

enflasyon raporu

2011-III



İçindekiler

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Para Politikası Gelişmeleri ve Parasal Koşullar	1
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	4
1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü	7
1.4. Riskler ve Para Politikası	8
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	11
2.1. Küresel Büyüme	12
2.2. Emtia Fiyatları	15
2.3. Küresel Enflasyon	17
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri	19
2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	23
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	31
3.1. Enflasyon	31
3.2. Beklentiler	39
4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ	47
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	48
4.2. Dış Talep	51
4.3. Emek Piyasası	55
5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	73
5.1. Finansal Piyasalar	73
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	80
6. KAMU MALİYESİ	99
6.1. Bütçe Gelişmeleri	99
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	102
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	109
7.1. Son Dönemde Alınan Para Politikası Kararları	109
7.2. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	110
7.3. Orta Vadeli Görünüm	114
7.4. Riskler ve Para Politikası	117
KUTULAR	
Kutu 2.1. Gelişmekte Olan Ünelere Yönelen Portföy Yatırımları	27
Kutu 3.1. Mikro Veriler ile Fiyat Katılığı Üzerine Bulgular	41
Kutu 3.2. Enflasyon Sürprizlerinin Enflasyon Beklentileri Üzerine Etkisi	44
Kutu 4.1. Yatırım Malları Fiyatları ve Yatırım Harcamaları	58
Kutu 4.2. Ücret ve Kazanç Verileri	60
Kutu 4.3. Ekonomi Saati Bakış Açısı ile İktisadi Faaliyette Son Durum	65
Kutu 4.4. Türkiye'nin Son Krizlerinde Sabit Sermaye Büyümesindeki Kayıplar ve Bu Kayıpların Potansiyel GSYİH'ye Etkisi	69
Kutu 5.1. BDDK Düzenlemelerinin Olası Etkileri	87
Kutu 5.2. Kredi Notunun "Yatırım Yapılabilir" Seviyeye Yükselmesi	92
Kutu 5.3. TCMB Bünyesinde Parasal Analiz	96
Kutu 6.1. Yapısal Bütçe Dengesi ve Mali Duruş	106

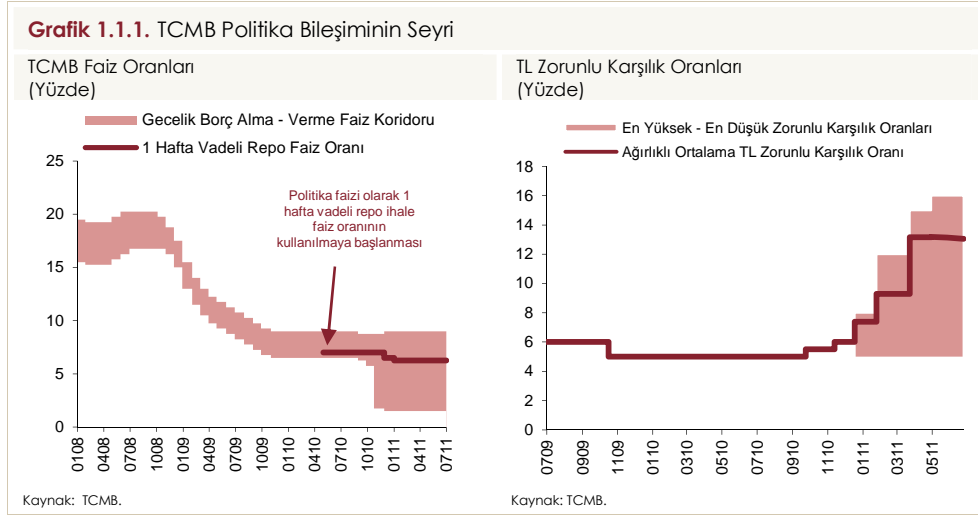
1. Genel Değerlendirme

2011 yılının ikinci çeyreğinde küresel büyüme hızı yavaşlarken gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme dinamiklerindeki ayrışma sürmüştür. Bu dönemde başta Yunanistan olmak üzere euro bölgesinde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişelerin artması ve ABD emek piyasasındaki toparlanmanın öngörülenden daha yavaş olacağının anlaşılması küresel ekonomiye dair aşağı yönlü riskleri belirginleştirmiştir. Bu doğrultuda, gelişmiş ekonomilerde para politikalarında normalleşme sürecinin ötelenebileceğine dair algılar güçlenmektedir. Gelişmekte olan ekonomiler ise bir yandan güçlü iç talep ve yüksek seyreden emtia fiyatları sonucu artış eğilimine giren enflasyon karşısında para politikalarında sıkılaşma sürecine devam ederken, diğer yandan küresel makroekonomik dengesizliklerin yurt içi piyasalara yansımalarını sınırlamak amacıyla makro riskleri azaltıcı önlemlere başvurmaktadır.

1.1. Para Politikası Gelişmeleri ve Parasal Koşullar

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), kısa vadeli sermaye girişleri sonucunda hızlanan kredi genişlemesi ve artan cari açık gibi unsurların ülkemiz ekonomisi üzerinde oluşturduğu makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla, 2010 yılının sonlarından itibaren yeni bir politika stratejisi tasarlamış ve uygulamaya başlamıştır. Yeni politika yaklaşımında fiyat istikrarı önceliği korunurken finansal istikrar da destekleyici bir amaç olarak gözetilmektedir. Bu kapsamda politika faizinin yanı sıra zorunlu karşılık oranları ve faiz koridoru gibi birbirini tamamlayıcı nitelikteki araçlar bir arada kullanılmaya başlamıştır.

TCMB, 2010 yılının son çeyreğinden itibaren iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı ve kısa vadeli sermaye girişlerinin yol açtığı riskleri sınırlamak amacıyla kısa vadeli faiz oranlarını düşük düzeylerde tutarken zorunlu karşılık oranlarını kullanarak parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu strateji, orta vadeli enflasyon görünümünü bozmadan ekonomiyi kademeli olarak daha sağlıklı bir büyüme kompozisyonuna doğru yönlendirmeyi amaçlamaktadır. Bu çerçevede, zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasında belirgin bir artış gerçekleştirilmiş ve parasal duruş daha temkinli bir konuma getirilmiştir (Grafik 1.1.1).



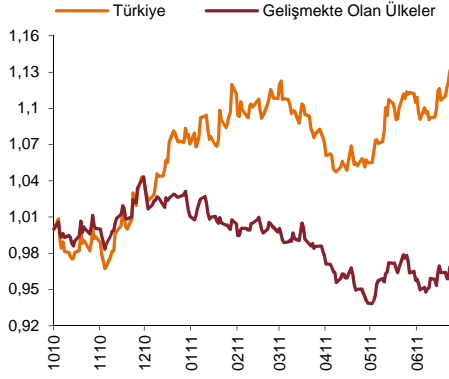
Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun (BDDK) kredi teminat oranı, genel karşılıklar ve sermaye yeterliliği hesaplaması ile ilgili aldığı tedbirler ile maliye politikasındaki sıkı duruş da TCMB'nin uyguladığı politika bileşimini destekleyerek iç ve dış talebin dengelenmesine katkıda bulunmaktadır. Uygulanan politika bileşiminin etkileri yılın ikinci çeyreğinde hissedilmeye başlamıştır.

Para Politikası Kurulu (Kurul), iktisadi faaliyetteki yavaşlamayı ve küresel ekonomide giderek artan belirsizlikleri göz önüne alarak Nisan Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bu yana politika faizinde ve Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında bir değişikliğe gitmemiştir. Ayrıca Kurul, Temmuz ayı toplantısında küresel risklere yaptığı vurguyu güçlendirerek, gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde bütün politika araçlarının genişletici yönde kullanılmasının söz konusu olabileceğini ifade etmiştir.

TCMB'nin uyguladığı politikaların bir yansıması olarak, yılın ikinci çeyreğinde Türk lirasının değeri benzer grupta yer alan ülkelerden arzu edilen doğrultuda ayrılmaya devam etmiştir (Grafik 1.1.2). Bu gelişme, diğer kurumlarca alınan koordineli tedbirlerle birlikte, iç ve dış talebin dengelenmesine katkıda bulunmaktadır. Nitekim, yılın ikinci çeyreğine dair açıklanan öncü veriler reel olarak ithalattaki yükselişin durduğuna ihracatın ise artmaya devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 1.1.3).

Grafik 1.1.2.

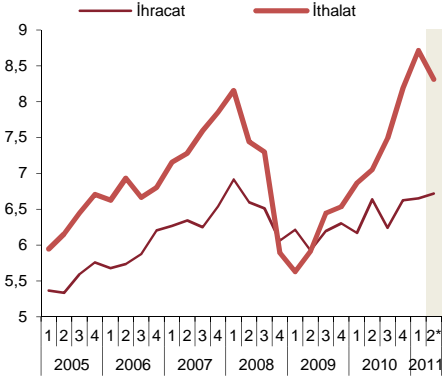
TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri*
(ABD doları karşısında, 01.10.2010 değerleri 1'e normalize edilmiştir)



* Gelişmekte olan ülkeler ortalaması, Brezilya, Şili, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Meksika, Polonya, G. Afrika, Endonezya, G. Kore ve Kolombiya para birimlerinin normalize edilmiş ortalamaları alınarak hesaplanmıştır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 1.1.3.

Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 1998 Sabit Fiyatlarıyla Milyar TL)

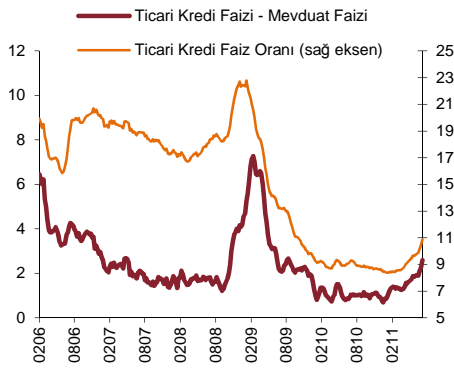


* Tahmin.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Gerek TCMB'nin gerekse BDDK'nın aldığı tedbirlerle yılın ikinci çeyreğinde kredi koşulları sıkılaşmaya devam etmiştir (Grafik 1.1.4). Her ne kadar yılın ikinci çeyreğinde kredilerin artış hızı henüz finansal istikrar açısından makul görülen oranlara inmemiş olsa da, süregelen sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle yılın ikinci yarısında kredi kullanımının ivme kaybetmeye devam edeceği tahmin edilmektedir. Nitekim, son dönemde tüketici kredisi faizlerinde belirgin bir artış gözlenmektedir (Grafik 1.1.5).

Grafik 1.1.4.

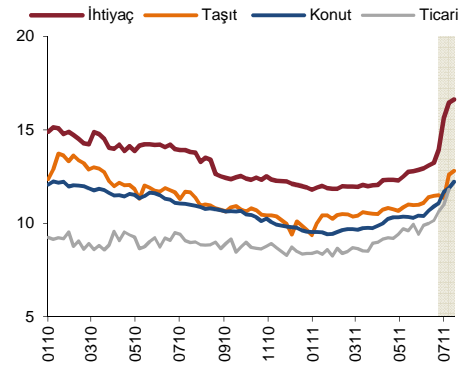
TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler*



*Yıllık faiz oranları, dört haftalık hareketli ortalama.
Kaynak: TCMB.

Grafik 1.1.5.

TL Kredi Faizindeki Gelişmeler*

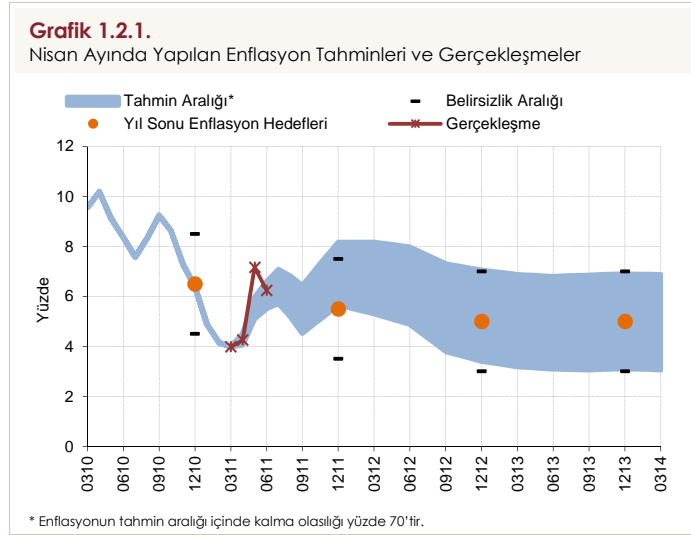


*Akım Verileri, Yüzde.
Kaynak: TCMB.

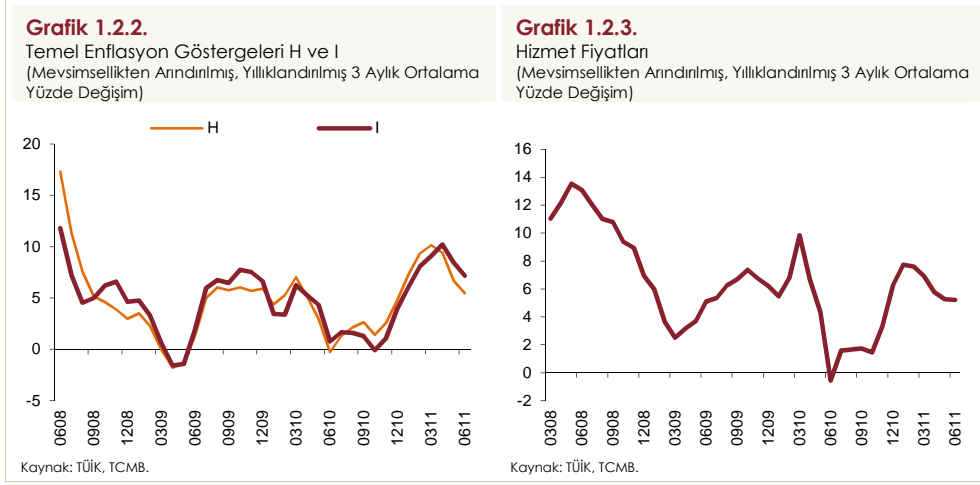
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Yılın ikinci çeyreğinde ithalat fiyatlarının birikimli yansımaları, gıda fiyatlarındaki artışlar ve baz etkisi nedeniyle enflasyon yukarı yönlü bir seyir izleyerek yüzde 6,24 düzeyine yükselmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki aşırı oynaklığa bağlı olarak enflasyonda beklentilerin üzerinde bir dalgalanma gözlene de çeyrek sonu itibarıyla enflasyon, Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülen düzeye oldukça yakın gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1).



Uluslararası emtia fiyatlarındaki artışların ve Türk lirasındaki değer kaybının temel mal fiyatları üzerindeki yansımaları ikinci çeyrekte de sürmüş, ancak ikincil etkiler bu aşamada sınırlı kalmıştır. Temel (çekirdek) enflasyon göstergelerinin yıllık artış oranları yükselse de mevsimsellikten arındırılmış veriler yakın dönemde yavaşlama eğilimine işaret etmiştir (Grafik 1.2.2). Bunun yanı sıra, hizmet enflasyonunun yakın dönem eğilimi de tarihsel olarak düşük düzeylerde seyretmektedir (Grafik 1.2.3).



Arz ve Talep Gelişmeleri

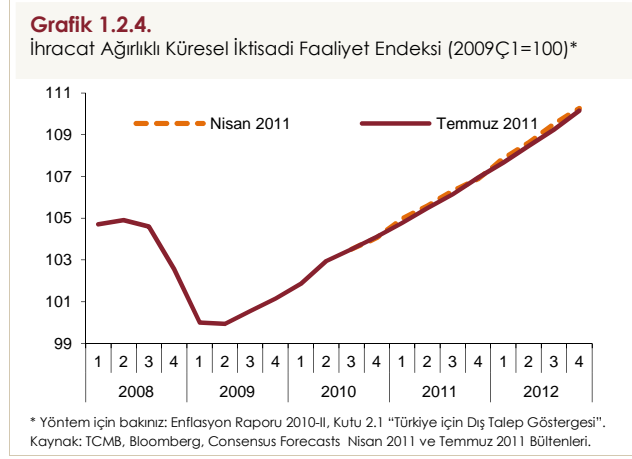
2011 yılının ilk çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verileri, Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu gerçekleşmiştir. Bu dönemde iktisadi faaliyet bir önceki dönem eğilimine kıyasla artış hızı yavaşlayarak da olsa güçlü seyrini korurken, büyümenin temel belirleyicisi özel kesim talebi olmuştur. Buna karşılık ihracat zayıf seyrini sürdürmüş, ithalattaki hızlı büyümenin devam etmesiyle net dış talep büyümeye olumsuz katkı yapmıştır. Bu dönemde toparlanma hızları itibarıyla iç ve dış talebin krizden çıkış sürecinde sergilediği ayrışmanın sürmesi, uygulanan yeni politika bileşiminin gerekliliğini teyid etmiştir.

Sıkılaştırıcı politikaların gecikmeli etkilerine ve dış talebin zayıf seyrine bağlı olarak yılın ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyet yavaşlama eğilimine girmiştir. Bu dönemde sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranları uzun süreden beri çeyreklik bazda ilk defa gerilemiştir. Bu çerçevede, ikinci çeyreğe dair çıktı açığı tahminlerimiz bir önceki döneme kıyasla sınırlı oranda aşağı yönlü güncellenmiştir.

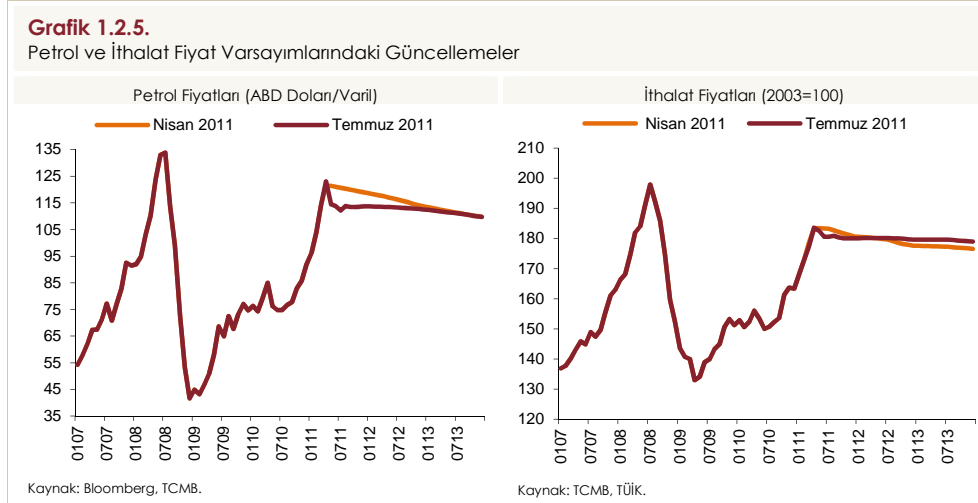
Diğer Varsayımlardaki Güncellemeler

Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü risklerin artmasına rağmen küresel iktisadi büyüme tahminlerindeki aşağı yönlü güncellenmenin bu aşamada oldukça sınırlı kaldığı gözlenmektedir (Grafik 1.2.4). Bu doğrultuda, Türkiye için ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksine ilişkin projeksiyonlarda belirgin bir değişim olmamıştır. Dolayısıyla, orta vadede dış talep koşullarına ilişkin

varsayımlarda enflasyon tahminlerine etki edecek önemli bir güncelleme yapılmamıştır.



2011 yılı ve sonrası için petrol fiyatlarına dair varsayım varil başına 115 ABD doları olarak korunurken, vadeli piyasalardaki emtia fiyatları referans alınarak oluşturulan ithalat fiyatlarında da belirgin bir güncelleme yapılmamıştır (Grafik 1.2.5). Ayrıca, 2011 yıl sonu ve sonrası için gıda enflasyonu varsayımı yüzde 7,5 düzeyinde tutulmuştur.



Sonuç olarak, enflasyonu etkileyen unsurların görünümünde önemli bir güncelleme olmaması nedeniyle 2011 yıl sonu enflasyon tahminlerinde bir değişikliğe gidilmemiştir.

Maliye Politikası

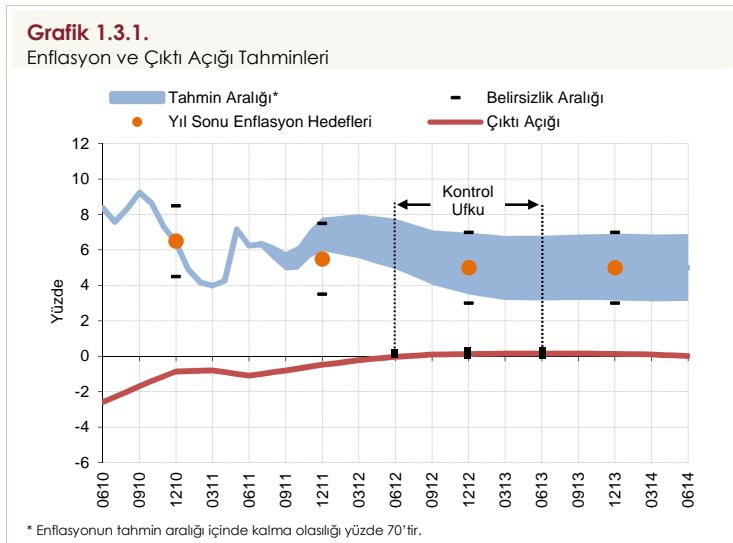
Enflasyon tahminleri üretilirken önümüzdeki dönemde kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması yasası kapsamında elde edilen gelirin büyük bir

bölümünün kamu borcunun azaltılmasında kullanılacağı, dolayısıyla maliye politikasının sıkılaştırılacağı varsayılmıştır. Faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının sınırlı ölçüde gerilediği, kamu borcunun GSYİH'ye oranındaki düşüşün sürdüğü, risk priminde ise önemli bir değişim olmadığı bir çerçeve esas alınmıştır. Ayrıca, tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü

Mevcut konjunktürde kredilerin artış hızının yavaşlatılması, gerek iç talebin kontrol altına alınarak enflasyon baskılarının azaltılması gerekse aşırı borçlanmanın önlenerek makro finansal risklerin sınırlanması bakımından önem taşımaktadır. Bunun yanı sıra, birden fazla politika aracının aynı anda kullanılıyor olması da tahminlerin arka planında yatan finansal ve parasal koşulların iletişimi açısından kredilerin önemini artırmaktadır. Dolayısıyla, bu raporda da enflasyon tahminleri sunulurken kredi büyümesine ilişkin varsayılan rakam kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

Bu çerçevede, kredilerin yıllık büyüme hızının 2011 yılı sonunda yüzde 25 düzeyine indiği, politika faizinin ise yıl sonuna kadar sabit tutulduğu varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 5,9 ile yüzde 7,9 aralığında (orta noktası yüzde 6,9), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,5 ile 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Sonuç olarak, tahminlerimize temel oluşturan varsayımlarda belirgin bir güncelleme olmaması nedeniyle enflasyon tahmin patikasında Nisan Enflasyon Raporu'na kıyasla belirgin bir değişiklik yapılmamıştır.

Güncellenen tahminler, orta vadede enflasyonun hedefle uyumlu seviyelerde kalması için önümüzdeki dönemde kredilerin kontrollü ve sağlıklı bir şekilde büyümesi gerektiğine işaret etmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde krediler arzu edilen ölçüde yavaşlamamış olsa da, gerek TCMB'nin aldığı tedbirlerin gecikmeli etkilerine gerekse BDDK'nın tüketici kredilerine ilişkin almış olduğu tedbirlere bağlı olarak önümüzdeki dönemde kredilerin artış hızında belirgin bir yavaşlama olması beklenmektedir.

2011 yılının ikinci yarısında temelde gıda fiyatlarından kaynaklanan baz etkisi nedeniyle enflasyonun dalgalı bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. Gıda fiyatlarının yıllık artış oranının üçüncü çeyrekte düşeceği, son çeyrekte ise yukarı yönlü bir hareket sergileyeceği tahmin edilmektedir. Grafik 1.3.1'de görüldüğü gibi, bu dalgalanmaların enflasyonun seyri üzerinde belirleyici olması beklenmektedir.

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

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

Enflasyon tahminleri üretilirken, ana senaryoda uluslararası kuruluşların beklentileri temel alınarak küresel iktisadi faaliyette ikinci çeyrekte gözlenen yavaşlamanın büyük ölçüde geçici olacağı varsayılmıştır. Ancak, Nisan

Enflasyon Raporu'ndan bu yana yaşanan gelişmeler küresel ekonomiye dair aşağı yönlü riskleri belirginleştirmiştir.

