıf kalmasının işsizlik oranındaki gerilemeyi hızlandıran bir unsur olduğu dikkat çekmektedir (Kutu 4.4).

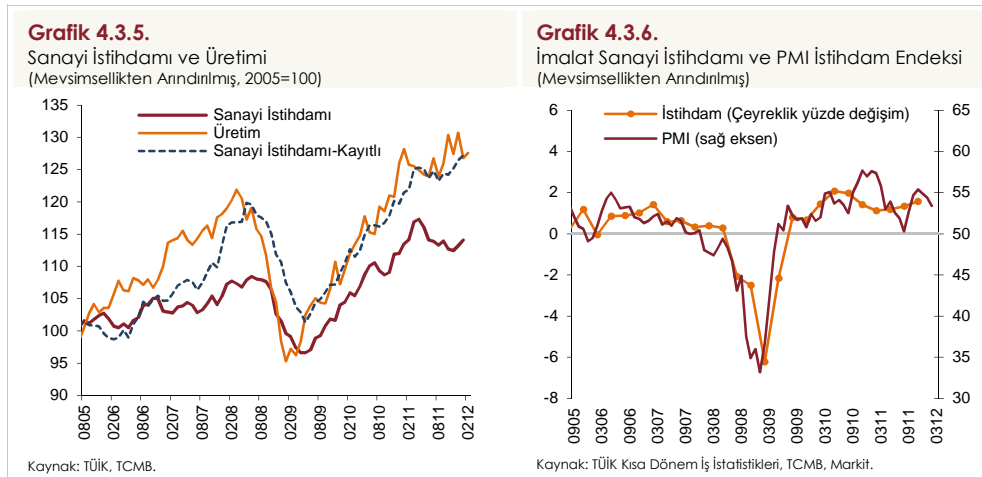


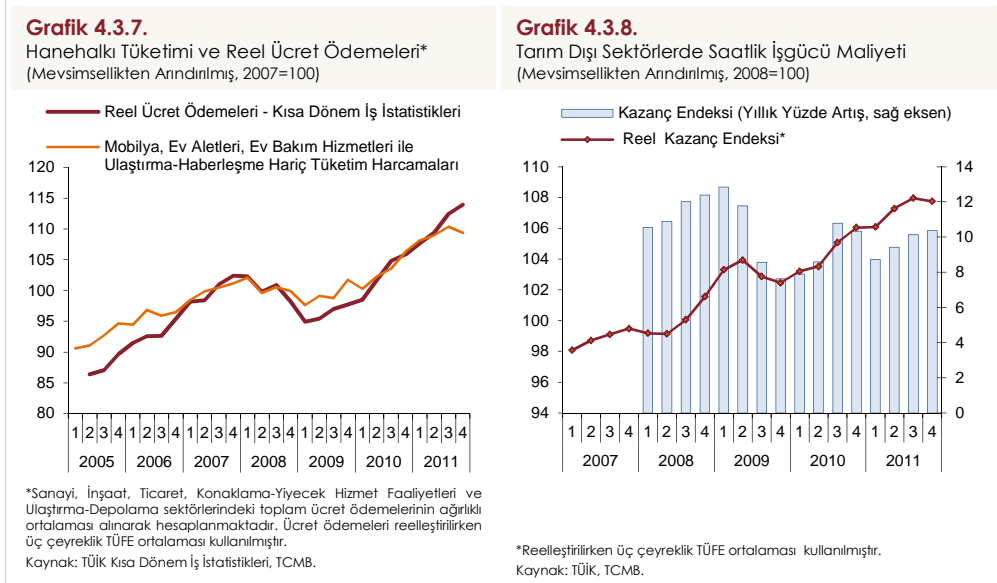
2011 yılında tarım dışı sektörlerde yüksek oranda istihdam artışı sağlanmıştır. Bununla birlikte ilk çeyrekte güçlü olan istihdam artışı yıl sonuna doğru sanayi ve inşaat sektörlerindeki istihdam kayıplarının etkisiyle zayıflamıştır. Son çeyrekte tarım dışı istihdam artışı bir önceki çeyreğe göre hız kazanırken, sektörel olarak bakıldığında eğilimler farklılık göstermiştir. Sanayi istihdamında yılın üçüncü çeyreğinde başlayan azalma eğilimi son çeyrekte hız kaybederek devam etmiştir. Yılın ilk üç çeyreğinde güçlü seyreden inşaat sektöründe son çeyrekte istihdam kayıpları yaşanmıştır. Hizmet sektörü istihdamı ise son çeyrekte de artmaya devam etmiştir. Bu çerçevede, 2011 yılı son çeyreğinde, mevsimsellikten arındırılmış tarım dışı istihdama hizmet sektörü olumlu katkı sağlarken inşaat ve sanayi istihdamı olumsuz katkı yapmıştır (Grafik 4.3.3 ve Grafik 4.3.5). 2011 yılı Aralık döneminde sanayi, 2012 yılı Ocak döneminde ise inşaat sektöründe istihdam yeniden artış göstermiştir. 2012 yılı Ocak dönemi itibarıyla hizmet sektörü istihdamındaki istikrarlı artış eğilimi sürmektedir.

2011 yılı inşaat sektörü gelişmeleri incelendiğinde, katma değer artış hızının yılın ilk çeyreğinde yavaşladığı ve yılın ikinci çeyreğinden itibaren sektör katma değerinin yatay seyrettiği görülmektedir (Grafik 4.3.4). Buna karşın istihdam yılın son çeyreğine kadar hızlı artış eğilimini korumuştur. Son çeyrekte inşaat istihdamı da katma değer gelişmelerine paralel hareket ederek gerilemiş, bu eğilim Ocak dönemine kadar devam etmiştir. Kayıtlı ve kayıt dışı istihdam ayırımında bakıldığında kayıt dışı istihdamdaki gerilemenin daha belirgin olduğu, özellikle Aralık döneminde kayıtlı istihdamdaki azalmanın sınırlı düzeyde kaldığı gözlenmektedir (Grafik 4.3.3). Bir taraftan kayıtlı istihdamdaki gerilemenin erken hız kesmesi ve Ocak döneminde istihdamın yeniden artış göstermesi iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın geçici olarak algılandığını veya sınırlı kaldığını ima etmekte, bu suretle istihdam koşullarına ilişkin olumlu bir sinyal içermektedir. Diğer taraftan inşaat üretiminde girdi olarak kullanılan ve dolayısıyla inşaat faaliyetine ilişkin bilgi değeri olan metalik olmayan mineral ürün imalatının 2012 yılının ilk çeyreğinde gerilemesi söz konusu dönemde inşaat istihdamına ilişkin beklentileri zayıflatmaktadır (Grafik 4.3.4).

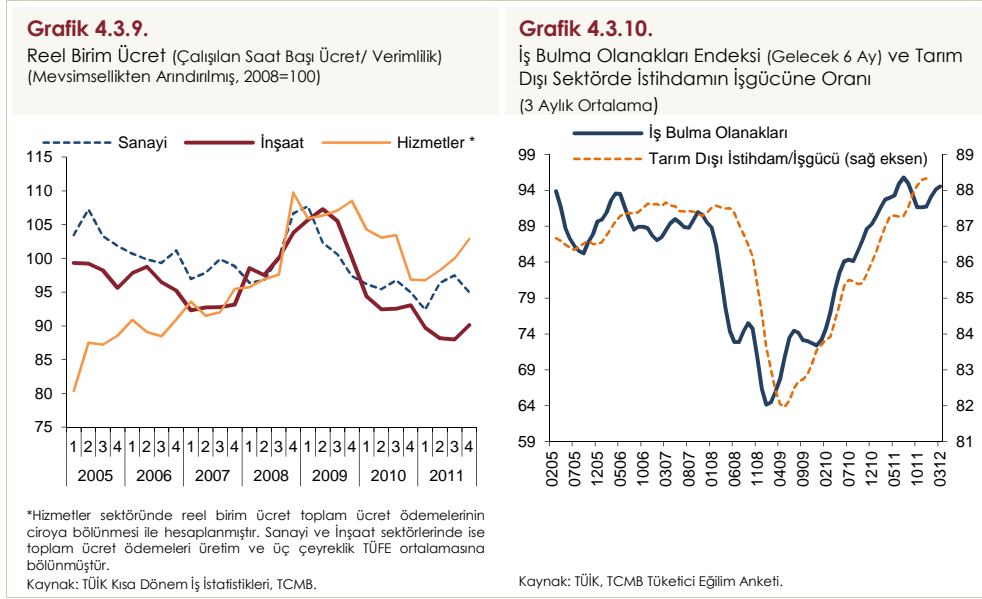


Sanayi sektörü gelişmeleri incelendiğinde, yılın ilk yarısında zayıf seyreden üretimin üçüncü çeyrekte toparlandığı ancak dalgalı bir seyir izlediği gözlenmektedir (Grafik 4.3.5). Kayıtlı sanayi istihdamı üretim gelişmelerine paralel hareket ederken, kayıt dışı çalışanlar dahil toplam istihdam artışı gecikmeli olarak Aralık döneminde gerçekleşmiştir. Bu süreçte, iktisadi faaliyete ilişkin belirsizliklerin istihdamı sınırladığı düşünülmektedir. Ocak döneminde hem kayıtlı hem toplam istihdam artmaya devam etmiştir. PMI istihdam göstergesi 2011 yılı üçüncü çeyreğinden itibaren artarak üretim ve kayıtlı istihdam gelişmeleriyle uyumlu hareket etmiştir. Anılan gösterge bir miktar gerilemekle birlikte 2012 yılı ilk çeyreği için istihdam artışına işaret etmektedir (Grafik 4.3.6). Bu çerçevede 2012 yılı ilk çeyreğinde istihdamın artacağı ancak ABD ve Euro Bölgesi'ndeki iktisadi görünüme ilişkin belirsizliklerin üretimi ve istihdam koşullarındaki iyileşmeyi sınırlayabileceği düşünülmektedir.

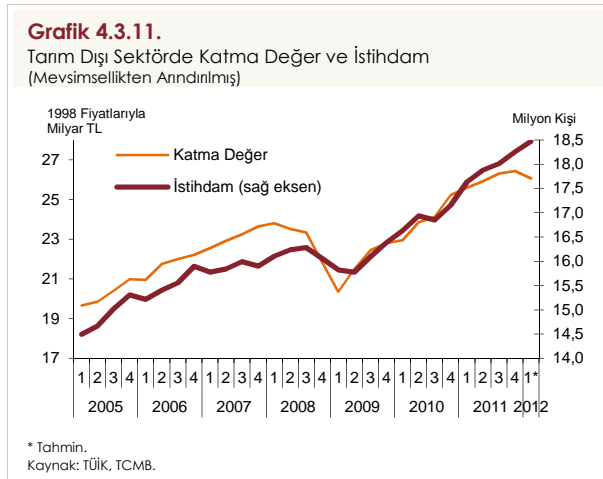




Emek piyasası gelişmeleri iç talep görünümü açısından değerlendirildiğinde, 2012 yılı ilk çeyreğinde reel ücret ödemelerinin özellikle cari dönem gelirine duyarlı gruplara yönelik talebi desteklemeye devam ettiği görülmektedir (Grafik 4.3.7). Ücretler maliyet unsuru olarak incelendiğinde ise, 2011 yılının son çeyreğinde İşgücü Maliyeti Endeksleri kapsamında yayımlanan tarım dışı saatlik reel kazanç endeksinin bir önceki çeyreğe göre bir miktar gerilediği gözlenmektedir (Grafik 4.3.8). Verimlilik gelişmelerini de içeren reel birim ücretler bu dönemde sanayi sektörü hariç artış göstermektedir (Grafik 4.3.9). Ocak Enflasyon Raporu'nda ifade edildiği şekilde sanayi üretiminin zayıf seyretmesinin etkisiyle artan reel birim ücretler, yılın son çeyreğinde üretimdeki artışın etkisiyle yeniden azalmıştır. Diğer taraftan, hizmet ve inşaat sektöründe reel birim ücretlerde artış gözlenmektedir. Saatlik ücretlerin reel olarak yatay seyrettiği bu dönemde reel birim ücretlerdeki artış ortalama verimlilikteki gerilemeye bağlı olarak ortaya çıkmıştır. Her iki sektörde de istihdam artışı üretim/ciro artışının üzerinde gerçekleşmiştir. Bu görünüm çerçevesinde, 2011 yılı son çeyreği itibarıyla sanayi sektöründe fiyatlar üzerinde işgücü maliyeti kaynaklı baskı oluşmadığı, hizmet sektöründe ise özellikle 2011 yılı süresince gözlenen yukarı yönlü eğilimin, önümüzdeki dönemde sektör enflasyonunu artırıcı bir unsur olarak ağırlık kazanmış olabileceği düşünülmektedir.



Özetle, 2011 yılı son çeyreğinde istihdamın hizmet sektöründe güçlü bir şekilde artmasına karşın inşaat ve sanayi sektörlerinde gerilemesi tarım dışı istihdam artışını sınırlamıştır. 2011 yılı Aralık ve 2012 yılı Ocak dönemlerinde ise sanayi ve inşaat istihdamında yeniden artışlar gözlenmiştir. Yılın ilk çeyreğine ilişkin öncü göstergeler sanayi istihdamında olumlu bir görünüme işaret etmektedir. Tüketici Eğilim Anketi'nde yer alan ve hanehalkının iş bulma beklentisini yansıtan iş bulma olanakları endeksi de istihdam imkanlarında artışa işaret etmekte ve istihdam koşullarına ilişkin olumlu beklentiyi pekiştirmektedir (Grafik 4.3.10). 2012 yılının ilk çeyreğinde inşaat faaliyetlerindeki yavaşlamanın sektör istihdamında hissedilmeye devam edeceği, buna karşılık sanayi ve hizmet sektörlerindeki artışların etkisiyle tarım dışı istihdam artışının süreceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.3.11).



Kutu
4.1

İktisadi Faaliyetin Ana Eğilimi: Mevsimsellikten Arındırılmış Veriler

Enflasyon hedeflemesi rejiminde iktisadi faaliyetteki ana eğilimin takibi para politikası karar alma sürecinin önemli bir parçası olarak karşımıza çıkmaktadır. Mevcut durum tespiti bu sürecin başlangıç noktasını oluşturmakta ve öngörülere yön vermektedir. Bu amaçla mevsimsellikten arındırılmış verilere ve bunların aylık/çeyreklik değişim oranlarına sıklıkla atıfta bulunmaktadır. Ancak, mevsimsellikten arındırma sonuçları gerek yöntem gerekse örneklem uzunluğu itibarıyla ciddi ölçüde farklılaşabilmekte, verilerde geriye dönük önemli güncellemeler olabilmektedir. Söz konusu belirsizlik iktisadi değişkenlerin ana eğilimine ilişkin değerlendirmeleri tartışmaya açık hale getirmekte ve gerçek zamanlı politika analizini zorlaştırmaktadır. Bu soruna ilişkin tartışmalar özellikle kriz sonrası süreçte ABD ve Euro Bölgesi gibi büyük ekonomilerde de öne çıkmış; verilerde ciddi kırılmaların yaşandığı dönemleri takiben mevsimsellikten arındırılmış göstergelere temkinli yaklaşılması gereği ortaya konmuştur.¹

Tablo 1. Alternatif Model Tanımları ve Örneklem Uzunluklarına Göre GSYİH Dönemlik Büyüme Oranı (Yüzde)

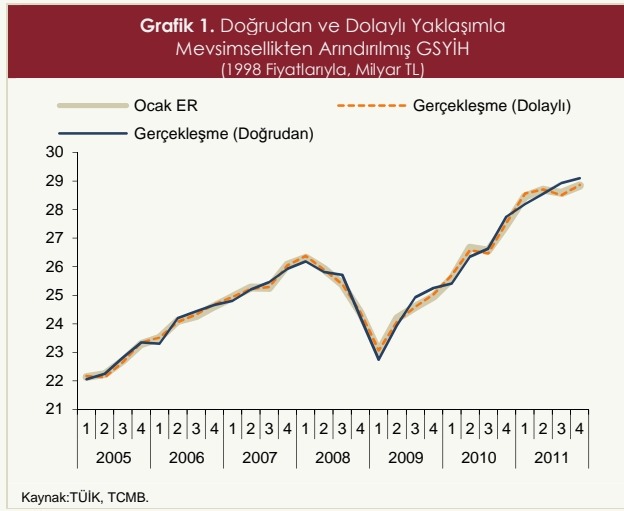
	MODEL TANIMI									
	TÜİK	OTOMATİK*								
	1998	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
2010-4	4,2	4,5	4,2	3,7	3,8	4,1	3,8	4,5	3,6	
2011-1	1,6	2,1	1,9	2,0	2,2	2,0	2,2	1,7	2,3	
2011-2	1,3	0,3	0,3	0,2	0,5	0,3	0,5	0,6	0,7	
2011-3	1,3	0,7	1,0	1,2	1,1	0,9	1,1	0,5	0,6	
2011-4	0,6	1,2	1,0	0,6	0,8	0,8	0,7	1,3	0,5	
Son 3 Çeyrek Ortalaması	1,1	0,8	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,6	

* Mevsimsellikten arındırma işlemi Demetra programı kullanılarak Tramo-Seats yöntemi ile yapılmıştır. Otomatik model sonuçları, TÜİK tarafından önceden belirlenmiş model tanımının aksine, logaritmik dönüşüm, ortalama düzeltmesi, uç değer tanımı ve ARIMA model seçimi gibi tanımlamaların Demetra programında otomatik belirleme süreçlerine bırakılmasıyla elde edilmiştir.
Kaynak:TÜİK, TCMB.

Merkez bankaları açısından büyüme oranları potansiyel düzeyine yaklaştıkça iktisadi faaliyetteki ana eğilimin nasıl seyrettiği sorusu daha da önem kazanmaktadır. Zira son dönem eğilimleri altında çıktı açığındaki değişim sıkılaştırma veya gevşetme yönündeki politika tercihlerini önemli ölçüde etkilemektedir. Örneğin, TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre GSYİH 2011 yılının son çeyreğinde bir önceki döneme göre yüzde 0,6 oranında artış kaydetmiştir. Yıllıklandırıldığında yüzde 2,4 oranında büyümeye tekabül eden bu eğilim iktisadi faaliyette kayda değer bir yavaşlamaya işaret etmektedir. Dahası, 2010 yılının son çeyreğinden bu yana çeyreklik büyüme oranlarında gözlenen kademeli düşüş, 2010 yılının Kasım ayından bu yana yurt içi talebi yavaşlatmaya yönelik alınan tedbirlerin ekonomiyi ılımlı bir patikaya yönlendirdiğine işaret etmektedir (Tablo 1).

¹ Bkz. "Seasonal Adjustment of Short-Term Economic Indicators for the Euro Area in the Current Recession", ECB Monthly Bulletin, August 2009, p. 63-67.

Buna karşılık, yukarıda da kısmen değinildiği gibi mevsimsellikten arındırma sonuçları örneklem uzunluğu kadar model ve uç değer tanımlarına göre de değişmektedir. Başlangıç noktası birer yıl ileri kaydırılarak yapılan mevsimsellikten arındırma işlemleri sonucunda elde edilen dönemlik büyüme oranları Tablo 1'de gösterilmektedir. İlk bakışta, tam örneklem (1998 yılından başlatılan) sonuçlarının TÜİK'in modeli ve otomatik model için farklı politika çıkarımlarına neden olacağı görülmektedir. Buna göre, ilk sütun ekonomide kademeli bir yavaşlama sinyali verirken, ikinci sütun 2011 yılının ikinci yarısında iktisadi faaliyetin giderek ivme kazandığına işaret etmektedir (Tablo 1).



Mevsimsellikten arındırma konusunda değinilmesi gereken bir diğer önemli husus, doğrudan ve dolaylı yaklaşımların ana eğilime dair farklı hikâyeler anlatabildiğidir. Yukarıdaki karşılaştırmaya konu olan örnekler doğrudan GSYİH serisinin mevsimsellikten arındırılmasıyla elde edilirken, dolaylı yaklaşım bir seriyi oluşturan bileşenlerin ayrı ayrı mevsimsellikten arındırılarak toplulaştırılmasını esas almaktadır. Bu yaklaşımla Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan son çeyrek talep görünümünün ima ettiği dolaylı GSYİH (gri düz çizgi) tahmininin gerçekleşme (turuncu kesikli çizgi) ile uyumlu bir seyir izlediği görülmektedir. Buna karşılık, dolaylı ve doğrudan yaklaşımlar, tıpkı bir önceki egzersizde olduğu gibi, iktisadi faaliyetin 2011 yılında izlediği seyre dair farklı bir görünüm sunmaktadır. Özellikle 2011 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyetin yön itibarıyla dahi farklılık arz etmesi mevsimsellikten arındırılmış rakamlara ihtiyatla yaklaşılması gerektiğini göstermektedir.

Özetle, mevsimsellikten arındırılmış veriler kullanılarak iktisadi faaliyetin ana eğilimi değerlendirilirken temkinli bir yaklaşım benimsenmesi gerektiği düşünülmektedir. Bu çerçevede son döneme odaklanmaksızın geçtiğimiz üç çeyrek birikimli olarak ele alındığında, 2011 yılı başından bu yana iktisadi faaliyetin ivme kaybettiğini söylemek mümkündür. Bu eğilim 2012 yılının ilk çeyreğinde daha da belirginleşmiş olmakla birlikte, öncü göstergeler iktisadi faaliyetin ikinci çeyrekte itibaren ılımlı bir artış eğilimine gireceğine işaret etmektedir.

Kutu
4.2

Bölgesel Reel İhracat Gelişmeleri

Son yıllarda Türkiye ihracat pazarlarını çeşitlendirmiş, buna paralel olarak Avrupa Birliği (AB) ve Kuzey Amerika ülkelerinin ihracat içindeki payı düşerken Orta Doğu, Kuzey Afrika ve diğer Asya ülkeleri yükselen pazarlar haline gelmiştir. Bu gelişmeyle birlikte son dönemde ihracat pazarlarında gözlenen ekonomik ve siyasi dalgalanmalar, dış talep gelişmeleri açısından bölgesel ihracat verilerinin önemini artırmaktadır. Bölgesel ihracatın sadece nominal verilerle incelenmesi, ekonominin dış talep bileşeninin analizinde yetersiz kalabilmektedir. Bu kutuda Türkiye'nin ana ihracat pazarlarına yapılan reel ihracat gelişmeleri incelenmektedir.²

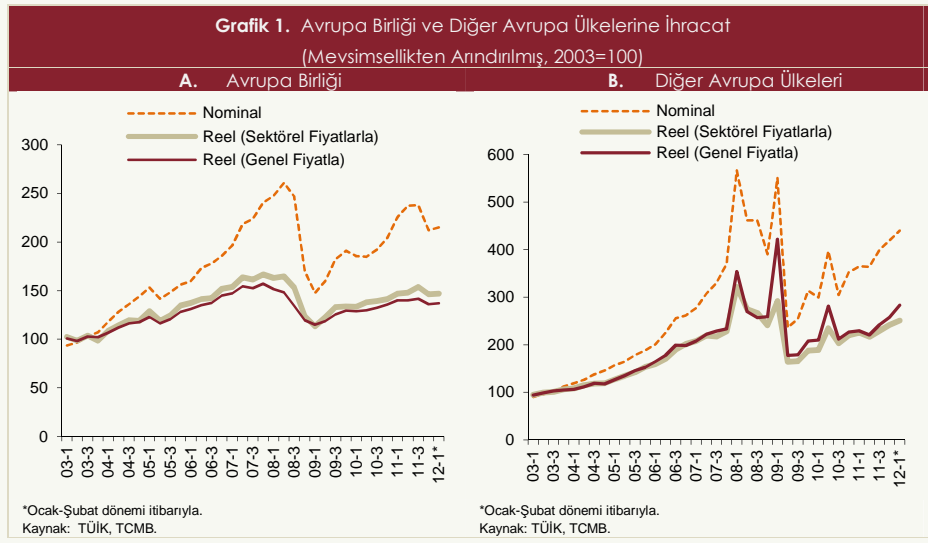
Reel bölgesel ihracat verilerini oluşturmak için doğrudan bir yol olarak, nominal bölgesel ihracat verilerini, ihracat birim değer endeksi ile bölmek düşünülebilir. Söz konusu yöntem, bölgeler itibarıyla ihracatın sektörel kompozisyonunun benzer olduğu durumlarda güvenilir sonuçlar verebilir. Ancak, Türkiye'nin ihracatının sektörel kompozisyonunda bölgelere göre ve zaman içinde ciddi farklılıklar gözlenmektedir. Öte yandan, ihracat fiyatlarının gelişimi de sektörler arasında ciddi farklılık göstermektedir.³ Bu noktadan hareketle, sektörel ihracat fiyatları kullanılarak bölgesel reel ihracat verileri hesaplanmıştır. Bu verilere ek olarak, genel ihracat fiyatları ile hesaplanan reel veriler ve nominal veriler kullanılarak bölgeler itibarıyla ihracat gelişmeleri incelenmiştir.

En büyük ihracat pazarımız olan AB'ye ihracatımız incelendiğinde, 2003 yılı baz olmak üzere, genel fiyatlarla elde edilen reel ihracatın sektörel fiyatlarla elde edilen reel ihracatın genel olarak altında kaldığı görülmektedir (Grafik 1.A). Bu durum, incelenen dönemde AB ülkelerine ihraç edilen malların (mamul mallar - ağırlıklı olarak motorlu taşıt, tekstil, giyim sektörleri) ihracat fiyatlarındaki artışların genel ihracat fiyatlarındaki artışların gerisinde kalmasından kaynaklanmaktadır. Bölgede 2011 yılının sonlarında yaşanan ekonomik kriz dönemi incelendiğinde, nominal verilerin işaret ettiği aksine, bölgeye yapılan reel ihracatın krizden ciddi anlamda etkilenmediği görülmektedir. Son çeyreğe ilişkin reel veriler, bölgeye yapılan ihracatın yataya yakın bir seyir izlediğine işaret etmektedir.