Gelişmiş ülkelerde kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarındaki sorunlar henüz tam olarak çözülememiştir. Bunun yanı sıra birçok ülkede kamu maliyesi dinamiklerine ilişkin endişeler gündemde kalmaya devam etmektedir. Özellikle son dönemde euro bölgesi çevre ülkelerinin kamu borcuna ilişkin giderek artan sorunlar, küresel ekonomiye dair aşağı yönlü riskleri belirginleştirmiştir. Bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ve küresel büyümeye ilişkin endişelerin risk iştahını olumsuz etkilemeye devam etmesi halinde faiz koridoru kademeli olarak daraltılabilecektir. Ayrıca, gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde ise bütün politika araçlarının genişletici yönde kullanılması söz konusu olabilecektir.

Euro bölgesindeki borç sorunlarının küresel boyutta bir krize dönüşmeden çözümlenmesi durumunda dahi, önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerin iktisadi faaliyetinin uzun süre zayıf seyretmesi, buna karşılık gelişmekte olan ülkelerde iç talep kaynaklı büyümenin devam etmesi ihtimal dahilindedir. Böyle bir durumda gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli spekülâtif sermaye girişlerinin yeniden hızlanması söz konusu olabilecektir. Zayıf dış talep ve yüksek emtia fiyatları anlamına gelebilecek böyle bir durum, ülkemizde artan sermaye girişleri ile birlikte makro finansal riskleri besleyebilecektir. Bu senaryonun gerçekleşmesi halinde, fiyat istikrarı ve finansal istikrara dair riskleri sınırlamak amacıyla düşük politika faizi ve yüksek zorunlu karşılıklar uygulamasına uzun süre devam edilebilecektir.

Döviz kuru ve ithalat fiyatlarındaki gelişmeler 2010 yılının son çeyreğinden bu yana temel (çekirdek) enflasyon göstergelerini olumsuz etkilemektedir. Hazır giyim ve kumaş ithalatına yönelik olarak yapılan ek vergi artışları da önümüzdeki dönemde temel enflasyon göstergelerinin yüksek seyretmesine neden olabilecek bir diğer unsur olarak ön plana çıkmaktadır. Mevcut durumda temel enflasyon göstergelerindeki artış görece fiyat hareketlerinden kaynaklanmakta, toplam talep koşullarının mevcut düzeyi söz konusu fiyat hareketlerinin ikincil etkilerini kontrol altında tutmaktadır. Bununla birlikte, temel enflasyonun önümüzdeki kısa dönemde artmaya devam edecek olması, enflasyon beklentileri ve fiyatlandırma davranışları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi ve orta vadeli enflasyon görünümünü tehdit etmesi durumunda TCMB, para politikasını sıkılaştırmakta tereddüt etmeyecektir.

Sıkılaştırmada kullanılacak araçların bileşimini iç talep, sermaye hareketleri, cari denge ve kredilerin seyri belirleyecektir.

Süregelen sıkılaştırıcı tedbirlerin krediler ve iç talep üzerindeki etkisinin yılın ikinci yarısında daha da belirginleşeceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, etkinin boyutu ve zamanlaması para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelere bağlı olarak farklılaşabilecektir. Alınan önlemlerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki gecikmeli etkileri yakından izlenmeye devam edilecek ve gerektiği takdirde ilave tedbirler alınacaktır.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. Mevcut konjonktürde iç ve dış talep arasındaki ayrışmaya bağlı olarak artan cari açığın getirdiği risklerin sınırlanması bakımından mali disiplinin sürdürülmesi önemini korumaktadır. Gerek kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması yasası kapsamında elde edilen kaynağın gerekse güçlü seyreden iç talebin sağladığı ek gelirlerin tasarruf edilmesi, fiyat istikrarına ve finansal istikrara dair riskleri azaltacağı gibi mevcut politika bileşiminin etkinliğini de artıracaktır. Bu çerçevede, Rapor'da baz senaryoda yer alan enflasyon tahminleri ek bütçe gelirlerinin büyük oranda tasarruf edileceğini varsaymaktadır. Mali duruşun söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

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

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Yılın ikinci çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı yavaşlamaya devam etmiştir. Bununla birlikte, uluslararası kuruluşların 2011 ve 2012 yıllarına ait küresel büyüme tahminlerinde bu aşamada belirgin bir değişiklik yapmadıkları gözlenmektedir. Gelişmiş ülkelerde zayıf seyreden büyüme eğiliminin aksine, gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının desteklediği kredi genişlemesinin de etkisiyle iç talep kaynaklı hızlı büyüme eğilimi devam etmektedir.

Nisan Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bugüne, özellikle bazı euro bölgesi ülkelerinde kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin artan endişeler ve ABD'de istihdam piyasasındaki toparlanmanın beklenenden yavaş olacağına anlaşılması, küresel büyümeye ilişkin aşağı yönlü risklerin artmasına neden olmuştur. Son dönemde Yunanistan'ın kamu borcununun yeniden yapılandırılması ve euro bölgesinde finansal istikrarın güçlendirilmesi kapsamında açıklanan yeni tedbir paketi Yunanistan'ın borçlarını düzensiz bir şekilde yeniden yapılandırma riskini büyük ölçüde azaltmıştır. Avrupa Finansal İstikrar Fonunun (European Financial Stability Fund – EFSF) esnekliğini artırıcı ve sorun yaşayan diğer çevre ülkelerin borçlanma maliyetlerini düşürücü tedbirler de piyasa tarafından genel olarak olumlu karşılanmıştır. Bununla birlikte, Yunanistan'ın kamu borcunun sürdürülebilirliğine ve diğer bazı çevre ülkelerin piyasa finansmanına erişimlerine dair sorunlar kısmen devam etmektedir. Bu çerçevede, euro bölgesinde kamu borcuna yönelik sorunların bir müddet daha gündemi meşgul edeceği düşünülmektedir.

ABD'de 2011 yılı ilk çeyrek büyümesi bir önceki çeyreğe kıyasla önemli ölçüde yavaşlamıştır. Yılın ikinci çeyreğine ait öncü göstergeler, bu çeyrekte de büyümenin düşük gerçekleşeceğine işaret etmektedir. İstihdam artışlarının yavaşlaması ve artan emtia fiyatları sonucu enflasyonun yükselmesi, tüketim harcamalarının durağanlaşmasına neden olmaktadır. ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed), ikinci parasal genişleme paketini sona erdirirken, üçüncü bir paketten risk senaryosu çerçevesinde bahsetmiş ve düşük faiz politikasına uzun süre devam edeceği söylemini korumuştur. Euro bölgesinde, merkez ülkelerin olumlu performansı neticesinde, 2011 yılı ilk çeyreğinde yüksek büyüme gerçekleşmiştir. Bu çeyrekte, özel tüketim harcamalarının büyümeye katkısı değişmezken, sabit yatırım harcamalarının katkısı önemli ölçüde artmıştır.

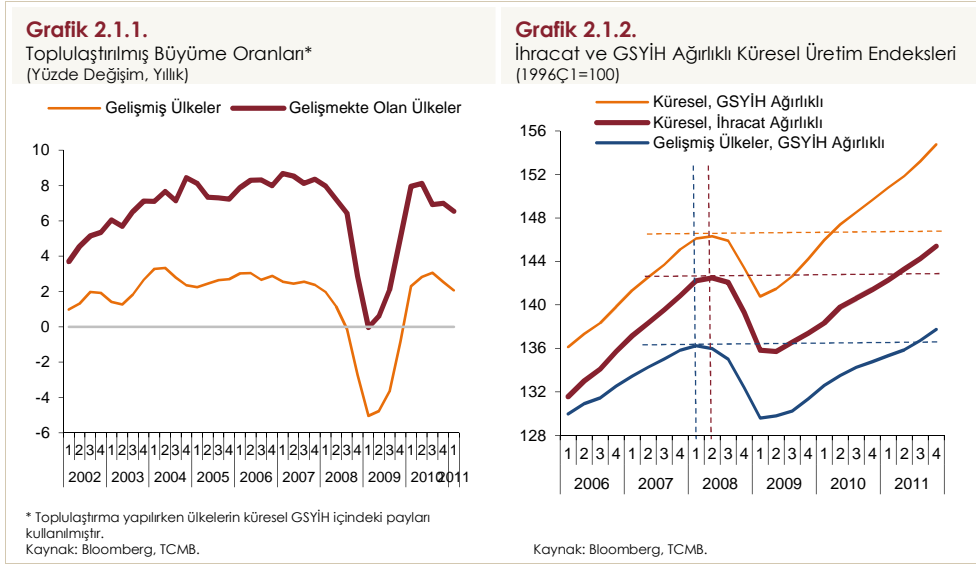
Öncü göstergeler ise, ABD'ye paralel bir şekilde, büyüme eğiliminin ikinci çeyrekte bir miktar yavaşlayabileceğine işaret etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli sermaye akımları ve hızlı kredi genişlemesi makro finansal riskleri beslemektedir. Bu ülkelerde büyüme güçlü seyrini son üç aylık dönemde de sürdürürken, enflasyon baskısı belirginleşmeye devam etmiş ve para politikalarında sıkılaşma eğilimi sürmüştür. Gelişmekte olan ülkeler açısından en önemli risk unsuru hızlı sermaye girişlerinin de etkisiyle ortaya çıkan makroekonomik dengesizliklerdir. Gelişmekte olan ülke merkez bankalarının yoğun sermaye akımlarının muhtemel olumsuz etkilerini sınırlayabilmek için makro riskleri azaltıcı tedbirlere ağırlık vermeye devam ettikleri gözlenmektedir.

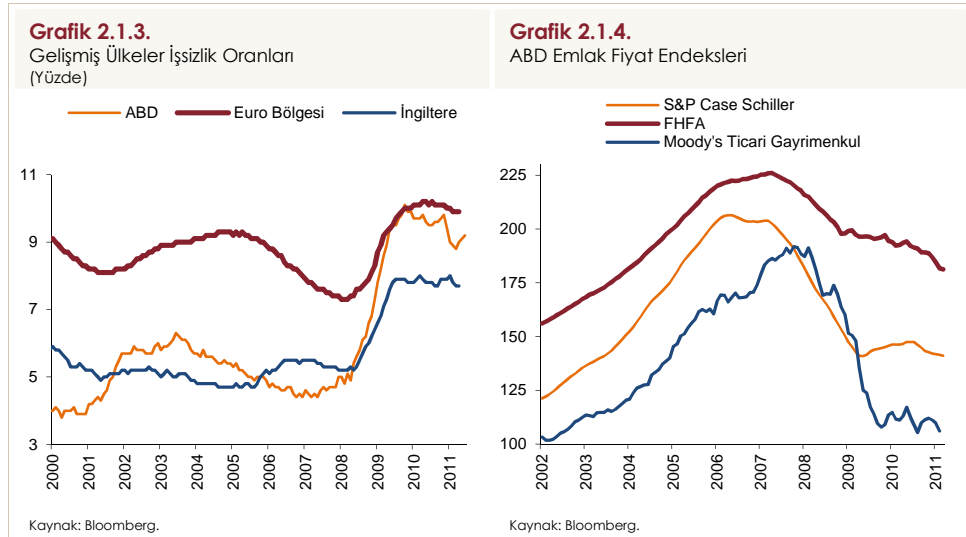
Emtia fiyatları son üç aylık dönemde bir miktar gerilemesine rağmen önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir. Petrol üreticisi ülkelerdeki jeopolitik sorunlar, bazı Avrupa ülkelerinde yaşanan kamu borç krizine ilişkin endişeler ve küresel ekonomik toparlanmanın hızına ilişkin kaygılar petrol fiyatlarındaki belirsizliğin devam etmesine neden olmaktadır. Diğer yandan, tarım ürünlerinde, geçtiğimiz yılın aksine, arz yönlü sorunların hafiflemesi beklenmektedir. Ancak bu gelişme, fiziki piyasalardaki sıkışıklıkları tam olarak ortadan kaldıracak kadar güçlü görünmemektedir.

2.1. Küresel Büyüme

Yılın ilk çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetin artış hızının bir miktar yavaşladığı, ancak toparlanmanın sürdüğü gözlenmektedir. Büyüme görünümü açısından kendi aralarında önemli farklılıklar sergileyen gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyetin kriz öncesi seviyesini içinde bulunduğumuz üç aylık dönemde aşması beklenmektedir. Aynı şekilde, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin de 2011 yılının ikinci çeyreğinde kriz öncesi seviyesini geçmiş olduğu tahmin edilmektedir. Öte yandan, gelişmekte olan ülkelerde alınan sıkılaştırıcı tedbirlere rağmen iç talebin desteklediği güçlü büyüme eğilimi sürmektedir (Grafik 2.1.1 ve Grafik 2.1.2).

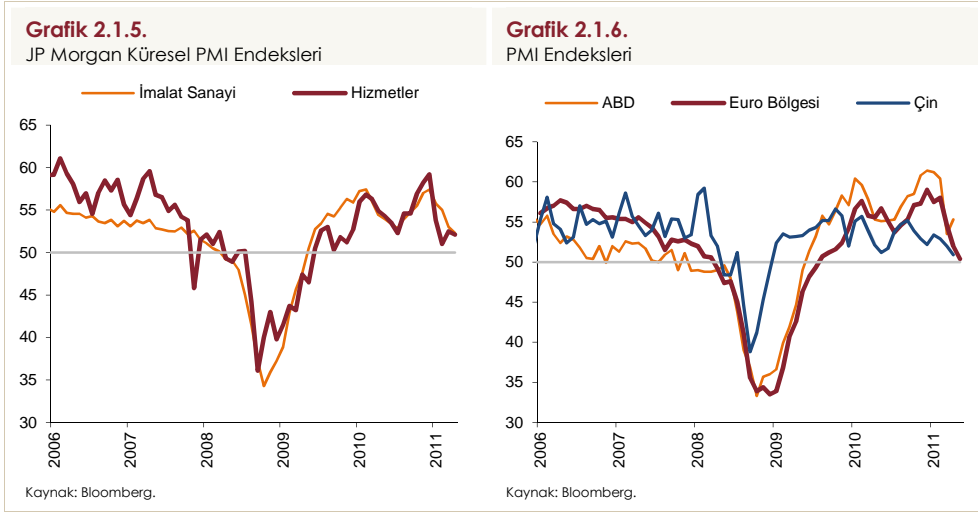


Gelişmiş ülkelerde istihdam artışlarının istikrara kavuşmamış olması nedeniyle işsizlik oranları kriz öncesi seviyelerinin üzerinde seyretmekte ve büyüme üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir (Grafik 2.1.3). Kasım ayından Mart ayına kadar sınırlı bir düşüş eğilimi sergileyen ABD işsizlik oranları, istihdam artışlarının yavaşlamasıyla takip eden üç aylık dönemde yeniden yükselmiştir. Diğer yandan, ABD emlak sektöründeki sorunların devam etmesi nedeniyle fiyatlardaki aşağı yönlü eğilimin kınlanmadığı dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.4).



2011 yılı ikinci çeyreğine ilişkin en güncel veri olan JP Morgan Küresel PMI endeksleri bir önceki çeyreğe göre daha düşük değer almalarına rağmen nötr

seviyenin üzerinde seyretmeye devam etmişlerdir (Grafik 2.1.5). ABD, euro bölgesi ve Çin ekonomilerine ilişkin PMI endekslerinin son dönemde aşağı yönlü eğilimlerini devam ettirmeleri, yakın dönemde küresel ekonominin büyüme hızındaki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.6).



Consensus Forecasts bülteninde sunulan küresel büyüme tahminleri incelendiğinde, son dönemde Nisan Enflasyon Raporu dönemine kıyasla 2011 yıl sonuna ilişkin tahminlerin özellikle ABD ve Asya-Pasifik bölgesi için aşağı çekildiği dikkat çekmektedir. Japonya için 2011 yılı büyüme tahmini depremin etkisiyle önemli ölçüde düşürülürken, 2012 yılı beklentisi de yükseltilmiştir. Özellikle Almanya, Fransa, ve Hollanda kaynaklı olmak üzere euro bölgesi merkez ülkelerinin 2011 yılı beklentilerinin önemli miktarda yukarı yönlü güncellenmesi, euro bölgesi büyüme beklentisinde artışı beraberinde getirmiştir (Tablo 2.1.1).

Sonuç olarak, Nisan Enflasyon Raporu dönemine kıyasla Türkiye ihracatında yüksek paya sahip euro bölgesi ülkelerinin büyüme beklentisinin yukarı çekilmesine rağmen, Asya-Pasifik bölgesi ve ABD için büyüme beklentilerinin düşürülmesi nedeniyle Rapor'un son bölümünde yer alan tahminlerde baz senaryo için dış talep görünümüne dair belirgin bir değişiklik yapılmamıştır. Bununla birlikte, küresel büyümeye dair aşağı yönlü risklerin arttığı belirtilmelidir.

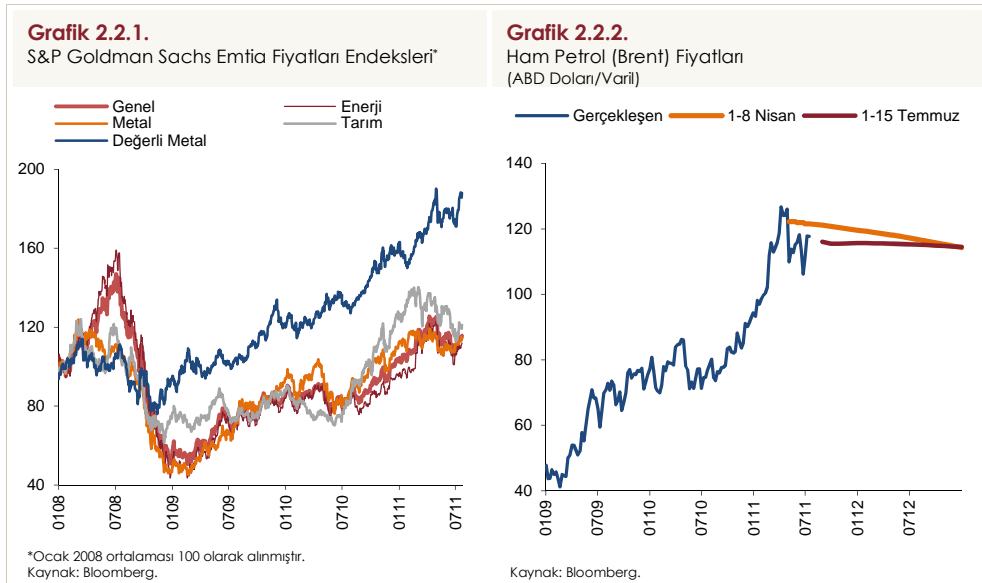
Tablo 2.1.1.Büyüme Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2011		2012	
	Nisan	Temmuz	Nisan	Temmuz
Dünya	3,3	3,2	3,7	3,6
ABD	2,9	2,5	3,3	3,0
Euro Bölgesi	1,7	2,0	1,7	1,6
Almanya	2,7	3,4	1,9	1,9
Fransa	1,7	2,0	1,7	1,7
Hollanda	1,8	2,1	1,7	1,6
İspanya	0,7	0,7	1,3	1,3
Japonya	0,3	-0,7	2,7	3,1
Çin	9,3	9,2	8,9	8,8
Doğu Avrupa	4,1	4,3	4,3	4,3
Latin Amerika	4,2	4,5	4,2	4,2
Asya Pasifik	4,8	4,4	5,7	5,7

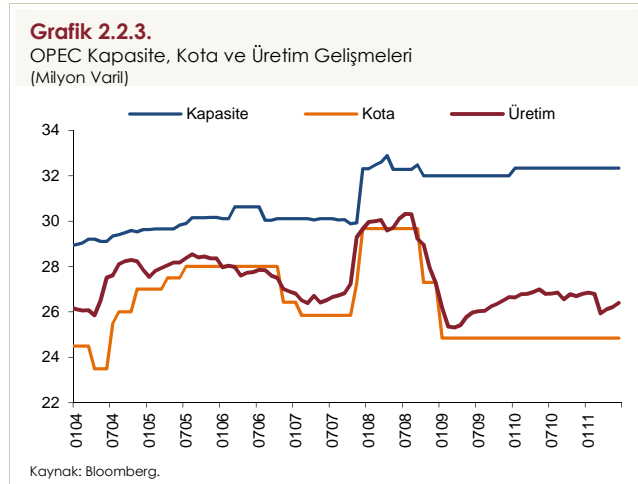
Kaynak: Consensus Forecasts.

2.2. Emtia Fiyatları

2011 yılının ikinci çeyreğinde, küresel emtia fiyatları, başta enerji ve tarım fiyatları kaynaklı olmak üzere, düşüş eğilimi sergilemiştir. Bu dönemde emtia fiyatlarındaki düşüşte talep koşullarının yanı sıra arz yönlü gelişmelerin de etkili olduğu gözlenmiştir. Endüstriyel metal fiyatlarındaki düşüşte, artan enflasyona bağlı olarak Çin yönetiminin kredi koşullarını sıkılaştırıcı yönde uygulamaya koyduğu tedbirlerin, ekonomiyi yavaşlatması etkili olmuştur. İkinci çeyreğin başında özellikle euro bölgesindeki borç krizinin etkisiyle tarihi zirve değerlerine ulaşan değerli metal fiyatları, risk iştahındaki gelişmelere bağlı olarak inişli çıkışlı bir seyir izledikten sonra Yunanistan'da tedbir paketinin kabulü ile bir miktar gerilemiştir (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2).



OPEC ülkelerinin 8 Haziran 2011 tarihindeki toplantıda kota artırımını konusunda bir uzlaşmaya varamamaları, ham petrol fiyatları üzerinde baskı oluştursa da, OPEC atıl kapasitesinin büyük bir bölümüne sahip olan başta Suudi Arabistan olmak üzere Kuveyt ve Birleşik Arap Emirlikleri'nin OPEC kararından bağımsız olarak üretimlerini tek tarafı olarak artıracakları beklentisi petrol fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıyı hafifletmektedir (Grafik 2.2.3 ve Tablo 2.2.1).



Diğer taraftan, Uluslararası Enerji Ajansının 23 Haziran 2011 tarihinde Libya'daki iç karışıklardan dolayı petrol arzında meydana gelen kesintilere önlem olarak Temmuz ayı süresince stratejik petrol rezervlerini kullanacağını ve gerekirse bu rezervlerin kullanımına ilişkin ilave kararlar alabileceğini açıklaması, petrol fiyatlarının gerilemesine neden olmuştur. Petrol üreticisi ülkelerdeki jeopolitik sorunlar, Avrupa ülkelerindeki borç krizine ilişkin devam etmekte olan endişeler ve küresel ekonomik toparlanmanın hızına ilişkin kaygılar petrol fiyatlarındaki belirsizliğin devam etmesine neden olmaktadır.

Tablo 2.2.1.

OPEC Ülkeleri, Ham Petrol Atıl Kapasiteleri
(Milyon Varil)

	2010		2011	
	3. Çeyrek	4. Çeyrek	1.Çeyrek	2.Çeyrek
Cezayir	0,15	0,14	0,14	0,14
Angola	0,36	0,35	0,30	0,52
Ekvator	0,03	0,03	0,03	0,03
İran	0,27	0,30	0,30	0,35
İrak	0,10	0,11	0,00	0,00
Kuveyt	0,36	0,35	0,24	0,16
Libya	0,23	0,20	-	-
Nijerya	0,48	0,28	0,58	0,37
Katar	0,07	0,08	0,08	0,09
Suudi Arabistan	3,25	3,25	3,00	2,29
Birleşik Arap Emirlikleri	0,34	0,34	0,14	0,15
Venezuela	0,21	0,21	0,18	0,17
OPEC	5,89	5,65	5,00	4,30

Kaynak: Bloomberg.

Tarım fiyatlarında son üç aylık dönemde hızlı bir düşüş gözlenmektedir. Tarım fiyatlarındaki düşüşte arz yönlü sorunların hafiflemesinin belirleyici olduğu düşünülmektedir. Batı Avrupa ve Amerika'da etkili olan kuraklığın kısmen sona ermesi, Ukrayna ve Rusya'nın geçen yıldan bu yana uygulamakta oldukları ihracata ilişkin kota sınırlamalarını kaldırması öne çıkan gelişmelerdir. Ancak bu olumlu arz gelişmelerine karşın, kırılganlıkların ortadan kalktığını söylemek mümkün görünmemektedir (Tablo 2.2.2).

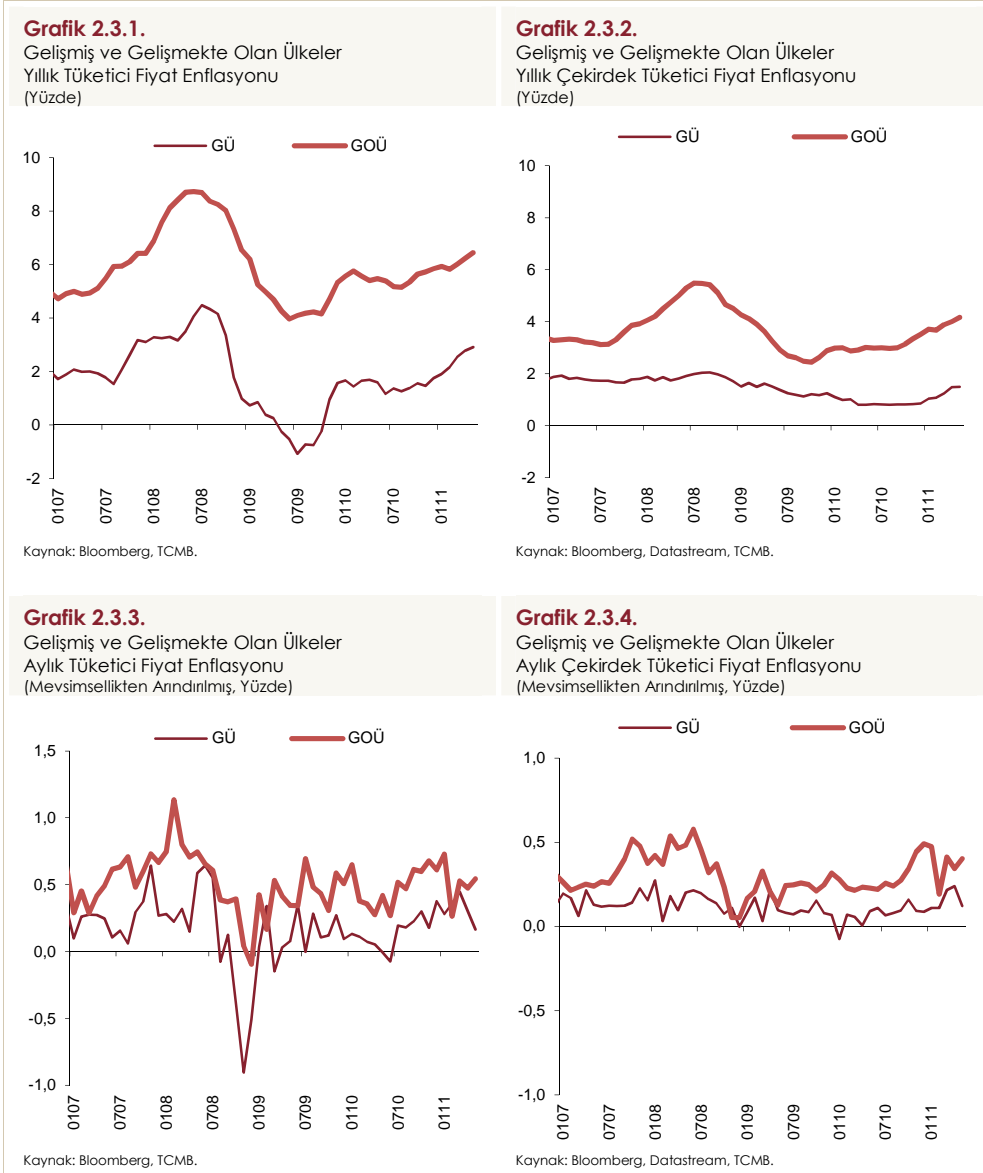
Tablo 2.2.2.
Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri

	2009/2010	2010/2011	2011/2012
BUĞDAY (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	166,5	198,3	189,9
Üretim	684,3	648,2	662,4
Tüketim	652,5	656,6	670,2
Dönem Sonu Stoku	198,3	189,9	182,2
MISIR (milyon ton)			
Başlangıç Stoku	147,2	143,6	120,9
Üretim	812,9	820,0	872,4
Tüketim	816,6	842,8	877,6
Dönem Sonu Stoku	143,6	120,9	115,7
PAMUK (milyon balya)			
Başlangıç Stoku	60,5	44,3	44,4
Üretim	101,4	114,6	123,8
Tüketim	118,4	114,9	118,9
Dönem Sonu Stoku	44,3	44,4	48,3

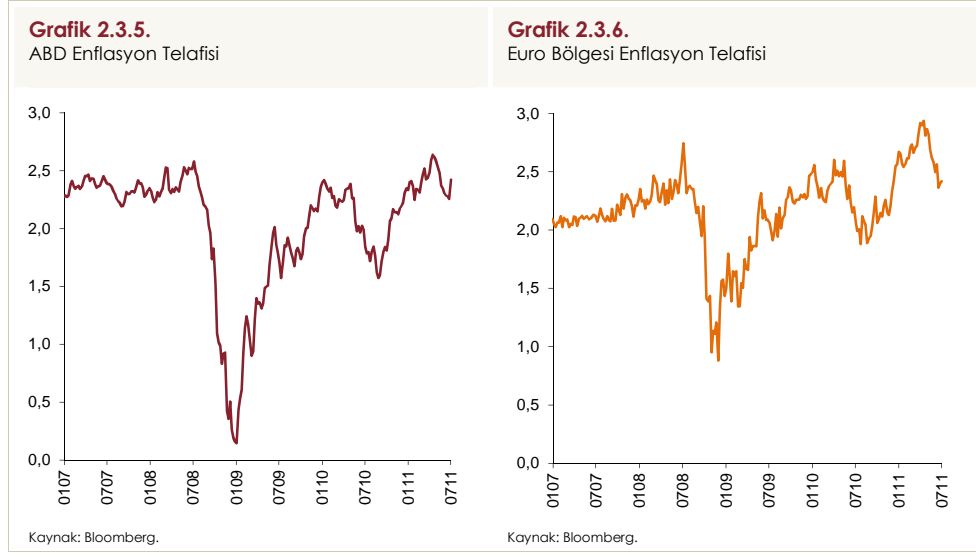
Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

2.3. Küresel Enflasyon

2011 yılının ikinci çeyreğinde enflasyon oranları gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan ülkelerde yıllık bazda yükselmeye devam etmiştir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Ancak mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyon gelişmeleri incelendiğinde, gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamaya paralel olarak, tüketici ve çekirdek enflasyon oranlarının gerilediği gözlenmiştir (Grafik 2.3.3 ve Grafik 2.3.4). Öte yandan, gıda ve petrol ürünlerinin tüketim içindeki payının daha yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde iç talep canlılığının yanı sıra emtia fiyatlarının oluşturduğu enflasyonist baskılar sürmüştür.



Enflasyon telafileri yılın ikinci çeyreğinin ortalarında son yılların en yüksek seviyesine ulaşmış ve gelişmiş ülkelerde sıkılaştırma tedbirlerinin beklenenden erken gelebileceğine dair beklentilerin doğmasına sebep olmuştur. Takip eden dönemde, küresel büyümede yavaşlamaya işaret eden verilerin etkisiyle enflasyon telafilerinde bir miktar gerileme gözlenmiştir (Grafik 2.3.5 ve Grafik 2.3.6).



Temmuz ayı itibarıyla 2011 yıl sonuna ilişkin enflasyon beklentileri küresel ölçekte Nisan Enflasyon Raporu dönemine kıyasla yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.3.1). Bu güncellemelerin, emtia fiyat artışları sonucu özellikle yılın ilk çeyreğinde beklentileri aşan enflasyon gerçekleşmeleri kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Nitekim, 2012 yıl sonuna dair enflasyon beklentilerinde sınırlı güncellemeler olduğu gözlenmektedir.

Tablo 2.3.1.
Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

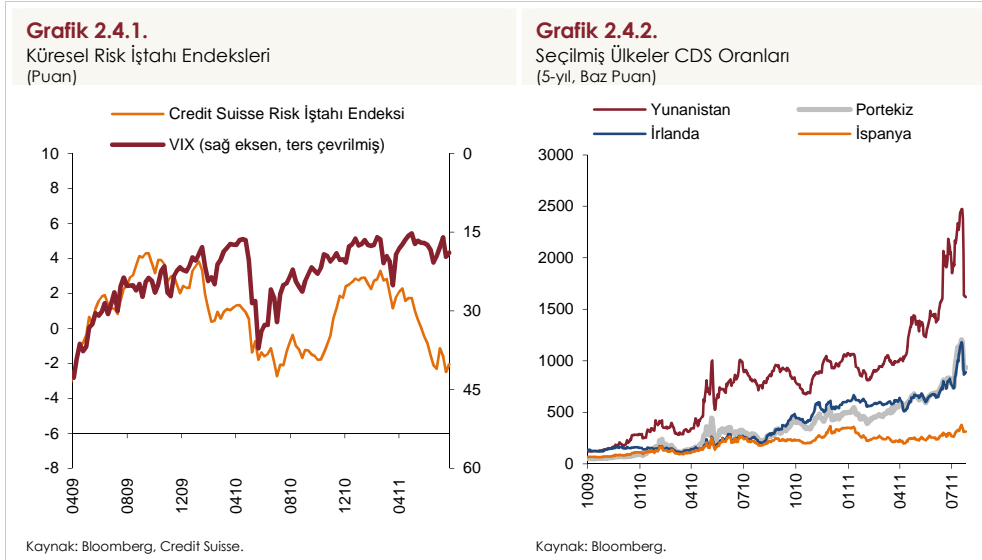
	2011		2012	
	Nisan	Temmuz	Nisan	Temmuz
Dünya	3,4	3,7	2,9	3,0
ABD	2,7	3,1	2,1	2,1
Euro Bölgesi	2,4	2,6	1,8	1,9
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Doğu Avrupa	6,3	6,6	5,7	5,8
Latin Amerika	7,5	7,5	7,0	7,1
Asya Pasifik	3,3	3,4	2,7	2,8

Kaynak: Consensus Forecasts.

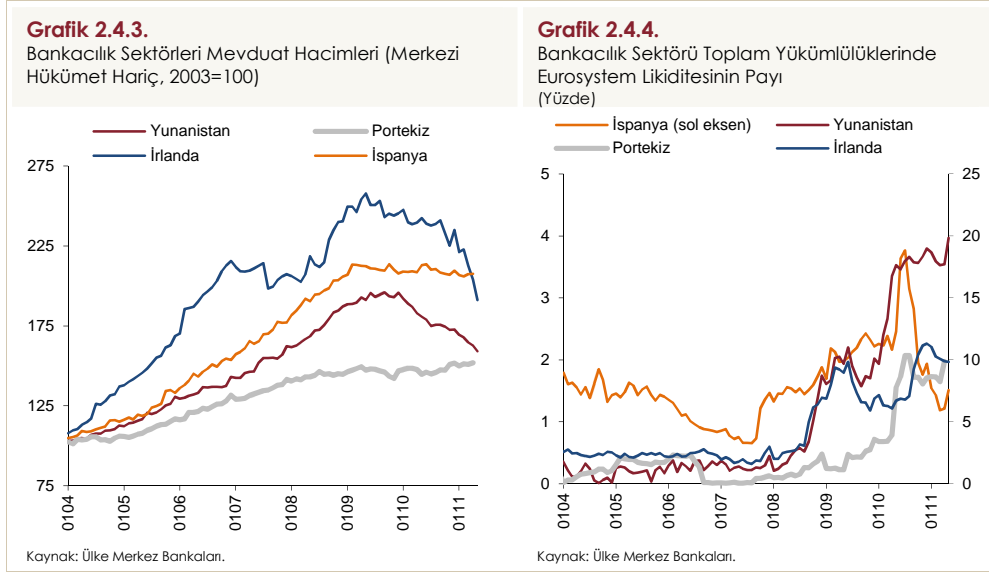
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

Geçtiğimiz çeyrek içerisinde finansal piyasaları etkileyen temel unsurlar euro bölgesi borç krizi ve küresel iktisadi faaliyeti etkileyen gelişmeler olmuştur. Çeyreğin başlarında olumlu küresel büyüme görünümüyle birlikte finansal piyasalarda da olumlu seyir gözlenirken, takip eden dönemde küresel büyümenin yavaşladığına işaret eden verilerin açıklanması ve Yunanistan borç krizinin ağırlaşması finansal piyasaları olumsuz yönde etkilemiştir.

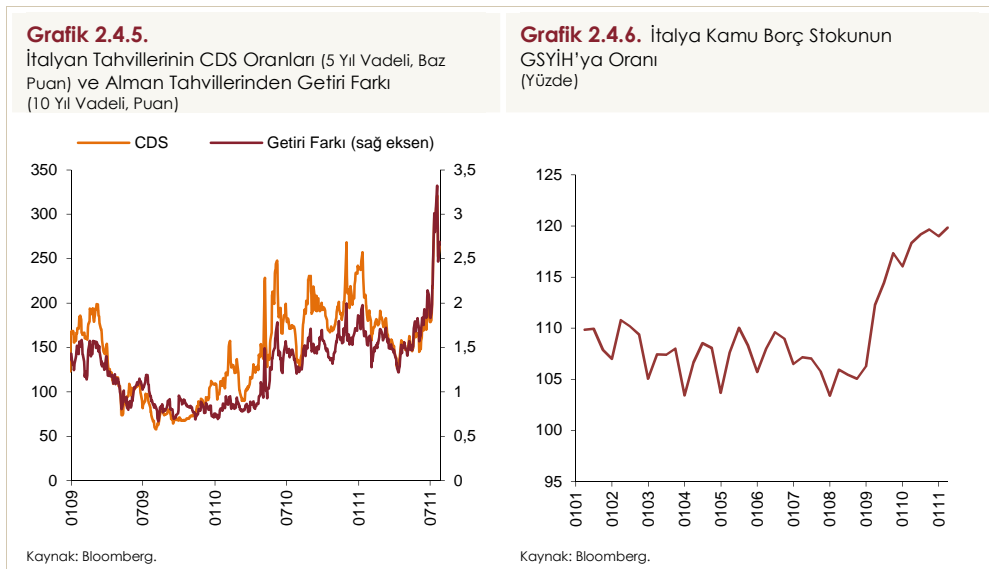
Küresel risk iştahı endeksleri Mayıs ayı başından itibaren gerilerken, Yunanistan'ın borç krizine dair sorunların çözülmesine yönelik adımları takiben Haziran ayı sonlarından itibaren bir miktar toparlanmıştır (Grafik 2.4.1). Yunanistan'ın borçlarını yeniden yapılandırmak zorunda kalacağına ilişkin endişeler yılın ikinci çeyreği boyunca canlı kalırken, Yunanistan hükümeti tarafından yeni bir tedbir paketinin yürürlüğe sokulması ile piyasalar bir miktar sakinleşmiştir. Yunanistan için ikinci bir yardım paketinin gündeme alınması ve Fransız bankalarının önderliğinde yürütülen gönüllü tahvil takası görüşmeleri önemli gelişmeler olmasına rağmen, piyasaların Yunanistan'a olan temkinli duruşu devam etmiştir. Avrupa'da finansal istikrarı tesis etmeye yönelik açıklanan son yardım paketinin kabulü ile finansal piyasalardaki tedirginlikler kısmen yatışmıştır (Grafik 2.4.2).



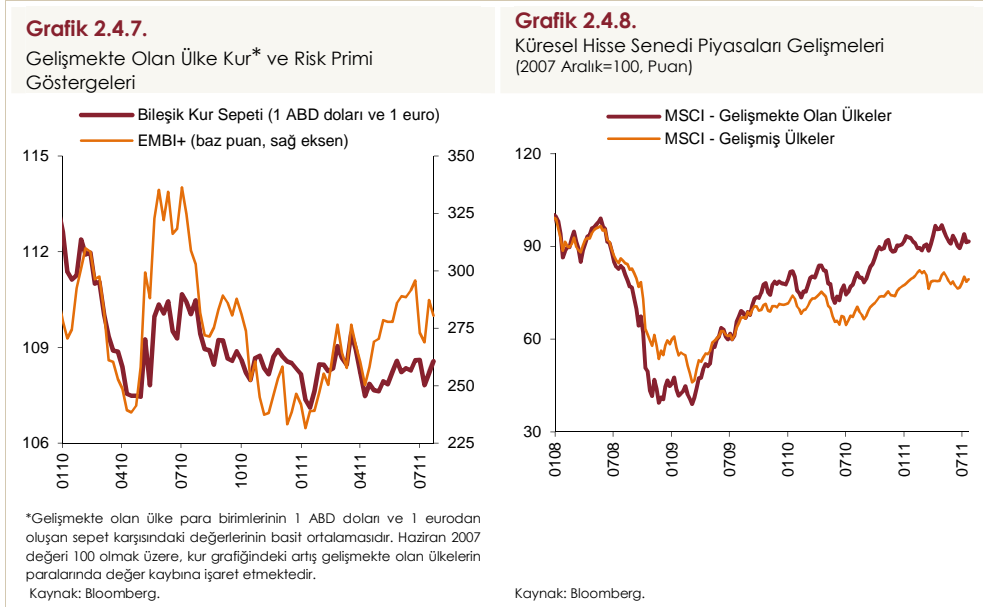
Yunanistan'da kamu borcuna dair süregelen sorunlardan bankacılık sektörü de olumsuz etkilenmiştir. Mevduat çıkışlarının yanı sıra piyasa finansmanına erişimin neredeyse tamamen kapanması tek likidite kaynağı olarak Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB) fonlarını bırakmaktadır. İrlanda ise bankacılık sektöründeki sorunlar nedeniyle önemli mevduat çıkışları yaşayan bir diğer ekonomidir (Grafik 2.4.3 ve Grafik 2.4.4).



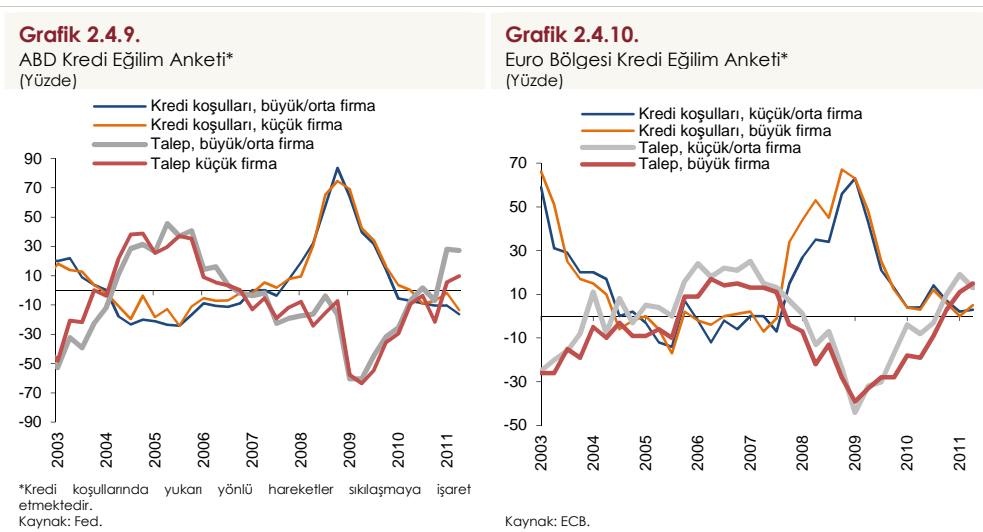
Yılın ikinci çeyreğinin sonlarında borç krizinin İtalya'ya sıçraması ihtimali güçlenmiş, buna bağlı olarak İtalyan tahvillerinin CDS oranları yükselirken, Alman tahvilleriyle getiri farkı belirgin şekilde artarak üç puanın üzerine çıkmıştır. Açıklanan ikinci yardım paketi neticesinde ise getirilerdeki artış bir miktar geri alınmıştır (Grafik 2.4.5). Söz konusu gelişmelerin ortaya çıkmasında İtalya'nın euro bölgesinin en yüksek borçlu ikinci ülkesi olması etkili olmuştur (Grafik 2.4.6). Bunun yanı sıra, koalisyon hükümeti ile muhalefet arasında yaşanan gerginlikler finansal piyasaların ülkeye olan güvenini azaltmıştır. Euro bölgesinin en büyük üçüncü ekonomisinde yaşanan bu gelişmeler borç krizinin küresel ekonomiye etkileri konusundaki endişelerin canlı kalmasına neden olmaktadır.



Risk iştahındaki değişimlere paralel olarak gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde artış yaşanmıştır. Söz konusu ülkelerde kurlar ise sınırlı şekilde değer kaybetmiştir (Grafik 2.4.7). Hisse senedi piyasaları çeyrek başında artış gösterirken sonrasında değer kaybetmiş ve çeyreği sınırlı bir düşüşle kapatmıştır (Grafik 2.4.8).



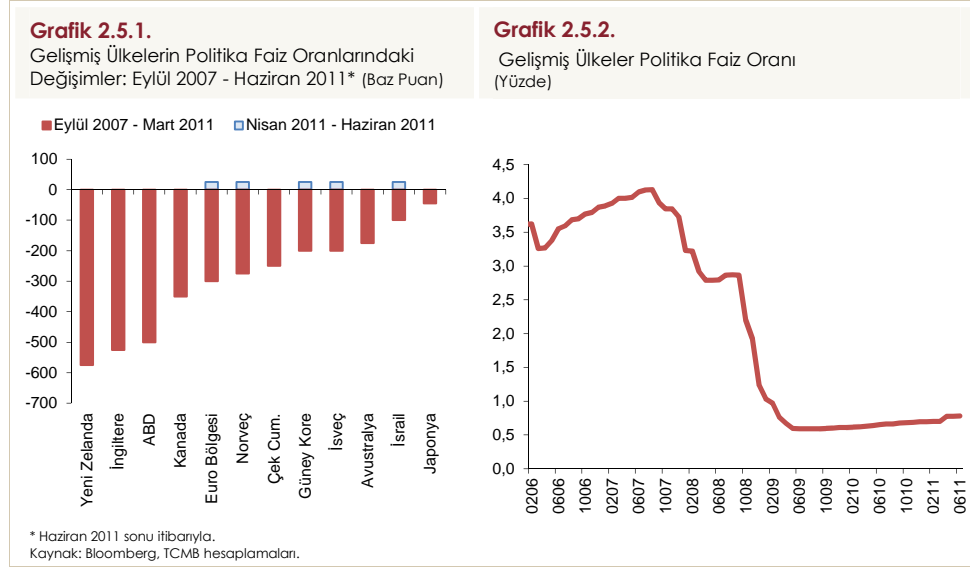
Fed Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre ABD'de kredi talebindeki artış ve kredi koşullarındaki gevşeme gerek büyük ve orta ölçekli firmalar gerekse küçük firmalar için devam etmektedir (Grafik 2.4.9). ECB Kredi Eğilim Anketi'ne göre ise euro bölgesinde kredi koşullarında sınırlı bir miktar sıkılaştırma gözlenirken, kredi talebindeki artış azalarak da olsa devam etmektedir (Grafik 2.4.10).



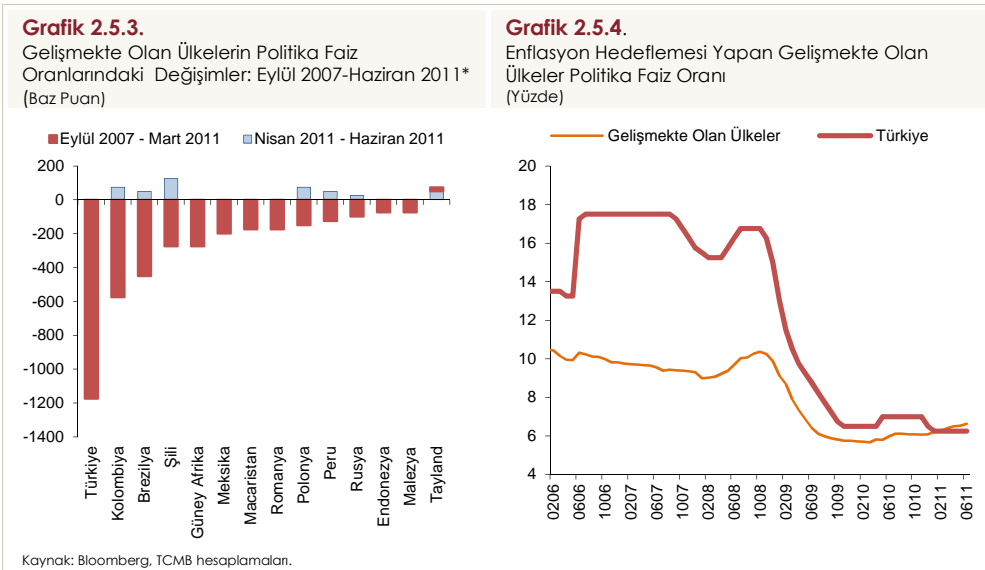
2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Geçtiğimiz çeyrekte küresel para politikasının bir önceki çeyreğe göre, oldukça sınırlı bir miktar sıkılaştırılmış olduğu görülmektedir. G4 ülkeleri hariç tutulduğunda, bazı gelişmiş ülke merkez bankaları politika faizlerini artırmak suretiyle para politikalarını sıkılaştırırken; gelişmekte olan ülkeler gerek politika faizlerini yükselterek, gerekse makro risk azaltıcı tedbirleri kullanmaya devam ederek daha sıkı bir para politikası duruşu benimsemişlerdir.