² Bu kutuya konu olan analiz ve yöntem daha ayrıntılı olarak Aldan ve Çulha (2012)'de sunulmaktadır.

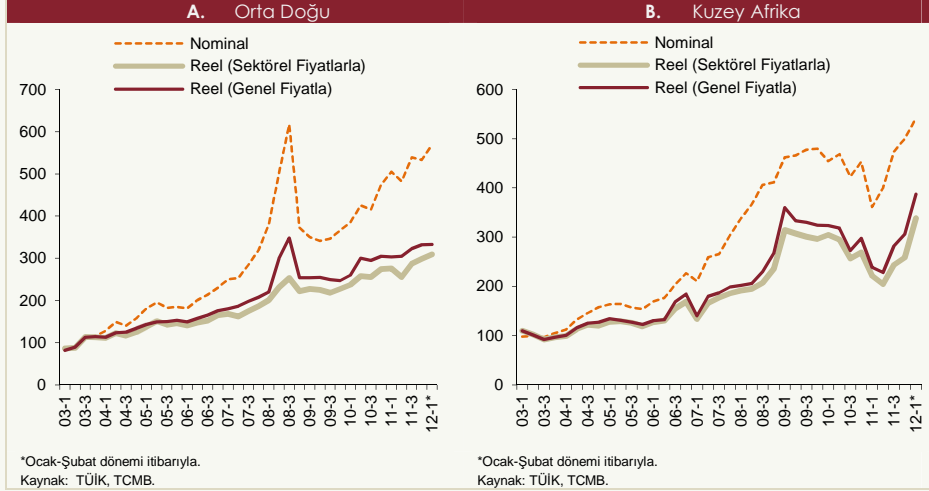
³ Sektörel ihracat fiyat gelişmeleri ve söz konusu gelişmelerin genel ihracat fiyatlarına etkisi için bakınız Aldan ve Üngör (2011).

AB dışındaki diğer Avrupa ülkelerine yapılan reel ihracat, sektörel fiyat gelişmeleri dikkate alınmadığında yüksek oynaklık gösterebilmekteyken, sektörel fiyatlar dikkate alındığında oynaklık oldukça azalmaktadır (Grafik 1.B). Bölgeye yapılan ihracatta belli dönemlerde altın ihracatının önemli yer tutması ve altın fiyatlarının genel ihracat fiyatlarından oldukça farklı hareket etmesi bu farklılığın temel sebebidir. Şubat ayında bölgeye yapılan altın ihracatındaki hızlı artış ve altın fiyatlarının yüksekliği nedeniyle, genel fiyatla elde edilen ihracat verileri canlanmaya işaret ederken, sektörel fiyatlarla elde edilen reel ihracat verileri daha ılımlı bir toparlanma eğilimi göstermektedir.



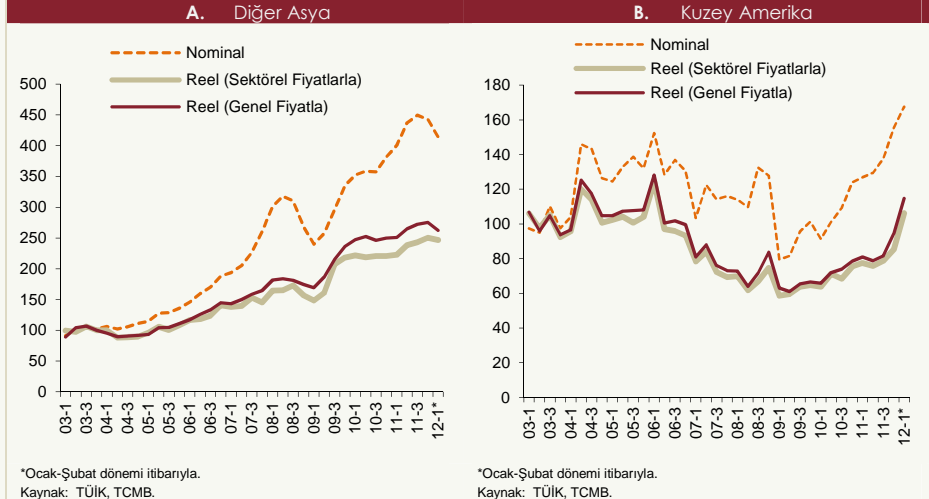
Orta Doğu ülkelerine yapılan ihracatta, özellikle 2008 yılında, fiyat etkisi, demir çelik sektörü kaynaklı olarak oldukça belirgin olmuştur (Grafik 2.A). Nominal ihracat ve genel ihracat fiyatıyla elde edilen reel ihracat hızla artarken, sektörel fiyatlarla edilen reel ihracatta canlanma sınırlı olmuştur. Son dönem verileri incelendiğinde, Suriye'deki siyasi gelişmelerin reel ihracata etkisinin fazla olmadığı, nominal verilerle gözlenen canlanmaya karşın, reel verilerin ılımlı bir artış patikasına işaret ettiği görülmektedir. Sektörel fiyatlarla hesaplanan reel ihracat, 2008 yılındaki zirveyi geçerek tarihsel olarak en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Kuzey Afrika'ya yapılan ihracat incelendiğinde ise, 2011 yılının ilk yarısına kadar politik gelişmeler neticesinde gerileyen ihracatın son dönemde hızlı bir toparlanma eğiliminde olduğu görülmektedir (Grafik 2.B).

Grafik 2. Orta Doğu ve Kuzey Afrika Ülkelerine İhracat
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2003=100)



Diğer Asya ülkelerine yapılan ihracat incelendiğinde, 2008 yılı sonlarındaki düşüşten sonra, nominal verilerdeki hızlı yükselişe karşın reel verilerde daha ılımlı bir artış patikası görülmektedir (Grafik 3.A). Bununla birlikte, Bölgeye yapılan ihracat 2012 yılının ilk çeyreğinde, hafif bir gerilemeye işaret etmektedir. Kuzey Amerika'ya yapılan ihracat, gerek nominal gerekse reel verilerle, son dönemde hızlı bir artışa işaret etmektedir (Grafik 3.B).

Grafik 3. Diğer Asya ve Kuzey Amerika Ülkelerine İhracat
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2003=100)



Sonuç olarak, 2012 yılının ilk aylarına ilişkin mevsimsellikten arındırılmış veriler, reel ihracatta AB ve Diğer Asya ülkelerinde gözlenen zayıf seyrin olumsuz etkisinin, Kuzey Afrika ve Kuzey Amerika başta olmak üzere diğer bölgelere yapılan ihracattaki artışla büyük ölçüde telafi edildiğini göstermektedir.

Kaynakça

Aldan, A. ve O. Çulha (2012), "Bölgesel İhracat Miktar Endeksleri", TCMB Ekonomi Notu, Yayımlanma Aşamasında.

Aldan, A. ve M. Üngör (2011), "2003-2010 Dönemi Dış Ticaret Fiyat Artışlarının Sektörel Kaynakları." TCMB Ekonomi Notu, 11/18.

Kutu
4.3

İthalat Fiyatlarındaki Son Dönem Eğilimler

2012 yılının ilk çeyreğinde dünya enerji fiyatlarında jeopolitik gerginliklerin yarattığı arz yönlü sorunlar nedeniyle yaşanan artışlar, gerek enflasyon gerekse cari işlemler dengesine olumsuz etkileri bakımından kamuoyunun gündeminde sıklıkla yer almaktadır. Oysa özellikle cari dengenin görünümü açısından enerji dışı fiyatların seyri enerji fiyatlarına kıyasla daha fazla önem taşımaktadır. Bu çerçevede, bu kutuda enerji ve enerji dışı temel mal gruplarının ithalat fiyatlarındaki son dönem eğilimleri incelenmektedir.

Türkiye'nin ithalatı içinde enerji ithalatına⁴ ek olarak, sırasıyla, ana metal⁵, kimyasal ürünler, makine ve teçhizat, motorlu kara taşıtları ve giyim ve tekstil ürünleri⁶ ithalatı önemli paya sahiptir (Tablo 1). 2011 yılı itibarıyla enerji ithalatının toplam ithalat içindeki payı yüzde 22,5 seviyesinde iken, yukarıda bahsedilen ürünlerin toplam ithalat içindeki payı yüzde 50,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, enerji ithalatı dışındaki bu mal gruplarının fiyatlarının seyri de ithalat fiyatlarında belirleyici niteliktedir.

Tablo 1. İthalatın Sektörel Dağılımı (Yüzde Pay)

	Enerji	Ana Metal	Kimyasal Ürünler	Makine ve Teçhizat	Motorlu Kara Taşıtı	Giyim ve Tekstil
2002	17,9	11,3	16,8	12,6	5,7	6,2
2003	16,7	13,5	16,2	11,7	9,2	5,7
2004	14,8	14,8	15,5	10,6	12,1	5,1
2005	18,2	14,6	15,0	10,5	10,6	4,7
2006	20,7	15,2	14,0	10,3	9,5	4,5
2007	19,9	17,2	13,9	10,1	8,9	4,7
2008	23,9	17,9	13,4	8,4	7,7	4,1
2009	21,2	12,7	15,2	8,9	7,6	5,0
2010	20,7	14,2	14,6	8,4	8,5	5,2
2011	22,5	15,2	13,8	8,8	8,3	4,6

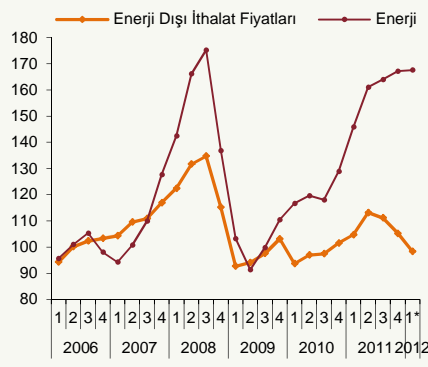
Kaynak:TÜİK.

Son dönem eğilimleri incelendiğinde, 2011 yılı ikinci yarısından bu yana enerji ithalatı fiyatları ile enerji dışı ithalat fiyatları arasında belirgin bir ayrışma dikkat çekmektedir. Söz konusu dönemde enerji fiyatları dünya enerji fiyatları ile uyumlu şekilde kademeli ve sürekli bir artış eğilimi sergilerken, enerji dışı ithalat fiyatları aynı dönemde kayda değer oranda düşmüştür. 2012 yılının ilk çeyreğinde de enerji dışı ithalat fiyatlarındaki düşüş eğilimi devam etmiştir (Grafik 1 ve 2).

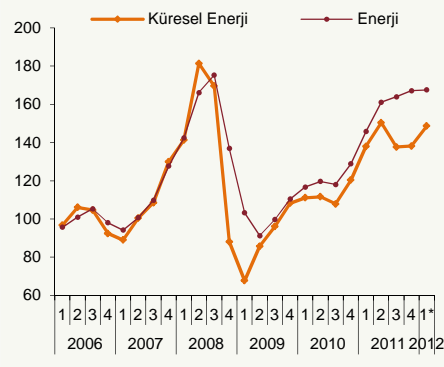
⁴ Ham petrol, doğalgaz, taş kömürü ve elektrik ithalatından oluşmaktadır.

⁵ Atık ve hurdalar dahil.

⁶ Deri ürünleri dahil.

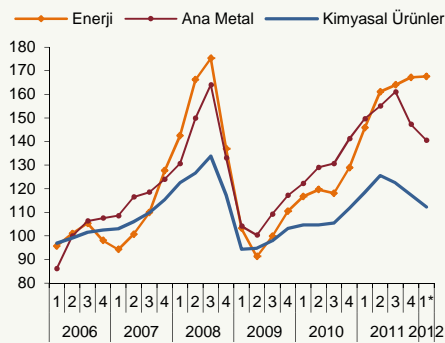
Grafik 1. Enerji ve Enerji Dışı İthalat Fiyatları Endeksi (2006=100)

* Ocak ve Şubat.
Kaynak: TÜİK ve TCMB Hesaplamaları.

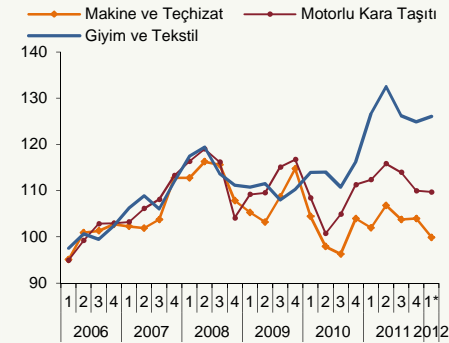
Grafik 2. Küresel Enerji ve Enerji İthalat Fiyatları Endeksi (2006=100)

* Ocak ve Şubat.
Kaynak: TÜİK ve TCMB Hesaplamaları.

Enerji dışı ithalat fiyatlarında süregelen düşüşün temel belirleyicileri olarak toplam ithalat içinde enerji ithalatından sonra önemli paylara sahip olan ana metal (yüzde 15,2) ve kimyasal ürünler (yüzde 13,8) sektörleri ön plana çıkmaktadır. Diğer önemli sektörler olan makine ve teçhizat ile motorlu kara taşıtlarında da benzer eğilimler söz konusudur.

Grafik 3. Sektör Ayrımında İthalat Fiyatları Endeksi (2006=100)

* Ocak ve Şubat.
Kaynak: TÜİK ve TCMB Hesaplamaları.

Grafik 4. Sektör Ayrımında İthalat Fiyatları Endeksi (2006=100)

* Ocak ve Şubat.
Kaynak: TÜİK ve TCMB Hesaplamaları.

Sonuç olarak, Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bugüne petrol fiyatlarının varsayımların üzerinde seyretmesi enerji fiyatlarının öngörülenden hızlı artmasına neden olsa da, enerji dışı ithalat fiyatlarındaki olumlu görünüm enerji fiyatlarının enflasyon üzerindeki etkilerini kısmen telafi etmektedir. Cari işlemler dengesi tarafında ise son dönemde enerji dışı ithalat fiyatlarında gözlenen düşüş enerji ithalatı fiyatlarındaki artışı telafi etmektedir. Dolayısıyla, 2012 yılı cari işlemler açığına yönelik değerlendirmeler yapılırken enerji fiyatlarındaki eğilimlerin yanı sıra ithalat içinde önemli yer tutan enerji dışı sektörlerin ithalat fiyatlarındaki gelişmelerin de yakından takip edilmesi önem taşımaktadır.

Kutu
4.4

GSYİH, İşgücü, İstihdam ve İşsizlik

İktisadi faaliyetteki büyümenin, beraberinde istihdam artışı getirmesi toplumsal refah açısından önem arz etmektedir. Bu kutuda 2005-2011 yılları arasında GSYİH, istihdam ve işsizlik oranlarındaki değişimler karşılaştırılarak ekonomik faaliyetin istihdamı artırma ve işsizlik oranını düşürme kapasitesi dönemsel olarak incelenmektedir. Analiz 2005:Ç2-2008:Ç2 ve 2009:Ç4-2011:Ç4 üç aylık dönemlerini içeren iki alt dönem itibarıyla yapılmıştır. Ayrıca, bu iki dönemin incelenmesinden yola çıkarak 2012 yılı işsizliğine dair öngörüler sunulmuştur. Söz konusu dönemlere dair üç aylık GSYİH, istihdam ve işsizlik oranlarının yıllık büyüme oranlarının ortalaması Tablo 1'de verilmiştir. İki dönemde de yüksek büyüme oranı gerçekleşmiş, ancak gözlenen istihdam artışı ve işsizlik oranı düşüşü farklılaşmıştır.

Tablo 1. GSYİH, İşgücü, İstihdam ve İşsizlik (Üç aylık yıllık büyüme oranlarının ortalaması)

Dönemler	GSYİH		İşgücü		İstihdam		İşsizlik ⁷	
	Toplam	Tarım Dışı	Toplam	Tarım Dışı	Toplam	Tarım Dışı	Toplam	Tarım Dışı
2005:Ç2-2008:Ç2	6,7	7,3	1,7	4,1	1,9	4,8	-0,2	-0,5
2009:Ç4-2011:Ç4	8,7	9,1	3,9	2,8	6,1	5,6	-1,8	-2,1

Kaynak: TÜİK, TCMB.

2005:Ç2-2008:Ç2 döneminde toplam ve tarım dışı ortalama üç aylık GSYİH yıllık büyüme oranları birbirine yakın seyretmiş, tarım dışı istihdam ise toplam istihdamla kıyasla yüksek oranda büyümüştür (Tablo1). İşsizlik oranlarında ise oldukça sınırlı bir azalış gözlenmiştir. Bu dönemde büyüme oranları yüksek seyretmesine rağmen işsizlik oranlarında belirgin bir iyileşme olmaması dikkati çekmektedir. 2009:Ç4-2011:Ç4 döneminde ise GSYİH büyüme oranları daha güçlü seyretmiş, toplam ve tarım dışı istihdam artışı ortalama sırasıyla yüzde 6,1 ve 5,6 olmuştur. Bu gelişmeler doğrultusunda işsizlik oranlarında hızlı düşüşler gerçekleşmiştir.

Tablo 2, üç aylık istihdam ve işsizlik verilerinin yıllık değişimlerinin üç aylık GSYİH yıllık değişimine oranlarının söz konusu iki dönemde gerçekleşen ortalamalarını göstermektedir. Bu veriler GSYİH'deki büyümenin istihdam artışına ve işsizlik oranındaki düşüşe ne kadar katkı sağlayabildiğine dair bir gösterge olarak düşünülebilir.

⁷ İşsizlik oranlarındaki değişim bir önceki yılın aynı döneminden çıkarılarak hesaplanmıştır.

Tablo 2. İstihdam ve İşsizlik Oranının GSYİH Büyümesine Duyarlılığı

Dönemler	Üç aylık İstihdam Yıllık Değişim/Üç Aylık GSYİH Yıllık Değişim Dönem Ortalaması		Üç Aylık İşsizlik Yıllık Fark/Üç Aylık GSYİH Yıllık Değişim Dönem Ortalaması	
	Toplam	Tarım Dışı	Toplam	Tarım Dışı
2005:Ç2-2008:Ç2	0,280	0,631	-0,017	-0,070
2009:Ç4-2011:Ç4	0,747	0,635	-0,218	-0,241

Kaynak: TÜİK, TCMB.

2005:Ç2-2008:Ç2 döneminde yüzde 1 oranındaki GSYİH büyümesi, yüzde 0,3 oranında bir istihdam büyümesini beraberinde getirmiştir. Aynı dönemde tarım dışı GSYİH'de yüzde 1'lik bir büyüme oranı ise yüzde 0,6 gibi oldukça yüksek bir tarım dışı istihdam büyümesi sağlamıştır (Tablo 2). 2009:Ç4-2011:Ç4 döneminde ise toplam iktisadi faaliyetteki genişlemenin istihdamı artırma kapasitesi 2005:Ç2-2008:Ç2 dönemine göre daha da artmış, her yüzde 1'lik GSYİH büyüme oranı beraberinde yüzde 0,75'lik bir istihdam büyümesi getirmiştir. Tarım dışı GSYİH'deki büyüme ise, diğer dönemde de gerçekleştiği gibi, beraberinde yüzde 0,6'lık bir istihdam artışı getirmiştir. İncelenen iki dönemde, toplam istihdamdaki artışlar tarım sektörünün davranışına bağlı olarak birbirinden ayrılmıştır. 2005:Ç2-2008:Ç2 döneminde istihdam artışına paralel işgücüne katılım artışlarının gerçekleşmesi, bu dönemde istihdam artışlarının işsizlik oranını azaltıcı etkisini sınırlamıştır. Diğer dönemde ise istihdam artışları işgücüne katılım artışlarından fazla olmuş ve işsizlik oranları hızla gerilemiştir. Dolayısıyla, ekonomik büyüme beraberinde istihdam artışları getirirse de işsizliği düşürücü etkisi işgücüne katılımın izlediği seyre bağlı olmaktadır.

Bu analiz ışığında Tablo 3'te, değişik senaryolar altında, 2012 yılında GSYİH'nin yıllık büyüme oranının yüzde 4 oranında gerçekleşmesi durumunda ne kadarlık istihdam artışları beklenebileceği ve bu artışın beraberinde işsizlik oranını hangi yönde etkileyebileceği sunulmaktadır. Tablo 3'ün kolonlarında yıl genelinde olası işgücü artış oranları, satırlarda ise istihdam büyümesinin GSYİH büyümesine duyarlılığı verilmektedir. İşsizlik oranının hangi yönde değişeceği istihdamın artış oranıyla işgücüne katılımın artış oranı kıyaslanarak, istihdamın artış oranı ise GSYİH büyüme oranıyla duyarlılık parametresi çarpılarak hesaplanmaktadır.

Tablo 3. 2012 yılı GSYİH Büyüme Oranının Yüzde 4 Olması Durumundaki Olası İşsizlik Beklentisi

	İşgücü Yıllık Artış Oranı Beklentileri				
	1,5	2,0	2,5	3,0	4,0
Duyarlılık					
0,4	düşüş	artış	artış	artış	artış
0,6	düşüş	düşüş	artış	artış	artış
0,8	düşüş	düşüş	düşüş	düşüş	artış

Kaynak: TCMB.

2012 yılı için gerçekleşme olasılığı daha fazla olduğu düşünülen duyarlılık ve işgücü artış oranlarına denk gelen işsizlik oranı hareketi taralı alanda gösterilmektedir. İstihdamın GSYİH büyümesine duyarlılığının son dönemde oldukça yüksek seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 2). Ayrıca, 2012 yılı Ocak dönemi işsizlik rakamları ve istihdam artışları da GSYİH'nin istihdam yaratma kapasitesinin arttığını doğrulamakta ve 2012 yılı için bu beklentiyi devam ettirmektedir. Dolayısıyla, 2012 yılında duyarlılık oranının 0,6-0,8 aralığında olma olasılığının daha kuvvetli olduğu öngörülmektedir. İşgücü artış hızının ise son dönemde önceki döneme göre yükseldiği gözlenmiştir (Tablo 1). Ancak, söz konusu artışta kriz dönemlerine özgü ek çalışan etkisinin de belirleyici unsurlar arasında yer aldığı düşünülmekte, bu nedenle, son dönem ortalamalarından daha düşük bir işgücü artış hızının gerçekleşme olasılığının daha fazla olduğu göz önüne alınarak 2012 yılında işgücü artış hızının 1,5-3,0 arasında olacağı beklenmektedir.⁸

Söz konusu beklentiler çerçevesinde (Tablo 3 taralı kısım) 2012 yılında büyümenin yüzde 4 olması halinde işsizliğin azalma olasılığının yüksek olduğu yorumu yapılabilir. Benzer şekilde, Tablo 4 ve 5'te 2012 yılı GSYİH büyüme oranına dair farklı senaryolar dahilinde sunulan analizler de işsizlik oranlarında düşüş olasılığının yüksek olduğu öngörüsünü desteklemektedir.

Tablo 4. 2012 yılı GSYİH Büyüme Oranının Yüzde 3,5 Olması Durumundaki Olası İşsizlik Beklentisi

	İşgücü Yıllık Artış Oranı Beklentileri				
	1,5	2,0	2,5	3,0	4,0
Duyarlılık					
0,4	artış	artış	artış	artış	artış
0,6	düşüş	düşüş	artış	artış	artış
0,8	düşüş	düşüş	düşüş	artış	artış

Kaynak: TCMB.

⁸ Türkiye'de kadın işgücünün kriz dönemlerinde ek çalışan davranışı ile tutarlı hareket ettiğine dair bulgular için bakınız: Başkaya ve Şengül (2012).

Tablo 5. 2012 yılı GSYİH Büyüme Oranın Yüzde 4,5 Olması Durumundaki Olası İşsizlik Beklentisi

	İşgücü Yıllık Artış Oranı Beklentileri				
	1,5	2,0	2,5	3,0	4,0
Duyarlılık					
0,4	düşüş	artış	artış	artış	artış
0,6	düşüş	düşüş	artış	artış	artış
0,8	düşüş	düşüş	düşüş	düşüş	artış

Kaynak: TCMB.

Özetle bu kutuda, GSYİH büyüme tahminleri, geçmiş dönem işgücü hareketleri ve GSYİH büyümesinin istihdam artırma kapasitesi dikkate alınarak, 2012 yılı için değişik senaryolar altında işsizlik oranına dair öngörüler özetlenmiştir. Sonuç olarak, işgücü artış oranının ve GSYİH-istihdam duyarlılığının beklentilerle uyumlu seyretmesi durumunda yılsonu itibarıyla işsizlik oranlarında düşüş beklenmektedir.

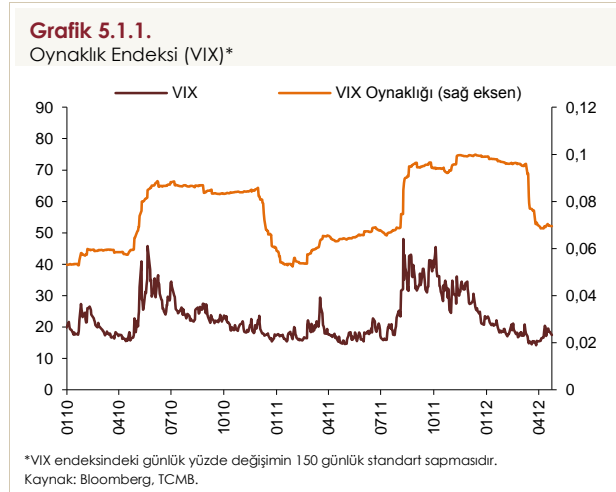
Kaynakça:

Başkaya, Y. S. ve G. Şengül (2012): "Türkiye'de Emek Piyasasının Çevrimsel Hareketinin Cinsiyet Bazında Analizi", TCMB Ekonomi Notu, 12/09.

5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

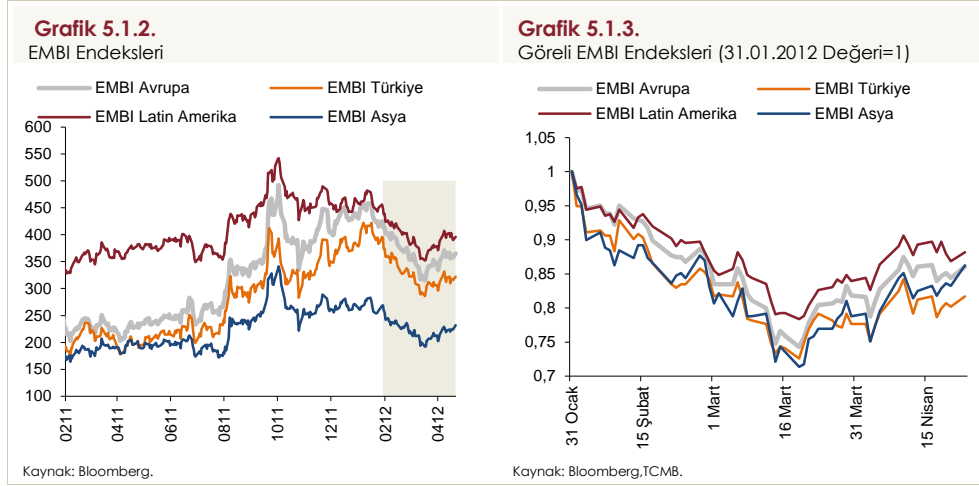
5.1. Finansal Piyasalar

Yılın ilk çeyreğinde küresel ekonomiye ilişkin açıklanan veriler toparlanma sinyalleri vermekte, ancak aşağı yönlü risklerin de devam ettiğine işaret etmektedir. Bu dönemde Avrupa Merkez Bankası borç sorununun çözümüne ilişkin tedbirler almış ve ekonomik büyümeye katkıda bulunmak amacıyla parasal genişlemeye devam etmiştir. Söz konusu tedbirlerin etkisiyle borç sorunu olan ülkelerin tahvil getirileri düşüş göstermesine rağmen yüksek seviyelerde seyretmektedir. Ayrıca, ilk çeyrekte Japonya Merkez Bankası da ekonomik büyümeye katkıda bulunmak amacıyla parasal genişlemeye gitmiştir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının genişleyici yönde para politikaları, Yunanistan'ın borç sorunu çözümüne ilişkin belirsizliklerin azalması ve ABD'de büyümeye ilişkin olumlu veriler küresel risk iştahında belirgin bir artışa neden olmuştur (Grafik 5.1.1). Ancak son dönemde beklentilerin aksine gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişlemeye devam edeceklerine dair bir sinyal vermemesi, Euro Bölgesi'nde borçluluk sorununa ilişkin endişeler ve Çin ekonomisinde büyüme beklentilerinin aşağı yönlü güncellenmesi küresel risk iştahının azalmasına yol açmıştır. Alınan önlemlere rağmen hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme beklentilerinde yılın ilk çeyreğinde belirgin bir değişimin olmadığı gözlenmektedir.

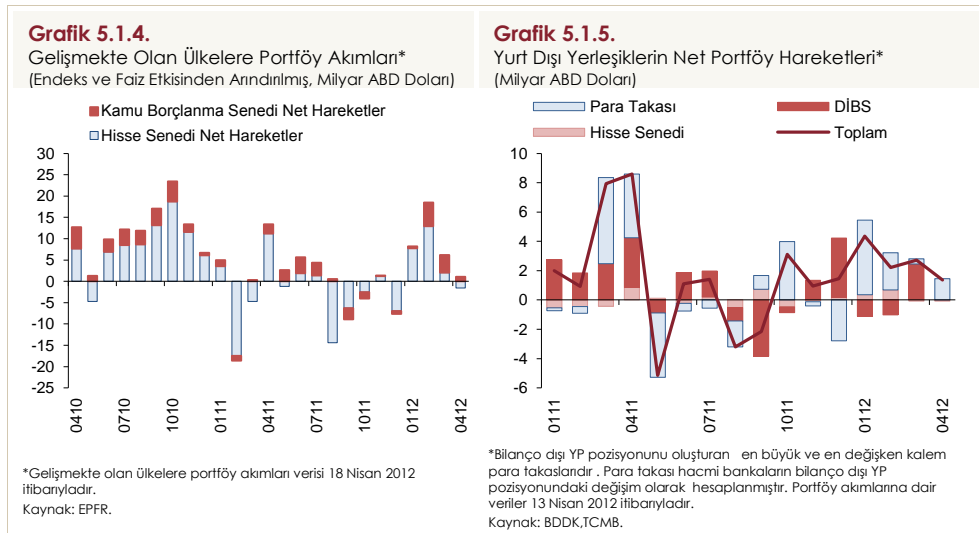


Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından sonraki dönemde küresel risk iştahının olumlu seyretmesine neden olan tüm gelişmeler gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde de düşüşe yol açmıştır (Grafik 5.1.2). Ancak son dönemde küresel ekonomiye dair olumsuz gelişmeler ve yükselen petrol

fiyatlarının etkisiyle risk primleri sınırlı oranda artış göstermiştir. Bu dönemde, Türkiye'nin risk priminin de diğer gelişmekte olan ülkelerle beraber hareket ettiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.3).



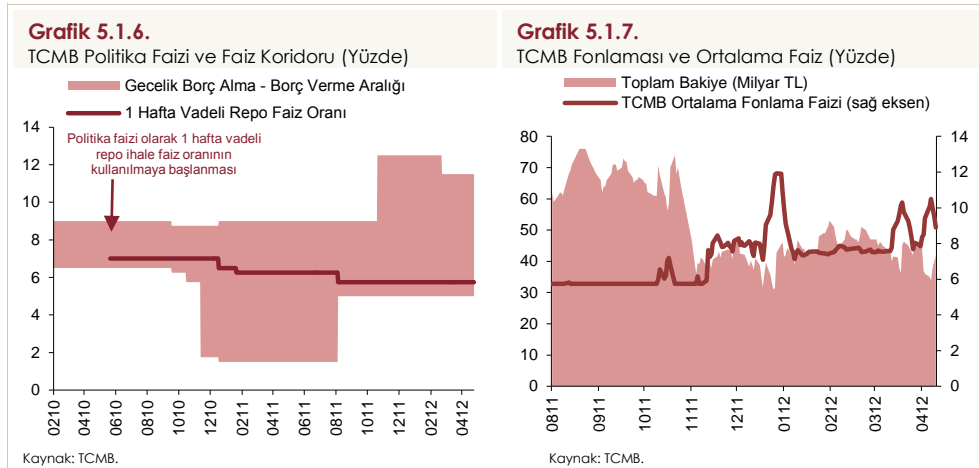
Gelişmiş ülkelerde uygulanan parasal genişleme ve küresel risk algılamalarındaki olumlu seyir gelişmekte olan ülkelere, hisse senedi piyasasında belirgin olmak üzere, portföy yatırımı biçimindeki sermaye girişlerinin artmasına yol açmıştır (Grafik 5.1.4). Türkiye'de ise Ocak ve Şubat aylarında yurt dışı yerleşiklerin hisse senedi piyasasına yatırım yaptıkları gözlenirken, DİBS piyasasından çıkış yaptıkları gözlenmektedir (Grafik 5.1.5). Bu gelişmede dönemin başında piyasa faizlerindeki düşüşün etkisiyle yurt dışı yerleşiklerin kâr realizasyonu gerçekleştirmelerinin etkili olabileceği düşünülmektedir. Öte yandan, Mart ayında faiz oranlarının da artmasının etkisiyle yurt dışı yerleşiklerin tekrar DİBS piyasasına giriş yaptıkları gözlenmektedir.



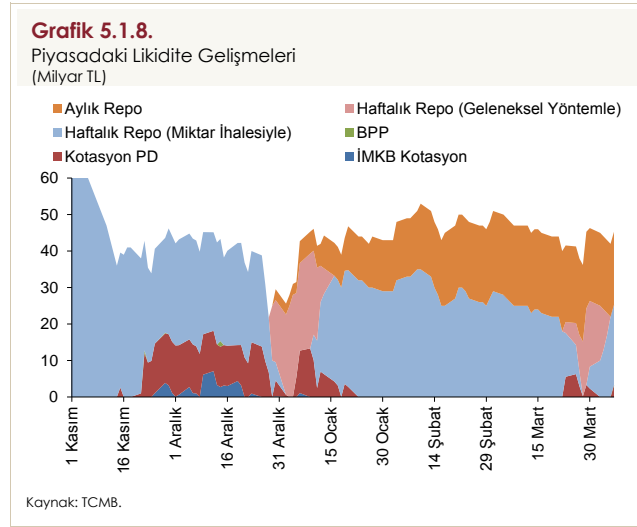
Yılın ilk aylarında, önemli bir bölümünü yurt dışı yerleşiklerin para takası işlemlerinin oluşturduğu kısa vadeli sermaye yatırımlarının arttığı gözlenmektedir. Bu durum, yurt dışı yerleşiklerin yapmış oldukları para takası hacmine dair önemli bir gösterge olan yurt içi bankaların bilanço dışı yabancı para cinsi net pozisyonlarında da görülebilmektedir. DİBS piyasasında sermaye çıkışı görülen dönemde para takası piyasasına sermaye girişlerinin artması, yurt dışı yerleşiklerin daha kısa vadeli yatırım araçlarına yöneldiklerine işaret etmektedir. Bu gelişmede parasal genişlemenin etkisiyle küresel likiditedeki artışın ve kısa vadeli para piyasası faizlerinin görece yüksek seviyesinin etkili olduğu düşünülmektedir. Sonuç olarak, para takası işlemleri dâhil edildiğinde, yurt dışı yerleşiklerin net portföy girişlerinin devam ettiği görülmektedir (Grafik 5.1.5).

Para Politikası Uygulamaları

TCMB, Ocak ayı Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından sonraki dönemde küresel risk algılamalarındaki olumlu seyre karşın maliyet unsurlarına dair yukarı yönlü risklerin canlılığını koruması nedeniyle temkinli duruşunu sürdürmüştür. Küresel ölçekte alınan parasal genişlemeye ilişkin kararlar göz önüne alınarak Şubat ayında faiz koridorunun üst sınırı 100 baz puan indirilmiştir (Grafik 5.1.6). Öte yandan, petrol fiyatları ve diğer maliyet unsurlarında gözlenen artışların enflasyon beklentilerini bozmasını engellemek amacıyla 23-29 Mart 2012 tarihleri arasında TCMB ek parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu dönemde politika faizinden yapılan bir hafta vadeli repo fonlama miktarı düşürülerek piyasaya sağlanan likiditenin ağırlıklı ortalama faizi yükseltilmiştir (Grafik 5.1.7). Nisan ayı toplantısında ise Kurul, geçici maliyet unsurlarının enflasyon görünümünü bozmasına izin vermeyeceğini belirterek önümüzdeki dönemde ek parasal sıkılaştırmanın daha sık uygulanabileceğini vurgulamıştır.

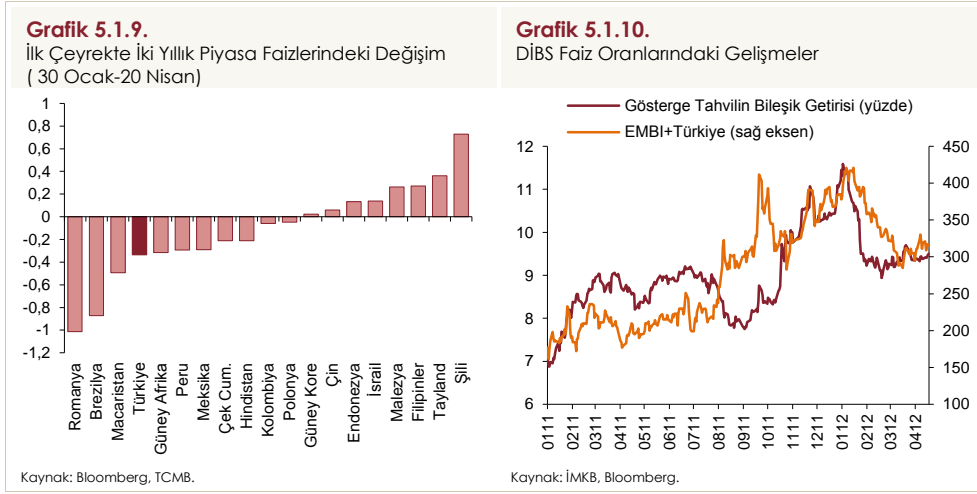


TCMB yılın ilk çeyreğinde de bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla miktar ihalesi açılacak günlerdeki fonlama tutarını ve bir ay vadeli repo ihale miktarına ilişkin üst sınırı duyurmaya devam etmiştir. Bu doğrultuda Şubat ayında politika faizinden yapılan fonlama 3 milyar TL ile 7 milyar TL arasında tutulurken, geleneksel yöntemle yapılan bir ay vadeli repo ihaleleri için üst sınır da 5 milyar TL'den 6 milyar TL'ye yükseltilmiştir. 27 Mart tarihli Para Politikası Kurulu toplantısında ise bir hafta vadeli repo ihalesi ile sağlanması planlanan fonlama miktarı aralığı 1 milyar TL ile 6 milyar TL olarak değiştirilmiş ve bir ay vadeli repo ihale miktarının üst sınırı 5 milyar TL'ye düşürülmüştür. Bu dönemde TCMB'nin yaptığı günlük toplam fonlama miktarı çok fazla değişkenlik göstermemiş ve 40-50 milyar TL seviyelerinde seyretmiştir (Grafik 5.1.8). Ayrıca bankaların likidite ihtiyaçlarının daha kalıcı ve esnek bir şekilde karşılanması ve altın rezervlerinin güçlendirilmesi amacıyla Türk lirası yükümlülükler için zorunlu karşılıkların altın cinsinden tutulabilme oranı yüzde 10'dan yüzde 20'ye yükseltilmiştir.

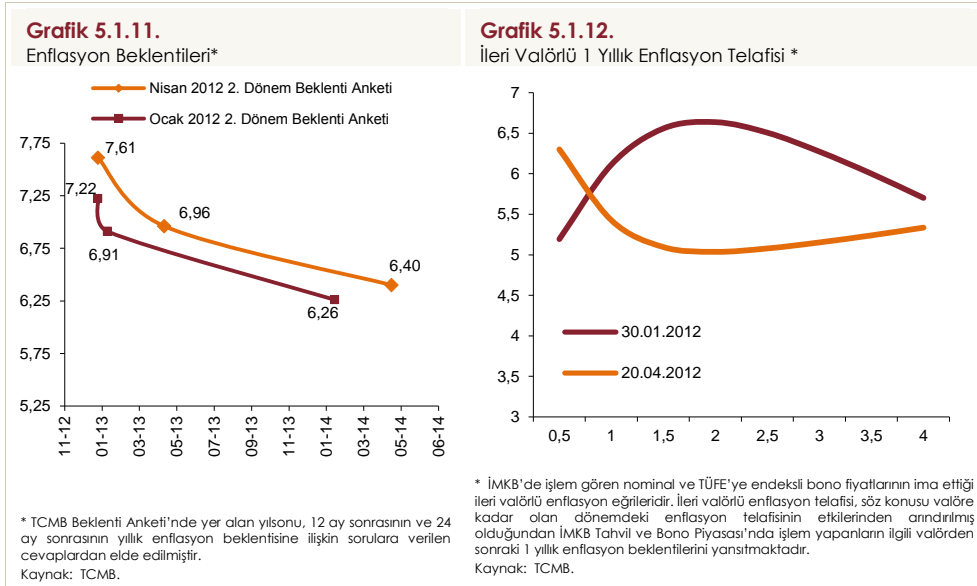


Piyasa Faizleri

Yılın ilk çeyreğinde Türkiye'deki piyasa faizleri diğer gelişmekte olan ülke faizlerine benzer bir eğilim sergileyerek sınırlı oranda azalış göstermiştir (Grafik 5.1.9). Türkiye'nin risk priminde gözlenen azalış eğilimine rağmen TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu koruması faizlerdeki değişimin sınırlı kalmasına yol açmıştır (Grafik 5.1.10).

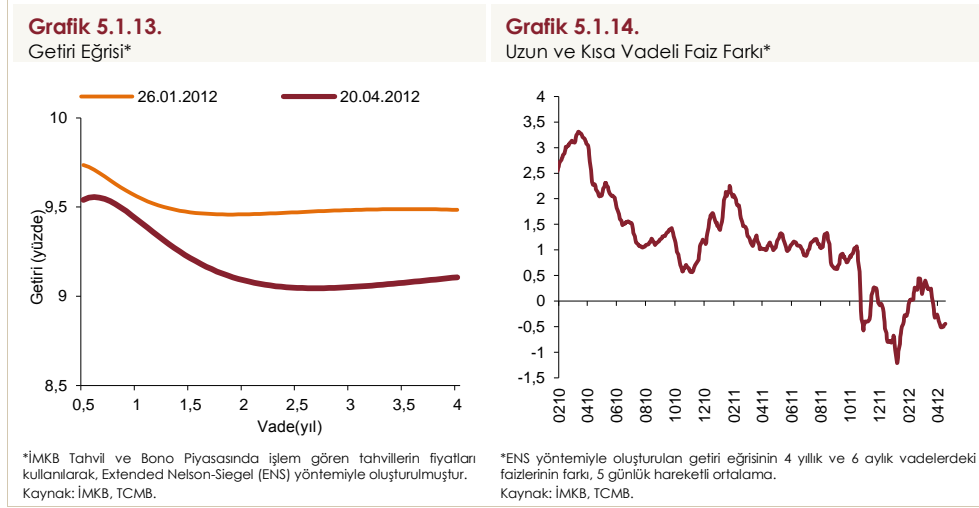


Piyasa faizlerinin önemli bileşenlerinden biri olan enflasyon beklentilerinde, Ocak Enflasyon Raporu öncesine göre hafif bir artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.11). Enflasyon telafisinde ise kısa vadeli enflasyon beklentilerindeki yükselişe birlikte kısa vadelerde Ocak ayına göre belirgin bir artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.12). Öte yandan, TCMB'nin son dönemde para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürmesinin etkisiyle orta ve uzun vadelerde enflasyon telafisinde belirgin bir gerileme gözlenmiştir.

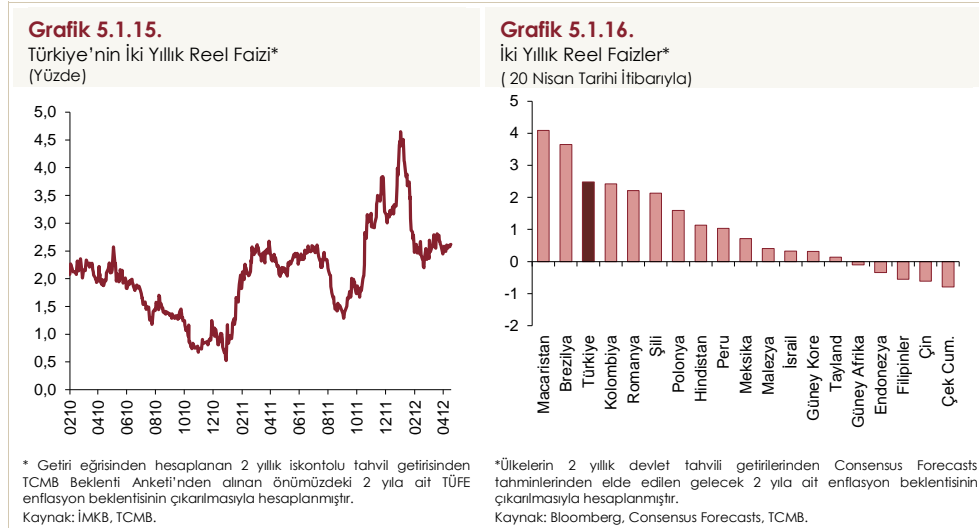


Getiri eğrisi yılın ilk çeyreğinde küresel risk iştahındaki artışın etkisiyle uzun vadelerde daha belirgin olmak üzere tüm vadelerde gerileme göstermiştir (Grafik 5.1.13). TCMB'nin Mart ayı sonunda uyguladığı ek sıkılaştırmanın da katkısıyla uzun ve kısa vadeli faiz farkı eksiye dönmüştür (Grafik 5.1.14). Getiri

eğrisinin aşağı yönlü eğimi para politikası duruşunun sıkı olduğuna işaret etmektedir.



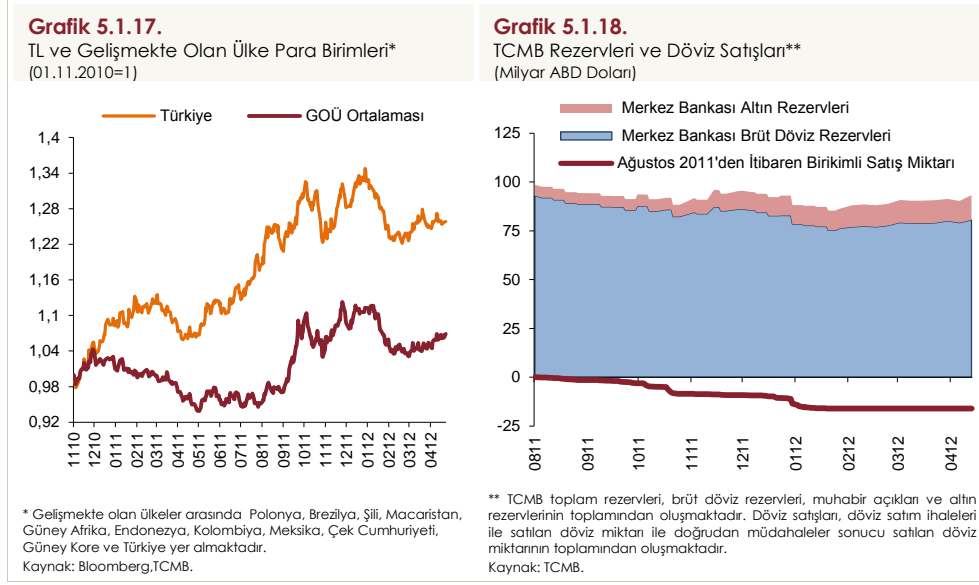
Piyasa faizlerindeki yatay seyir yılın ilk çeyreğinde reel faizlere de yansımıştır (Grafik 5.1.15). Türkiye'nin reel faizi bu dönemde de diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla üst sıralarda yer almıştır. (Grafik 5.1.16).



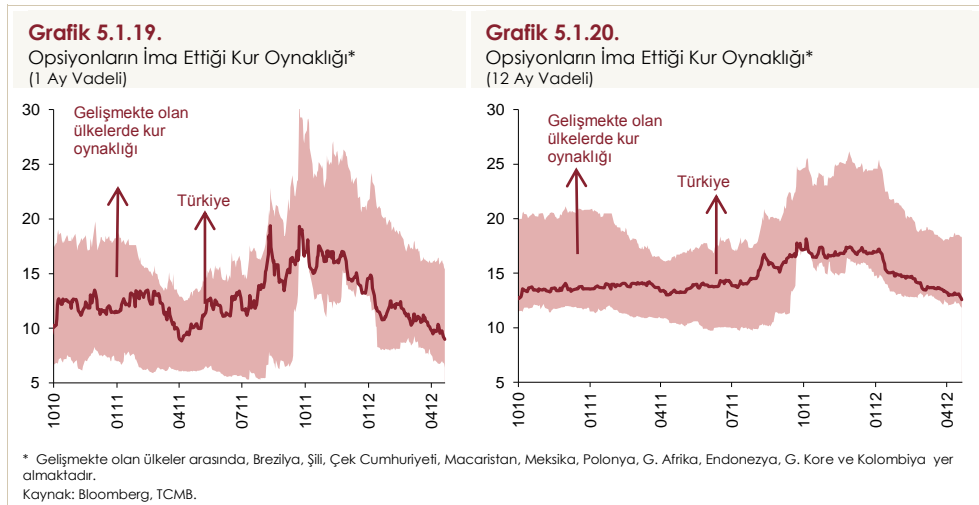
Döviz Kuru ve Rezervler

Yılın ilk çeyreğinde Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine benzer bir eğilim sergileyerek sınırlı oranda değer kaybetmiştir. Mart ayında artan petrol fiyatları ve Türkiye'nin cari işlemler dengesindeki düzelmenin beklenenin altında gerçekleşmesinin etkisiyle Türk lirası diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla ayrışmıştır (Grafik 5.1.17). Ancak, TCMB'nin ek sıkılaştırmaya gitmesi ve

petrol fiyatlarındaki artışın durmasının etkisiyle Türk lirası Nisan ayında değer kazanmıştır. Nisan ayında açıklanan cari açık rakamının piyasa beklentilerinin altında gelmesi Türk lirasının değerlendirme sürecine katkıda bulunmuştur.

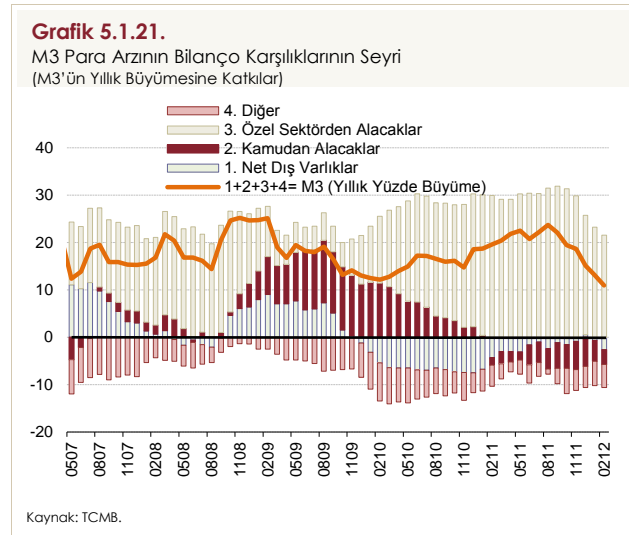


Ocak ayı PPK toplantısının ardından döviz satım ihalelerine ara verilmesinin etkisiyle TCMB'nin döviz rezervlerinde gözlenen azalma eğilimi tersine dönmüştür (Grafik 5.1.18). Bunun yanında, Mart ayı PPK toplantısında zorunlu karşılıklara ilişkin alınan kararların ardından altın ve yabancı para rezervler artış göstermiştir (Kutu 5. 1). TCMB'nin sıkı para politikası duruşunun ve olumlu seyreden küresel risk iştahının etkisiyle Türk lirasının ima edilen kur oynaklığı hem kısa hem de uzun vadede diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine göre düşük seviyelerde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 5.1.19 ve Grafik 5.1.20).