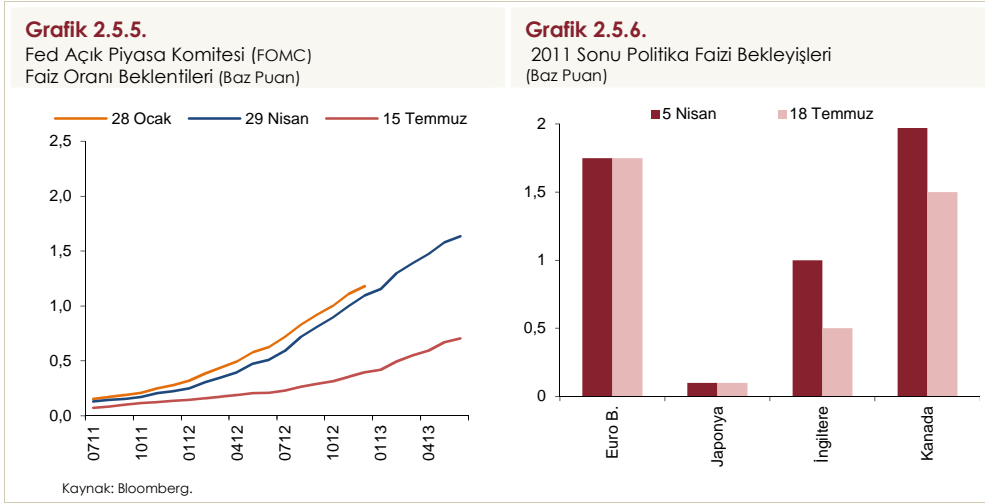
Kriz sonrası toparlanma sürecine girmiş olan bazı gelişmiş ülkelerde politika faizlerinde normalleşme sürecine girilmiş olsa da, toplulaştırılmış endekslere göre yılın ikinci çeyreğinde gelişmiş ülkelerin bileşik faizlerinin yukarı yönlü hareketi oldukça sınırlı düzeylerde kalmıştır (Grafik 2.5.1 ve Grafik 2.5.2). G4 ülkeleri içerisinde Amerika, İngiltere ve Japonya'da, henüz istikrarlı bir iktisadi toparlanma gözlenmediğinden, politika faizleri buldukları düşük seviyelerde tutularak, gevşek para politikası uygulamasına devam edildiği izlenmektedir. Öte yandan, ECB, yüksek seyreden bölge enflasyonunu kontrol altında tutmak amacıyla politika faizlerini Nisan ve Temmuz aylarında 25'er baz puan artırmıştır. Düşük seyreden politika faizlerine ilaveten, G4 ülkelerinde 2008 yılında başlamış olan para politikasında miktarsal genişleme sürecinin de genel olarak devam etmiş olduğu gözlenmektedir. Avrupa Merkez Bankası, çevre ülkelerde süren borç krizinin aşılmasına yönelik olarak tahvil alımlarına devam ederken, Japonya Merkez Bankası, meydana gelen depremin yıkıcı etkilerini telafi etmek amacıyla genişletici para politikası uygulamasını sürdürmüştür. Amerika'da ise Temmuz ayı itibarıyla ikinci miktarsal genişleme paketinin sonuna gelinmiş olsa da parasal koşulların halen oldukça gevşek olduğu görülmektedir. Özetle, yılın üçüncü çeyreği itibarıyla gelişmiş ülkeler para politikasının, gerek politika faizlerinde normalleşmenin sınırlı düzeylerde kalması, gerekse G4 ülkelerinde miktarsal genişleme uygulamalarının devam etmiş olması açısından, gevşek olduğunu söylemek mümkündür.



Gelişmekte olan ülkelerde, artan enflasyonist baskılar neticesinde, yılın ikinci çeyreğinde de politika faizleri artırılmaya devam edilmiştir (Grafik 2.5.3). Nitekim, toplulaştırılmış endekslere göre gelişmekte olan ülkelerin bileşik faiz oranları bir önceki çeyreğe göre 0,3 puan artarak Haziran ayı sonu itibarıyla yüzde 6,6 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.5.4). Ek olarak, yüksek miktarda sermaye girişi yaşayan gelişmekte olan ülkeler, ekonomileri üzerindeki olası etkileri en aza indirmek amacıyla, makro risk azaltıcı tedbirleri geçtiğimiz çeyrekte de yoğun olarak kullanmaya devam etmişlerdir. Dolayısıyla, sermaye hareketleri, makroekonomik ve finansal istikrara yönelik risk oluşturma potansiyeli taşıması açısından, yılın ikinci çeyreğinde de söz konusu ekonomilerin para politikasının şekillenmesinde temel belirleyicilerden biri olarak ön plana çıkmıştır.

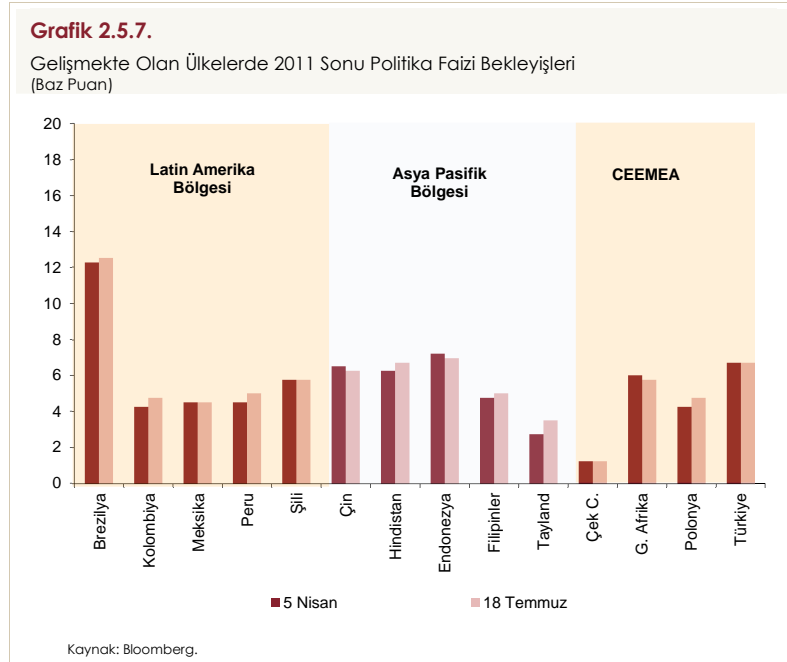


Önümüzdeki döneme ilişkin olarak, gelişmiş ülkelerde, özellikle G4 ülkeleri olmak üzere, politika faizlerinde normalleşme beklentisinin ötelendiği gözlenmektedir. Sözgelimi, yılın ikinci çeyreğinde açıklanan veriler ışığında Amerika'da ekonomik büyümenin yavaşladığının görülmesi üzerine, Temmuz ayı itibarıyla politika faizi beklentileri bir önceki çeyrek beklentilerinin belirgin olarak altında kalmıştır (Grafik 2.5.5). Düşük faiz politikasının yanısıra, ABD'de Haziran sonu itibarıyla sonlandırılmış olunan ikinci miktarsal genişleme sürecinin iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerinin sınırlı kaldığı görülmüş ve üçüncü miktarsal genişleme sürecinden bir risk senaryosu çerçevesinde bahsedilmiştir. Japonya, euro bölgesi, İngiltere ve Kanada gibi diğer gelişmiş ülkelerde de faizlerde normalleşme sürecinin ötelendiği; 2011 yıl sonu beklentilerinin bir önceki çeyrek beklentileri ile aynı kaldığı veya aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir (Grafik 2.5.6). Özetle, gelişmiş ülkelerde politika faizlerinin önümüzdeki dönemde de düşük kalmaya devam edeceği ve genel olarak parasal koşulların gevşek olacağı öngörülmektedir.



Para politikasının olası seyrine gelişmekte olan ülkeler özelinde bakıldığında, bu gruptaki ülkelere yönelik sermaye akımlarının, gerek gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin toparlanma hızları arasında gözlenen ayrışma, gerekse iki ülke grubu arasında halihazırda yüksek seyreden faiz farkları nedeniyle, önümüzdeki dönemde de benzer bir eğilim izleyeceği öngörülmektedir (Kutu 2.1). Buna bağlı olarak, söz konusu ülkelerde para politikası seyrinin önemli ölçüde sermaye hareketleri tarafından belirlenmeye devam edeceği düşünülmektedir. Dolayısıyla, gelişmiş ülkelerin faiz artırım beklentilerinin ötelenmesi ile birlikte iki ülke grubu arasındaki faiz farkının daha da açılacak olması, gelişmekte olan ülkelerin bir kısmının daha fazla sermaye girişine

neden olmamak adına önümüzdeki dönemde faiz artırımını konusunda daha ihtiyatlı davranmalarına yol açabilecektir. Ne var ki, ekonomilerinin oldukça ısınmış olmasına bağlı olarak yüksek seyreden enflasyonlarını kontrol altında tutmak amacıyla çoğu Latin Amerika ve Asya-Pasifik bölgesi ülkesinin faiz artırımlarına devam etmesi beklenmektedir (Grafik 2.5.7). Bu bağlamda, önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelerin, finansal sistemlerinin kırılganlıklarını azaltmak üzere sermaye kontrollerini artırebilecekleri ve yoğun sermaye girişlerinin yaratabileceği olası istikrarsızlığın bertaraf edilmesine yönelik olarak alternatif politika araçlarının kullanımına ağırlık verebilecekleri öngörülmektedir.



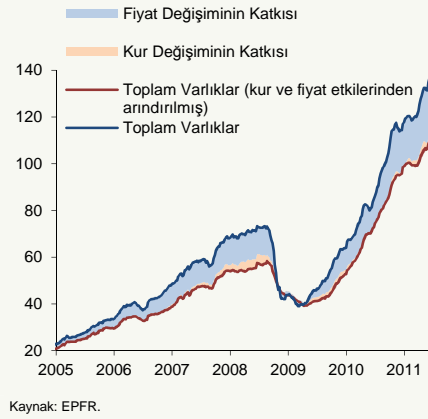
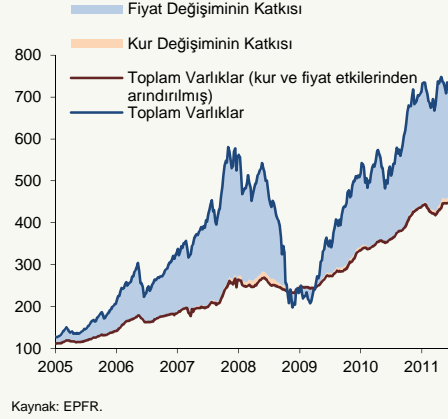
Kutu
2.1

Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Yatırımları

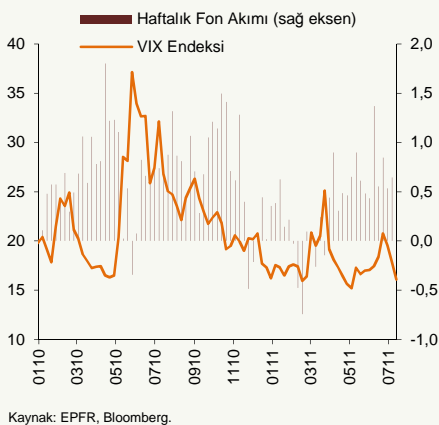
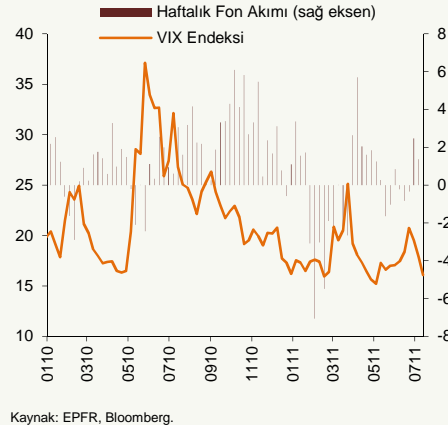
2010 yılı başından itibaren gelişmekte olan ülkeler enflasyonist baskılar nedeniyle faiz artırımına giderken, gelişmiş ülkelerin faiz oranlarını buldukları düşük seviyelerde tutmaya devam etmeleri, iki ülke grubu arasındaki faiz farklarının giderek açılmasına sebep olmuştur. Buna ilaveten, gelişmiş ülkelerde uygulanan genişletici politikalar neticesinde küresel likidite fazlası oluşması ve gelişmekte olan ülkelere ilişkin risklilik algılamasındaki görece iyileşmeye bağlı olarak iki ülke grubu arasındaki risklilik farkının azalması, yüksek faiz veren gelişmekte olan ülkelere yoğun sermaye girişini desteklemiştir. Yoğun sermaye girişleri gelişmekte olan ülke ekonomilerini döviz kurlarında değerlenmeye bağlı olarak rekabet gücünü azaltma, ithal mallara olan talebi artırmak suretiyle dış ticaret dengesini ve cari dengeyi kötüleştirme, kontrolsüz kredi genişlemesine yol açma ve varlık balonları oluşturma gibi çeşitli kanallardan olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Öte yandan, sermaye akımlarında ani kesinti meydana gelmesi ihtimali de, finansal istikrar açısından bir risk unsuru oluşturmaktadır. Nitekim, kriz sonrası dönemde bu risklere karşı, sermaye girişlerini kısıtlayıcı çeşitli tedbirler uygulamaya koyan gelişmekte olan ülkelerin para politikası duruşlarında sermaye hareketlerinin belirleyici rol oynadığı gözlemlenmiştir. Faiz farklarının açık kalmasının beklendiği 2011 yılı boyunca da bu rolün devam edeceği düşünülmektedir.

Sıcak para olarak nitelendirilen kısa vadeli portföy yatırımları biçimindeki sermayenin risk algılamalarındaki dalgalanmalara aşırı duyarlı biçimde hareket etmesi özellikle bu kalemin yakından izlenmesi ihtiyacını doğurmaktadır. Bu kutuda, söz konusu portföy hareketlerinin son dönem gelişmeleri, borçlanma ve hisse senedi ayırımında incelenmekte ve ülkelerin gelişmekte olan ülkelere yönelen fon akımlarından aldıkları paylar değerlendirilmektedir.

2005 – 2011 yılları arasında yatırımcıların ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına yönelmiş oldukları görülmektedir (Grafik 1 ve Grafik 2). Kur ve fiyat etkilerinden arındırıldığında, küresel kriz döneminde gelişmekte olan ülke borçlanma senedi fonlarına yatırımın azaldığı, ancak kriz sonrası dönemde borçlanma senedi fonlarına yönelen sermaye miktarının hızlı bir artış eğilimine girdiği anlaşılmaktadır. Öte yandan, hisse senedi fonlarında kriz sürecinde gözlenen keskin düşüşün ağırlıklı olarak fiyat etkisinden kaynaklandığı, dolayısıyla kur ve fiyat etkisinden arındırılarak bakıldığında, hisse senedi fonlarından çıkışın sınırlı düzeyde kaldığı gözlenmektedir.

Grafik 1. Gelişmekte Olan Ülkeler Borçlanma Senetlerine Yönelen Fonlar (Milyar ABD Doları)**Grafik 2.** Gelişmekte Olan Ülkeler Hisse Senetlerine Yönelen Fonlar (Milyar ABD Doları)

Yakın dönemde haftalık fon akımlarının küresel risk iştahı ile uyumlu hareket ettiği görülmektedir. 2011 yılının ilk çeyreğinde risk iştahındaki düşüşe paralel olarak gelişmekte olan ülkeler hisse senedi fonlarından çıkış gözlenmiş, borçlanma senedi fonlarından çıkış eğilimi ise sınırlı kalmıştır (Grafik 3 ve Grafik 4). Yılın ikinci çeyreğinde ise, borçlanma senedi fonlarına girişler istikrarlı biçimde sürmüştür. Hisse senedi fonlarında ise, her ne kadar Nisan ayında giriş eğilimi gözlenmiş olsa dahi, Mayıs ayının ikinci yarısından itibaren risk iştahındaki bozulmayla beraber çıkışlar görülmeye başlanmıştır. Temmuz ayının ilk iki haftası itibarıyla gerek borçlanma senedi gerekse hisse senedi fonları kanalıyla gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri gözlenmeye devam etmiştir.

Grafik 3. Gelişmekte Olan Ülkeler Borçlanma Senedi Fon Akımları (Milyar ABD Doları)**Grafik 4.** Gelişmekte Olan Ülkeler Hisse Senedi Fon Akımları (Milyar ABD Doları)

Gelişmekte olan ülkelere yönelen fonlar içerisinde ülkelerin aldıkları paylar Tablo 1'de sunulmaktadır. Buna göre, görece olarak yüksek faiz veren ülkelerin borçlanma senetleri fonlarından daha fazla pay aldığı, hisse senedi fonlarından alınan payda ise güçlü ve istikrarlı büyüme performansı ile finansal derinliğin daha belirleyici olduğu değerlendirilmektedir. Söz gelimi, Brezilya gerek gelişmekte olan ülkeler içerisinde en yüksek faiz oranına sahip olması, gerekse olumlu ekonomik büyüme görünümü nedeniyle borçlanma ve hisse senedi fonlarındaki payı açısından üst sıralarda yer almaktadır. Ülkede faiz oranlarının bulunduğu yüksek seviyenin, yoğun kısa vadeli portföy girişlerine karşı 2010 yılından bu yana uygulanmakta olan makro ihtiyati tedbir ve sermaye kontrollerinin etkinliğini azalttığı ve ülkeyi yatırımcılar için cazip hale getirdiği düşünülmektedir. Türkiye'nin gelişmekte olan ülkeler arasındaki görece konumuna bakıldığında ise, 2011 yılının ilk yarısında borçlanma senedi fonlarında yatırımcılar tarafından tercih edilen ilk beş ülke içerisinde yer aldığı, hisse senedi fonları içerisinde ise nispeten düşük pay sahibi olduğu görülmektedir.

Tablo1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Fon Akımlarından Aldıkları Pay (Ortalama, Yüzde)

BORÇLANMA SENEDİ FONLARI									
	2007	2008	2009	2010	2011				
					Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs
Brezilya	15,5	15,8	13,9	14,9	21,8	22,2	22,4	22,0	20,8
Meksika	7,0	6,9	9,7	11,9	12,3	12,3	13,2	12,9	13,2
Rusya	12,4	13,4	11,4	8,5	6,6	7,0	7,7	7,6	7,2
Endonezya	5,6	4,5	6,7	7,3	6,5	7,0	6,9	6,9	7,0
Türkiye	5,3	5,8	6,2	6,8	6,0	5,9	7,2	7,5	6,9
Güney Afrika	0,7	0,9	1,9	3,3	5,5	5,8	6,5	6,6	6,8
Malezya	1,0	0,9	0,9	2,1	3,3	3,1	3,7	3,9	4,5
Kolombiya	3,0	3,9	3,8	3,7	3,3	3,2	3,1	3,1	3,3
Polonya	1,3	1,8	1,9	2,9	3,0	2,8	2,8	3,0	2,9
Filipinler	5,3	5,6	6,0	4,3	3,2	3,0	2,7	2,6	2,6
Kazakistan	0,9	1,3	2,5	2,7	2,7	2,8	2,8	2,7	2,6
Macaristan	0,8	0,6	1,3	2,1	2,1	1,9	2,4	2,5	2,5
Venezuela	8,0	4,4	3,2	3,1	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2
Peru	2,1	2,2	2,8	2,5	2,4	2,3	2,2	1,9	2,2
Tayland	0,5	1,0	1,7	1,7	2,3	2,2	2,1	2,2	2,1
Arjantin	8,8	5,4	2,6	2,5	2,5	2,2	2,0	1,9	1,9
<i>Diğer*</i>	21,7	25,6	23,6	19,7	13,9	13,7	9,8	10,3	11,5
HİSSE SENEDİ FONLARI									
	2007	2008	2009	2010	2011				
					Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs
Çin	11,2	12,2	16,0	15,2	14,6	14,2	14,4	14,3	14,6
Brezilya	12,6	14,1	14,3	14,8	14,3	14,7	14,4	14,0	14,2
Güney Kore	13,1	10,4	10,3	10,4	11,4	10,7	11,0	11,3	11,3
Tayvan	9,7	8,6	8,6	8,1	9,0	8,3	7,9	8,2	8,6
Hindistan	6,3	7,0	7,8	9,0	8,1	8,3	8,8	8,5	8,4
Güney Afrika	7,8	7,3	7,9	7,2	6,8	7,4	7,2	7,3	7,0
Rusya	8,4	8,9	6,1	6,2	6,6	6,9	6,8	6,5	6,3
Meksika	5,9	5,9	5,5	5,1	5,2	5,4	5,1	5,0	4,8
Endonezya	2,3	2,2	2,4	3,1	2,7	2,8	3,0	3,0	3,1
Tayland	1,9	1,9	1,8	2,1	2,1	2,4	2,5	2,6	2,6
Malezya	2,4	1,9	1,5	1,9	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Türkiye	3,0	2,4	2,3	2,6	2,3	2,2	2,3	2,3	2,1
<i>Diğer*</i>	15,3	17,1	15,5	14,3	14,5	14,4	14,3	14,6	14,8

* 2011 yılı ilk beş ayında gelişmekte olan ülke fonları içindeki payı ortalama yüzde 2'nin altında kalan ülkeler.
Kaynak: EPFR.

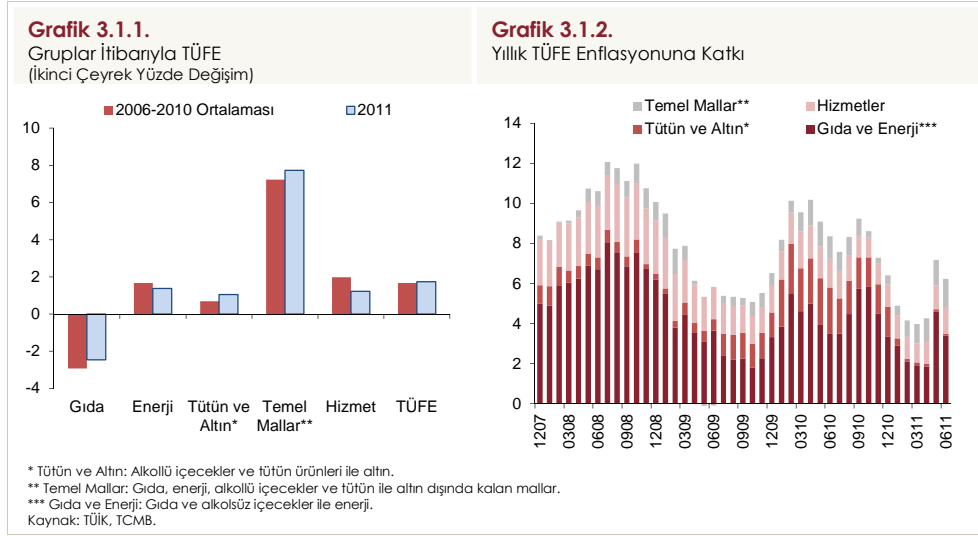
Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının, gerek gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin toparlanma hızları arasında gözlenen ayrışma, gerekse iki ülke grubu faiz farklarındaki artış beklentisi nedeniyle, önümüzdeki dönemde de devam etmesi mümkün görünmektedir. Bu çerçevede, portföy hareketleri makroekonomik ve finansal istikrara yönelik risk oluşturma potansiyeli taşıması açısından, gelişmekte olan ülkelerde para politikasının şekillenmesinde önemli bir belirleyici olmayı sürdürecektir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerin daha fazla sermaye girişine neden olmamak adına önümüzdeki dönemde faiz artırımını konusunda daha temkinli davranmaları da mümkündür. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinin kırılganlıklarını azaltmak üzere sermaye kontrollerini artırabilecekleri ve yoğun kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomik istikrar üzerindeki olası olumsuz etkilerini bertaraf etmek için alternatif politika araçlarının kullanımına ağırlık verebilecekleri düşünülmektedir.