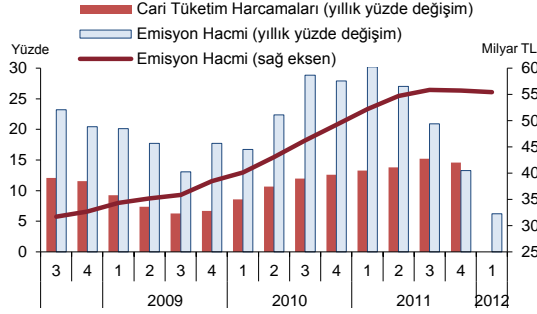


Parasal Göstergeler

Finansal piyasalarda dalgalı seyir sürerken, iç ve dış konjonktürün etkileri parasal göstergelerde de gözlenmeye devam etmiş ve M3 geniş tanımlı para arzının yıllık büyümesi azalmaya devam etmiştir. Nitekim, M3 geniş tanımlı para arzının bilanço karşılıkları incelendiğinde, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finansal kesim dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki güçlü artış eğiliminin son aylarda düşüş gösterdiği dikkat çekmektedir. Öte yandan, Kamudan Alacaklar kalemi M3 büyümesine negatif katkı vermeye devam etmektedir. Net Dış Varlıklar kaleminde gözlenen azalışta ise, özellikle ticari bankaların yurt dışındaki yabancı para varlıklarını azaltmalarının etkili olduğu düşünülmektedir. Son olarak, parasal sektörün mevduat dışı fon kaynaklarını gösteren Diğer kaleminin M3 büyümesine verdiği negatif katkı ise yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.21).



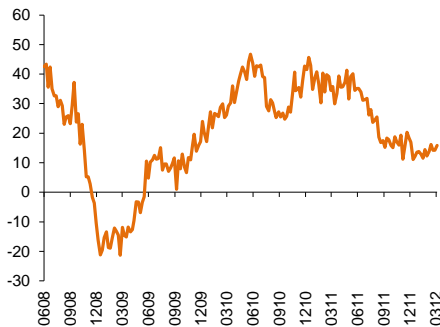
İktisadi faaliyetteki yavaşlamanın etkisiyle mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacminin artış hızı yılın ilk çeyreğinde de düşüş göstermeye devam etmiştir (Grafik 5.1.22). Alınan önlemlerin etkisiyle iktisadi faaliyette gözlenen yavaşlamanın ve faizlerin yükselmesi sebebiyle nakit tutmanın fırsat maliyetinin artmış olmasının emisyon hacminin artış hızındaki yavaşlamada etkili olduğu düşünülmektedir.

Grafik 5.1.22.Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları*
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

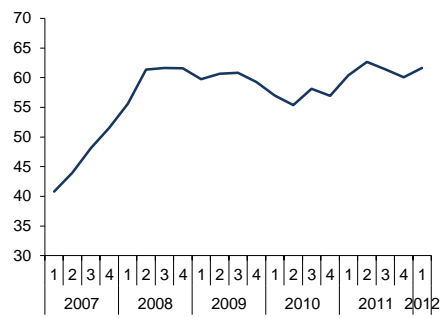
*Tüketim harcamaları cari fiyatlarla mobilya, ev aletleri ve ulaştırma haberleşme hariç özel tüketim ve kamu tüketimini içermektedir.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Yılın ilk çeyreğinde yurt içi bankalarca reel sektöre açılan kredilerin büyüme hızı sınırlı bir artış göstermesine rağmen halen düşük seviyelerde bulunmaktadır (Grafik 5.2.1). Bu eğilimde TCMB'nin sıkı para politikası ve iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın yanısıra marjlarda gerçekleşen hızlı artış (Kutu 5.2) etkili olmuştur. Söz konusu gelişmelere bağlı olarak reel sektör kredileri ilk çeyrek sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 21,7, ilk çeyrek itibarıyla yıllıklandırılmış bazda ise yüzde 19,1 oranında bir büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.1). Öte yandan, yılın ilk iki ayı itibarıyla reel kesimin yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlardan sağladığı finansmanın arttığı gözlenmektedir (Grafik 5.2.2).

Grafik 5.2.1.Bankalarca Reel Kesime Açılan Kredilerin Artış Hızı
(Toplam Kredi Artış Hızı: 13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)

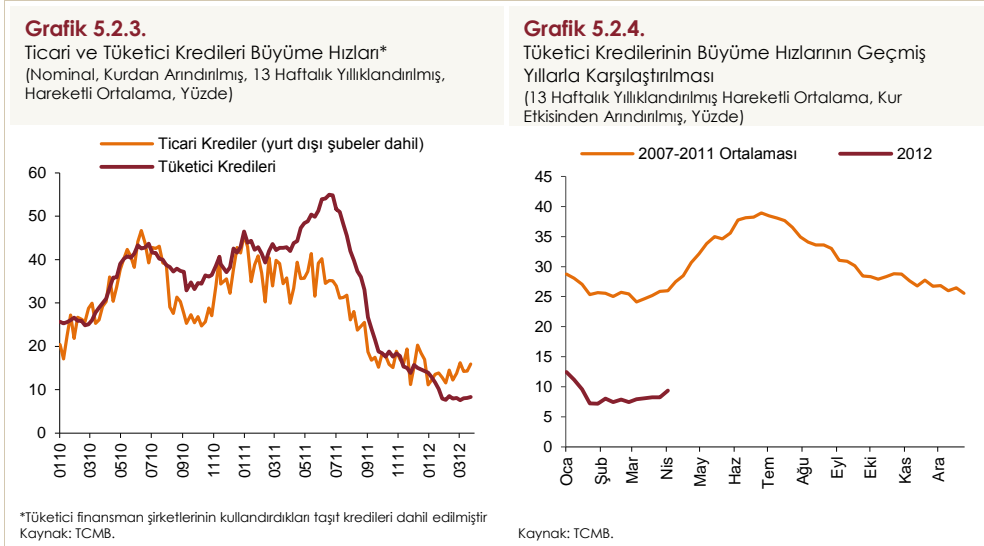
Kaynak: BDDK.

Grafik 5.2.2.Firmaların Yurt Dışından Sağladığı Finansman
(Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

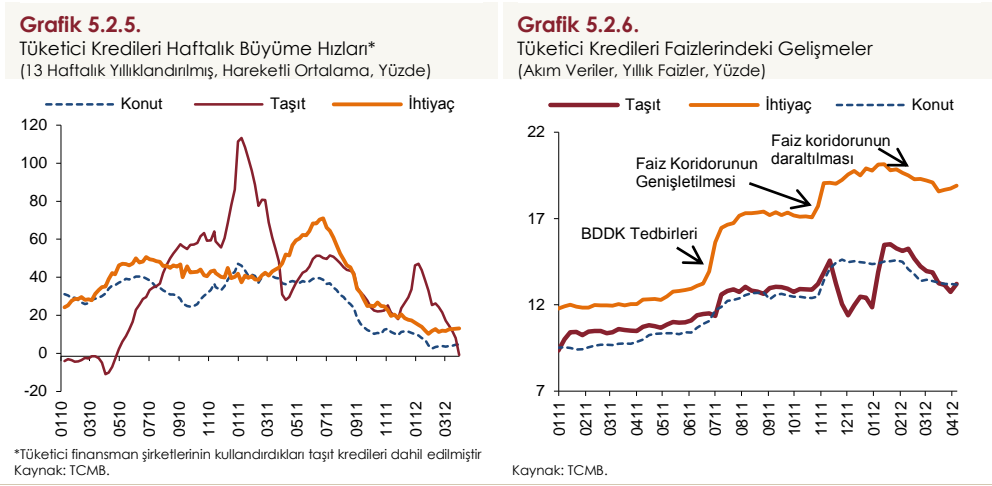
Yurt içi yerleşik bankalarca reel sektöre açılan ticari kredilerin büyüme hızı bir önceki çeyreğe göre sınırlı bir artış göstermesine rağmen, tüketici kredilerinin büyüme hızındaki yavaşlamaya bağlı olarak toplam kredilerin artış hızı düşük

seviyelerini korumuştur (Grafik 5.2.3). İlk çeyrekte tüketici kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme hızı yüzde 8,3'e düşmüştür. Bu düşüşün önemli bir bölümü mevsimsellikten kaynaklansa da önceki yılların aynı dönemi ile kıyaslandığında kredilerin büyüme eğiliminde belirgin bir düşüş olduğu görülmektedir (Grafik 5.2.4).

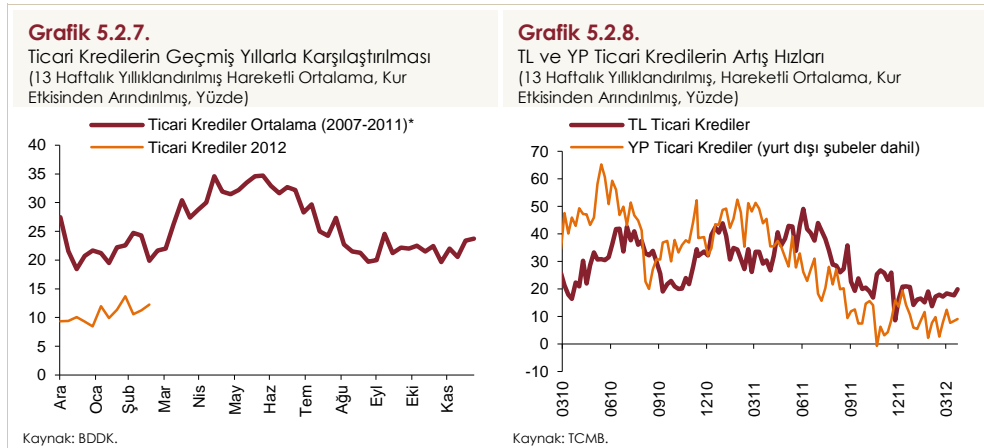


2011 yılı Ekim ayından itibaren yapılan parasal sıkılaştırmanın etkisiyle tüm tüketici kredilerinin artış hızları önemli ölçüde gerilemiştir. Yılın ilk çeyreğinde tüketici kredilerinin büyüme oranları sınırlı bir ölçüde toparlanmakla birlikte halen parasal sıkılaştırma öncesi döneme kıyasla oldukça zayıf bir görünüm sergilemektedir (Grafik 5.2.5). Bu dönemde konut ve ihtiyaç kredilerinin büyüme hızları Mart ayında sınırlı bir ivmelenme sergilemekle birlikte düşük seviyelerini korumuştur. 2011 yılı son çeyreğinde yayımlanan Kredi Eğilim Anketi'ne göre konut kredisi standartlarında herhangi bir sıkılaştırma olmaması, konut kredilerindeki yavaşlamada temelde sıkı para politikası uygulamalarının neden olduğu faiz artışlarının belirleyici olduğuna işaret etmektedir. İhtiyaç kredilerindeki yavaşlamada ise sıkı para politikasının yanı sıra arz yönlü unsurların da etkili olduğu düşünülmektedir. Nitekim, söz konusu kredilere uygulanan faiz oranlarının diğer kredi faizlerine göre daha yüksek bir artış sergilediği görülmektedir (Grafik 5.2.6). Kredi Eğilim Anketi de bankaların kredi riskine dair endişelerinin arttığına ve kredi riski güçlü döngüsellik sergileyen kredi türlerinde standartları sıkılaştırdıklarına işaret etmektedir. Ayrıca, Mart ayı sonunda yapılan ek sıkılaştırmanın etkisiyle ihtiyaç kredilerindeki faizin diğer kredilere göre daha fazla artması da bu durumu desteklemektedir. Yılın ilk çeyreğinde tüketici kredilerinin yüzde 10'undan daha az bir kısmını oluşturan taşıt kredileri ise mevsimsel etkilere

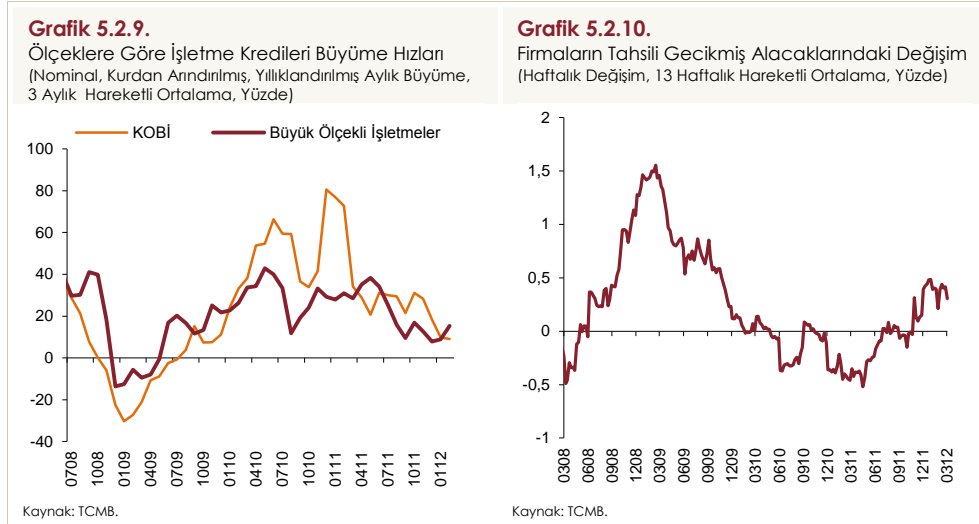
bağlı olarak keskin bir yavaşlama eğilimi sergilemiştir. Bütün bu gelişmeler, para ve kredi politikalarının sıkı duruşunu koruduğuna işaret etmektedir.



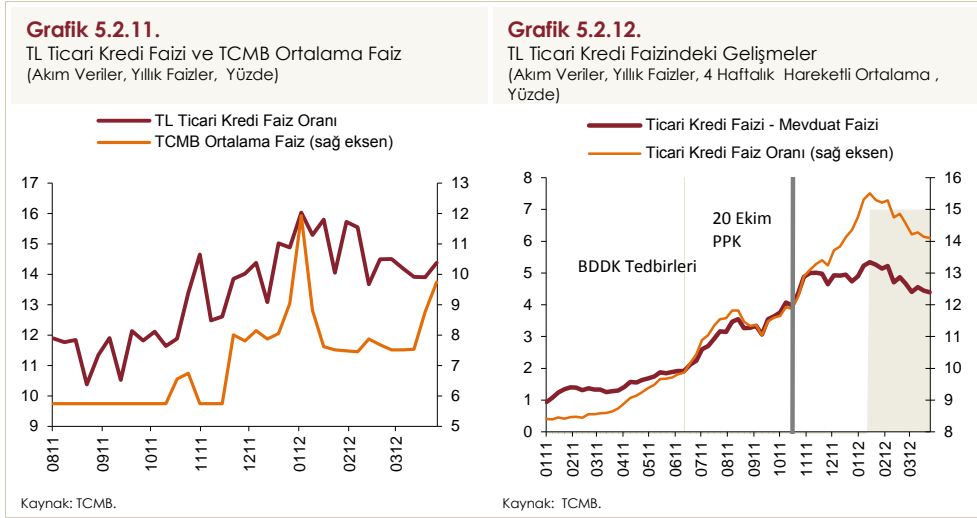
Tüketici kredilerinde gözlenen eğilimin aksine, ticari kredilerin büyüme hızında yılın ilk çeyreğinde sınırlı bir artış olduğu dikkat çekmektedir. Buna rağmen, ticari kredilerin büyüme hızının geçmiş yıllar büyüme ortalamasından daha düşük olduğu gözlenmektedir (Grafik 5.2.7). Bu eğilim hem TL hem de YP cinsi krediler için geçerlidir (Grafik 5.2.8). Özellikle bu dönemde YP cinsi ticari kredilerin büyüme hızının TL cinsi ticari kredilerin büyüme hızına yakınsaması dikkat çekmektedir. Yatırımların hızlandığına dair güçlü göstergelerin bulunmadığı bir dönemde, ağırlıklı olarak yatırım harcamalarının finansmanı için kullanılan YP cinsi kredilerde gözlenen artış, bu eğilimin arz yönlü unsurlardan kaynaklandığını düşündürmektedir. Nitekim, ilk çeyrekte DTH hacminde kaydedilen yüksek artışa bağlı olarak oluşan bilanço içi yabancı para açığı, bankaları YP cinsi kredi vermeye yöneltebilecek bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır.



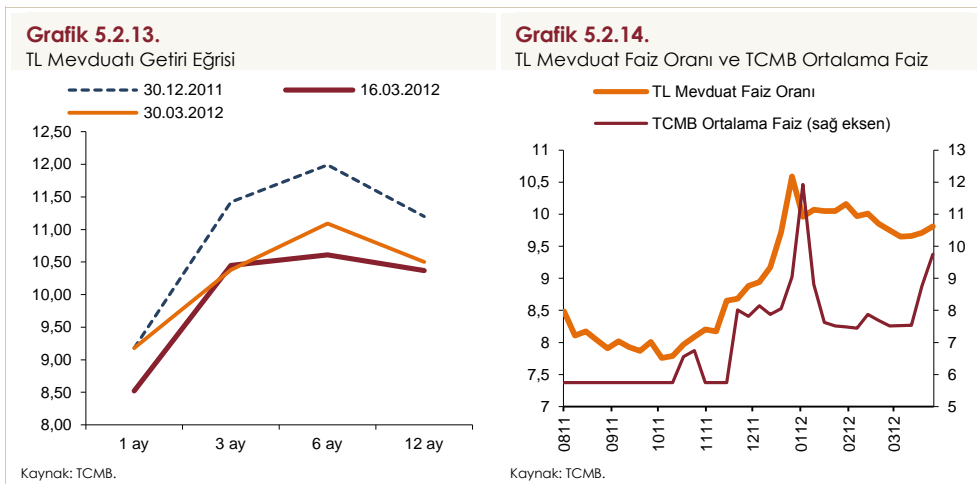
İşletmelere verilen krediler ölçekler ayırımında incelendiğinde, yılın ilk iki ayında büyük ölçekli işletme kredilerinin artış hızının KOBİ kredilerinin artış hızının üzerine çıktığı görülmektedir (Grafik 5.2.9). Bu durum bankaların kredi riskine yönelik kaygılarının ağırlık kazandığı ihtimalini güçlendirmektedir. Nitekim, bir önceki çeyrekte açıklanan Kredi Eğilim Anketi'nin sonuçları bankaların son dönemde geri dönmeyen kredilere ilişkin endişelere bağlı olarak kredi standartlarını sıkılaştırdıklarına işaret etmektedir. Ayrıca, tahsili gecikmiş alacakların artış oranlarındaki yükseliş bankaların bu yaklaşımlarını destekler niteliktedir (Grafik 5.2.10). Ancak, iktisadi faaliyette ilk çeyrekte gözlenen yavaşlamanın geçici olacağı beklentisi, kredi arzındaki sıkılaşmayı hafifletebilecek bir unsur olarak ön plana çıkmaktadır.



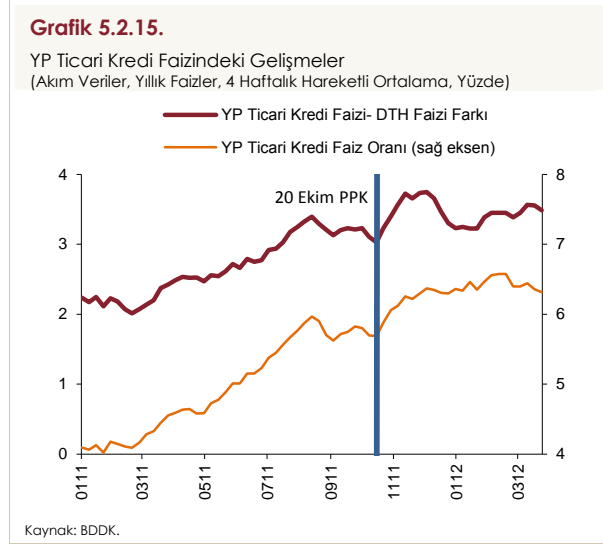
Yılın ilk çeyreğinde ticari kredi büyüme hızındaki artışta, TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama faizini önceki döneme göre bir miktar daha düşük bir seviyede belirlemesinin de etkili olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.2.11). Fonlama maliyetindeki düşüş eşanlı olarak kredi faizleri ve kredi-mevduat faizi farklarına da yansımıştır (Grafik 5.2.12).



Son dönemde TCMB'nin almış olduğu para politikası tedbirlerinin etkileri mevduat faizleri üzerinde de etkili olmuştur. TCMB'nin Ocak ayındaki ek sıkılaştırmaya ara vermesinin ardından TL mevduat faiz oranları sınırlı oranda düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.13). Mevduat faizlerindeki düşüşün TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama faizindeki düşüşe kıyasla sınırlı olmasında para politikasının sıkı duruşunu korumasının ve mevduat piyasasındaki rekabetin etkili olduğu düşünülmektedir. Özellikle son dönemde toplam likidite yeterlilik rasyosunu tutturmakta zorluk çeken bankaların mevduat çekebilmek için daha fazla rekabete girmelerinin de mevduat faizlerindeki düşüşü engellediği düşünülmektedir. Son dönemde ise TCMB'nin tekrar ek sıkılaştırmaya gitmesinin ardından mevduat faizleri sınırlı bir miktar yükseliş göstermiştir (Grafik 5.1.14).



YP cinsinden ticari kredi faizleri bir önceki çeyreğe göre sınırlı bir oranda artış göstermiştir (Grafik 5.2.15). Bu dönemde DTH faiz oranlarının düşüş göstermesinin etkisiyle YP cinsinden kredi-mevduat faizleri farkı açılmıştır.



Özetle, 2011'in son çeyreğinde gerçekleşen parasal sıkılaştırmanın krediler üzerinde yavaşlatıcı yönde etkili olduğu görülmektedir. Özellikle faiz oranlarına daha duyarlı olması beklenen tüketici kredilerindeki hız kaybı daha belirgin gözlenmektedir. Diğer taraftan, son çeyrekte başlayarak bankaların kredi riskine ilişkin artan kaygılarının kredi arzı üzerinde etkili olduğuna ilişkin işaretler mevcuttur. Ancak, ekonomik görünümün ilk çeyreğin sonlarına doğru görece iyileşmesi bu kaygıları hafifletebilecek bir gelişmedir. Dolayısıyla, dış borçlanmanın önemli bir kısıt oluşturmayacağı varsayımı altında, önümüzdeki dönemde kredi gelişmelerini büyük ölçüde talep taraflı unsurların şekillendirmesi beklenmektedir.

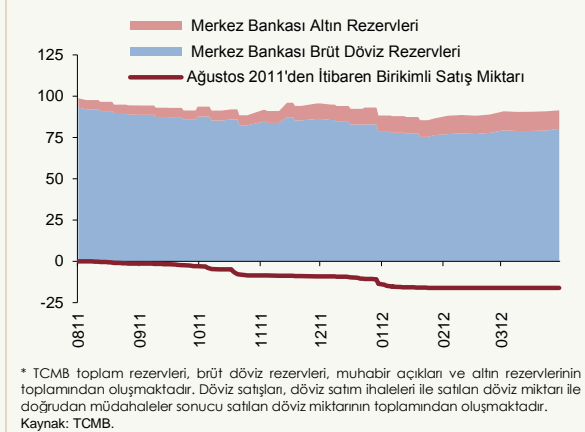
Kutu
5.1

Para Politikası Kararlarının TCMB Rezervleri Üzerindeki Etkileri

2011 yılı ikinci yarısından itibaren bazı Avrupa ülkelerindeki borçluluk sorununa ilişkin endişelerin derinleşmesiyle birlikte, TCMB söz konusu sorunların yurt içi piyasalar üzerinde oluşturabileceği olumsuz etkileri sınırlamak amacıyla kapsamlı bir tedbir paketi uygulamaya koymuştur. Belirlenen bu strateji çerçevesinde dış piyasalardaki gelişmelerin yakından izlenmesi ve gerek duyulması halinde uygun görülecek araç ve yöntemlerle piyasaya döviz likiditesi sağlanması kararlaştırılmıştır. Bu kutuda, 2011 yılı ikinci yarısından bu yana söz konusu çerçevede alınan kararların TCMB döviz ve altın rezervleri üzerindeki etkileri incelenmektedir.

TCMB, risk algılamalarındaki bozulmadan ötürü oluşabilecek yabancı para ihtiyacını karşılayabilmek amacıyla 5 Ağustos 2011 tarihinden itibaren düzenli olarak döviz satım ihaleleri düzenlemeye başlamıştır. Ayrıca, TCMB döviz kurlarında sağlıklı fiyat oluşumları gözlemlendiği durumlarda piyasaya doğrudan müdahale yoluyla da likidite sağlamıştır. 2012 yılı başlarında küresel likidite şartlarındaki olumlu gelişmeler sonucunda, TCMB, 25 Ocak 2012 tarihi itibarıyla düzenli döviz satım ihalelerine ara vermiştir. Bu dönemde döviz satım ihaleleri ve müdahaleleri yoluyla piyasaya yaklaşık 16 milyar ABD doları likidite sağlanması TCMB döviz rezervlerini azaltıcı yönde etkilemiştir (Grafik 1, Tablo 1).

Grafik 1. TCMB Rezervleri ve Döviz Satışları*
(Milyar ABD Doları)



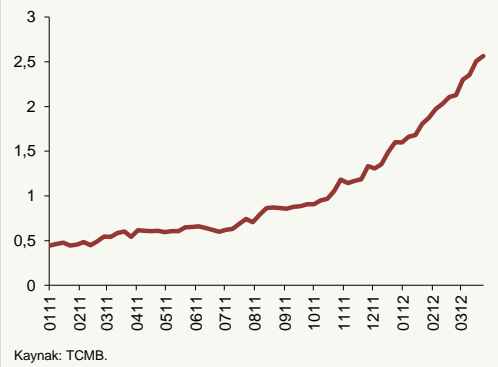
TCMB'nin piyasaya döviz likiditesi sağlamak amacıyla kullandığı araçlardan biri de yabancı para zorunlu karşılık oranlarının indirilmesi olmuştur. Bu çerçevede TCMB, 5 Ağustos 2011 tarihinde tüm vadelerde yabancı para zorunlu karşılık oranlarını 0,5 puan indirmiş ve piyasaya yaklaşık 930 milyon ABD doları likidite sağlamıştır. Ayrıca, 5 Ekim 2011 tarihinde hem piyasaya döviz likiditesi sağlanması hem de bankacılık sisteminin yabancı para yükümlülüklerinin vadelerinin uzamasını teşvik etmek amacıyla yabancı para zorunlu karşılık oranları vadelere göre farklı oranlarda indirilmiş ve piyasaya yaklaşık 1,3 milyar ABD doları likidite sağlanmıştır.

TCMB, döviz satım ihaleleri ve müdahalelerinin rezervler üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamak amacıyla 12 Eylül 2011 tarihinde Türk lirası zorunlu karşılıklar için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların yüzde 10'una kadar olan kısmını ABD doları ve/veya euro cinsinden tesis edebilme imkânı getirmiştir. Ayrıca, bu yolla bankacılık sisteminin Türk lirası likidite ihtiyacının daha kalıcı bir yöntemle ve daha düşük bir maliyetle karşılanması da sağlanmıştır. Böylelikle, Türk lirası zorunlu karşılıkların yüzde 10'u olan 6,8 milyar Türk lirasına karşılık gelecek şekilde en fazla 3,9 milyar ABD dolarlık kısmının döviz cinsinden tutulabilmesine imkân verilmiştir. 30 Eylül 2011 tarihi itibarıyla bu imkânın yaklaşık 2,9 milyar ABD doları kadar kullanılmıştır. 5 Ekim ve 27 Ekim 2011 tarihlerinde söz konusu imkân önce yüzde 20'ye sonra da yüzde 40'a yükseltilmiştir. Son olarak, 30 Mart 2012 tarihi itibarıyla TCMB nezdinde söz konusu imkân çerçevesinde yaklaşık 11,1 milyar ABD doları tutulmaktadır (Tablo 1).

TCMB'nin döviz rezervlerini etkileyebilecek bir diğer yöntem ise reeskont kredileridir. Reeskont kredileri Türk lirası cinsinden verilip yabancı para cinsinden tahsil edilmeleri nedeniyle döviz rezervlerini artırıcı yönde etki etmektedir. Bu bağlamda TCMB, döviz rezervlerinin güçlendirilmesine yönelik olarak 12 Eylül 2011 tarihinde ihracat reeskont kredilerine kullanım

kolaylığı getirmiştir. Bu çerçevede, reeskont kredilerinin taahhüt kapatma süresi 4 aydan 6 aya uzatılmış ve kredi limitleri 2,5 milyar ABD dolarından 3 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. Bu limit daha sonra 4,5 milyar ABD dolarına çıkarılmış ve taahhüt kapatma süresi 12 aya uzatılmıştır. Söz konusu düzenlemelerin ardından reeskont kredileri yaklaşık olarak 1,7 milyar ABD doları artış göstererek, 30 Mart 2012 tarihi itibarıyla 2,6 milyar ABD doları düzeyine ulaşmıştır (Grafik 2, Tablo 1).

Grafik 2. İhracat Reeskont Kredileri
(Milyar ABD Doları)



TCMB, 1 Kasım 2011 tarihinde altın rezervlerinin güçlendirilmesi ve bankalara likidite yönetimlerinde daha fazla esneklik kazandırılması amacıyla Türk lirası yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların yüzde 10'una kadar olan kısmının TCMB nezdinde "standart altın" olarak tutulabilmesine imkân sağlamıştır. Bankalar, 30 Mart 2012 tarihi itibarıyla yaklaşık 55 tona (3,1 milyar ABD doları) denk gelen bu imkânın yüzde 87'sini kullanmışlardır. Söz konusu imkân 27 Mart 2012 tarihinde 13 Nisan 2012 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere yüzde 20'ye yükseltmiştir (Tablo 1). Bu imkân ile TCMB'nin altın rezervleri artış göstermiştir (Grafik 1).

TCMB altın rezervlerinin güçlendirilmesi amacıyla 12 Eylül 2011 tarihinde kıymetli maden depo hesapları için tutulması gereken zorunlu karşılıkların tamamına kadar olan kısmı ile kıymetli maden depo hesapları hariç yabancı para yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların yüzde 10'una kadar olan kısmının TCMB nezdinde "standart altın" cinsinden tutulabilmesine imkân sağlamıştır. Kıymetli maden depo hesaplarının da zorunlu karşılık kapsamına alınması ile rezervler yaklaşık 685 milyon ABD doları tutarında artış göstermiştir. Ayrıca, kıymetli maden depo hesapları hariç yabancı para zorunlu karşılık oranlarının altın cinsinden tutulabilmesine imkân sağlanmıştır. Bankalar bu imkânın yüzde 66'sını kullanmışlardır (Tablo 1). Ancak, 27 Mart 2012 tarihinde 13 Nisan 2012 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere bu imkân sıfırlanmıştır. Kıymetli maden depo hesaplarının zorunlu karşılık kapsamına alınması TCMB altın rezervlerini artırıcı yönde hareket ederken, yabancı para zorunlu karşılıkların altın olarak tutulabilme imkânı ise rezerv miktarını değiştirmemekte, ancak rezerv kompozisyonuna etki etmektedir.

Tablo 1. Politika Önlemlerinin Rezervler Üzerindeki Etkisi^{1,2,3}
(30.06.2011 tarihine göre değişim, Milyon ABD Doları)

Alınan Önlemler	30.09.2011		30.12.2011		30.03.2012	
	Altın	Döviz	Altın	Döviz	Altın	Döviz
Döviz Satım İhaleleri ve Müdahaleleri	0	-3030	0	-13450	0	-16056
TL Zorunlu Karşılıkların YP Tutulması	0	2915	0	10221	0	11057
TL Zorunlu Karşılıkların Altın Tutulması	-	-	2291	0	2711	0
YP Zorunlu Karşılıkların Altın Tutulması	-	-	1720	-1720	2284	-2284

¹ Yabancı para zorunlu karşılık oranlarındaki indirimler yoluyla piyasaya sağlanan yabancı para likidite tutarı ilgili dönemdeki yabancı para mevduat miktarına göre değiştiği için tabloda gösterilmemiştir.

² Kıymetli maden depo hesaplarının zorunlu karşılık kapsamına alınması sonucunda altın rezervleri artmıştır. Ancak söz konusu artışın miktar ilgili dönemdeki kıymetli maden depo miktarına göre değiştiği için tabloda gösterilmemiştir.

³ TL cinsinden kullanılıp YP cinsinden geri ödemesi yapılan reeskont kredilerinin vadeleri 4 ay olduğundan söz konusu kredilerdeki artışın TCMB döviz rezervleri üzerindeki etkisi 4 ay gecikmeli olarak gözlenebilmektedir. Bu nedenle tabloda reeskont kredilerindeki değişime yer verilmemiştir.

Kaynak: TCMB.

Sonuç olarak, TCMB'nin 2011 yılı Ağustos ayından itibaren gerekli görülen günlerde piyasaya döviz likiditesi sağlanmasına yönelik olarak başladığı döviz satım ihaleleri ve müdahaleleri ile yabancı zorunlu karşılık oranlarında yapılan indirimler döviz rezervlerinde azalışa yol açmıştır. Öte yandan, zorunlu karşılıklara ve reeskont kredilerine ilişkin yapılan düzenlemeler bu azalışı büyük ölçüde telafi etmiştir. Bu doğrultuda, TCMB'nin toplam rezervleri döviz satım ihalelerinin başladığı 5 Ağustos 2011 tarihi ile 30 Mart 2012 tarihi arasında sınırlı miktarda azalış göstererek 97,6 milyar ABD doları düzeyinden 91,4 milyar ABD doları düzeyine gerilemiştir.

Kutu
5.2

Tüketici Kredilerinde Oluşan Marjlar ve Kredi Arzı

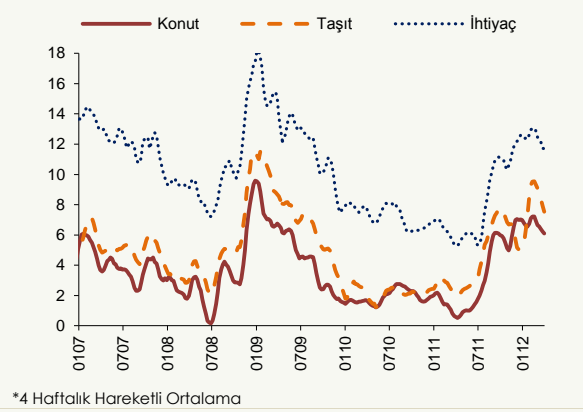
Kredi koşulları gerek finansal ve parasal koşulların değerlendirilmesi gerekse finansal istikrar açısından önem arz etmektedir. Bu kutuda, kredi arz koşullarına dair bir göstere niteliği teşkil edebilecek olan tüketici kredisi marjlarının gelişimi incelenmektedir.

Marjların hesaplanmasında Button ve diğerleri (2010) tarafından yapılan çalışmada kullanılan yaklaşımdan yola çıkılmaktadır. Bu doğrultuda, yeni açılan tüketici kredilerine uygulanan faiz dışı diğer ücret ve komisyonları içeren kredi faizlerinden, fonlama maliyeti ve kredi risk primi çıkarılmaktadır.¹ Bu şekilde hesaplanan marjların artması, bankaların değişen konjonktürün gerektirdiği maliyetlerin üzerine tüketicilere yüklediği ek maliyetin yükseldiğini göstermektedir. Dolayısıyla, bu açıdan bakıldığında, marjlar bir kredi arz göstergesi olarak değerlendirilebilmektedir. Bankalarla yapılan anketlere dayalı çalışmalar da bankaların kredi arz ayarlamalarını öncelikle kredi faizleri aracılığıyla yaptıklarını ortaya koymaktadır.² Bununla birlikte, marjlardaki seyir yorumlanırken operasyonel maliyetlerin ve rekabet koşullarının da etkili olabileceği dikkate alınmalıdır. Operasyonel maliyetlerin ve rekabet yapısının kısa vadede önemli değişiklikler göstermeyeceği düşünüldüğünde, marjların kredi arzının kısa vadede sergilediği dinamikler hakkında daha iyi bir göstere olduğu değerlendirilmektedir.

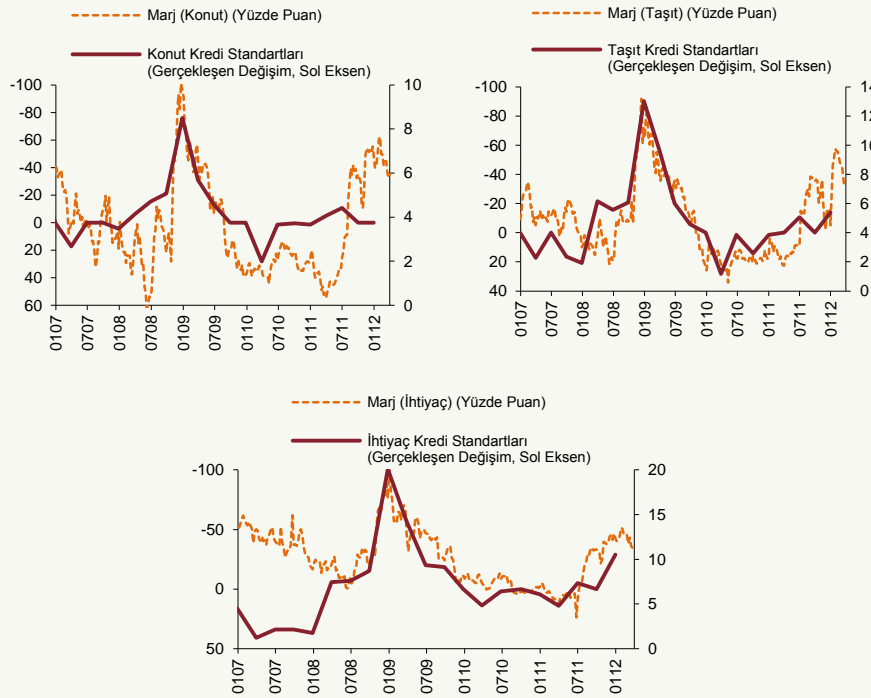
Ele alınan tüketici kredisi türleri için türetilen marjların gelişimi Grafik 1'de gösterilmektedir. Buna göre, 2008 küresel finansal krizinin etkilerinin hissedilmeye başlamasından hemen sonra bankaların tüketici kredilerine uyguladıkları marjların keskin bir biçimde yükseldiği görülmektedir. Bu durum, bankacılık sektöründe ilgili dönemde yaşanan kredi daralmasında arz yönlü etkilerin oldukça güçlü olduğunu ima etmektedir. Krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerinin hafiflemesiyle beraber marjların gerilemesi, kriz sonrası dönemde yaşanmış olan hızlı kredi büyümesinde arz yönlü unsurların önemli rol oynamış olabileceğine işaret etmektedir. Diğer taraftan, 2011 yılının üçüncü ve dördüncü çeyreğinde de kredilerin büyüme hızı belirgin şekilde yavaşlamıştır. Türetilen marj serisi, bu dönemde bankaların kredi faizlerini TCMB ve BDDK'nın aldığı tedbirlerin kendilerine yüklediği maliyetin de ötesinde yükselttiklerini ve 2011'in ikinci çeyreğinden itibaren tüketici kredilerinde yaşanan yavaşlamada arz yönlü baskının güçlendiğini ima etmektedir.

¹ Fonlama maliyeti ve kredi risk priminin hesaplanmasına dair ayrıntılı bilgi için Karşahin ve Özel (2012).

² Alper ve diğerleri (2011).

Grafik 1. Tüketici Kredilerinde Oluşan Marjlar (Yüzde Puan)

Kredi arz koşullarına dair bir diğer kaynak olan Banka Kredileri Eğilim Anketi, TCMB tarafından kredi arz ve talep koşullarındaki eğilimlerin izlenmesi ve değerlendirilmesi amacıyla üçer aylık dönemlerde uygulanmaktadır. Sayısal değerlendirmeler yapılırken, anket cevaplarından net değişim yüzdesi türetilmektedir. Standartlara dönük cevaplardan türetilen net değişim yüzdesinin pozitif değerler alması, anket katılımcılarının cevaplarının ağırlıklı olarak standartların gevşediği yönünde olduğunu göstermektedir. Grafik 2'de ankettan türetilen göstergeler ters yönlü çizdirilmiştir. Buna göre, grafikteki artışlar kredi koşullarının sıkılaştığı dönemleri yansıtmaktadır.

Grafik 2. Marjlar ve Kredi Eğilim Anketi Standartları

Kuşkusuz, marjlardaki hareketler her zaman kredi arzındaki değişim olarak yorumlanmamalıdır. Fonlama maliyeti ve kredi risk primi hesaplamalarındaki yanlışlıklar ölçüm hatalarına sebep olmakta ve marjlardaki küçük değişimlerin kredi arzına atfedilebilmesini zorlaştırmaktadır. Ancak, bu hataların marjlarda büyük değişimlerin ortaya çıktığı dönemlerde görece önemini yitirdiği düşünülmektedir. Bu nedenle kutudaki analiz marjlarda keskin değişimlerin olduğu dönemlere odaklanmaktadır. Diğer taraftan, bankalar faizleri değiştirmeden kredi tayinlaması yaparak da kredi arzını sınırlayabilmektedir. Dolayısıyla, kredi arzındaki değişimlerin sağlıklı bir şekilde değerlendirilmesi açısından marjların yanı sıra kredi miktarının da dikkate alınması gereken bir değişken olduğu düşünülmektedir.

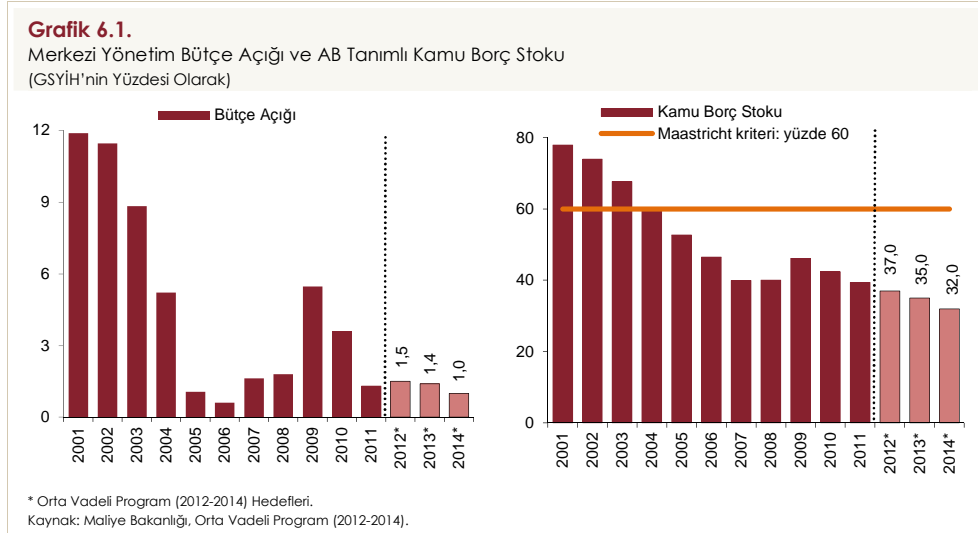
Sonuç olarak, marjların Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne kıyasla kredi arzı konusundaki gelişmeleri daha yakından ve zamanlı bir biçimde takip etme imkânı tanıyan bir gösterge olduğu değerlendirilmektedir. Bu çerçevede son dönem kredi gelişmeleri değerlendirildiğinde, Haziran 2011'den sonra marjlarda görülen hızlı artış kredi büyümesindeki yavaşlamada etkili olduğunu düşündürmektedir.

Kaynakça:

- Alper, K. ve D. Mutluer-Kurul (2010): "Küresel Kriz ve Kredi Eğilimleri," TCMB Ekonomi Notu, 10/02.
- Alper K., Atasoy, H., Karşahin, R. ve D. Mutluer-Kurul (2011): "Arzın Merkezine Seyahat: Bankacılarla Yapılan Görüşmelerden Elde Edilen Bilgilerle Türk Bankacılık Sektörünün Davranışı," TCMB Çalışma Tebliği, 11/24.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (2006): "Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik".
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (2009): "Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu".
- BCBS (2004): "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework".
- Button, R., Pezzini, S. and N. Rossiter (2010): "Understanding the price of new lending to households," Bank of England Quarterly Bulletin, Bank of England, vol. 50(3), pages 172-182.
- Karşahin,R. ve Ö. Özel (2012): "Tüketici Kredilerinde Oluşan Marjlar ve Kredi Arzı," TCMB Ekonomi Notu, 12/10.

6. Kamu Maliyesi

2011 yılında ekonomik büyümenin öngörülenden daha yüksek gerçekleşmesine bağlı olarak vergi gelirlerinde ortaya çıkan artış ve faiz giderlerinde gözlenen hızlı gerileme kamu maliyesi dengelerini olumlu yönde etkilemiş, merkezi yönetim bütçe açığı ve kamu borç stokunun GSYİH'ye oranları önceki yıla göre gerilemiştir (Grafik 6.1). 31 Mayıs 2011 tarihi itibarıyla başvuruyla sona eren “Kamu Alacaklarının Yeniden Yapılandırılması” yasası kapsamında elde edilen ek bütçe geliri ve faiz dışı harcamaların artış hızının görece yavaşlaması da bütçe performansındaki iyileşmeye katkıda bulunan diğer unsurlar olmuştur.



Geçtiğimiz yılda “Kamu Alacaklarının Yeniden Yapılandırılması” yasası çerçevesinde sağlanan GSYİH'nin yaklaşık yüzde 1'i tutarındaki gelir ve iç talep canlılığına bağlı olarak, başta ithalde alınan katma değer vergisi olmak üzere, dolaylı vergilerde ortaya çıkan artışlar, kamu maliyesi dengelerinde yaşanan iyileşmenin önemli ölçüde yasal düzenlemelerden ve devresel etkilerden kaynaklandığına işaret etmektedir. “Kamu Alacaklarının Yeniden Yapılandırılması” yasası kapsamında sağlanan gelirlerin bir önceki yıla göre azalmakla birlikte 2012 yılında da devam edecek olması ve 2011 yılının Ekim ayında yürürlüğe konulan mali önlemler çerçevesinde bazı ürünlere uygulanan ÖTV oranlarında artış yapılması, 2012 yılında bütçe gelirleri performansını olumlu yönde etkileyecek önemli unsurlardır. Bununla birlikte, 2012 yılında iktisadi faaliyette ortaya çıkabilecek bir yavaşlamaya bağlı olarak vergi gelirlerinde

gözlenebilecek düşüşler ve başta personel giderleri olmak üzere kamu harcamaları üzerinde oluşabilecek baskılar, bütçe performansında son iki yılda gözlenen iyileşmenin kesintiye uğramasına neden olabilecektir. Buna ilaveten, 5 Nisan itibarıyla kamuoyuna duyurulan "yeni teşvik sistemi" kapsamında kamu maliyesine ilişkin olarak öngörülen vergi indirimleri ve diğer devlet yardımları şeklindeki tedbirler, orta ve uzun vadede yatırım ve istihdamı artırarak kamu gelirleri üzerinde olumlu sonuçlar doğurmakla birlikte, kısa vadede kamu tasarruflarını azaltıcı bir etkiye yol açabilecektir (Kutu 6.1). Bu çerçevede, kamu maliyesi dengelerinde yaşanan olumlu gelişmenin sürdürülebilmesi ve mali disiplinin kalıcılığının sağlanabilmesi açısından mali çerçevenin OVP'de öngörülen kurumsal ve yapısal iyileştirmelerle güçlendirilmesinin kritik önemini koruduğu vurgulanmalıdır.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

Merkezi yönetim bütçesi 2012 yılının ilk çeyreğinde 6,4 milyar TL açık, faiz dışı denge ise 10,9 milyar TL fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). Faiz giderlerindeki yüzde 24 oranındaki artış, bütçe performansında önceki yılın aynı dönemine göre gözlenen kötüleşmenin temel sebepleri arasındadır. Diğer yandan, faiz giderlerindeki söz konusu dönemsel artışın borç stokunun vade yapısına bağlı olarak ortaya çıktığı ve 2012 yılının izleyen aylarında yavaşlayacağı değerlendirilmektedir. Bunun yanı sıra, vergi gelirlerinde gözlenen görece olarak düşük oranlı artışlar, iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamaya işaret etmektedir.

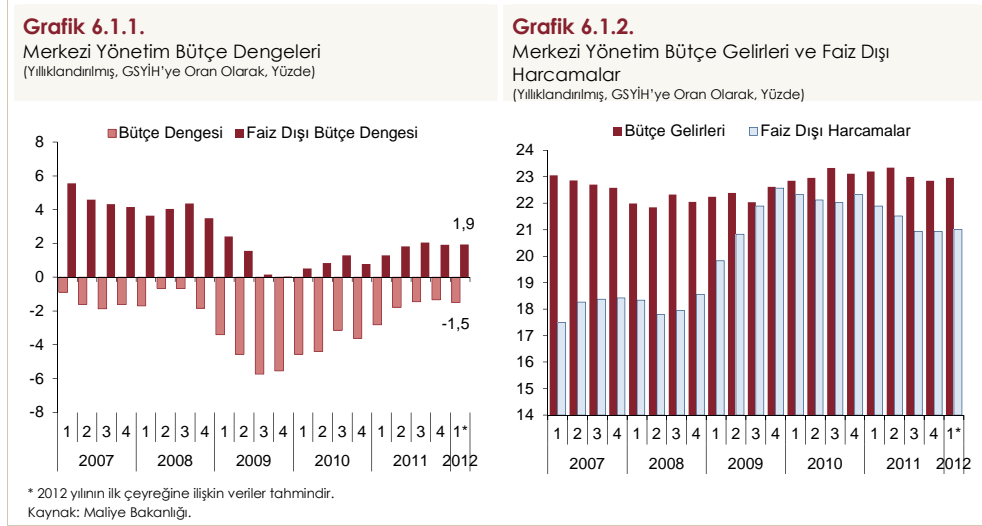
Tablo 6.1.1.
Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri
(Milyar TL)

	Ocak-Mart 2011	Ocak-Mart 2012	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme / Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	72,9	83,8	15,1	23,9
Faiz Giderleri	14,0	17,3	24,0	34,5
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	58,9	66,5	13,0	22,1
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	68,7	77,4	12,6	23,5
I. Vergi Gelirleri	57,5	64,5	12,2	23,2
II. Vergi Dışı Gelirler	8,7	9,6	9,9	21,7
Bütçe Dengesi	-4,1	-6,4	55,9	30,5
Faiz Dışı Denge	9,8	10,9	10,6	37,4

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Bütçe performansında 2011 yılında ortaya çıkan olumlu gelişmelerin etkisiyle 2010 yılına göre iyileşen merkezi yönetim bütçe dengesinin GSYİH'ye oranının, 2012 yılının ilk çeyreği itibarıyla bir miktar kötüleşse de görece olarak düşük kalmaya devam ettiği gözlenmektedir. 2011 yılının son çeyreğinde faiz dışı harcamalarda gözlenen hızlı artış sonucunda bir miktar bozulan merkezi yönetim faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranı 2012 yılının ilk çeyreğinde 2011 yılı

sonundaki seviyesini korumuştur (Grafik 6.1.1). 2011 yılında 2010 yılının sonuna göre sınırlı bir seviyede gerileyen merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranınının 2012 yılının ilk çeyreği itibarıyla bir miktar arttığı, merkezi yönetim faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranınının ise, 2011 yılı sonunda bulunduğu seviyeyi koruduğu gözlenmektedir (Grafik 6.1.2).



Merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderleri 2012 yılı Ocak-Mart döneminde önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 13 oranında artmıştır. Faiz dışı harcamalar içindeki ana kalemlerden cari transferler ve personel giderleri sırasıyla yüzde 9,3 ve yüzde 15,3 oranında artarken, mal ve hizmet alım giderleri ise yüzde 1,2 oranında azalmıştır. Mal ve hizmet alım giderlerindeki düşüş esas olarak sağlık giderlerindeki yüksek oranlı azalıştan kaynaklanmıştır. Söz konusu azalışın gerisinde ise yeşil kartlıların sağlık giderlerinin büyük ölçüde genel sağlık sigortası kapsamına alınması yatmaktadır. Genel sağlık sigortası çerçevesinde yapılan sağlık giderleri mal ve hizmet alım giderleri altında değil cari transferler altında yer almaktadır. Personel giderlerinde 2012 yılının Ocak-Mart döneminde ortaya çıkan yükselişin esas olarak memur maaşları ile zamlar ve tazminatlarındaki hızlı artışın etkili olduğu gözlenmektedir. Diğer yandan, cari transferler kalemi içinde en yüksek paya sahip olan sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderlerinde kaydedilen düşük oranlı artış, cari transferlerdeki artışı sınırlamıştır. Tarımsal destekleme ödemelerinde ise geçici olduğu düşünülen yüzde 7,2 oranında bir azalış kaydedilmiştir (Tablo 6.1.2).

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

	Ocak-Mart 2011	Ocak-Mart 2012	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	58,9	66,5	13,0	22,1
1. Personel Giderleri	18,8	21,6	15,3	26,5
2. SGK Devlet Primi Giderleri	3,3	3,7	13,0	26,2
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	4,8	4,7	-1,2	16,3
a) Savunma-Güvenlik	1,2	1,2	-3,3	11,3
b) Sağlık Giderleri	1,1	0,3	-72,7	32,8
4. Cari Transferler	29,6	32,3	9,3	24,8
a) Görev Zararları	0,3	0,4	58,0	9,5
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	15,8	16,2	2,4	23,5
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	2,8	2,6	-7,2	36,3
d) Gelirden Ayrılan Paylar	7,6	9,0	19,0	26,6
5. Sermaye Giderleri	1,5	1,7	13,8	6,1
6. Sermaye Transferleri	0,3	0,2	-23,5	4,8

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

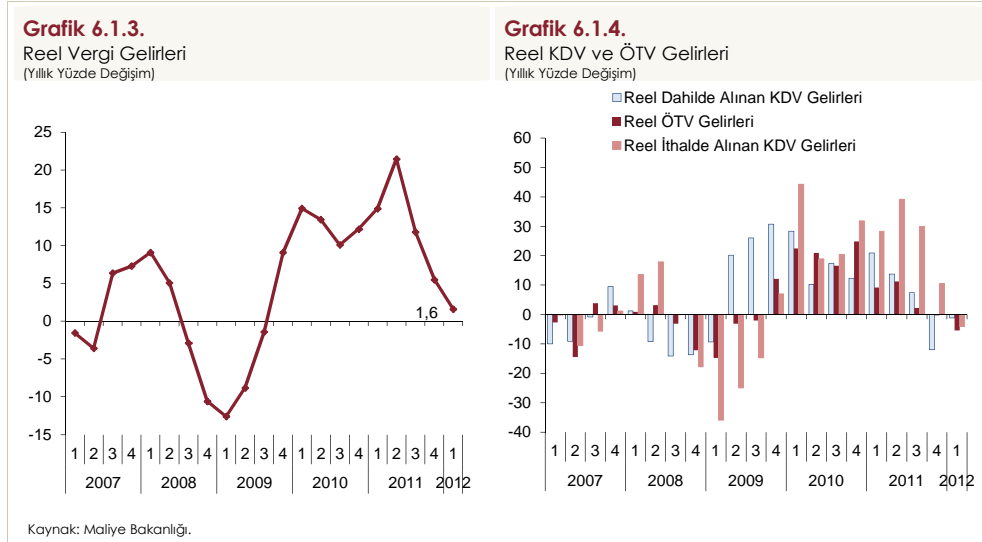
2012 yılı Ocak-Mart döneminde merkezi yönetim genel bütçe gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 11,9 oranında yükselmiştir. Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüzde 12,2 oranında, vergi dışı gelirler ise yüzde 9,9 oranında artış göstermiştir (Tablo 6.1.3). Gelir vergisindeki yüzde 24,7 oranındaki yüksek oranlı artış vergi gelirleri artışındaki yavaşlamayı bir miktar engellemiştir. Gelir vergisi genel olarak ücret, maaş, faiz ve sermaye kazançları üzerinden kesilen stopajlardan oluşmaktadır. Bu bağlamda, bir süredir devam etmekte olan kayıtlı istihdam artışının gelir vergisindeki artışa katkıda bulunan temel etkenler arasında yer aldığı düşünülmektedir. Diğer yandan, dahilde alınan KDV'de yüzde 9,2 oranında ılımlı bir artış gözlenirken, ÖTV tahsilatında yüzde 4,5 oranında sınırlı bir artış gerçekleşmiştir. ÖTV artış oranında görülen yavaşlama özellikle petrol ve doğalgaz ürünleri ile motorlu taşıtlar üzerinden alınan ÖTV tahsilat miktarlarının geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 0,4 ve yüzde 11 oranında gerilemesinden kaynaklanmaktadır. İthalde alınan katma değer vergisi ise yüzde 5,9 oranında artmasına karşın, 2011 yılı genelindeki artış oranı olan yüzde 34,5'lik seviyenin oldukça gerisinde kalmıştır.

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

	Ocak-Mart 2011	Ocak-Mart 2012	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Genel Bütçe Gelirleri	66,2	74,0	11,9	23,0
I-Vergi Gelirleri	57,5	64,5	12,2	23,2
Gelir Vergisi	10,4	13,0	24,7	24,1
Kurumlar Vergisi	6,6	7,4	12,4	27,1
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	7,3	8,0	9,2	23,9
Özel Tüketim Vergisi	13,3	13,9	4,5	19,7
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	10,3	10,9	5,9	20,2
II-Vergi Dışı Gelirler	8,7	9,6	9,9	21,7
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	2,6	2,9	9,1	31,1
Faizler, Paylar ve Cezalar	4,3	4,8	12,5	21,8
Sermaye Gelirleri	1,3	0,6	-51,6	5,5

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2011 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren yavaşlamaya başlayan reel vergi gelirlerindeki yıllık artış oranı, bu eğilimini 2012 yılının ilk çeyreği itibarıyla da sürdürmüştür ve 2009 yılının son çeyreğinden bu yana gözlenen en düşük değerde gerçekleşmiştir. 2011 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren iktisadi faaliyette görülen yavaşlama eğilimi, reel vergi gelirleri artış hızında ortaya çıkan düşüşün başlıca sebebi olarak ön plana çıkmaktadır (Grafik 6.1.3). İktisadi faaliyetteki yavaşlamadan olumsuz yönde etkilenen vergi kalemlerinin başında tüketime dayalı vergiler gelmektedir. Bu çerçevede, vergi gelirleri içinde önemli bir paya sahip olan ÖTV'nin 2012 yılının ilk çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak yüzde 5,4, dahilde alınan KDV'nin yüzde 1,2, ithalde alınan KDV'nin ise yüzde 4,1 oranında gerilediği gözlenmektedir (Grafik 6.1.4).



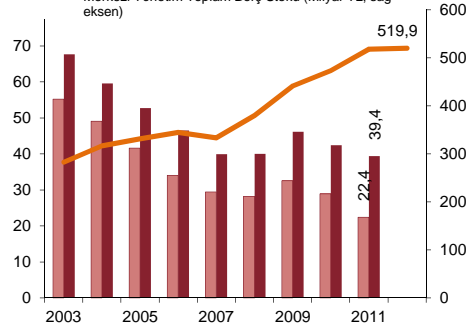
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

Kamu borç stoku göstergelerindeki iyileşme eğilimi, 2012 yılının ilk üç ayı itibarıyla devam etmektedir. Borçlanmanın reel maliyeti düşük seviyelerde gerçekleşmiş, borç stokunun ortalama vadesi uzamış ve borç stoku içinde faiz ve döviz kuruna duyarlı borç senetlerinin payı azalmıştır.

Grafik 6.2.1.

Kamu Borç Stoku Göstergeleri

■ Top. Kamu Net Borç Stoku (GSYİH'nin Yüzdesi Olarak)
 ■ AB Tanımlı Genel Yönetim Nominal Borç Stoku (GSYİH'nin Yüzdesi Olarak)
 ■ Merkezi Yönetim Toplam Borç Stoku (Milyar TL, sağ eksen)

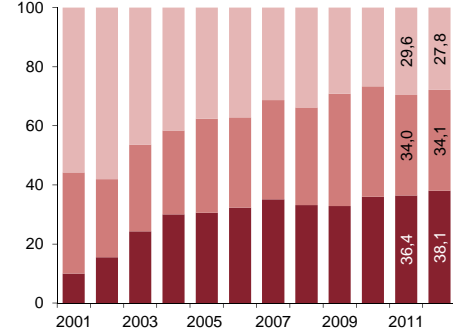


* Değişken faizli borç stoku, vadesi bir yıldan kısa olan iskontolu senetleri ve değişken faizli DİBS'leri kapsamaktadır.
 ** YP Cinsi/YP endeksli borç stoku, dış borç stoku ile döviz cinsi ve döviz endeksli iç borç stokunu kapsamaktadır.
 Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB.

Grafik 6.2.2.

Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu (Yüzde)

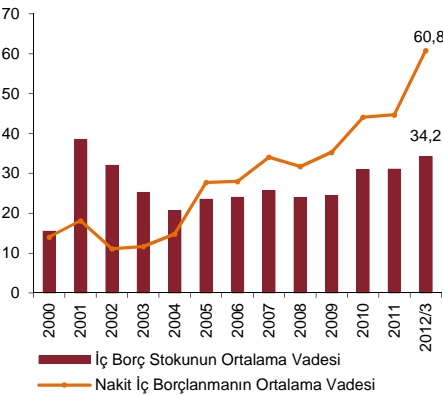
■ Sabit Getirili ■ Değişken Faizli * ■ YP Cinsi/YP Endeksli **



2011 yılısonu itibarıyla, toplam kamu net borç stoku ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranları, bir önceki yılsonuna göre sırasıyla 6,5 ve 3 puan azalarak, yüzde 22,4 ve yüzde 39,4 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.1). Merkezi yönetim borç stoku ise, 2012 yılı Mart ayı sonunda 2011 yılındaki seviyesini korumuştur (Grafik 6.2.1).

Grafik 6.2.3.

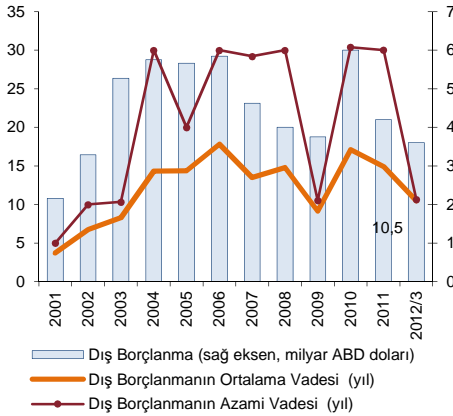
Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Süresi (Ay)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB.

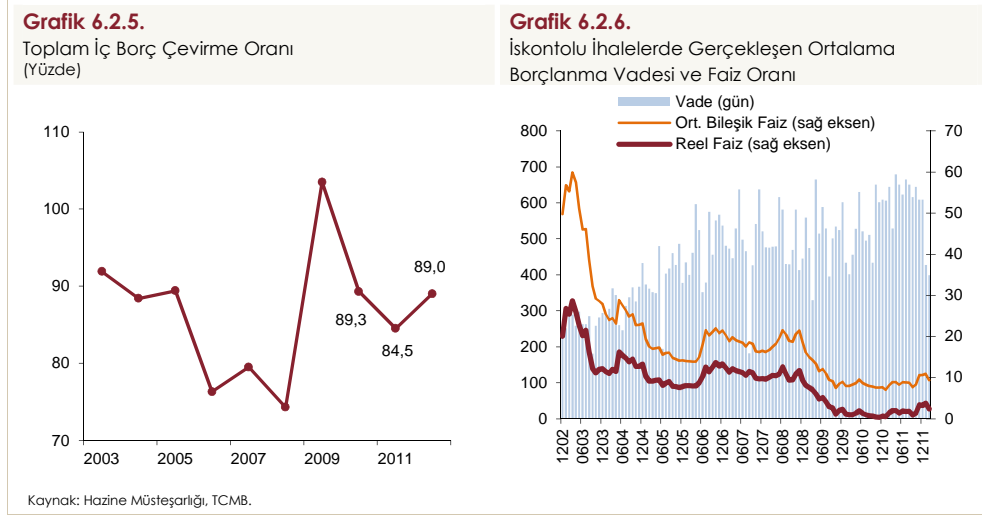
Grafik 6.2.4.

Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma



Hazine'nin, borç stokunun likidite, faiz oranı ve döviz kuruna olan hassasiyetini azaltma yönündeki borçlanma stratejisi, 2012 yılının Mart ayı itibarıyla devam etmektedir. Bu bağlamda, sabit getirili borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payında artış olduğu görülmektedir (Grafik 6.2.2). Kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı ise, yüzde 154,6

düzeyindedir. Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesinin 2011 yılı ortalamasına göre artmasıyla birlikte, toplam iç borç stokunun vadeye kalan süresi 34,2 aya çıkmıştır (Grafik 6.2.3). Tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı ise, 3,6 milyar ABD doları olup, söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 2011 yılına göre azalarak 10,5 yıl olmuştur (Grafik 6.2.4).



İç borç çevirme oranı 2012 yılının Şubat ayı itibarıyla yüzde 89 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.5). Ancak, Hazine Müsteşarlığı'nın Nisan-Haziran 2012 dönemi için açıklamış olduğu iç borçlanma stratejisine göre, bu oranın 2012 yılının Haziran ayı sonunda yüzde 78,8'e gerileyeceği öngörülmektedir. 2009 yılının başından 2011 yılının başına kadar hızlı bir düşüş eğilimi gösteren iskontolu hazine bonosu ihalelerinde gerçekleşen ortalama reel faiz oranının, son aylarda bir miktar artmakla birlikte, halen düşük seviyelerde olduğu görülmektedir (Grafik 6.2.6).

Kutu
6.1Yeni Teşvik Sisteminin (Yatırımlarda Devlet Yardımları)
Temel Özellikleri

Maliye politikası, hem talep yönüyle hem de arz yönüyle ekonomiyi etkileme kapasitesine sahip bir iktisat politikası aracıdır. Kısa vadede vergi ve harcama politikaları yoluyla makroekonomik istikrarın sağlanmasında (talep yönlü etki) önemli bir rol oynayan maliye politikası, uzun vadede ekonomik büyüme için gerekli olan şartların iyileştirilmesinde ve potansiyel üretim seviyesinin artırılmasında da (arz yönlü etki) etkili olabilmektedir. Örneğin, gelir ve kurumlar vergisi gibi dolaysız vergi oranlarında yapılacak bir indirim, emek ve sermaye gibi üretim faktörlerinin arzını etkilemek suretiyle, uzun vadede enflasyonist baskıya neden olmaksızın, ekonomik büyümeye ve istihdam artışına katkı sağlayabilmektedir. Bu çerçevede, 5 Nisan 2012 tarihinde genel bilgileri kamuoyu ile paylaşılan ve arz yönlü iktisat politikası çerçevesinde ekonomik büyümeyi desteklemeyi amaçlayan Yeni Teşvik Sistemi'nin de ülke ekonomisi üzerinde kapsamlı ve çok yönlü etkileri olması beklenmektedir. Bu kutuda söz konusu teşvik paketinin temel uygulama esasları ve alanları özetlenmektedir¹.

Yeni Teşvik Sistemi, Türkiye'de son on yıl içinde uygulamaya konulan dördüncü teşvik sistemidir ve 16 Temmuz 2009 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan bir önceki teşvik sisteminin (Yatırımlarda Devlet Yardımları Hakkında Karar) temel yapısını korumakla birlikte, bazı konularda kapsamlı değişiklikler ve yenilikler getirmektedir. Nitekim, bir önceki teşvik sisteminde Türkiye'nin illeri sosyoekonomik gelişmişlik düzeyine göre dört farklı bölgeye ayrılmışken, Yeni Teşvik Sistemi ile beraber altı bölge oluşturulmuş ve en az gelişmiş bölgelere sağlanan destek miktarı gelişmiş bölgelere kıyasla artırılmıştır.

İthalat bağımlılığı yüksek olan ara malı ve ürünlerin yatırım ve üretiminin artırılarak cari açığın azaltılması, en az gelişmiş bölgelere sağlanan yatırım desteklerinin artırılması, bölgesel gelişmişlik farklılıklarının giderilmesi, destek unsurlarının etkinliğinin artırılması, kümelenme faaliyetlerinin desteklenmesi ve yüksek ve orta-yüksek teknoloji içeren yatırımların desteklenmesi Yeni Teşvik Sistemi'nin temel amaçları olarak belirlenmiştir. Genel ve bölgesel teşvik uygulamaları, büyük ölçekli yatırımların ve stratejik yatırımların teşviki Yeni Teşvik Sistemi'ni oluşturan unsurlar olarak belirlenmiştir. Bu amaçları gerçekleştirmek için öngörülen teşvik araçları ise,

¹ Başbakanlık tarafından 5 Nisan 2012 tarihinde yapılan "Yeni Teşvik Sistemi" konulu basın açıklaması ve Ekonomi Bakanlığı tarafından 6 Nisan 2012 tarihinde yapılan "Yeni Teşvik Sistemi, Yatırımlarda Devlet Yardımları" konulu sunum kaynak olarak kullanılmıştır.

Yeni Teşvik Sistemi'ni oluşturan unsurlar itibarıyla farklılaştırılmıştır (Tablo 1). Teşvik araçlarının belirleyicilerini; Katma Değer Vergisi (KDV) istisnası, gümrük vergisi muafiyeti, vergi indirimi, sigorta primi işveren hissesi desteği, faiz desteği, yatırım yeri tahsisi ve KDV iadesi olarak sıralamak mümkündür. Söz konusu desteklerin tamamından veya bir bölümünden, yatırımın büyüklüğüne, bölgesine ve konusuna göre, değişen oran ve sürelerde yararlanma imkânı getirilmiştir. Ayrıca, yukarıda bahsedilen teşvik araçlarına ilave olarak, sadece en az gelişmiş bölge olarak nitelendirilen 6. Bölge'de yapılacak yatırımlara özgü olmak üzere, gelir vergisi stopajı desteği ve sigorta primi işçi hissesi desteği de yeni teşvik araçları olarak belirlenmiştir. Böylece, teşvik paketi ile bu bölgede işçinin eline geçen net ücretin artırılması, işverenin işgücü maliyetinin azaltılması ve bölgede yeni istihdam yaratılması da hedeflenmektedir.

Tablo 1. Yeni Teşvik Sistemi*

Genel Teşvik Uygulamaları	Bölgesel Teşvik Uygulamaları	Büyük Ölçekli Yatırımların Teşviki	Stratejik Yatırımların Teşviki
KDV İstisnası	KDV İstisnası	KDV İstisnası	KDV İstisnası
Gümrük Vergisi Muafiyeti	Gümrük Vergisi Muafiyeti	Gümrük Vergisi Muafiyeti	Gümrük Vergisi Muafiyeti
	Vergi İndirimi	Vergi İndirimi	Vergi İndirimi
	Sigorta Primi İşveren Hissesi Desteği	Sigorta Primi İşveren Hissesi Desteği	Sigorta Primi İşveren Hissesi Desteği
	Yatırım Yeri Tahsisi	Yatırım Yeri Tahsisi	Yatırım Yeri Tahsisi
	Faiz Desteği		Faiz Desteği
			KDV İadesi

* 6.Bölge için gelir vergisi stopajı desteği ve sigorta primi işçi hissesi desteği getirilmiştir.

Yeni Teşvik Sistemi ile birlikte daha önceki uygulamalardan farklı olarak organize sanayi bölgelerinde yapılacak yatırımlara daha fazla teşvik ayrıcalığı getirilmiştir. Bir başka yenilik ise vergi indirimlerinin sadece işletme döneminde değil, yatırım döneminde de uygulanabilmesine olanak sağlanması ve 1. Bölge dışında kalan diğer tüm bölgelerde yatırım yapan firmalar için, yatırım katkı tutarının (indirilebilecek vergi tutarının) belirli bir kısmının yatırım döneminde tüm faaliyetlerinden elde ettiği kazançlar üzerinden uygulanabilmesidir. Yeni sistemde, yatırım yapılacak bölgenin gelişmişlik düzeyi azaldıkça vergi indirimlerinden yatırım döneminde de yararlanma oranı artırılabilmekte ve bu sayede de yatırım yapan firmalara önemli bir finansman desteği sağlanmaktadır. Buna ilave olarak, faiz desteği, finansman imkânlarının artırılmasına yönelik bir diğer teşvik unsuru olarak Yeni Teşvik Sistemi'nde de yer almaktadır.

Yeni Teşvik Sistemi'nin bir başka önemli özelliği yüzde 50'den fazlası ithalatla karşılanan ara malları veya ürünlerin üretimine yönelik yatırımlara (stratejik yatırım konuları) özel önem verilmesidir. Buna ek olarak, açıklanan paketin, yüksek teknolojlili ve yüksek katma değerli yatırımların teşvik edilmesi suretiyle yapısal cari açığın azaltılmasına ve uluslararası rekabet gücünün artırılmasına önemli katkılarda bulunması beklenmektedir.

Sonuç olarak, Yeni Teşvik Sistemi'nin vergi indirimleri ve diğer devlet yardımları aracılığıyla genişletici bir maliye politikası uygulamak suretiyle ekonomik büyümeyi desteklemesi, yatırımı ve istihdamı artırması ve bu çerçevede bölgelerarası sosyoekonomik farklılıkları azaltması beklenmektedir. Bu amaçlara ulaşmak için getirilen teşvik araçlarının ise kısa vadede kamu tasarruflarını azaltıcı bir etkiye neden olurken, orta ve uzun vadede artan yatırım, üretim ve istihdam seviyelerine bağlı olarak kamu gelirlerini ve kamu maliyesi görünümünü olumlu olarak etkilemesi beklenmektedir.

7. Orta Vadeli Öngörüler

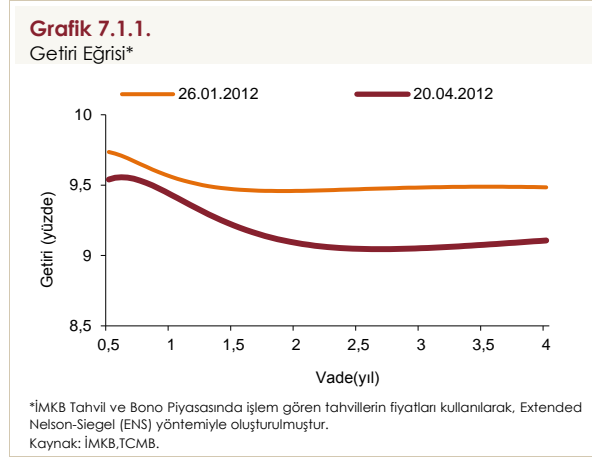
Bu bölümde tahminlere temel oluşturan varsayımlar özetlenmekte, bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon ve çıktı açığı tahminleri ile para politikası görünümü önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Parasal Koşullar

TCMB, Ekim 2011 döneminden itibaren uyguladığı parasal sıkılaştırma çerçevesinde, Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bu yana temkinli duruşunu sürdürerek gecelik borç alma ve borç verme faizlerinin oluşturduğu faiz koridorunu etkili bir şekilde kullanmaya devam etmiştir. Bu doğrultuda, son dönemde enerji fiyatları ve diğer maliyet unsurlarındaki gelişmelerin orta vadeli enflasyon görünümünde oluşturabileceği olası bir bozulmayı engellemek amacıyla 23 Mart ve 12 Nisan itibarıyla ek parasal sıkılaştırmaya gidilerek, politika faizinden yapılan bir hafta vadeli repo fonlama miktarı düşürülmüş, piyasaya sağlanan likiditenin ağırlıklı ortalama faizi yükseltilmiştir (Grafik 5.1.7). Ayrıca, 18 Nisan 2012 tarihli Para Politikası Kurulu toplantısında, enflasyon görünümündeki bozulmaya izin verilmemesi için önümüzdeki dönemde ek parasal sıkılaştırmanın daha sık uygulanacağı vurgulanmıştır.

Yılın ilk çeyreğinde piyasa faizleri küresel risk iştahındaki artışın etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere benzer bir eğilim sergileyerek sınırlı oranda azalış göstermiştir. Öte yandan, izlenen parasal sıkılaştırmanın etkisiyle kısa vadeli faizlerdeki değişim daha sınırlı olmuştur (Grafik 5.1.9). Bu çerçevede, getiri eğrisi yılın ilk çeyreğinde uzun vadelerde daha belirgin olmak üzere tüm vadelerde gerileme göstermiştir (Grafik 7.1.1). Mart ayı sonunda ve Nisan ayında uygulanan ek sıkılaştırmanın da katkısıyla uzun ve kısa vadeli faiz farkı eksiye dönmüş, getiri eğrisi aşağı yönlü bir eğim sergilemiştir. Bu gelişmeler, Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından sonraki dönemde parasal duruşun sıkı olmaya devam ettiğine işaret etmektedir.



Enflasyon

2012 yılının ilk çeyreğinde enflasyonu etkileyen ana unsurlar Ocak Enflasyon Raporu öngörülleri ile büyük ölçüde uyumlu bir seyir izlemiştir. Yıllık tüketici enflasyonu yüzde 10,43 oranında gerçekleşerek Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmine oldukça yakın bir seviyeye ulaşmıştır (Grafik 1.2.1). Temel mal grubu yıllık enflasyonu yılın ilk çeyreğinde yavaşlama eğilimine girerken, hizmet fiyatları ılımlı seyrini sürdürmüştür. Bu dönemde öngörülenden hızlı artış kaydeden enerji fiyatlarının tüketici fiyatlarını artırıcı etkisi, son yıllara kıyasla olumlu seyreden işlenmemiş gıda fiyatları ile sınırlanmıştır.