3. Enflasyon Gelişmeleri

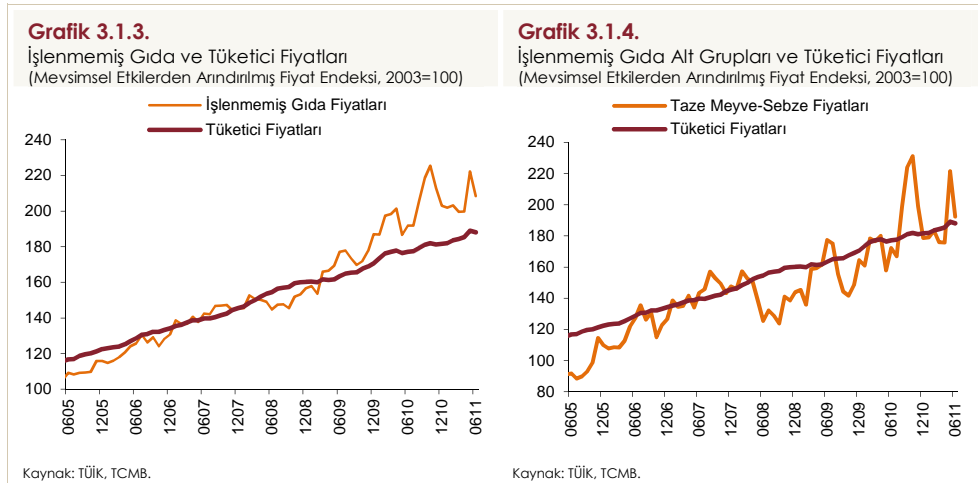
3.1. Enflasyon

2011 yılı ikinci çeyreğinde tüketici fiyatları yüzde 1,83 oranında artmış ve ilk çeyrek sonunda yüzde 3,99 seviyesine kadar gerileyen yıllık enflasyon yüzde 6,24'e yükselmiştir. Yılın ilk çeyreğinde enflasyon, 2010 yılına ilişkin vergi düzenlemelerinin oluşturduğu baz etkisinin ortadan kalkması ve gıda enflasyonunun tarihi düşük seviyelere gerilemesi neticesinde belirgin bir düşüş kaydetmişti. İkinci çeyrekte ise gıda enflasyonunun tekrar yükselmesi, Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki birikimli artışların gecikmeli yansımaları ve baz etkisine bağlı olarak enflasyonda yükseliş kaydedilmiştir. Bu dönemde üretici fiyatları kaynaklı baskılar güçlü seyrini korurken, birikimli maliyet artışlarının tüketici fiyatlarına yansımalarının geçmiş dönemlere kıyasla düşük olması, ekonomide henüz aşırı ısınma olmadığını teyid etmiştir. Temel (çekirdek) enflasyon göstergelerinin yıllık artış oranları yükselse de söz konusu göstergelerin mevsimsellikten arındırılmış eğilimlerinde yavaşlama gözlenmiştir.

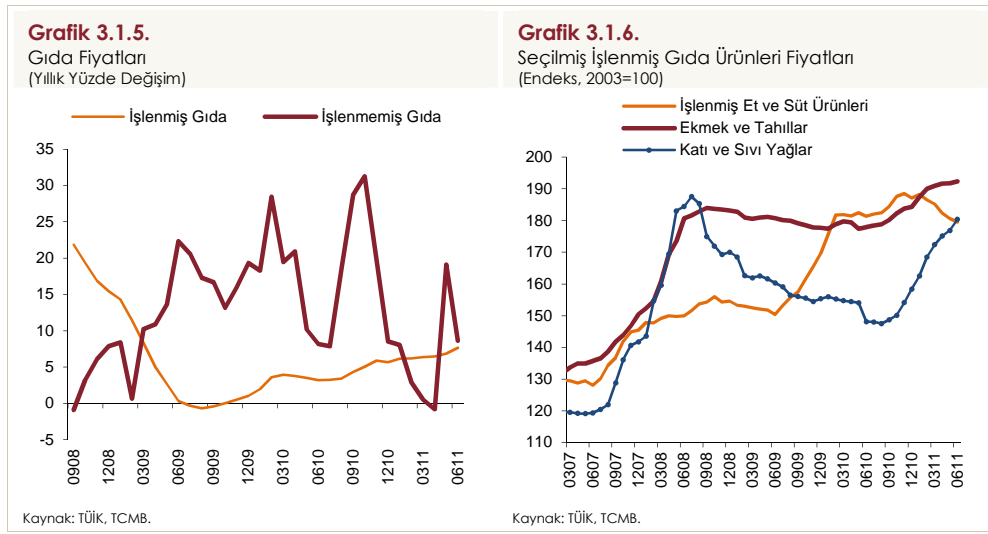
Alt gruplar bazında bakıldığında, bu dönemde çeyreklik değişim oranlarının gıda ve temel mal gruplarında geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde kaldığı görülmüştür (Grafik 3.1.1). Hizmet fiyatları yıllık enflasyonu temelde haberleşme hizmetlerinden kaynaklanan baz etkisine bağlı olarak yükselse de, çeyreklik bazda görece ılımlı seyretmiştir. Enerji fiyatları uluslararası petrol fiyatlarının ilk çeyrek sonuna kıyasla sabit seyrettiği bu dönemde döviz kuru gelişmelerinin yansımalarıyla yükselmiştir. Uluslararası emtia fiyatlarındaki yüksek seyir ile Türk lirasındaki değer kaybının temel mal fiyatları üzerine yansımaları bu çeyrekte de sürmüştür. İşlenmemiş gıda fiyatlarının yılın ilk çeyreğindeki ılımlı seyrinin ardından bu dönemde tarihsel ortalamalara kıyasla daha düşük oranda azalması ile gıda enflasyonu yükseliş kaydetmiştir. Bu gelişmeler sonucunda ilk çeyreğe kıyasla tüketici yıllık enflasyonunda gözlenen 2,25 puanlık artışın 1,71 puanı gıda ve temel mal gruplarından kaynaklanmıştır (Grafik 3.1.2).



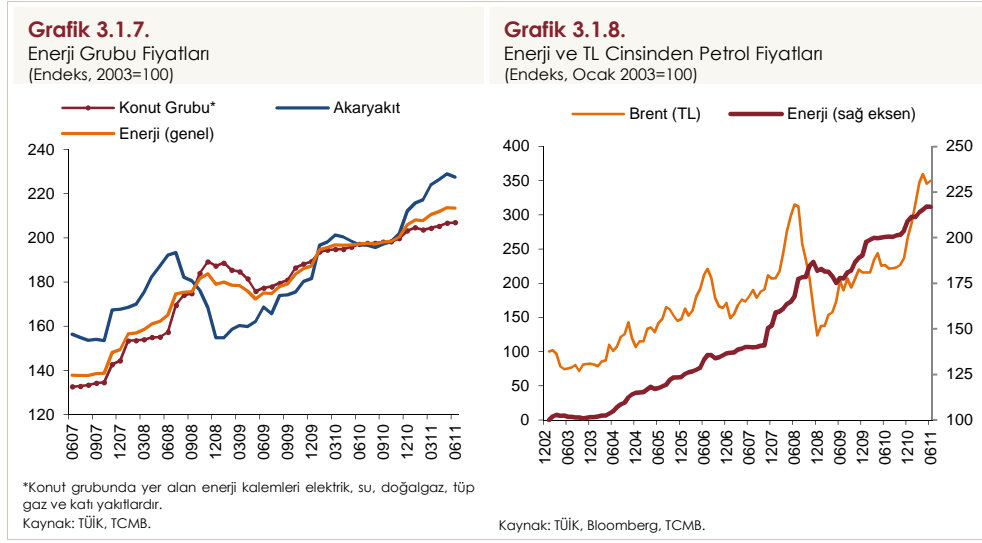
Gıda enflasyonu ilk çeyrekteki belirgin gerilemenin ardından yılın ikinci çeyreğinde 4,66 puan artarak yüzde 8,13'e yükselmiştir. Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülen bu çeyreklik yükselişte işlenmemiş gıda enflasyonundaki artış belirleyici olmuştur (Grafik 3.1.3). Bu dönemde, başta taze meyve-sebze grubu olmak üzere işlenmemiş gıda fiyatlarının genelinde artış eğilimi gözlenmiştir (Grafik 3.1.4). Mayıs ayında arz yönlü unsurlar nedeniyle belirli ürünlerin (kiraz ve erik) endekse oldukça yüksek fiyat düzeylerinden girmesi, Haziran ayında ise söz konusu ürün fiyatlarındaki öngörülen düzeltmenin gerçekleşmesi gıda ve tüketici enflasyonunda belirgin bir dalgalanma oluşturmuştur. Tüketici fiyatları endeks hesaplamalarında özellikle yaz meyvelerinin endekse dahil edildiği ikinci çeyrekte bu tip arz kaynaklı unsurlar nedeniyle oluşabilecek geçici ve aşırı fiyat hareketlerinin gıda ana grubunda ve dolayısıyla genel tüketici endeksinde dalgalanmalar oluşturabileceği not edilmelidir.



İlk çeyrekte uluslararası gıda fiyatlarındaki gelişmelerin yansımalarıyla ivmelenen işlenmiş gıda fiyatlarının artış hızı, Türk lirasının yakın dönemde değer kaybetmesinin olumsuz etkilerine rağmen ikinci çeyrekte yavaşlamıştır (Tablo 3.1.1). Bu dönemde katı ve sıvı yağ fiyatlarında artışlar ivme kaybetmekle birlikte sürmüştür. Diğer taraftan, et ve süt ürünleri fiyatlarında gözlenen düşüşler ile buğday ithalatında gümrük vergisinin geçici olarak kaldırılmasına bağlı olarak yavaşlayan ekmek ve tahıllar grubu fiyatları işlenmiş gıda fiyat artışını sınırlamıştır (Grafik 3.1.6).



Enerji fiyatları son üç aylık dönemde yüzde 1,37 oranında artmıştır (Tablo 3.1.1). Bu dönemde, uluslararası petrol fiyatlarının ilk çeyrek sonuna kıyasla sabit seyretmesine karşın Türk lirasındaki değer kaybının etkisiyle yurt içi akaryakıt fiyatları yükselmiştir (Grafik 3.1.7). Konut grubunda yer alan katı yakıt fiyatları sınırlı oranda gerilerken, tüp gaz ve su tarifelerinde artışlar gözlenmiştir. Böylelikle, enerji grubu yıllık enflasyonu Haziran ayı sonu itibarıyla yüzde 8,25 olarak gerçekleşmiştir. Türk lirası cinsinden petrol fiyatlarında kaydedilen yüksek oranlı artışlara rağmen, doğalgaz ve elektrik fiyatlarında henüz bir artış gözlenmemesi, 2011 yılı ikinci yarısında enerji fiyatlarına ilişkin yukarı yönlü riskleri canlı tutmaya devam etmektedir (Grafik 3.1.8).

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

	2010				2011	
	II	III	IV	Yıllık	I	II
TÜFE	-0,33	1,15	1,55	6,40	1,57	1,83
1. Mallar	-0,38	1,29	1,64	7,18	1,53	2,05
Enerji	0,21	0,43	3,98	9,96	2,27	1,37
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	-6,66	7,02	-0,18	7,02	3,77	-2,46
İşlenmemiş Gıda	-12,76	13,16	-3,05	8,52	5,08	-5,79
İşlenmiş Gıda	-0,62	1,69	2,59	5,68	2,61	0,57
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	5,07	-2,96	2,21	6,09	-0,68	6,32
Temel Mallar	6,16	-3,45	2,59	1,70	-1,08	7,73
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	0,36	-0,34	-1,06	0,26	4,26	1,85
Alkollü İçecek, Tütün ve Altın	1,48	-1,27	0,93	24,61	0,81	1,05
2. Hizmetler	-0,17	0,73	1,31	4,24	1,67	1,22
Kira	0,65	1,30	0,98	3,96	1,08	0,99
Lokanta ve Oteller	2,28	1,56	2,30	9,76	1,65	1,80
Ulaştırma	1,32	1,83	1,28	7,04	2,28	2,10
Haberleşme	-6,11	-2,90	2,23	-3,51	1,96	-1,71
Diğer Hizmetler*	0,27	1,19	0,30	3,57	1,61	2,14

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

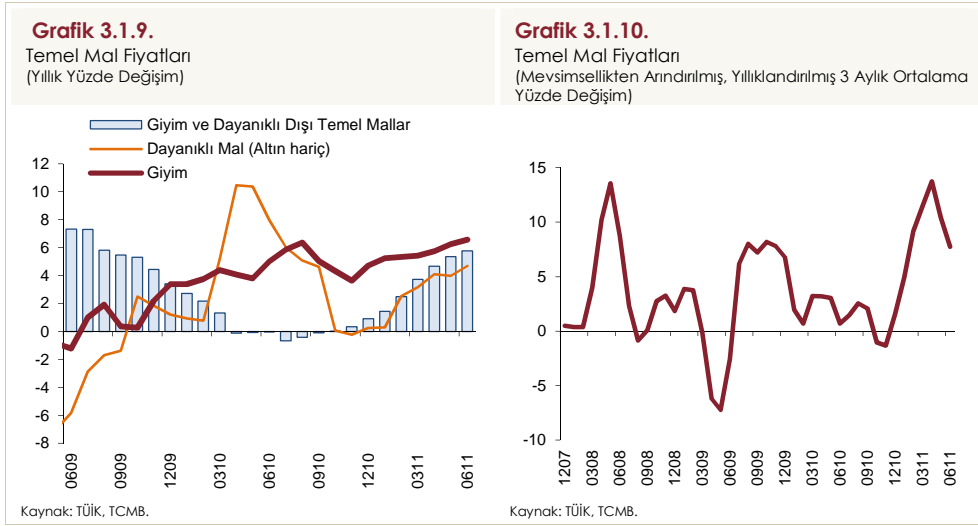
2010 yılının son aylarından itibaren yükseliş eğiliminde olan temel mal grubu yıllık enflasyonu, yılın ikinci çeyreğinde de 1,55 puan artarak yüzde 5,56 seviyesine ulaşmıştır. Söz konusu artışta geçen çeyrekte olduğu gibi Türk lirasındaki değer kaybı ile ithalat fiyatlarındaki gelişmelerin etkileri, başta beyaz eşya dışındaki dayanıklı mal (altın hariç) fiyatları olmak üzere, grup genelinde hissedilmiştir (Grafik 3.1.9). Ancak, mevsimsellikten arındırılmış veriler grup fiyat artış hızında bir yavaşlamaya işaret etmektedir (Grafik 3.1.10). Bu dönemde giyim fiyatlarının yıllık artışı yükselmeye devam etmiştir. Önümüzdeki dönemde, temel mal fiyatlarına ilişkin en önemli risk, Nisan Enflasyon Raporu'nda da belirtildiği üzere kumaş ve hazır giyimde gümrük vergisi oranlarının Bakanlar

Kurulu kararı ile yükseltilmesinin giyim sektörü enflasyonu üzerindeki etkisi olacaktır.

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

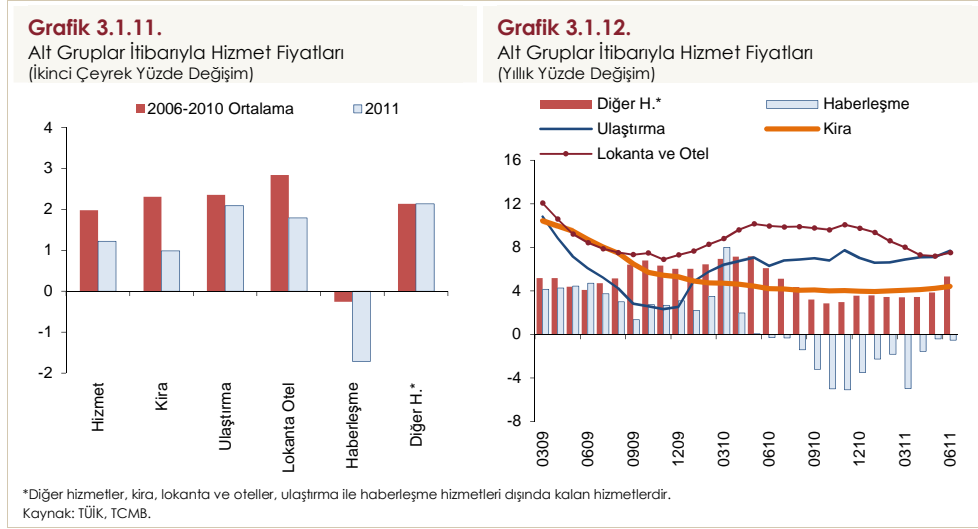
	2010				2011	
	II	III	IV	Yıllık	I	II
Temel Mallar	6,16	-3,45	2,59	1,70	-1,08	7,73
Giyim ve Ayakkabı	23,73	-11,90	9,94	4,72	-12,04	25,08
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	0,36	-0,34	-1,06	0,26	4,26	1,85
Mobilya	3,76	1,77	-1,06	5,94	0,75	5,04
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	-1,01	-0,85	-0,23	-2,23	2,87	-1,26
Otomobil	-0,11	-0,61	-1,67	-0,26	6,31	2,29
Diğer Dayanıklı Mallar	2,17	-1,81	0,90	1,79	2,15	2,71
Diğer	0,11	0,58	1,18	0,91	1,82	2,09

Kaynak: TÜİK, TCMB.

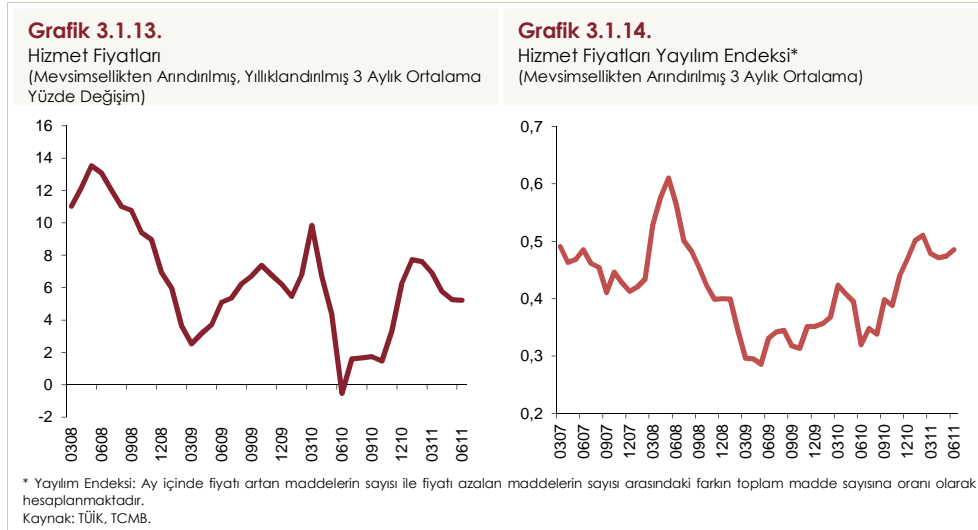


Hizmet fiyatları yılın ikinci çeyreğinde yüzde 1,22 oranıyla tarihsel ortalamalara kıyasla daha düşük bir oranda artmıştır (Grafik 3.1.11). Ancak, Nisan Enflasyon Raporu'nda dikkat çekildiği üzere, hizmet grubu yıllık enflasyonu temelde haberleşme hizmetlerinden kaynaklanan baz etkisine bağlı olarak yüzde 5,02'ye yükselmiştir. Hatırlanacağı üzere bir önceki yılın aynı döneminde cep telefonu görüşme ücretlerinde kaydedilen gelişmelerle haberleşme hizmetlerinde fiyatlar yüksek bir oranda azalış kaydetmiş, söz konusu gelişmenin hizmet enflasyonuna etkisi yaklaşık 1 puan olmuştur. Bu çeyrekteki gelişmeler alt gruplar bazında incelendiğinde, kiralar ılımlı artış eğilimini korumuş, lokanta ve oteller grubunda ise fiyat artışları geçmiş yılların aynı dönemlerine kıyasla daha düşük oranlı olmuştur. Öte yandan, ulaştırma fiyatları yurt içi akaryakıt fiyat artışlarının birikimli etkileriyle bu dönemde tarihsel ortalamalarına yakın bir oranda yükselmiştir. Haberleşme hizmetleri fiyatları ise sektörde yaşanan yoğun

rekabete ve hızlı teknolojik gelişmeye paralel olarak bir önceki yıla kıyasla daha düşük olan seviyesini sürdürmüştür (Grafik 3.1.12).

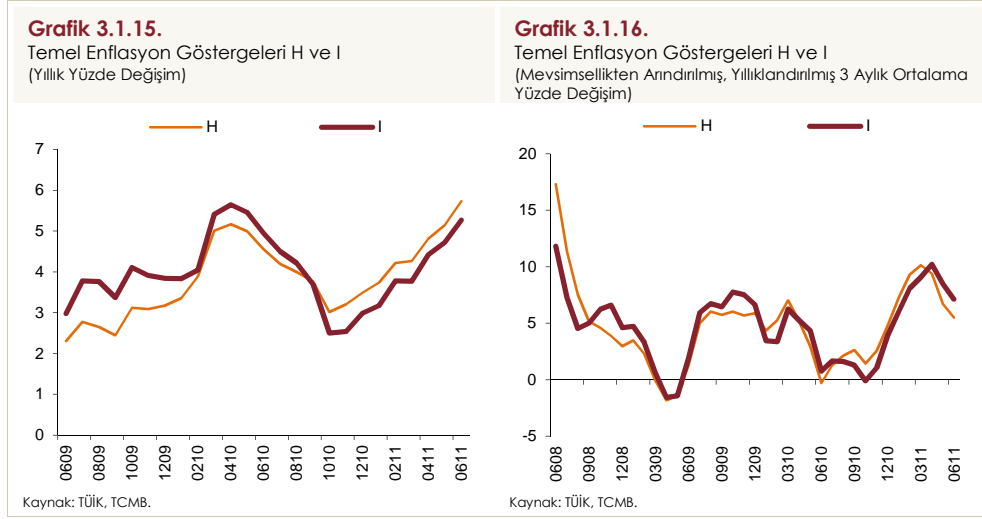


Mevsimsel etkilerden arındırılmış göstergeler bu çeyrekte hizmet fiyatlarında birinci çeyreğe kıyasla daha düşük oranlı bir ana eğilime işaret etmektedir (Grafik 3.1.13). Grup genelinde fiyatı artan ve azalan maddelerin oranları üzerinden hesaplanan yayılım endeksi de benzer bir görünüm çizmekle birlikte, buradaki yavaşlama daha sınırlı kalmıştır (Grafik 3.1.14).

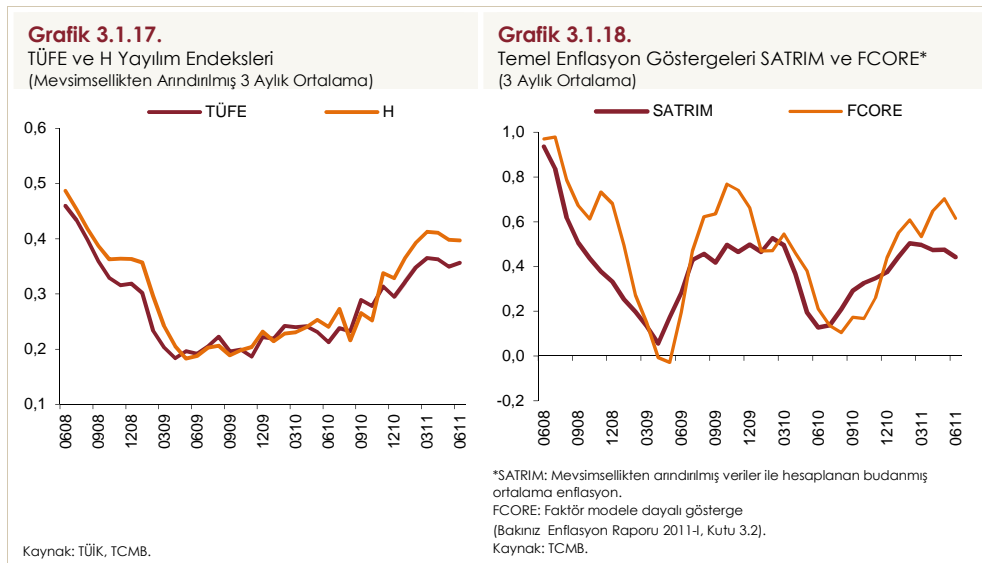


Temel enflasyon göstergelerinden H ve I'nın yıllık artış oranı temel mal enflasyonundaki artışın etkisiyle yılın ikinci çeyreğinde yükselmiştir (Grafik 3.1.15). Bilindiği gibi, temel göstergelerdeki yıllık artış oranının enflasyonun ana eğilimine yönelik bilgi içeriği baz etkisi nedeniyle sınırlı olabilmektedir. Dolayısıyla

göstergelerin mevsimsel etkilerden arındırılmış verileri ana eğilim hakkında daha sağlıklı bir bilgi sunmaktadır. Yılın ikinci çeyreğindeki gelişmeler bu çerçevede değerlendirildiğinde, yıllık bazdaki artışa karşın, bu göstergelerin ana eğilimlerinin aşağı yönlü bir seyir izlediği görülmektedir (Grafik 3.1.16).

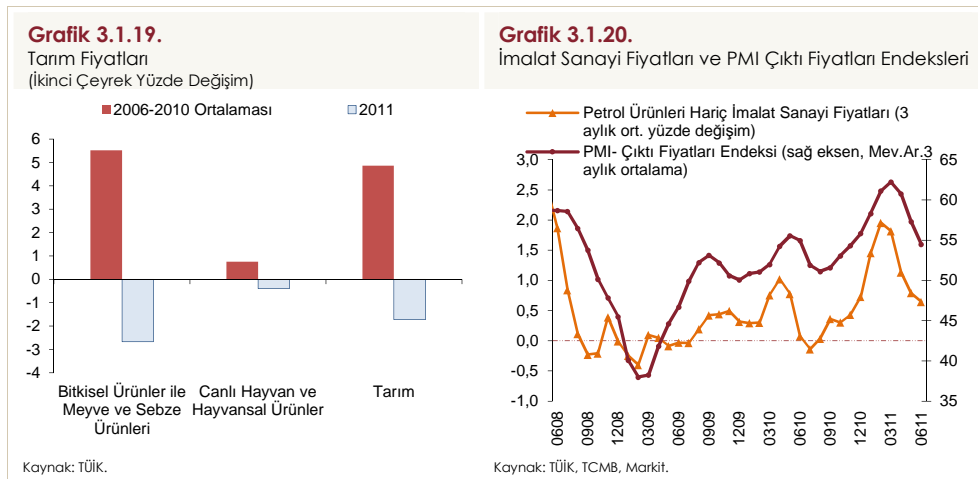


Temel enflasyon eğilimindeki yavaşlama, daha sınırlı olmakla birlikte, yayılım endekslerinde de görülmektedir (Grafik 3.1.17). Nitekim bu göstergelerde geçen yılın ortasından itibaren belirginleşen artış eğilimi bu çeyrekte duraklamıştır. TCMB bünyesinde takip edilen alternatif çekirdek enflasyon göstergeleri de benzer şekilde bu dönemde bir miktar yavaşlamıştır (Grafik 3.1.18).



Enflasyonun ana eğiliminin takibinde önemli bir nokta enflasyon dinamiklerinin doğru analiz edilebilmesidir. Fiyat endeksleri fiyatlama davranışları birbirinden farklı heterojen ürünlerden oluştuğundan, enflasyon dinamiklerinin belirlenmesinde mikro düzeyde yapılan analizler aydınlatıcı olmaktadır. Bu heterojen yapı nedeniyle mal ve hizmetlerin fiyat değişimlerinin sıklığını, dağılımını ve senkronizasyonunu dikkate alan mikro bazlı göstergeler enflasyon dinamiklerinin takibinde önemli bilgi değeri taşıyabilmektedir. Detaylı ürün fiyatlarının kullanıldığı bu tarz analizler aynı zamanda fiyat katılığı üzerine de çıkarımlarda bulunmaya olanak sağlamaktadır. Bu çerçevede, Türkiye için mikro fiyatlar kullanılarak yapılan bir analiz Kutu 3.1'de sunulmuştur.

Üretici fiyatları yılın ikinci çeyreğinde yüzde 0,77 oranıyla son dönem çeyreklik artış eğiliminin altında yükselmiştir. Bu gelişmede tarım fiyatlarının meyve-sebze fiyat gelişmeleri sonucunda gerilemesi önemli rol oynamıştır (Grafik.3.1.19). İthalatta alınan önlemler ile gerileyen buğday fiyatları ile belirgin oranda düşüş kaydeden pamuk fiyatları da tarım fiyatlarındaki yüzde 1,73'lük azalışta etkili olmuştur. Diğer taraftan ayçiçeği fiyatlarındaki artış eğilimi bu dönemde de devam etmiş ve bu ürün fiyatlarında gözlenen artışlar işlenmiş gıda fiyatları kanalıyla tüketici fiyatlarını etkilemeyi sürdürmüştür.



İkinci çeyrek imalat sanayi fiyat gelişmelerinde bir önceki çeyrekte olduğu gibi metal fiyatlarındaki artış belirleyici olmuş, imalat sanayi fiyatları çeyreklik artışı yüzde 1,98 olmuştur (Tablo 3.1.3). Bu dönemde, bir önceki çeyrekteki ivmesi kırılmakla beraber ana metal ve metal eşya sanayi ile elektrikli makineler üretici fiyatlarında yüksek oranlı artışlar gerçekleşmiştir. Benzer şekilde, mobilya imalatı fiyatlarındaki yükseliş yılın ikinci çeyreğinde de devam etmiştir. Tekstil imalatı fiyatlarında oldukça düşük artışlar gerçekleşirken, giyim ve deri eşyası üretici

fiyatlarındaki belirgin artışlar birikimli maliyet etkilerinin giyim fiyatları üzerinde baskı oluşturmayı sürdürdüğüne işaret etmektedir. Sonuç olarak, son dönemde Türk lirasındaki değer kaybına karşın, uluslararası emtia fiyatlarındaki gerilemenin ve dış talepteki zayıf seyrin etkisiyle imalat sanayi fiyatlarının artış hızı birinci çeyreğe kıyasla belirgin bir oranda azalış kaydetmiştir (Grafik 3.1.20).

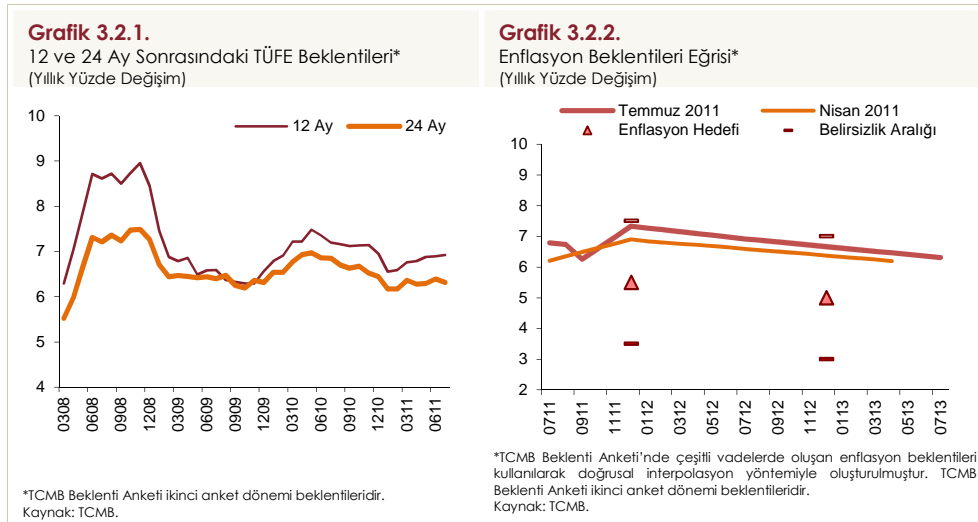
Tablo 3.1.3.
ÜFE ve Alt Kalemler
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2010				2011	2011
	II	III	IV	Yıllık	I	II
ÜFE	0,67	1,51	2,21	8,87	5,40	0,77
Tarım	2,41	1,71	0,26	14,52	5,84	-1,73
Bitkisel, Meyve ve Sebze Ürünleri	2,03	2,78	-3,17	9,20	6,81	-2,67
Canlı Hayvanlar ve Hayvansal Ürünler	0,29	6,23	8,21	29,85	-1,26	-0,39
Sanayi	0,29	1,46	2,64	7,71	5,31	1,30
Madencilik	1,26	3,75	0,95	7,11	9,70	1,08
İmalat	0,10	0,99	2,86	6,62	6,27	1,98
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	0,24	1,09	2,20	5,92	5,55	1,95
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	0,14	0,72	1,90	3,98	4,85	1,53
Elektrik, Gaz ve Su	1,66	5,07	1,32	18,68	-4,08	-4,73

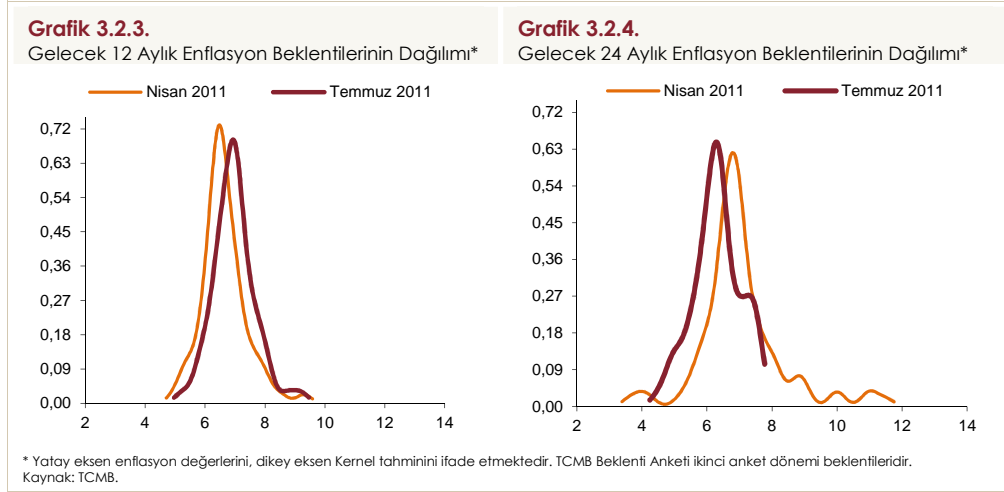
Kaynak: TÜİK, TCMB.

3.2. Beklentiler

2011 yılının ilk çeyreğinde sınırlı bir artış gösteren enflasyon beklentileri, yılın ikinci çeyreğinde önemli bir değişim göstermemiştir (Grafik 3.2.1). Bu dönemde çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonlarındaki artışın sürmesine ve enflasyonun oldukça dalgalı bir seyir izlemesine rağmen enflasyon beklentileri istikrarlı bir seyir izlemiştir (Kutu 3.2). Enflasyon beklentileri hem yakın hem de orta vadede bir önceki çeyreğe kıyasla sınırlı bir miktar yükselmiştir (Grafik 3.2.2). Mevcut durumda, enflasyon beklentileri 2011 ve 2012 yıl sonları için belirlenen yüzde 5,5 ve yüzde 5 düzeyindeki hedeflerin ima ettiği değerlerin üzerinde seyretmeye devam etmektedir.



Bu dönemde, katılımcıların gelecek 12 aylık enflasyon beklentileri arasındaki uyumda Nisan ayına kıyasla belirgin bir değişim gözlenmezken, 24 aylık enflasyon beklentileri arasındaki uyum belirgin bir oranda artmıştır (Grafik 3.2.3 ve Grafik 3.2.4).



Kutu
3.1**Mikro Veriler ile Fiyat Katılığı Üzerine Bulgular**

Enflasyon, endeksleştirme yoluyla toplulaştırılan ürün fiyatlarının değişim oranlarını ifade eden bir göstergedir. Fiyat istikrarı odaklı bir para politikası stratejisi, fiyatların ortalama değişim hızına ilişkin bir ölçü sunan enflasyonu kontrol altında tutmayı amaçlamaktadır. Gerek para politikasının nihai hedefine ulaşip ulaşmadığının takip edilmesi gerekse bu süreçte aktif iletişim politikalarının yürütülmesi bakımından makro fiyat göstergeleri ve türevleri (özel kapsamlı göstergeler, alt grup fiyat endeksleri vb.) oldukça işlevsel araçlardır. Diğer taraftan, enflasyon dinamiklerini tanımlamak ve analiz etmek için gerekli tüm bilgiyi makro fiyat göstergelerinden sağlamak mümkün değildir. Örneğin, enflasyon dinamiklerinin sağlıklı bir şekilde analiz edilebilmesi açısından fiyatların ortalama olarak ne kadar süre değişmeden kaldığı bilgisi de büyük önem taşımaktadır. Para politikasının aktarımının gerçekleştiği süreyi belirleyen etmenlerden biri olduğu için merkez bankaları, fiyat katılığının derecesinin bilinmesine önem atfetmektedir. Bu kutuda, söz konusu bilgi açığını tamamlamaya yönelik olarak, TCMB bünyesinde Ekim 2006 - Ocak 2011 döneminde derlenmiş olan mikro düzeyde mal ve hizmet fiyatları kullanılarak Türkiye'de fiyat katılığına ışık tutabilecek süre analizi sonuçları sunulmaktadır.

Fiyat Değişimlerinin Dağılımları

İncelenen dönemde alt gruplar bazında fiyat değişimlerinin dağılımı Grafik 1'de sunulmaktadır. Türkiye'de genel olarak fiyatlarda artış olduğu ölçüde azalışların da yaygın olduğu gözlenmektedir. Makro enflasyon gözlemlerine dayanan bir analizde, fiyatlarda genellikle aşağı yönlü katılık olduğu düşünülebilir. Ancak yapılan analizler, makro ölçekte fiyat azalışları gözlenmeyen hizmet grubunda dahi mikro ölçekte fiyatların sıklıkla azalış gösterebildiğini ortaya koymaktadır. Gıda ve hizmet gruplarında fiyat değişimleri iki modlu (bi-modal) dağılım göstermekte; gıda ve enerji dışı mal ile enerji gruplarında ise daha simetrik bir dağılım göze çarpmaktadır. Gıda ve hizmet fiyatlarında sıfırın yakın çevresinde fiyat değişimlerinin seyrek gerçekleşmesi, küçük değişimler için fiyat güncellenmenin firmalar açısından optimal olmayabileceğine, dolayısıyla bu gruplar için durum-bağımlı fiyatlama davranışının baskın olabileceğine işaret etmektedir.

Fiyat Değişimlerinin Yönü ve Büyüklüğü

Madde bazında fiyatlar değiştiği zaman bu değişimin artış yönünde gerçekleşme olasılığı, gerileme olasılığıyla neredeyse aynıdır. Tüm örneklem için fiyatların artış yönünde değişme olasılığı yüzde 56 olarak hesaplanmıştır. Yüzde 63 ile en yüksek artış olasılığı enerji grubundadır. Fiyatların ortalama değişim büyüklüğüne bakıldığında ise mutlak değer olarak artışların azalışlara kıyasla bir miktar daha yüksek gerçekleşmesinin yanında, fiyat değişim büyüklüklerinin her iki yönde de oldukça yüksek düzeylerde gerçekleşmekte olduğu görülmektedir (Tablo 1).

Fiyatların Değişim Sıklığı: Tanımsal İstatistikler ve Süre Analizi

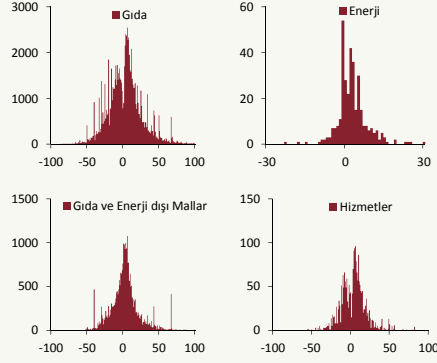
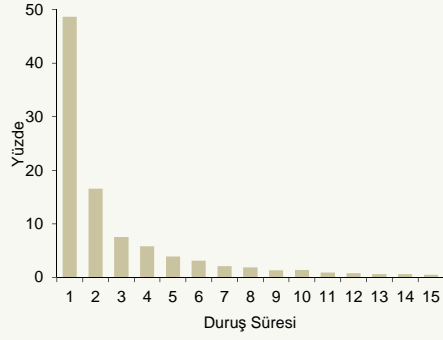
Grafik 2'de örneklemedeki fiyatların ne kadar süre değişmeden kaldıkları sunulmaktadır. Görüldüğü üzere, değişmeden kalabilen fiyatların sayısı zamana göre mutlak olarak gerilemektedir. Genel fiyatların yüzde 90'ı ilk 4 ay içerisinde değişmektedir. Gıda grubunda fiyatların yüzde 90'ının yaklaşık ilk 3 ay içerisinde, gıda dışı ürünlerde ise 6 ay içinde değiştiği saptanmıştır.¹

Genel ve alt gruplar için fiyatların ortalama duruş süreleri Tablo 2'de sunulmuştur.² Buna göre tüketici fiyatlarının ortalama duruş süresi 1,6 ile 1,9 ay arasındadır. Duruş süresi, mevsimsel şoklara karşı oldukça hassas olan gıda grubu için 1,3 aya kadar düşmektedir. Hizmet fiyatlarının ise tüketici fiyat katılığını en çok artıran grup olduğu dikkat çekmektedir. Fiyatların belirli bir dönemde değişme olasılıklarını gösteren hasar fonksiyonu ise tüm gruplar için önce azalan sonra yatay seyreden bir görünüm çizmektedir (Grafik 3). Değişim olasılıklarında bir yıla tekabül eden dönemlerde zıplamalar gözlenmesi, ülkemizde zaman-bağımlı fiyatlama davranışının varlığına işaret etmektedir.

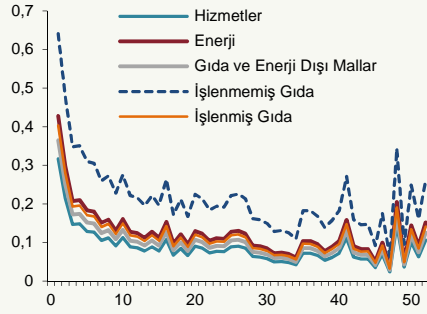
Genel tüketici fiyatları için hesaplanan ortalama duruş süreleri, farklı ülkeler için yapılan hesaplamalarla Grafik 4'te karşılaştırılmıştır. Türkiye'nin fiyatların esneklik derecesi yüksek olan ülkeler arasında olduğu gözlenmektedir. Bunun yanında Türkiye'deki fiyatlar Latin Amerika ülkelerine yakın bir katılık sergilemektedir.

¹ Gıda fiyatlarındaki sık fiyat değişimlerinde en büyük etken işlenmemiş gıda fiyatlarıdır. Nitekim, işlenmiş gıda fiyatları ortalama 2,5 ay değişmeden kalırken, işlenmemiş gıda fiyatları ortalama olarak 1 ayda değişmektedir.

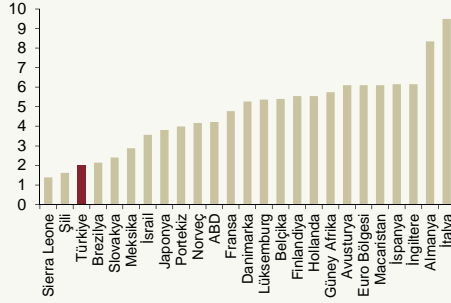
² Fiyatların duruş süreleri iki farklı yöntem ile hesaplanabilmektedir. İlki, duruş sürelerinin doğrudan gözlenip kaydedilmesi yöntemidir. İkincisi ise bir ürünün fiyat değişim sayısının toplam dönem sayısına oranlanması ile elde edilen frekans kullanılarak türetilen duruş süresidir. Detaylı bilgi için bkz. Özmen ve Sevinç (2011).

Grafik 1. Alt Gruplar Bazında Fiyat Değişim Oranlarının Dağılımı**Grafik 2.** Grafik 2: Fiyat Duruş Sürelerinin Frekans (Genel Fiyatlar)

Notlar: Birim duruş süresi 2 haftadır.

Grafik 3. Hasar Fonksiyonu Tahminleri

Notlar: Hasar fonksiyonları parametrik olmayan tamamlayıcı logaritmik-logaritmik model ile tahmin edilmiştir. Birim duruş süresi 2 haftadır. İki yıllık dönem gösterilmiştir.

Grafik 4. Çeşitli Ülkeler için Ortalama Fiyat Duruş Süresi (Ay)

Notlar: Türkiye için Özmen ve Sevinç (2011), diğer ülkeler için Klenow ve Malin (2010) verileri (Tablo 1, sayfa 236) kullanılarak tablodaki değerler hesaplanmıştır.

Tablo 1. Fiyat Değişimlerinin Ortalama Büyüklüğü (Yüzde)

	Fiyat Artışları		Fiyat Düşüşleri	
	Gözlem Sayısı	Ortalama	Gözlem Sayısı	Ortalama
TÜFE	68180	18,06	52887	-16,78
Gıda	50959	19,20	40514	-17,75
İşlenmemiş Gıda	23699	23,12	21200	-20,98
İşlenmiş Gıda	27260	15,79	19314	-14,19
Hizmetler	1292	12,80	888	-11,32
Enerji	218	5,09	129	-2,80
Gıda ve Enerji dışı Mallar	15711	14,98	11356	-13,90

Tablo 2. Fiyatların Ortalama Duruş Süresi (Ay)

	Gözlenen Süre (Doğrudan)	İma Edilen Süre (Dolaylı)
TÜFE	1,9	1,6
Gıda	1,6	1,3
Enerji	2,3	2,0
Gıda ve Enerji dışı Mallar	2,6	2,4
Hizmetler	3,6	3,4

Kaynak: Özmen ve Sevinç (2011), Klenow ve Malin (2010).

Kaynakça:

Özmen, M. U. ve O. Sevinç (2011), "Price Rigidity in Turkey: Evidence from Micro Data", TCMB Çalışma Tebliği (yayınlanma aşamasında)

Klenow, P. J. ve B. A. Malin, (2010), "Microeconomic evidence on price setting", Handbook of Monetary Economics, 3, 231-284.

Bu kutuda TCMB Beklenti Anketi katılımcılarının orta vadeli enflasyon beklentilerinin aylık enflasyon sürprizlerine olan duyarlılığı incelenmektedir. Enflasyon gerçekleşmelerinin enflasyon beklentilerinde iki anket dönemi arasında güncellemeye sebep olup olmadığına anlaşılması iletişim politikasının oluşturulması açısından önem teşkil etmekte ve söz konusu duyarlılığın zaman içindeki değişiminin incelenmesi de iletişim politikasının etkinliğine dair geri bildirim sunmaktadır.

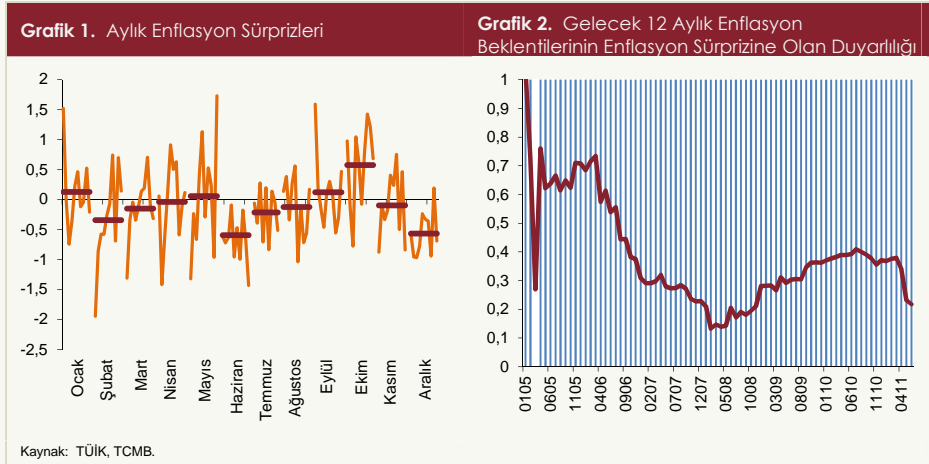
Kutuda enflasyon sürprizi beklenti anketindeki cari ay enflasyon beklentisinin söz konusu ayın enflasyon gerçekleşmesinden farkı olarak tanımlanmaktadır. Analizde enflasyon beklentilerini belirleyen diğer unsurların etkisini en aza indirmek ve böylece enflasyon sürprizinin etkisini daha iyi ölçebilmek amacıyla enflasyon gerçekleşmesinin açıklandığı güne en yakın anket dönemi verileri kullanılmıştır. Dolayısıyla, enflasyon sürprizi ilgili ay için ikinci anket döneminde verilen aylık enflasyon beklentisinin gerçekleşmeden farkı olarak; orta vadeli beklentilerdeki değişim ise gelecek 12 aylık enflasyon beklentisinin enflasyon gerçekleşmesi açıklanmadan önceki ikinci anket ile açıklandıktan sonraki ilk anket değerinin farkı olarak ölçülmektedir.

İlk olarak enflasyon sürprizlerinin mevsimsel grafiği incelenmiştir (Grafik 1). Bu grafikte farklı yılların aynı aylarına dair veriler mevsimsel eğilimi görmek için bir arada gösterilmiştir. Kırmızı ile gösterilen seri söz konusu aya dair ortalama değerdir. Buna göre enflasyon sürprizlerinin aylık ortalamalarının bazı aylarda daha yüksek, bazı aylarda ise daha düşük olduğu, başka bir deyişle enflasyon sürprizlerinin mevsimsel bir yapı gösterdiği gözlenmektedir. Örneğin, Haziran ayında enflasyon sürprizlerinin örneklem içindeki her yıl negatif değer aldığı, diğer bir ifadeyle Haziran ayı enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleşmelerinden sürekli yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum cari ay enflasyon beklentileri oluşturulurken katılımcıların mevsimsel etkileri tam olarak dikkate almadıklarını ve rasyonel bir bakış sergilemediklerini göstermektedir.