Yılın ilk çeyreğinde işlenmemiş gıda grubu fiyat gelişmelerinin Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha olumlu gerçekleşmesiyle, gıda grubunun enflasyona yaptığı katkı gerilemiştir. Ancak gıda fiyatlarının yılsonu artış oranına dair varsayımımız, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek oynaklık ve tarımsal emtia fiyatlarındaki gelişmeler göz önüne alınarak değiştirilmemiştir (Tablo 7.1.1).

Tablo 7.1.1.
Varsayımlardaki Güncellemeler

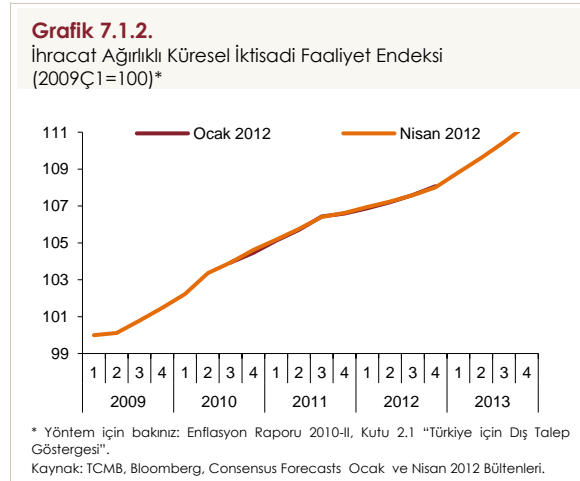
		Ocak 2012	Nisan 2012
Çıktı Açığı	2011 Ç4	-0,25	-0,35
	2012 Ç1	-0,59	-1,20
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl sonu Yüzde Değişim)	2012-2014	7,5	7,5
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	-0,3	-0,7
	2013	-0,7	-0,7
Petrol Fiyatları (Yıllık Ortalama, ABD doları)	2012	110	120
	2013	105	115
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	1,39	1,38
	2013	-	2,44

Talep Koşulları

2011 yılının son çeyreğine ilişkin milli gelir verilerine göre iktisadi faaliyet Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Bu dönemde yurtiçi talep yatay bir seyir izlerken, net dış talep büyümenin temel sürükleyicisi olmuştur. Bu gelişmeler iç ve dış talep dengelenmesinin güçlenerek sürdüğünü göstermiştir (Kutu 7.1).

2012 yılının ilk çeyreğine ilişkin veriler, nihai yurt içi talepte yavaşlamaya işaret etmektedir. Gerek özel tüketime, gerek yatırım talebine ilişkin göstergeler bu görünümü desteklemektedir. Ayrıca, 2012 yılının ilk aylarına dair sanayi üretimi verileri yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyetin beklenenden bir miktar daha zayıf seyrettiğini göstermiştir. Bu çerçevede, çıktı açığı tahminleri 2012 yılı ilk çeyreği için sınırlı oranda aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 7.1.1).

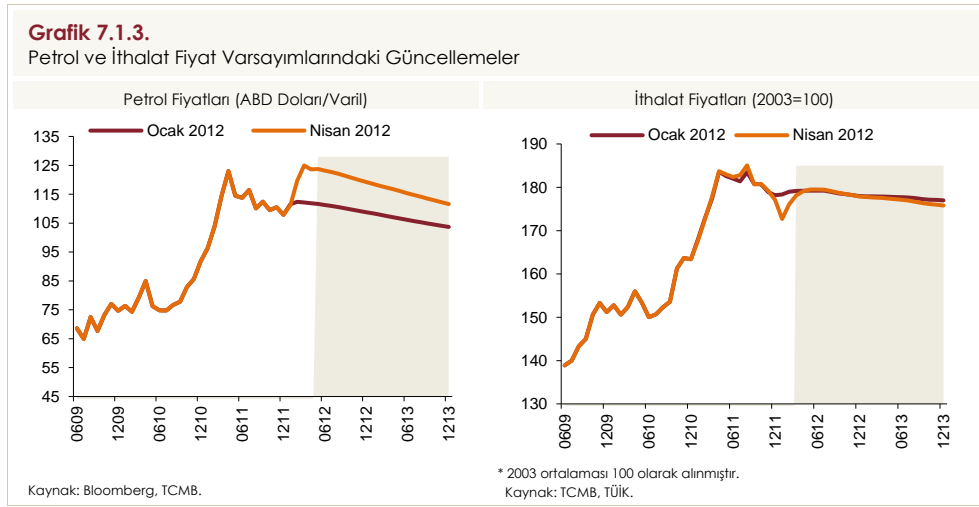
Dış talebe ilişkin ilk çeyrek verileri ihracatın 2011 yılı ikinci yarısından itibaren gösterdiği toparlanmanın bu dönemde de devam ettiğine işaret etmektedir. İhracat ağırlıklı küresel üretim endeksinde bir önceki rapora göre kayda değer bir değişiklik olmazken (Grafik 7.1.2), döviz kuru kanalının ihracata verdiği olumlu destek sürmektedir.



İthalat Fiyatları

2012 yılının ilk çeyreğinde jeopolitik risklerin yarattığı belirsizliğe paralel olarak petrol fiyatları önemli ölçüde yükselmiştir. Bu doğrultuda, Ocak Enflasyon Raporu'nda 2012 yılı için 110 ABD doları olarak varsayılan yıllık ortalama petrol fiyatları 120 ABD dolarına çıkarılmıştır. 2013 yılı için ise ortalama petrol fiyatının 115 ABD doları olacağı varsayılmıştır (Tablo 7.1.1 ve Grafik 7.1.3).

Diğer taraftan, ilk çeyrekte enerji dışı ithalat fiyatlarının öngörülenden daha olumlu seyretmesi petrol fiyatlarındaki artışın enflasyon üzerindeki olumsuz etkisini kısmen telafi etmiştir (Kutu 4.3). Vadeli fiyatlar baz alınarak yapılan güncel projeksiyonlarda, 2012 yılında ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının 2011 yılına göre ortalama yüzde 0,7 oranında düşeceği varsayılmıştır. Dolayısıyla, 2012 yılı için yaptığımız ithalat fiyatları varsayımı bir önceki rapora göre önemli bir değişim göstermemiştir (Grafik 7.1.3).



Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

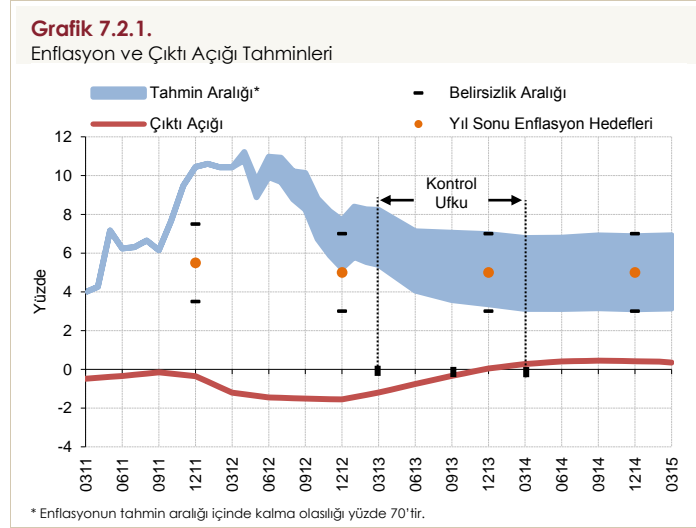
Tahminler oluşturulurken kamu maliyesinin görünümü için 2011 yılı Ekim ayında güncellenen OVP projeksiyonları esas alınmıştır. 5 Nisan itibarıyla kamuoyuna duyurulan "yeni teşvik sistemi" kapsamında yapılması öngörülen vergi indirimleri ve diğer devlet yardımları şeklindeki uygulamaların ise mali bütçe dengesini bozmayacağı varsayılmıştır.

2011 yılının son çeyreğinde tütün ürünlerinden alınan vergilere ilişkin yapılan düzenlemeler çerçevesinde, tütün fiyatlarının 2012 yılı boyunca sabit tutulacağı, 2013 yılının ilk ayında ise 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerinin ima ettiği oranlarda artacağı varsayılmıştır. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

7.2. Orta Vadeli Görünüm

Tahminler üretilirken, önümüzdeki dönemde ek parasal sıkılaştırmanın daha sık yapılacağı ve buna bağlı olarak kredilerin yıllık büyüme oranının yüzde

14 civarında seyredeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 5,3 ile yüzde 7,7 aralığında (orta noktası yüzde 6,5), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile yüzde 7,0 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

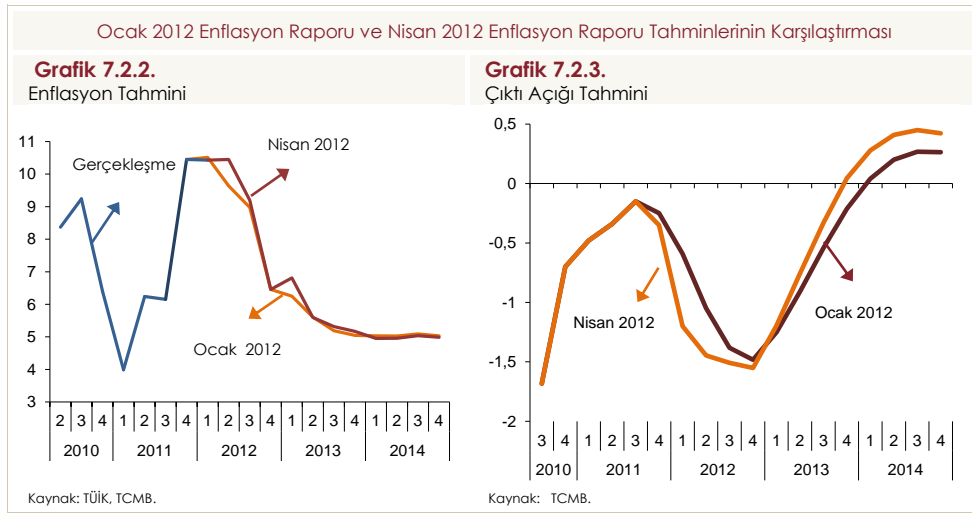


Güncellenen tahminler, yılın son çeyreğinde enflasyondaki düşüşün belirginleşeceğine işaret etmektedir. Enerji fiyatlarındaki artışlar nedeniyle, kısa vadede enflasyonun yüksek seviyelerde gerçekleşeceği öngörülse de, ılımlı talep koşulları nedeniyle ikincil etkilerin sınırlı kalacağı tahmin edilmektedir. Yılın son çeyreğinde yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki vergi ayarlamasından kaynaklanan baz etkisinin ortadan kalkmasıyla beraber enflasyonun hızlı bir düşüş göstererek 2012 yılsonunda yüzde 6,5 düzeyinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

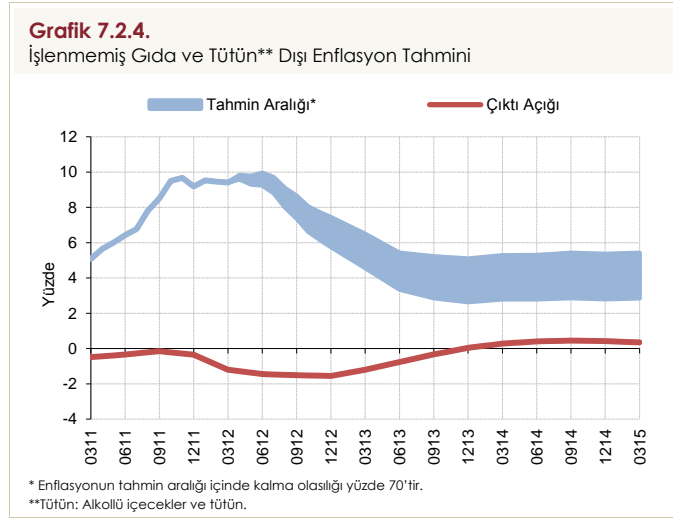
Enflasyonu etkileyen ana unsurlar yılın ilk çeyreğinde Ocak Enflasyon Raporu öngörülleri ile büyük ölçüde uyumlu bir seyir izlese de, Nisan ayında enerji fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artışlar nedeniyle kısa vadede enflasyonun Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülenden daha yüksek seviyelerde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.2). 18 Nisan 2012 tarihli Para Politikası Kurulu toplantısında, enflasyondaki bu geçici artışların enflasyon görünümünü bozmasına izin verilmeyeceği ifade edilmiş ve önümüzdeki dönemde ek parasal sıkılaştırmanın daha sık uygulanacağı vurgulanmıştır. Bu çerçevede, TCMB'nin verdiği güçlü politika tepkisi göz önüne alınarak 2012 yıl

sonu enflasyonunun bir önceki rapor tahminiyle aynı seviyede gerçekleşeceği bir görünüm esas alınmıştır.

Yukarıda belirtilen varsayımlar doğrultusunda üretilen çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.1'de sunulmaktadır. Son dönemde açıklanan veriler ışığında 2012 yılının ilk çeyreğine dair çıktı açığı tahminleri bir miktar aşağı yönde revize edilmiştir. Bunun yanı sıra, daha sıkı parasal duruşun da etkisiyle, tahminlerde 2012 yılı boyunca talep koşullarının enflasyona verdiği desteğin bir önceki rapora göre arttığı bir çerçeve esas alınmıştır (Grafik 7.2.3).



İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının tamamen kontrolü dışındaki kalemlerdeki öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde 2012 yıl sonu enflasyonunun yüzde 8,5 düzeyinde gerçekleşeceği, tütün ve alkollü içecekler grup fiyatlarının ise 2012 yılı boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2012 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren kademeli bir düşüş eğilimi göstererek orta vadede yüzde 5 seviyesine yakın düzeylerde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir.



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

TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslaması

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

Tablo 7.2.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2012 Yılı sonu	6,46	7,61	5,0
12 Ay Sonrası	6,14	6,96	5,0
24 Ay Sonrası	4,95	6,40	5,0

*Nisan 2. dönem anketi.

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

Kaynak: TCMB.

7.3. Riskler ve Para Politikası

Enflasyonun ulaştığı yüksek seviyeler ve son dönemde kısa vadeli enflasyon beklentilerinde gözlenen bozulma, fiyatlama davranışları üzerinde risk

oluşturmaktadır. 2011 yılının son üç ayında gerçekleşen keskin fiyat artışları nedeniyle enflasyonun bu yılın son çeyreğine kadar hedefin belirgin olarak üzerinde seyretmesi beklenmektedir. Bu durum, fiyatlama davranışlarının dikkatle izlenmesini gerektirmektedir. TCMB'nin Ekim ayından itibaren gerçekleştirdiği parasal sıkılaştırma ve iç talepteki ılımlı görünüm ikincil etkilerin ortaya çıkma olasılığını azaltsa da, önümüzdeki dönemde temkinli bir yaklaşımla enflasyon beklentileri dikkatle takip edilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün hedefle uyumlu olması için gereken tedbirler alınacaktır.

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi, sermaye akımlarındaki oynaklıklara karşı para politikasında esnek yaklaşımın devamını gerektirmektedir. Yılın ilk çeyreğinde Euro Bölgesi'nde kamu borcuna dair sorunlar bir miktar hafiflemiş olsa da bölge büyümesinin olumsuz seyri ve halen yüksek seyreden borçlanma maliyetleri borç sürdürülebilirliği tartışmalarını canlı tutmaktadır. Bunun yanı sıra, Euro Bölgesi bankacılık sektöründe bilanço düzeltmesinin devam etmesi finansal piyasalardaki kırılganlığı beslemekte ve risk iştahının tekrar bozulma olasılığını gündeme getirmektedir. Öte yandan, küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde ise risk iştahında öngörülenden daha hızlı bir toparlanma ortaya çıkabilecektir. Sonuç olarak, önümüzdeki dönemde küresel sermaye akımlarındaki oynaklığın devam etme olasılığı mevcut esnek politika çerçevesinin gerekliliğini teyid etmektedir. Bu çerçevede TCMB, küresel ekonomideki gelişmeleri yakından izleyerek üzerine düşen tedbirleri gecikmeksizin almaya devam edecektir.

Önümüzdeki döneme dair bir diğer risk unsuru petrol fiyatlarının görünümündeki belirsizliklerdir. Her ne kadar küresel iktisadi görünümün zayıf seyri genel olarak emtia fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıları sınırlasa da, arz yönlü sorunların devam etmesi enerji fiyatlarının görünümüne ilişkin kısa vadede yukarı yönlü bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi halinde TCMB, geçici fiyat hareketlerinden kaynaklanan etkilere tepki vermeyecek, ancak fiyatlama davranışlarının kalıcı olarak bozulmasına müsaade etmeyecektir.

2012 yılı enflasyon görünümü üzerinde işlenmemiş gıda fiyatları aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Gerek işlenmemiş gıda fiyatlarının 2011 yılı sonunda geldiği yüksek seviyelerden sonra aşağı yönlü düzeltme ihtimalinin olması, gerekse son ayların yağış bakımından olumlu geçmesi yıl içinde işlenmemiş gıda fiyatlarının varsayımlardan daha olumlu bir seyir izleme olasılığını artırmaktadır. İşlenmemiş

gıda fiyatlarında beklenenden daha olumlu bir gelişme gözlenmesi halinde enflasyon hedefe baz senaryoda öngörülenden daha hızlı ulaşabilecektir.

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

Orta vadede mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı destekleyecektir. Bu yönde atılacak adımlar aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

Kutu
7.1

İç ve Dış Talep Ayrımında Çıktı Açığı

Cari üretimin enflasyon yaratmayan potansiyel düzeyinden farkını ifade eden çıktı açığı, birçok modern merkez bankasında olduğu gibi TCMB'de de fiyatlar üzerindeki talep yönlü baskıların boyutunu değerlendirmeye ilişkin olarak sıklıkla kullanılan göstergelerden bir tanesidir. Ancak yakın zamandaki küresel krizle birlikte fiyat istikrarının yanında finansal istikrarın politika tasarımında önemli bir unsur olarak ön plana çıkması, gerek politika uygulamalarında gerekse bunlara yön veren analizlerde alışılmışın dışında bakış açıları veya yöntemlere ihtiyaç doğurmuştur. Türkiye'de özellikle kriz sonrası dönemde iç talep kaynaklı yaşanan güçlü toparlanmanın etkisiyle orta vadede makroekonomik ve finansal istikrar için bir tehdit olarak algılanan cari açığın sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin artması, para politikası tasarımında talep bileşenlerine ayrı bir önem atfedilmesini gerekli kılmıştır. Bu bağlamda enflasyon görünümü açısından ekonomide aşırı bir ısınma olup olmadığı değerlendirilirken çıktı açığının kendisiyle birlikte bileşenlerini de mercek altına alan kapsamlı bir analizin yapılması önem arz etmektedir. Bu kutuda yarı yapısal bir model çerçevesinde Bayesçi tahmin yöntemi kullanılarak Türkiye'de çıktı açığının temel bileşenleriyle birlikte tahmin edilmesine imkân veren bir çerçeve sunulmaktadır.

Model ve Tahmin Yöntemi

Analizde Yeni Keynesçi yapıda küçük açık bir ekonominin temel özelliklerini yansıtan bir model teorik çerçeve olarak ele alınmıştır. Modelleme ve tahmin yönteminde Öğünç ve Sarkaya (2011) çalışması yakından takip edilmiş olmakla birlikte, söz konusu çalışmadan farklı olarak iç ve dış talebe ilişkin davranışsal denklemler modele açık bir şekilde dâhil edilmiştir. Kullanılan modeli özetleyen denklemler aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$\tilde{d}_t = \alpha \tilde{d}_{t-1} + (1 - \alpha) \tilde{d}_{t+1} - \beta \tilde{r}_t + \varepsilon_t^d \quad (1)$$

$$\tilde{x}_t = \rho \tilde{x}_{t-1} + \gamma \tilde{y}_t^* - \delta \tilde{q}_{t-2} + \varepsilon_t^x \quad (2)$$

$$\tilde{m}_t = \theta (\tau \tilde{d}_t + (1 - \tau) \tilde{x}_t) + \vartheta \tilde{q}_t + \varepsilon_t^m \quad (3)$$

$$\tilde{y}_t = \omega_1 \tilde{d}_t + \omega_2 \tilde{x}_t - \omega_3 \tilde{m}_t \quad (4)$$

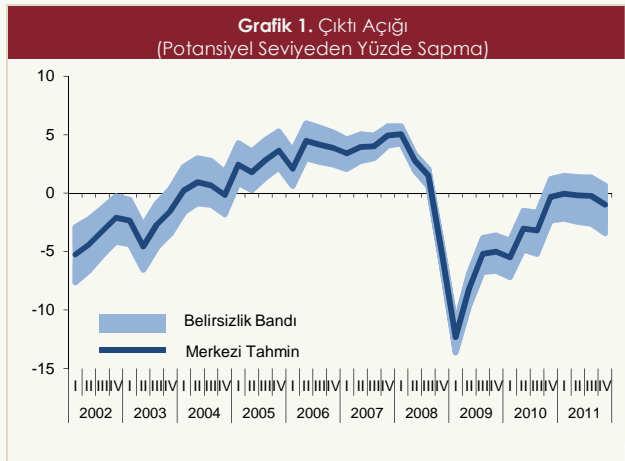
$$\pi_t = \varphi \pi_{t-1} + (1 - \varphi) \pi_{t+1} + \zeta \tilde{y}_{t-2} + \mu \tilde{s}_t + \varepsilon_t^\pi \quad (5)$$

Denklem (1) temel olarak yurt içi talebi, \tilde{d}_t , gecikmeli ve bir dönem sonrasında ilişkin beklenen değeriyle, reel faizin, \tilde{r}_t , bir fonksiyonu olarak ifade etmektedir. Denklem (2) ihracat talep açığının, \tilde{x}_t , davranışını özetlemekte ve bu değişkenin yurt dışı çıktı açığının, \tilde{y}_t^* , ve reel kurun, \tilde{q}_{t-2} , bir fonksiyonu olduğunu ima etmektedir. Denklem (3) ise ithalat talep açığının, \tilde{m}_t , yurt içi ve ihracat talep açıkları ile reel kura bağlı olduğunu göstermektedir. Denklem (4) çıktı açığı ile, \tilde{y}_t , temel bileşenleri olan yurt içi, ihracat ve ithalat talep açıkları arasındaki özdeşliği ifade etmektedir. Son olarak, denklem (5) enflasyonun davranışını Yeni Keynesçi Phillips eğrisi çerçevesinde özetlemekte, çıktı açığına ek olarak reel ithalat fiyatlarını, \tilde{s}_t , temel marjinal maliyetler olarak ortaya koymaktadır.

Model parametreleri 2002ç1-2011ç4 dönemi için Bayesçi yöntem kullanılarak tahmin edilmiştir. Tahmin sürecinde gayri safi yurt içi hasıla, ithalat, ihracat, enflasyon oranı, faiz oranı, yurt dışı çıktı açığı, reel efektif döviz kuru ve reel ithalat fiyatlarından oluşan sekiz zaman serisi kullanılmıştır.¹

Sonuçlar

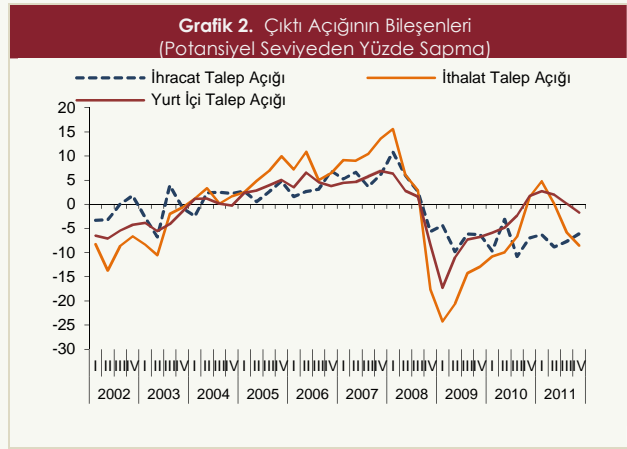
Çıktı açığına ilişkin merkezi tahmin² ve etrafında parametre dağılımlarına ilişkin tahminler kullanılarak oluşturulan belirsizlik bandı Grafik 1'de sunulmaktadır. Tahmin sonuçları, Türkiye'de küresel krizin etkisiyle üretimin 2009 yılının başında potansiyelinin oldukça altında seyrettiğini, ancak ilerleyen dönemde üretimin güçlü bir tempoda uzun dönem eğilimine doğru yöneldiğini göstermektedir. Bununla birlikte merkezi tahminler, çıktı açığının kriz dönemi ve sonrasında enflasyon yaratmayan bölgede kaldığına, başka bir deyişle ekonomi genelinde aşırı bir ısınma olmadığına işaret etmektedir.



¹ Reel faiz, reel kur ve reel ithalat fiyatları dışındaki değişkenler mevsimsellikten arındırılmıştır. Modele, kullanılan veri setine ve tahmin sonuçlarına ilişkin daha ayrıntılı bir tartışma Alp, Ögünç ve Sankaya (2012) çalışmasında yer almaktadır.

² Çıktı açığına ilişkin merkezi tahmin, tahmin edilen ardlı parametre dağılımlarının ortalama değerleri kullanılarak hesaplanmıştır.

Çıktı açığının bileşenlerine ilişkin tahminler ise Grafik 2'de yer almaktadır. Sonuçlar, kriz sonrası toparlanmanın büyük ölçüde yurt içi talep kaynaklı olduğunu ima ederken, ihracatın ise uzun bir süre potansiyelinin altında seyrettiğini göstermektedir. İç talepteki güçlü toparlanma ile birlikte Türk lirasının reel olarak değerlendirilmesi de ithalatın potansiyelinin üzerine doğru güçlü hareketini açıklamaktadır. Ancak 2010 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla bakıldığında, çıktı açığına ilişkin üst sınır tahminler bile ekonomide aşırı ısınma ima etmezken, her bir bileşenin uzun dönem eğiliminin altında seyrettiği ve yurt içi taleple ihracat arasında belirgin bir ayrışmanın olmadığı görülmektedir.