İkinci olarak, enflasyon sürprizlerinin beklentilerin seviyesi üzerine etkisi incelenmiştir. Bu doğrultuda, enflasyon sürprizlerinin iki anket dönemi arasında 12 aylık enflasyon beklentilerinde güncellemeye sebep olup olmadığı aşağıdaki denklem tahmin edilerek analiz edilmiştir.

$$E_t \pi^{t+12} - E_{t-1} \pi^{t+12} = \Delta E \pi^{t+12} = \beta_0 + \beta_1 \pi_t^{\text{sürpriz}} + \sum_{i=1}^{11} M_i \quad (1)$$

12 aylık enflasyon beklentilerindeki değişim enflasyon sürprizleri ile açıklanırken, enflasyon sürprizlerinin mevsimsel yapısı dikkate alınarak mevsimsel kukla değişkenler, M_i , istatistiksel anlamlılığa göre denkleme dâhil edilmiştir. Enflasyon sürprizi katsayısı, β_1 , Ocak 2002-Temmuz 2011 örnekleminde 36 aylık kayan pencereler ile tahmin edilmiştir (Grafik 2). Bu değişkenin yüzde 5 düzeyinde anlamlı olduğu dönemler ise grafikte mavi renk ile taranmıştır. Buna göre 12 aylık enflasyon beklentilerinin enflasyon sürprizlerine duyarlılığının örneklem genelinde anlamlı olduğu gözlenmektedir. Bu bulgu, TCMB bünyesinde daha önce yapılan çalışmalarda da işaret edilen, geçmiş dönem enflasyon gerçekleştirmelerinin enflasyon beklentilerinin önemli bir belirleyicisi olduğu bulgusuyla da uyum arz etmektedir.³ Küresel kriz öncesi dönemde enflasyon beklentilerinin enflasyon sürprizlerine olan duyarlılığı önemli oranda gerilerken, söz konusu duyarlılığın enflasyonun istikrarlı bir gerileme eğilimine girdiği ve negatif sürprizlerin kaydedildiği küresel kriz döneminde arttığı görülmektedir. Enflasyondaki dalgalanmaların temelde işlenmemiş gıda fiyatları gibi geçici etkilerden kaynaklandığı yakın dönemde ise enflasyon sürprizlerinin beklentilerdeki değişim üzerine etkisinin tekrar kriz öncesi seviyelerine gerilediği gözlenmektedir (Grafik 2). Nitekim Mayıs ayında enflasyonun işlenmemiş gıda fiyatları kaynaklı olarak beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleşmesi 12 aylık enflasyon beklentilerinde belirgin bir değişikliğe sebep olmamıştır.



³ Bakınız Başkaya, Kara ve Mutluer-Kurul (2008), Expectations, Communication and Monetary Policy in Turkey, TCMB Çalışma Tebliği 08/01.

Enflasyon beklentileri ile ilgili bir diğer önemli nokta da enflasyonda gözlenen bu beklenmeyen değişimlerin enflasyon beklentileri arasındaki uyumda bir değişikliğe sebep olup olmadığıdır. Bu doğrultuda son olarak enflasyon sürprizlerinin beklenti anketi katılımcılarının gelecek 12 aylık enflasyona dair beklentilerinin birbirinden belirgin bir biçimde farklılaşmasına ve enflasyona dair belirsizlik algısının artmasına sebep olup olmadığı incelenmiştir. Burada beklentilerin uyumu için beklentilerin standart sapması ve değişim katsayısı olmak üzere iki farklı ölçüt kullanılmış ve aşağıdaki denklem her iki değişken için de tahmin edilmiştir.⁴

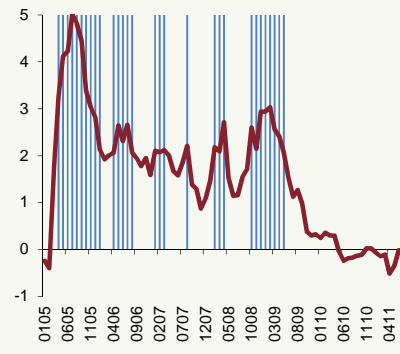
$$\Delta\sigma^{t+12} = \beta_0 + \beta_1\pi_t^{\text{sürpriz}} + \sum_{i=1}^{11} M_i \quad (2)$$

β_1 katsayısı ilk olarak bağımlı değişkenin beklentilerin standart sapması olduğu durum için tahmin edilmiştir (Grafik 3). Katsayının istatistiksel olarak anlamlı olduğu dönemlerde pozitif değer aldığı, yani enflasyon sürprizleri ile beklentiler arasındaki uyum arasında aynı yönlü bir ilişki olduğunu ancak zaman ile bu ilişkinin istikrarlı bir biçimde zayıfladığı gözlenmektedir. Yakın dönemde ise enflasyon sürprizlerinin katsayısının, beklentilerin uyumundaki gelişmeleri açıklamada anlamlı olmadığı görülmektedir. Uyumsuzluk göstergesi olarak değişim katsayısının kullanıldığı durumda da benzer bir sonuca ulaşılmaktadır (Grafik 4). Özetle, enflasyon sürprizlerinin beklentilerin uyumu üzerine etkisi zamanla azalmış ve istatistiksel olarak anlamsız hale gelmiştir.

Grafik 3. Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Uyumunun Enflasyon Sürprizine Olan Duyarlılığı (Standart Sapma)



Grafik 4. Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Uyumunun Enflasyon Sürprizine Olan Duyarlılığı (Değişim Katsayısı)



Sonuç olarak bulgular, enflasyon hedeflemesi rejimine geçişle birlikte kısa vadeli enflasyon sürprizlerinin orta vadeli enflasyon beklentileri üzerindeki etkisinin, zaman zaman dalgalanmakla birlikte, giderek azaldığını göstermektedir.

⁴ Değişim katsayısı=standart sapma/ortalama.

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

2011 yılının ilk çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Bu dönemde iktisadi faaliyet bir önceki dönem eğilimine kıyasla artış hızı yavaşlayarak da olsa güçlü seyrini korurken, büyümenin temel belirleyicisi özel kesim başta olmak üzere yurt içi talep olmuştur. Buna karşılık ihracat zayıf seyrini sürdürmüş ve ithalattaki hızlı büyümenin devam etmesiyle birlikte net dış talep büyümeye olumsuz katkı yapmıştır. Böylelikle, toparlanma hızları itibarıyla iç ve dış talebin krizden çıkış sürecinde sergilediği ayrışma daha belirgin hale gelmiş ve dış ticaret açığındaki artış sürmüştür.

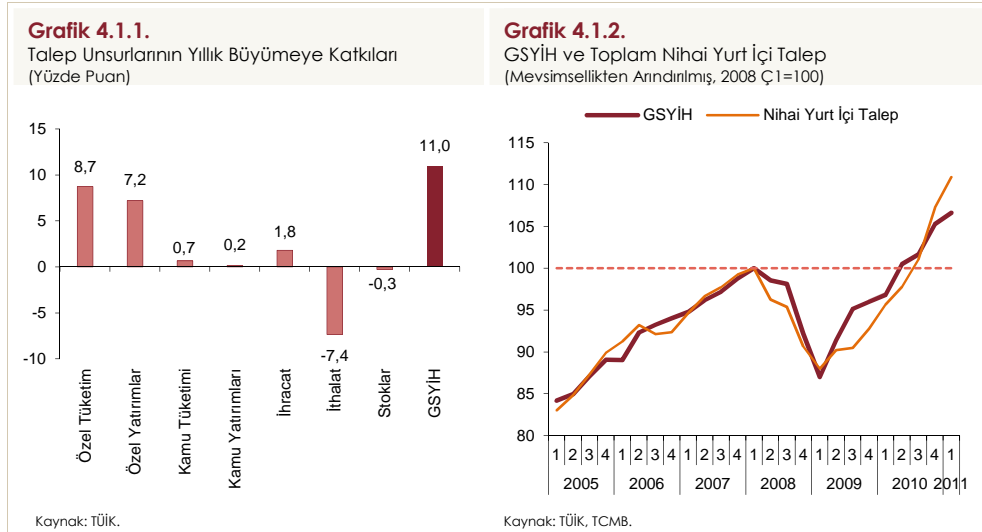
Yılın ikinci çeyreğine ilişkin veriler, iktisadi faaliyetin bir önceki döneme kıyasla zayıfladığına işaret etmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle sanayi üretimi Şubat ayından başlayarak dört ay üst üste gerilerken, iç talebe dair göstergeler de yavaşlamaya işaret etmiştir. Yılın ikinci yarısına girilirken bu yavaşlamanın kalıcı bir eğilim içerip içermediği sorusu ön plana çıkmaktadır. Öncü göstergeler ikinci çeyrekte gözlenen yavaşlamanın uzun süreli bir durgunluğa dönüşmeyeceği yönünde sinyal vermektedir. Bununla birlikte, gerek politika tedbirlerinin gecikmeli etkileri gerekse küresel ölçekte gözlenen yavaşlama eğilimi dahilinde yılın ikinci yarısında yurt içi talebin daha ılımlı bir büyüme patikasına oturacağı tahmin edilmektedir.

Verimlilik artışlarının katkısıyla birim işgücü maliyetlerinin gerilediği ve zayıf dış talebin etkisiyle kapasite kullanım oranlarının düşük düzeylerde seyrettiği mevcut görünüm altında, toplam talep koşullarının enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmayacağı öngörülmektedir. Ancak gerek enerji ve diğer emtia fiyatlarının bulunduğu yüksek seviyeler gerekse dış talebi zayıflatan gelişmeler, cari dengedeki iyileşmenin gecikmeli olarak gözlenmesine neden olacaktır.

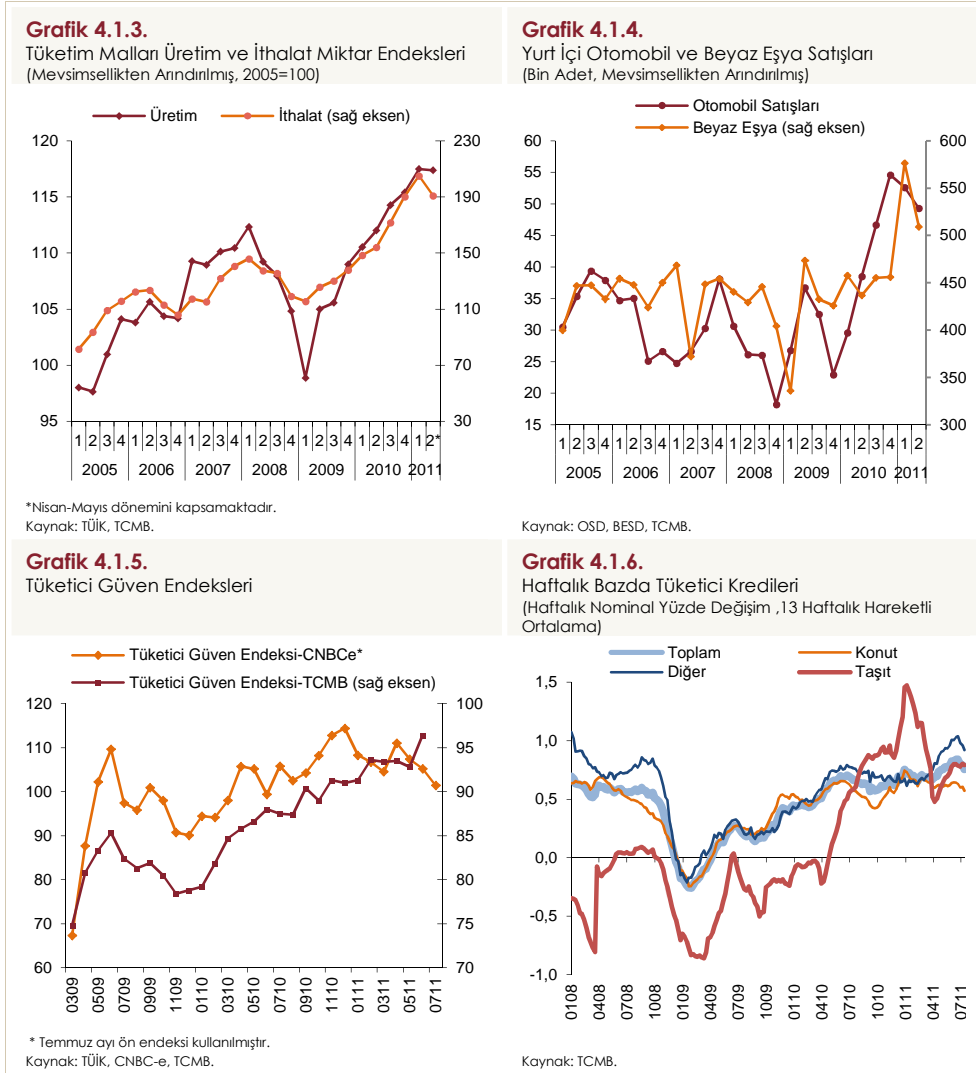
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre GSYİH 2011 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 11,0 oranında artış kaydetmiştir. Yıllık büyümeye en yüksek katkısı gerek tüketim gerekse yatırım kaynaklı olmak üzere özel kesim talebi yapmıştır. Buna karşılık, ihracattaki görece zayıf seyir ve ithalat talebindeki hızlı büyümenin devam etmesiyle birlikte net dış talep yıllık büyümeye olumsuz katkı yapmıştır (Grafik 4.1.1).

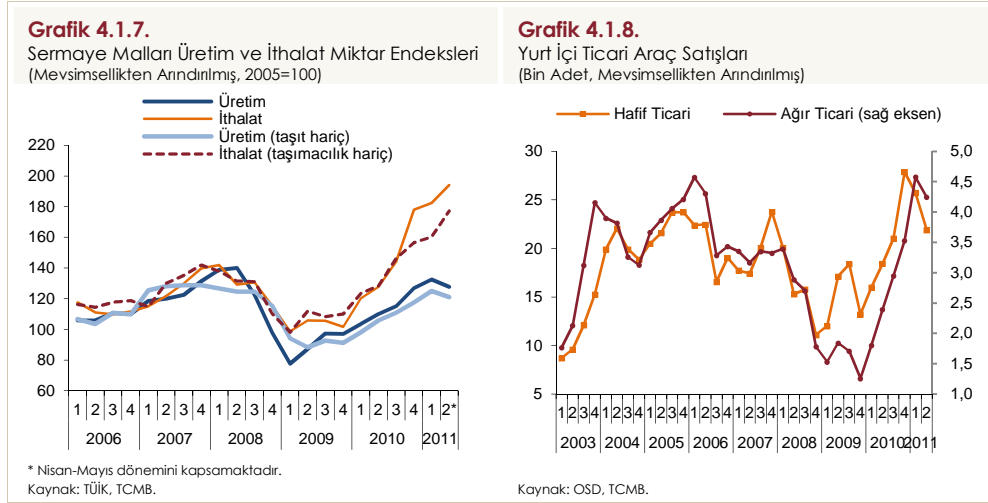
Mevsimsellikten arındırılmış verilerle GSYİH yılın ilk çeyreğinde bir miktar yavaşlayarak yüzde 1,4 oranında artış kaydetmiştir. Bu dönemde nihai yurt içi talep güçlü seyrini korumuş ve dönemlik büyümenin temel sürükleyicisi olmuştur. (Grafik 4.1.2). Dış talep ise görece olarak zayıf bir seyir izlemiştir. Böylece, iç ve dış talepteki ayrışma artarak devam etmiştir.



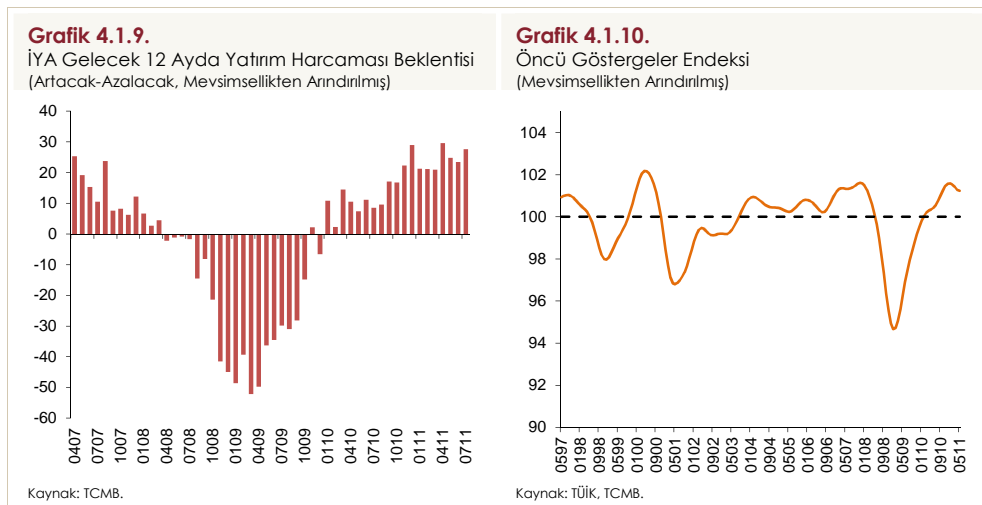
Yılın ikinci çeyreğine ilişkin veriler, özel kesim talebindeki güçlü artışın hız kestiğine işaret etmektedir. Özel tüketim talebine ilişkin göstergelerden tüketim malları üretim ve ithalatı Nisan-Mayıs döneminde ilk çeyrek ortalamalarının altında gerçekleşmiştir (Grafik 4.1.3). Otomobil ve beyaz eşya satışları da ikinci çeyrekte bir önceki çeyrek ortalamasına göre düşüş göstermiştir (Grafik 4.1.4). Tüketici güvenine dair göstergeler de tüketim talebinde ılımlı bir eğilime işaret etmektedir (Grafik 4.1.5).



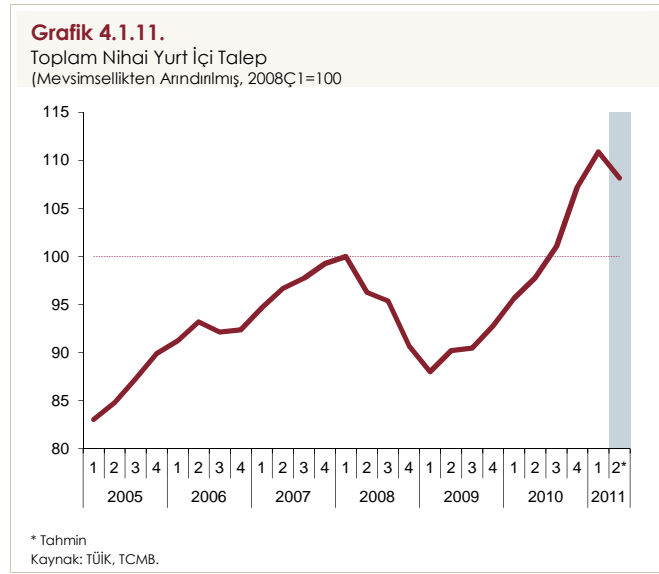
Yatırım talebine ilişkin göstergeler de ikinci çeyrekte iktisadi faaliyete ilişkin yavaşlama sinyalleri içermektedir. Bu dönemde kapasite kullanım oranlarındaki aşağı yönlü eğilim yatırım ihtiyacını kısmen azaltmıştır. Yatırım malları ithalatındaki artış eğilimi devam ederken, üretim verileri Nisan-Mayıs döneminde ilk çeyrek ortalamasına göre düşüş göstermiştir (Grafik 4.1.7). Yatırım malları üretimi ile ithalatında kriz sonrası gözlenen ayrışmada görece fiyat gelişmelerinin de etkili olduğu düşünülmektedir (Kutu 4.1). İç piyasaya yapılan hafif ve ağır ticari araç satışları da ilk çeyrek ortalamalarının altında seyretmiştir (Grafik 4.1.8).



Bu noktada, ikinci çeyreğe ilişkin iç talep göstergelerindeki yavaşlamanın kalıcı bir eğilim içerip içermediği sorusu öne çıkmaktadır. İkinci çeyrekte görülen yavaşlamada, yakın dönemde alınan politika tedbirlerinin yanı sıra genel seçim süreci ve bozulan küresel büyüme görünümünün de etkili olduğu düşünülmektedir. Tüketici kredilerindeki artışın, son dönemde bir miktar yavaşlamakla birlikte, Temmuz ayının ilk iki haftası itibarıyla devam etmesi kredi kanalının büyümeye verdiği desteğin sürdüğünü göstermektedir (Grafik 4.1.6). 2011 yılı başından bu yana yüksek düzeylerde istikrar kazanan gelecek on iki aylık yatırım beklentisinin bu seyrini Temmuz ayında da sürdürmesi, yatırım eğiliminin halen güçlü olduğuna işaret etmektedir (Grafik 4.1.9). İktisadi faaliyete ilişkin seçilmiş öncü göstergeler toplanarak oluşturulan endeks de, Mayıs ayı itibarıyla, yavaşlamanın kalıcı olacağına dair henüz belirgin bir sinyal içermemektedir (Grafik 4.1.10).

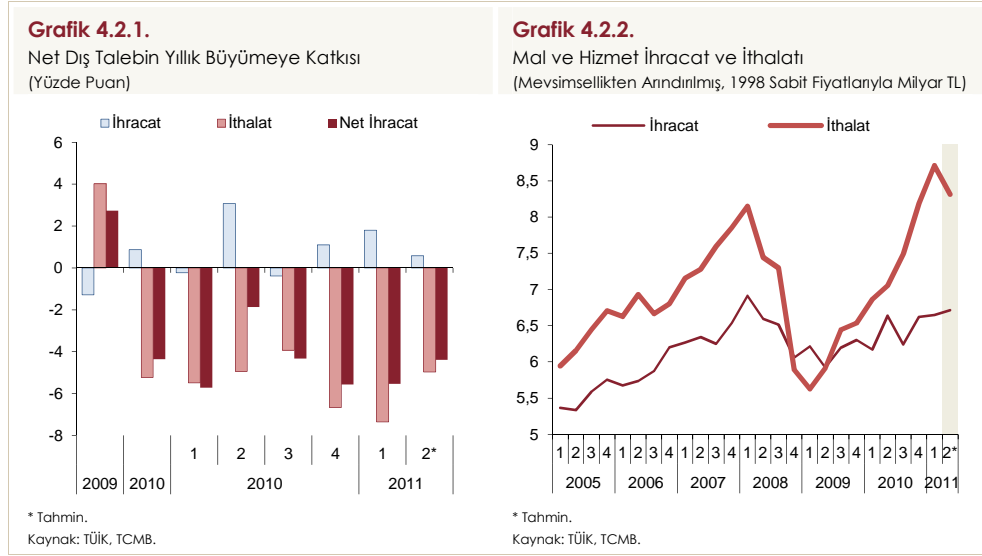


Özetle, son dönemde açıklanan veriler ışığında yurt içi talebin ikinci çeyrekte dönemlik bazda gerilediği tahmin edilmektedir (Grafik 4.1.11). Bununla birlikte, anılan dönemde gerek genel seçim süreci ve gerekse artan küresel sorunlar iç talepteki ana eğilimin izlenmesini ve alınan politika tedbirlerinin etkisini ayırtırmayı güçleştirmiştir. Mevcut göstergeler, ikinci çeyrekteki daralmanın kalıcı bir nitelik taşımadığı yönünde sinyal vermekle birlikte, gerek politika tedbirlerinin gecikmeli etkileri gerekse küresel ölçekte gözlenen yavaşlama eğilimi dahilinde yılın ikinci yarısında yurt içi talebin daha ılımlı bir büyüme eğilimi sergileyeceği öngörülmektedir.

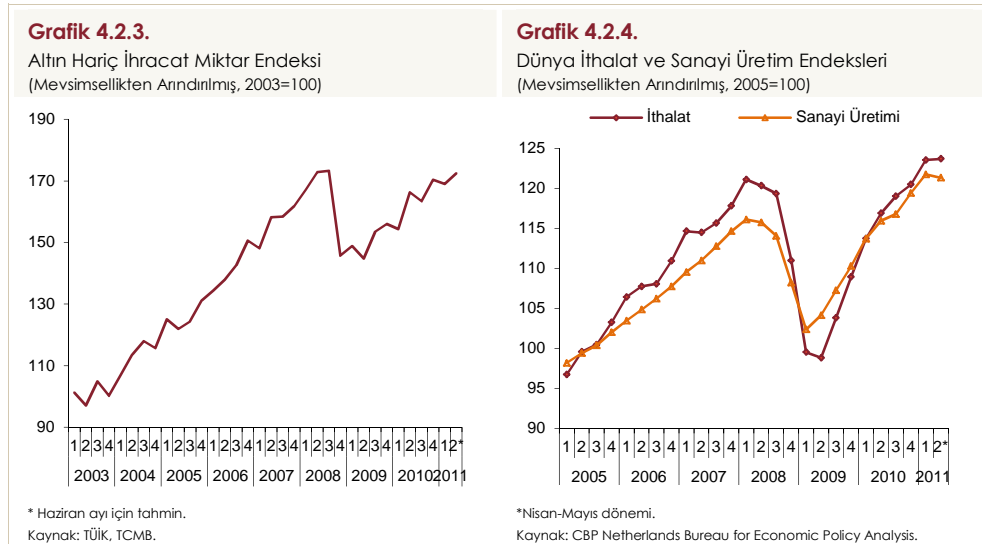


4.2. Dış Talep

2011 yılının ilk çeyreğine ilişkin dış talep görünümü Nisan Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerle büyük ölçüde uyumlu seyretmiştir. Bu dönemde, mal ve hizmet ihracatı yıllık yüzde 7,7 oranında, mal ve hizmet ithalatı ise yüzde 27,0 oranında artış kaydetmiştir. Böylelikle net dış talep yıllık büyümeye olumsuz katkı yapmaya devam etmiştir (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle ihracat yataya yakın bir seyir izlemiş ve kriz öncesi döneme kıyasla düşük düzeylerini korumuştur. İhracattaki zayıf seyre karşılık ithalat dönemlik bazda oldukça güçlü bir artış sergilemiştir. Talep bileşenlerindeki ayrışmanın bir yansıması olan bu durum, dış ticaret dengesindeki bozulmayı da beraberinde getirmiştir (Grafik 4.2.2).