2010 yılı üçüncü çeyrek sonrası dönemde ise bu görünümün önemli ölçüde değiştiği görülmektedir. Söz konusu döneme ilişkin tahmin sonuçları, üretimin potansiyeline yakın seyrettiğine işaret ederken, yurt içi talebin güçlü seyrini sürdürerek potansiyelinin üzerine çıktığını, ihracatın ise küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler ve zayıf dış talep görünümüne bağlı olarak potansiyelinin altında seyrettiğini göstermektedir. Başka bir deyişle, söz konusu dönemde Türkiye ekonomisi aşırı bir ısınma belirtisi göstermezken, iç ve dış talebin ciddi boyutta ayrıştığı bir büyüme yapısıyla karşı karşıya kalmıştır. Talep kompozisyonundaki ayrışmaya dair bu gözlem ve tahmin sonuçları, tarihsel olarak hızlı büyüme dönemlerine eşlik eden yüksek cari açığın, her zaman ekonomide aşırı ısınmaya işaret etmeyebileceğini göstermektedir.

Sonuç olarak bulgular 2010 yılının son çeyreğinden beri uygulanmakta olan para politikasının arkasında yatan iktisadi görünümle tutarlıdır. Bu dönemde para politikası, büyüme kompozisyonundaki bozulmanın finansal istikrarı tehdit edebileceğinden hareketle birden fazla aracı etkin bir şekilde kullanarak ekonomiyi dengeli bir büyüme patikasına getirmeye çalışmıştır. Nitekim uygulanan politikaların da katkısıyla, iç ve dış talep arasındaki ayrışmanın azaldığı, ekonominin 2011 yılının ikinci çeyreğinden itibaren daha dengeli bir büyüme patikasına girdiği görülmektedir.

Kaynakça

Öğünç, F. ve Ç. Sarıkaya (2011). "Görünmez Ama Hissedilmez Değil: Türkiye'de Çıktı Açığı", Central Bank Review Vol. 11 (July 2011), 15-28.

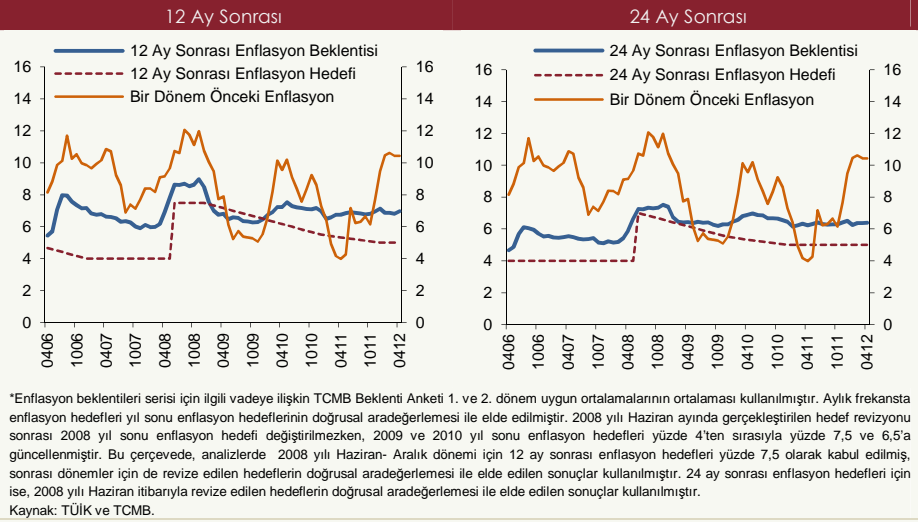
Alp, H. Öğünç, F. ve Ç. Sarıkaya (2012). "Para Politikası ve Çıktı Açığının Kompozisyonu", Ekonomi Notları No. 12/07.

2011 yılının son çeyreğinde enflasyonda hızlı bir yükseliş gözlenmiştir. Bu yükselişte ithalat fiyatlarında ve döviz kurunda gözlenen birikimli hareketlerin yanı sıra tütün ürünleri vergi düzenlemeleri ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlar etkili olmuştur. Bu gelişmeler büyük ölçüde geçici olmasına rağmen, TCMB, orta vadeli beklentilerin geçmiş enflasyondan etkilenmesini ve enflasyon görünümünün bozulmasını engellemek amacıyla temkinli bir duruş benimsemiştir. Bu çerçevede TCMB, aktif bir iletişim politikası izleyerek enflasyondaki yükselişin nedenlerini sunum, rapor ve çalışmalarla ayrıntılı bir şekilde kamuoyuna açıklamıştır. Ayrıca TCMB, enflasyonun kısa vadede izleyeceği seyri yakından takip ederek oluşabilecek sert hareketlere karşı kamuoyunu bilgilendirmiştir. Daha da önemlisi, bu dönemde fiyat istikrarına yapılan vurgu ön plana çıkarılarak 2011 yılı Ekim ayından itibaren güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gidilmiştir. Bu Kutu, TCMB'nin anılan dönemde izlediği stratejinin enflasyon beklentilerini kontrol etmekte ne ölçüde etkili olduğu sorusuna yanıt aramaktadır.

Beklenti Oluşumunda Geçmiş Enflasyonun Rolü

Enflasyondaki geçici yükselişlerin fiyatlama davranışlarında bozulmaya yol açmaması için beklentilerin kontrol altında tutulması büyük önem taşımaktadır. Türkiye'de iktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken geçmiş enflasyona önemli bir ağırlık verdiği ve bu ağırlığın zaman içinde değiştiği Başkaya, Kara ve Mutluer (2008) çalışmasında bulgulanmıştır. 2011 yılının son çeyreğinde enflasyondaki hızlı yükseliş döneminde enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleştirmelerine duyarlılığının artıp artmadığının anlaşılması, hem iletişim politikasının etkinliğine hem de fiyatlama davranışlarındaki olası değişimlere dair önemli bilgiler sunacaktır.

2011 yılı son çeyreğinden itibaren enflasyonda gözlenen hızlı artışa rağmen, 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinin oldukça istikrarlı seyrettiği göze çarpmaktadır (Grafik 1). Bu dönemde beklentilerin izlediği seyir geçmiş yıllardaki hızlı enflasyon yükselişleri yaşanan dönemler ile kıyaslandığında beklenti oluşumunda önemli bir davranış farkına işaret etmektedir. 2006 ve 2008 yıllarında enflasyondaki hızlı yükselişin sonrasında enflasyon beklentilerinde belirgin bir bozulma gözlenirken 2011 yılının sonlarındaki yükselişin ardından özellikle orta vadeli beklentiler oldukça istikrarlı bir seyir izlemiştir. Enflasyonun üç ay içinde 4,3 puan arttığı bir dönemde beklentilerin bozulmaması beklentilerin geçmiş enflasyona duyarlılığının azalıp azalmadığı sorusunu gündeme getirmektedir. Geçmiş enflasyona duyarlılığın azaldığı yönündeki bir bulgu, TCMB'nin iletişim ve para politikalarının etkili olduğu görüşünü destekleyecektir.

Grafik 1. Enflasyon Gerçekleşmeleri, Enflasyon Beklentileri, Hedefler ve Tahminler*

Ampirik Bulgular

Bu bölüm Başkaya, Gülşen ve Kara (2012) çalışmasının bulgularına dayanmaktadır. Çalışmada daha önce Başkaya, Kara ve Mutluer (2008) makalesinde yer alan bulgular güncellenerek son dönemdeki enflasyon gerçekleşmelerinin beklenti oluşum davranışı üzerindeki etkileri incelenmiştir. Söz konusu modelde enflasyon beklentileri üzerinde enflasyon hedefleri, enflasyon gerçekleşmeleri ve çeşitli kontrol değişkenlerinin (kur değişimi, risk primi, sanayi üretim endeksi ve petrol fiyatları değişimi) belirleyiciliği ölçülmeye çalışılmaktadır.

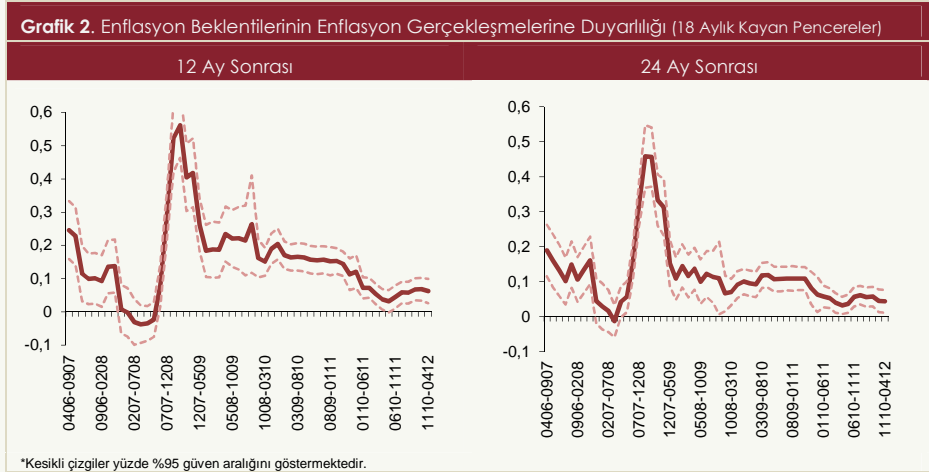
$$\pi_{it,t+k}^b = \beta_0 + \mu_i + \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 \pi_{t,t+k}^h + \gamma X_t + \varepsilon_{it} \quad k = 12, 24.$$

Bu modelde bağımlı değişken $\pi_{it,t+k}^b$ t döneminde TCMB Beklenti Anketi'ne yanıt veren "i" katılımcısının "k" ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerini, π_{t-1} anketin cevaplandığı dönemden bir önceki ayın yıllık enflasyon oranını, $\pi_{t,t+k}^h$ ise "k" ay sonrasına dair TCMB'nin enflasyon hedefini göstermektedir.³

β_1 parametresinin değeri beklenti oluşumunda geçmiş enflasyona verilen ağırlığı temsil etmektedir. Bu parametrenin zaman içindeki seyrinin izlenmesi, enflasyon gerçekleşmelerinin beklentiler üzerindeki belirleyiciliğinin nasıl değiştiğine dair önemli bilgi içerebilmektedir. Bu doğrultuda, yukarıda sunulan model, 18 aylık dönemleri kapsayacak şekilde kayan pencereler kullanılarak tahmin edilmiştir (Grafik 2).

³ Burada, enflasyon hedefleri, yılsonu için ilan edildiğinden, aylık frekansta hedef değişkenleri yıl sonu enflasyon hedeflerinin doğrusal ara değerlemesi ile elde edilmiştir.

Sonuçlar, 2011 yılında hem 12 ay sonrası hem de 24 ay sonrası enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleştirmelerine olan duyarlılığında kayda değer bir azalma olduğunu göstermektedir (Grafik 2). 2011 yılının son çeyreğinde katsayıda sınırlı bir artış gözlemlense de geçmiş dönemlerle kıyaslandığında duyarlılığın düşük olduğu görülmektedir.



Sonuç

Özetle, yapılan analizler 2011 yılında enflasyonda keskin bir yükseliş gözlemlenmesine rağmen, bu dönemde beklentilerin enflasyon gerçekleştirmelerine duyarlılığının geçmiş yıllara kıyasla daha düşük olduğunu göstermektedir. Bu sonuç TCMB'nin, enflasyonda gözlenen artışların geçici olduğuna dair kamuoyunu büyük ölçüde ikna edebildiğini ve orta vadeli enflasyon görünümü odaklı sürdürdüğü iletişim politikasının etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, gerek 12 ay gerekse 24 ay sonrası enflasyon beklentilerinin seviye olarak enflasyon hedeflerinin üzerinde seyretmesi, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik alınması gereken önemli bir mesafe olduğuna işaret etmektedir.

Kaynakça

Başkaya, Y. S., Gülşen E. ve Kara H., 2012, "İletişim Politikası ve Enflasyon Beklentileri", TCMB Ekonomi Notu, yayımlanma aşamasında.

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

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri	2
Grafik 1.1.2.	Tüketici Kredisi Artış Oranı	2
Grafik 1.1.3.	Cari İşlemler Dengesi	2
Grafik 1.1.4.	Net Dış Talebin Yıllık Büyümeye Katkısı	2
Grafik 1.1.5.	TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru	3
Grafik 1.1.6.	TCMB Fonlaması ve Ortalama Faiz	3
Grafik 1.1.7.	Getiri Eğrisi	4
Grafik 1.1.8.	Tüketici Kredisi Faizleri	4
Grafik 1.2.1.	Ocak Ayında Yapılan Enflasyon Tahminleri ve Gerçekleşmeler	5
Grafik 1.2.2.	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	5
Grafik 1.2.3.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	5
Grafik 1.2.4.	GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep	6
Grafik 1.2.5.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	8

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1.	Küresel Büyüme Oranları	12
Grafik 2.1.2.	Küresel Büyüme Oranları	12
Grafik 2.1.3.	Seçilmiş Gelişmiş Ülkeler Büyüme Oranları	13
Grafik 2.1.4.	Gelişmekte Olan Ülkeler Bölgesel Büyüme Oranları	13
Grafik 2.1.5.	ABD Emlak Fiyat Endeksleri	14
Grafik 2.1.6.	ABD PMI Endeksleri	14
Grafik 2.1.7.	Euro Bölgesi PMI Endeksleri	15
Grafik 2.1.8.	Dış Ticaret Dengesi	15
Grafik 2.1.9.	Çin Gayrimenkul Satışları	15
Grafik 2.1.10.	JP Morgan Küresel PMI Endeksleri	16
Grafik 2.1.11.	Küresel Üretim Endeksleri	16
Grafik 2.2.1.	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	17
Grafik 2.2.2.	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	17
Grafik 2.2.3.	OECD Ülkeleri Ham Petrol Stokları	19
Grafik 2.2.4.	WTI – Brent Fiyat Gelişmeleri	19
Grafik 2.3.1.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	20
Grafik 2.3.2.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	20
Grafik 2.3.3.	ABD ve Euro Bölgesi Enflasyon Telifisi	20
Grafik 2.4.1.	Küresel Risk İştahı Endeksleri	21
Grafik 2.4.2.	Küresel Hisse Senedi Piyasaları	21
Grafik 2.4.3.	Gelişmekte Olan Ülke Kur Gelişmeleri	21
Grafik 2.4.4.	Euro İçin 3 Aylık TED ve OIS Farkları	23
Grafik 2.4.5.	Euro – ABD doları Takas Haddi	23
Grafik 2.4.6.	ITraxx Avrupa Finans Sektörü Kıdemli Borçlar Endeksi	24
Grafik 2.4.7.	Euro Bölgesi Kredi Eğilim Anketi	24
Grafik 2.4.8.	ABD Kredi Eğilim Anketi	24
Grafik 2.4.9.	ABD Ticari Senet Stoku	25
Grafik 2.4.10.	ABD Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Piyasası	25
Grafik 2.5.1.	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımları	26
Grafik 2.6.1.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 - Nisan 2012	27
Grafik 2.6.2.	Gelişmiş Ülkeler Politika Faiz Oranı	27
Grafik 2.6.3.	Gelişmiş Ülkelerde Politika Faizi Beklentileri	28
Grafik 2.6.4.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 - Nisan 2012	29
Grafik 2.6.5.	Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler Politika Faiz Oranı	29
Grafik 2.6.6.	Gelişmekte Olan Ülkelerde 2012 Yılı Sonuna İlişkin Politika Faizi Beklentileri	29

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1.	Gruplar İtibarıyla TÜFE	34
Grafik 3.1.2.	Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı	34
Grafik 3.1.3.	İşlenmemiş Gıda Fiyatları	34

Grafik 3.1.4.	Taze Meyve-Sebze ve Tüketici Fiyatları	34
Grafik 3.1.5.	Gıda Fiyatları	35
Grafik 3.1.6.	Seçilmiş İşlenmiş Gıda Ürünleri Fiyatları	35
Grafik 3.1.7.	Enerji Grubu Fiyatları	36
Grafik 3.1.8.	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	36
Grafik 3.1.9.	Temel Mal Fiyatları	37
Grafik 3.1.10.	Temel Mal Fiyatları	37
Grafik 3.1.11.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları (Birinci Çeyrek Yüzde Değişim)	38
Grafik 3.1.12.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları (Yıllık Yüzde Değişim)	38
Grafik 3.1.13.	Hizmet Fiyatları	38
Grafik 3.1.14.	Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	38
Grafik 3.1.15.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I (Yıllık Yüzde Değişim)	39
Grafik 3.1.16.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I (Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama Yüzde Değişim)	39
Grafik 3.1.17.	TÜFE ve H Yayılım Endeksleri	39
Grafik 3.1.18.	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRİM ve FCORE	39
Grafik 3.1.19.	Tarım Fiyatları	40
Grafik 3.1.20.	Petrol Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	40
Grafik 3.1.21.	ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	41
Grafik 3.2.1.	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	42
Grafik 3.2.2.	Enflasyon Beklentileri Eğrisi	42
Grafik 3.2.3.	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	42
Grafik 3.2.4.	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	42

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1.	GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep	45
Grafik 4.1.2.	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	45
Grafik 4.1.3.	Yurt İçi Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları	45
Grafik 4.1.4.	Tüketici Güven Endeksleri	46
Grafik 4.1.5.	Haftalık Bazda Tüketici Kredileri	46
Grafik 4.1.6.	Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	46
Grafik 4.1.7.	Yurt İçi Ticari Araç Satışları	46
Grafik 4.1.8.	Nihai Yurt İçi Talep	47
Grafik 4.1.9.	Mineral Maddeler Üretimi ve Özel Kesim İnşaat Yatırımları	47
Grafik 4.1.10.	Gelecek Üç Aya İlişkin Sipariş Beklentileri	47
Grafik 4.1.11.	Öncü Göstergeler Endeksi	47
Grafik 4.2.1.	Net Dış Talebin Yıllık Büyümeye Katkısı	48
Grafik 4.2.2.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	48
Grafik 4.2.3.	İhracat ve İthalat Miktar Endeksleri	49
Grafik 4.2.4.	Dünya ve Bölge İthalatları	49
Grafik 4.2.5.	TL ve Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler Para Birimlerinin ABD Doları Karşısındaki Değeri	50
Grafik 4.2.6.	İhracat ve GSYİH Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	50
Grafik 4.2.7.	İthalat Miktar Endeksleri	51
Grafik 4.2.8.	Alt Gruplar İtibarıyla İthalat Miktar Endeksleri	51
Grafik 4.2.9.	Dış Ticaret Hadleri	52
Grafik 4.2.10.	Cari İşlemler Dengesi	52
Grafik 4.3.1.	Tarım ve Tarım Dışı İstihdam	52
Grafik 4.3.2.	İşsizlik Oranları	52
Grafik 4.3.3.	Hizmet ve İnşaat Sektörleri İstihdamı	54
Grafik 4.3.4.	İnşaat Sektöründe İstihdam, Katma Değer ve Metalik Olmayan Mineral Ürünler Üretimi	54
Grafik 4.3.5.	Sanayi İstihdamı ve Üretimi	54
Grafik 4.3.6.	İmalat Sanayi İstihdamı ve PMI İstihdam Endeksi	54
Grafik 4.3.7.	Hanehalkı Tüketimi ve Reel Ücret Ödemeleri	55
Grafik 4.3.8.	Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik İşgücü Maliyeti	55
Grafik 4.3.9.	Reel Birim Ücret	56
Grafik 4.3.10.	İş Bulma Olanakları Endeksi ve Tarım Dışı Sektörde İstihdamın İşgücüne Oranı	56
Grafik 4.3.11.	Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam	56

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1.1.	Oynaklık Endeksi (VIX) _____	71
Grafik 5.1.2.	EMBI Endeksleri _____	72
Grafik 5.1.3.	Görel EMBI Endeksleri _____	72
Grafik 5.1.4.	Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Akımları _____	72
Grafik 5.1.5.	Yurt Dışı Yerleşiklerin Net Portföy Hareketleri _____	72
Grafik 5.1.6.	TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru _____	73
Grafik 5.1.7.	TCMB Fonlaması ve Ortalama Faiz _____	73
Grafik 5.1.8.	Piyasadaki Likidite Gelişmeleri _____	74
Grafik 5.1.9.	İlk Çeyrekte İki Yıllık Piyasa Faizlerindeki Değişim _____	75
Grafik 5.1.10.	DİBS Faiz Oranlarındaki Gelişmeler _____	75
Grafik 5.1.11.	Enflasyon Beklentileri _____	75
Grafik 5.1.12.	İleri Valörlü 1 Yıllık Enflasyon Telifisi _____	75
Grafik 5.1.13.	Getiri Eğrisi _____	76
Grafik 5.1.14.	Uzun ve Kısa Vadeli Faiz Farkı _____	76
Grafik 5.1.15.	Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi _____	76
Grafik 5.1.16.	İki Yıllık Reel Faizler _____	76
Grafik 5.1.17.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri _____	77
Grafik 5.1.18.	TCMB Rezervleri ve Döviz Satışları _____	77
Grafik 5.1.19.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli) _____	77
Grafik 5.1.20.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (12 Ay Vadeli) _____	77
Grafik 5.1.21.	M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri _____	78
Grafik 5.1.22.	Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları _____	79
Grafik 5.2.1	Bankalarca Reel Kesime Açılan Kredilerin Artış Hızı _____	79
Grafik 5.2.2	Firmaların Yurt Dışından Sağladığı Finansman _____	79
Grafik 5.2.3	Ticari ve Tüketici Kredileri Büyüme Hızları _____	80
Grafik 5.2.4	Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması _____	80
Grafik 5.2.5	Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları _____	81
Grafik 5.2.6	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler _____	81
Grafik 5.2.7	Ticari Kredilerin Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması _____	81
Grafik 5.2.8	TL ve YP Ticari Kredilerin Artış Hızları _____	81
Grafik 5.2.9	Ölçeklere Göre İşletme Kredileri Büyüme Hızları _____	82
Grafik 5.2.10	Firmaların Tahsili Gecikmiş Alacaklarındaki Değişim _____	82
Grafik 5.2.11	TL Ticari Kredi Faizi ve TCMB Ortalama Faiz _____	83
Grafik 5.2.12	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler _____	83
Grafik 5.2.13	TL Tasarruf Mevduatı Getiri Eğrisi _____	83
Grafik 5.2.14	TL Mevduat Faiz Oranı ve TCMB Ortalama Faiz _____	83
Grafik 5.2.15	YP Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler _____	84

6. KAMU MALİYESİ

Grafik 6.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Açığı ve AB Tanımlı Kamu Borç Stoku _____	91
Grafik 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri _____	93
Grafik 6.1.2.	Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar _____	93
Grafik 6.1.3.	Reel Vergi Gelirleri _____	95
Grafik 6.1.4.	Reel KDV ve ÖTV Gelirleri _____	95
Grafik 6.2.1.	Kamu Borç Stoku Göstergeleri _____	96
Grafik 6.2.2.	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu _____	96
Grafik 6.2.3.	Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Süresi _____	96
Grafik 6.2.4.	Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma _____	96
Grafik 6.2.5.	Toplam İç Borç Çevirme Oranı _____	97
Grafik 6.2.6.	İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadesi ve Faiz Oranı _____	97

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Grafik 7.1.1.	Getiri Eğrisi _____	102
Grafik 7.1.2.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi _____	103
Grafik 7.1.3.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler _____	104
Grafik 7.2.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri _____	105
Grafik 7.2.2.	Enflasyon Tahmini _____	106
Grafik 7.2.3.	Çıktı Açığı Tahmini _____	106
Grafik 7.2.4.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini _____	107

Tablolar

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1.	ABD İşsizlik Göstergeleri	14
Tablo 2.1.2.	2012 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri	17
Tablo 2.2.1.	Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri	19
Tablo 2.3.1.	2012 Yılına İlişkin Enflasyon Tahminleri	21
Tablo 2.5.1.	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımlarının Bölgesel Dağılımı	27

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

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

6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	92
Tablo 6.1.2.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	94
Tablo 6.1.3.	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	94

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.1.1.	Varsayımlardaki Güncellemeler	102
Tablo 7.2.1.	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	107

Geçmiş Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2012-I

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

2011-IV

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

2011-III

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

2011-II

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

2011-I

- 2.1.** Euro Bölgesi Çevre Ülke Ekonomilerinin Borç Krizine Karşı Duyarlılıkları
- 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 Yıl 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: İLF 2009-2010 Tahminleri
- 3.1. Dayanıklılı Tüketim Mali Fiyatları 2009 Yılı Seyri: Vergi Düzenlemelerinin Etkisi
- 4.1. Finansal Stres ve İktisadi Faaliyet
- 5.1. Banka Kredileri Eğilim Anketi ve Kredi Gelişmeleri

2009-III

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

2009-II

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

2009-I

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

2008-IV

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

2008-III

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

2008-II

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

2008-I

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

2007-IV

- 5.1. Getiri Eğrileri ve Para Politikası Kararları

2007-III

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

2007-II

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

2007-I

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

2006-IV

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

2006-III

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

2006-II

- 2.1. Uluslararası Altın Fiyat Gelişmeleri ve TÜFE Üzerine Etkileri
- 3.1. Görelî Fiyat 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
BESD	Beyaz Eşya Sanayicileri Derneđi
CDS	Kredi İflas Takası
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EFSF	Avrupa Finansal İstikrar Fonu
EMBI	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research
Fed	Amerikan Merkez Bankası
FHFA	Federal Konut Finansman Ajansı
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IIF	Uluslararası Finans Enstitüsü
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
Kurul	Para Politikası Kurulu
OSD	Otomotiv Sanayii 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
WTI	Texas Tipi Ham Petrol
TL	Türk Lirası

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