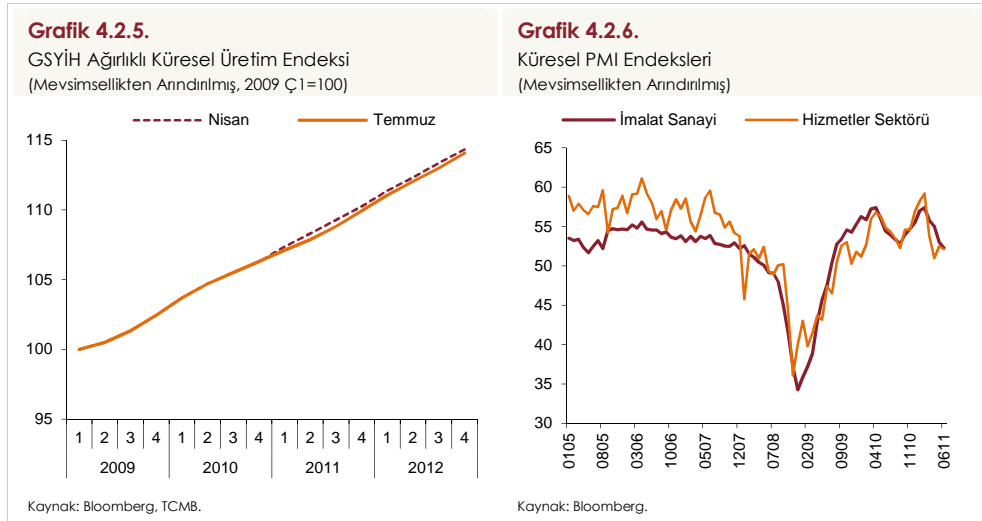


İhracatın ana eğilimine ilişkin göstergelerden mevsimsellikten arındırılmış altın hariç miktar endeksi kademeli artışını 2011 yılının ikinci çeyreğinde sürdürmüştür (Grafik 4.2.3). Kriz öncesi dönem ile kıyaslandığında ihracatın halen daha zayıf bir toparlanma eğilimi sergilediği ve toplam talep koşullarını sınırlamaya devam ettiği görülmektedir. Yakın döneme ilişkin veriler ışığında mal ve hizmet ihracatının ikinci çeyrekte ılımlı bir oranda arttığı tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.2).



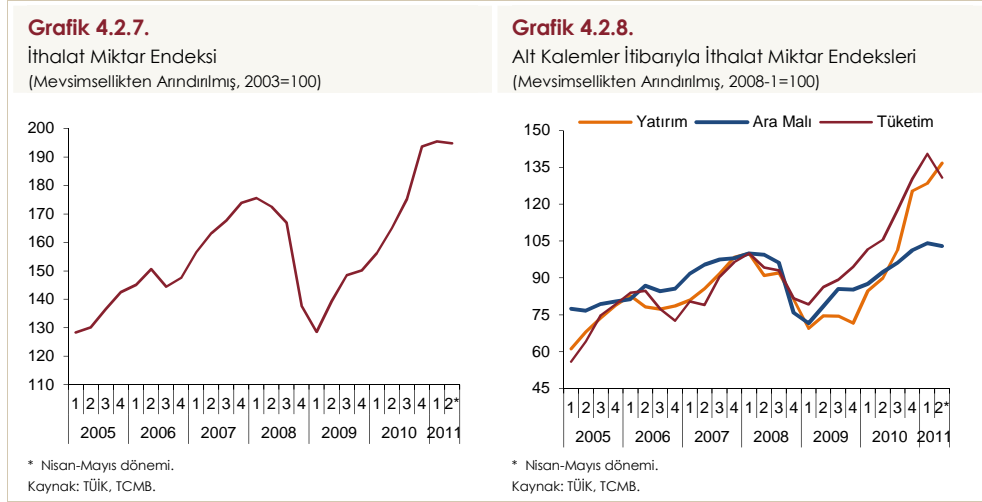
Uluslararası piyasalarda son dönemde yaşanan gelişmeler küresel büyümeye ilişkin aşağı yönlü risklerin artmasına yol açmıştır. Yunanistan'da

yaşanan borç krizinin diğer Avrupa ülkelerine sıçrama ihtimali, ABD'nin toparlanma hızındaki yavaşlama ve Japonya ekonomisinin deprem felaketi sonrasındaki zayıf seyri iktisadi faaliyetin küresel ölçekte yavaşlamasına neden olmuştur (Grafik 4.2.4). Bu çerçevede, başta ABD ve borç krizi yaşayan Yunanistan, Portekiz ve İrlanda ekonomileri olmak üzere küresel büyüme tahminlerinde bir önceki rapor dönemine kıyasla aşağı yönlü güncellemeler görülmüştür (Grafik 4.2.5). Gerek imalat sanayi gerekse hizmetler sektörüne ilişkin küresel PMI endeksleri iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın yılın üçüncü çeyreğine de yansiyebileceğine dair sinyaller içermektedir (Grafik 4.2.6). Bununla birlikte, ana ticaret ortağımız olan euro bölgesine ilişkin büyüme tahminlerinde önemli bir değişiklik olmaması nedeniyle dış talep görünümünde belirgin bir güncelleme yapılmamıştır. Sonuç olarak, bu Rapor döneminde de ihracattaki toparlanmanın dış pazarlardaki ekonomik gelişmelere bağlı olarak yavaş ve kademeli gerçekleşeceği öngörüsü korunmuştur.

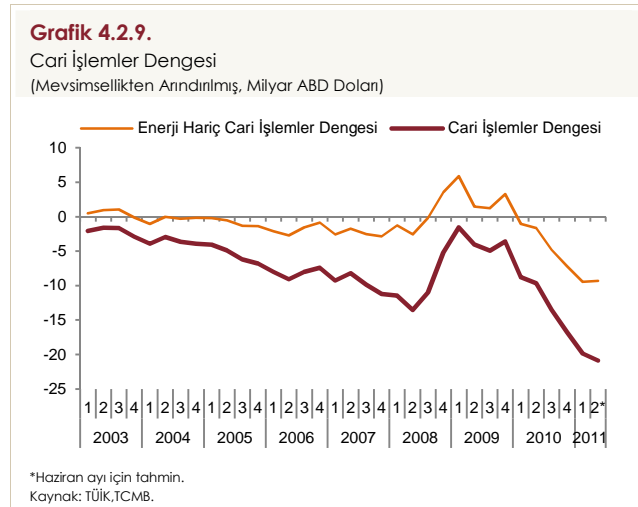


2011 yılının ilk çeyreğinde yurt içi talepteki güçlü seyre paralel olarak ithalat oldukça yüksek bir oranda artmıştır. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin göstergeler yurt içi talep ve ithalatın bir önceki döneme kıyasla daha zayıf seyrettiğine işaret etmektedir. Nitekim mevsimsellikten arındırılmış ithalat miktar endeksi Nisan-Mayıs döneminde bir önceki çeyrek ortalamasının altında seyretmiştir (Grafik 4.2.7). Bu çerçevede, mal ve hizmet ithalatının yılın ikinci çeyreğinde dönemlik bazda gerilediği tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.2). Ana sanayi grupları itibarıyla incelendiğinde, yurt içi talebe paralel olarak tüketim ve yatırım malları ithalatının kriz öncesi düzeylerinin oldukça üzerinde seyrettiği, buna karşılık ara malları ithalatının dış talepteki zayıf seyir paralelinde daha sınırlı kaldığı görülmektedir.

Bu gözlem, iç ve dış talep bileşenlerindeki ayrışmanın diğer bir göstergesidir (Grafik 4.2.8).

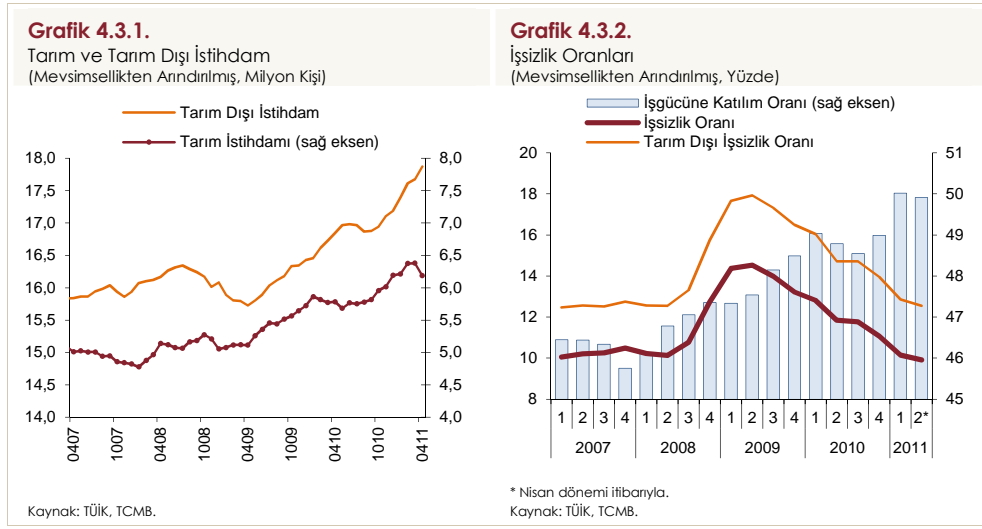


Özetle, yılın ikinci çeyreğinde ihracattaki ılımlı toparlanma ve ithal mallara yönelik talepteki yavaşlama ile birlikte net dış talebin büyümeye olumsuz katkısının azaldığı öngörülmektedir (Grafik 4.2.1). Buna karşılık, gerek enerji ve diğer emtia fiyatlarının bulunduğu yüksek seviyeler gerekse dış talebi zayıflatan gelişmeler, cari dengedeki iyileşmeyi geciktirmektedir. Nitekim yakın dönemde açıklanan veriler dış ticaret dengesindeki bozulmanın 2011 yılı ikinci çeyreğinde yavaşlayarak da olsa sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 4.2.9). Dış talep koşullarının zayıf seyrettiği mevcut küresel görünüm altında yurt içi talebin kontrol altında tutulması enflasyon görünümünün yanı sıra finansal istikrar açısından da önemini korumaktadır.

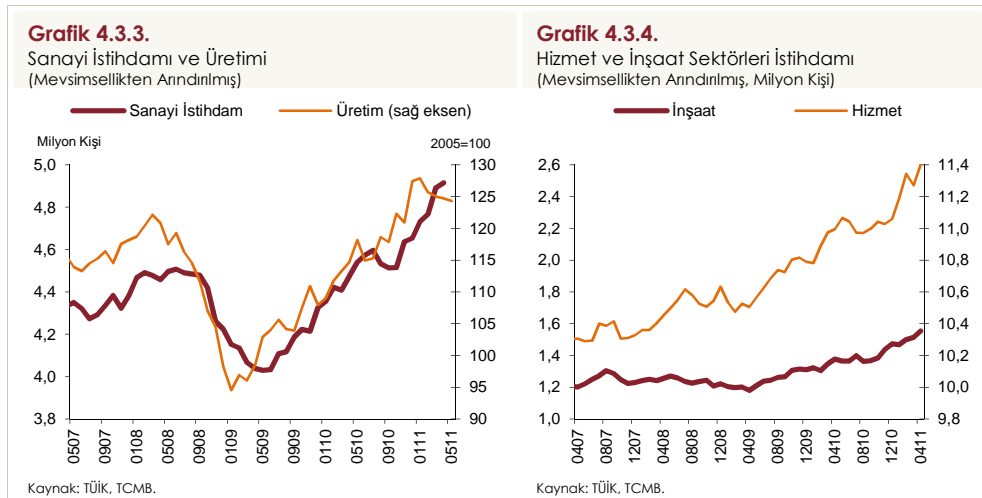


4.3. Emek Piyasası

2011 yılı ilk çeyrek istihdam gelişmeleri Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha olumlu gerçekleşmiştir. Tarım dışı istihdam 2010 yılı son çeyreğinden itibaren süregelen artış eğilimini 2011 yılı Ocak-Nisan döneminde de korumuştur. Nisan dönemine kadar tarım dışı istihdama benzer bir eğilim gösteren tarım istihdamı ise bu dönemde gerilemiştir (Grafik 4.3.1). İstihdamdaki güçlü artışın etkisiyle işsizlik oranı 2011 yılı ilk çeyreği itibarıyla kriz öncesi seviyesine dönmüştür (Grafik 4.3.2).

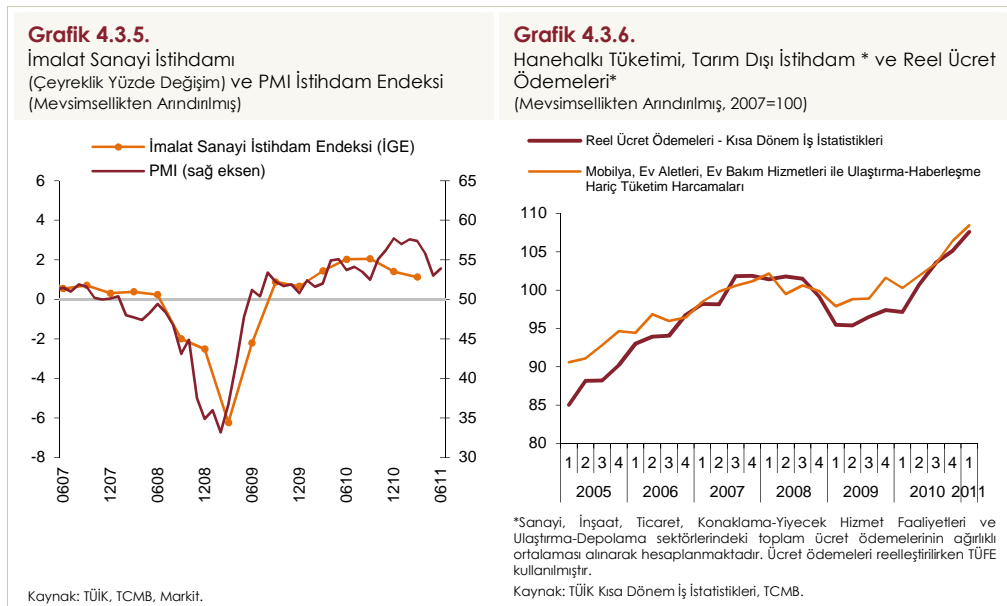


2011 yılı ilk çeyreğinde gözlenen tarım dışı istihdam artışına başta hizmet ve sanayi olmak üzere tüm ana sektörler katkı sağlamıştır (Grafik 4.3.3 ve Grafik 4.3.4). Nisan döneminde ise hizmet sektörünün etkisiyle tarım dışı istihdam artış hızını korurken, sanayi sektöründeki güçlü artış eğilimi hız kesmiştir.

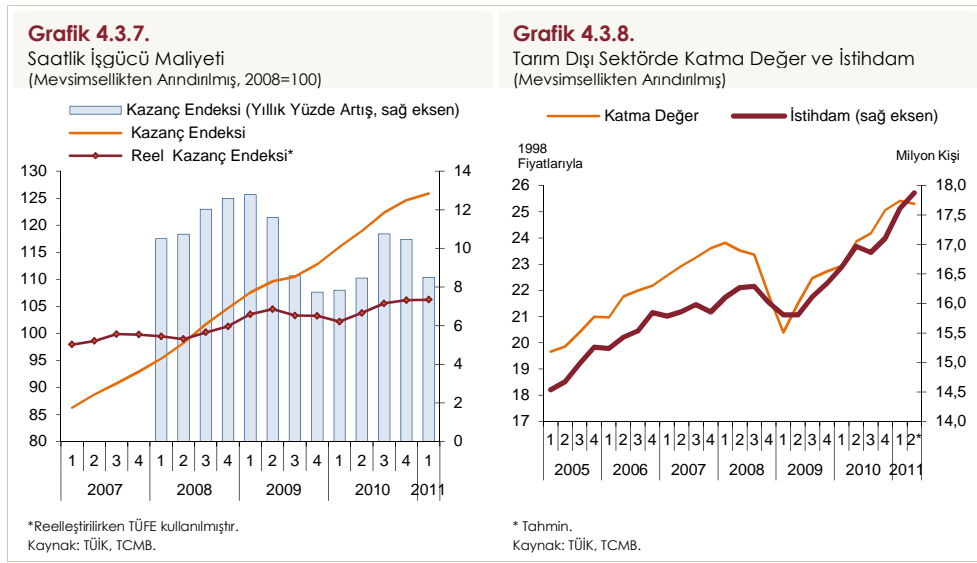


Yakın dönem gelişmeleri iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya paralel olarak sanayi sektörü istihdam artış hızının yavaşlayabileceği yönünde sinyaller içermektedir. Sanayi üretimi Şubat-Mayıs döneminde dört ay üst üste gerilerken, istihdam gelişmeleri için öncü göstergeler niteliğinde olan PMI istihdam endeksi Haziran döneminde bir miktar artmakla birlikte yılın ilk çeyreğine göre düşük seviyesini korumaktadır (Grafik 4.3.5). Söz konusu göstergeler sanayi sektöründe istihdam koşullarının Mayıs döneminden itibaren zayıflayabileceğine işaret etmektedir.

2011 yılı ilk çeyreğinde istihdam koşullarındaki iyileşme yurt içi talebe destek vermeye devam etmiştir (Grafik 4.3.6). Söz konusu dönemde işsizlik oranlarının, kriz öncesi seviyesine gerilese de, henüz ücretler üzerinde belirgin bir baskı oluşturmadığı düşünülmektedir. Nitekim, 2011 yılı ilk çeyreği itibarıyla işgücü maliyeti üzerinde yukarı yönlü belirgin bir hareket gözlenmemiş ve ortalama saatlik ücret gelişmelerini yansıtan reel kazanç endeksi yatay seyretmiştir (Grafik 4.3.7). Yıllık bazda incelendiğinde ise verimlilik kazanımlarının reel kazanç endeksindeki artışın ötesinde gerçekleştiği ve dolayısıyla reel birim ücretlerin kriz öncesi seviyelerine gerilediği görülmüştür (Kutu 4.2- Grafik 6). Bununla birlikte, işgücü maliyeti ile ilgili ortalama ücret gelişmelerini yansıtan mevcut verilerin istihdam kompozisyonundan da etkilenmesi ve fiyat endeksi benzeri, sadece ücretlerdeki hareketi gösteren bir ücret endeksinin mevcut olmaması, ücretler konusunda sağlıklı bir analiz yapmayı güçleştirmektedir (Kutu 4.2).



Özetle, 2011 yılı Nisan dönemi itibarıyla sanayi istihdamı bir miktar yavaşlamakla birlikte tarım dışı istihdam artış eğilimini korumuştur. Öncü göstergeler sanayi sektöründe istihdam koşullarının Mayıs döneminden itibaren zayıflayabileceğine işaret etmektedir (Grafik 4.3.8). Buna ek olarak, gerek yurt içi talebi yavaşlatmaya yönelik politika tedbirlerinin gerekse son dönemde artan küresel sorunlar dahilinde yılın ikinci yarısında daha ılımlı seyredeceği öngörülen toplam talep koşullarının, istihdam artış hızını geçtiğimiz iki çeyreğe kıyasla yavaşlatabileceği tahmin edilmektedir.

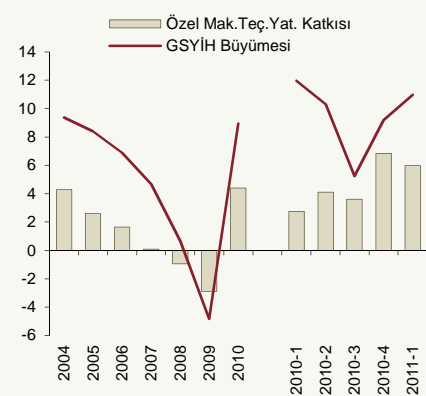


Kutu
4.1

Yatırım Malları Fiyatları ve Yatırım Harcamaları

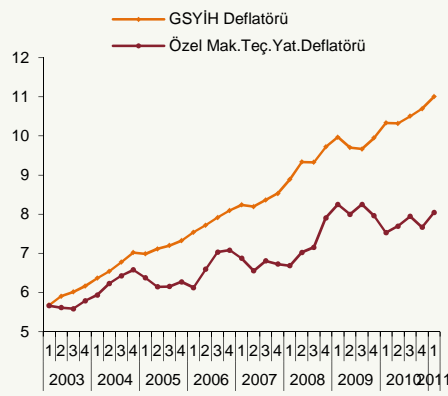
Kriz sonrası dönemde hızlı bir toparlanma eğilimi sergileyen özel sektör makine teçhizat yatırımları 2010 yılı son çeyreğinde ivmelenmiş, 2011 yılı ilk çeyreğinde de artmaya devam etmiştir. Böylece özel makine teçhizat yatırımları, kriz sonrası dönemde yurt içi talepte gerçekleşen güçlü toparlanmada önemli bir rol oynamıştır (Grafik 1). Özel sektör makine ve teçhizat yatırımlarında gözlenen güçlü seyrinde olumlu talep beklentilerinin ve finansman koşullarındaki iyileşmenin yanı sıra yatırım malları fiyatlarının görece düşük seviyesinin de etkili olduğu düşünülmektedir. Nitekim, yatırım malları deflatörünün milli gelir deflatörüne bölünmesiyle elde edilen görece fiyatlar incelendiğinde, yatırım malları görece fiyatının 2003 sonrası dönemde düşme eğiliminde olduğu görülmektedir (Grafik 2 ve Grafik 3). Diğer taraftan, yatırım malları görece fiyatlarındaki düşüş, milli gelir içinde özel sektör makine ve teçhizat yatırımlarının payının sabit ve cari fiyatlarla farklılaşmasına neden olmaktadır (Grafik 4). Söz konusu farklılaşma, görece fiyatlardaki düşüşün başladığı 2003 yılı sonundan sonra belirginleşmiştir. Genel fiyat düzeyinden daha düşük oranlı artış kaydeden yatırım malları fiyatları, milli gelirden daha az pay ayırarak daha çok fiziki değer elde edildiğine işaret etmektedir. Nitekim, milli gelir içindeki pay olarak değerlendirildiğinde 2011 yılının ilk çeyreği itibarıyla cari fiyatlarla kriz öncesi seviyesine yaklaşan makine ve teçhizat yatırımları, sabit fiyatlarla kriz öncesi seviyesinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir.

Grafik 1. Özel Makine Teçhizat Yatırımlarının Yıllık Büyüme Katkısı (Yüzde Puan) ve Milli Gelir Büyümesi (Yüzde)



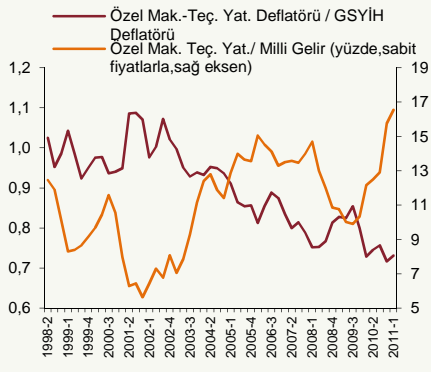
Kaynak: TÜİK.

Grafik 2. Özel Makine Teçhizat ve Milli Gelir Deflatörleri (Mevsimsellikten Arındırılmış Verilerle)



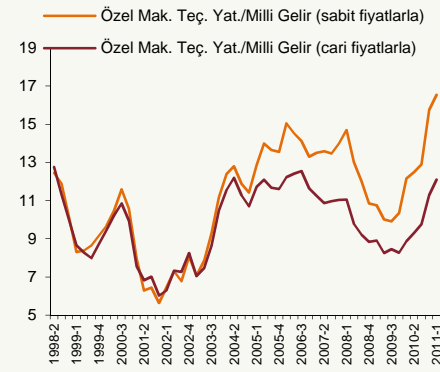
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3. Görelî Yatırım Malları Fiyatı ve Özel Sektör Makine Teçhizat Yatırımlarının Milli Gelir İçindeki Payı (Mevsimsellikten Arındırılmış Verilerle)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

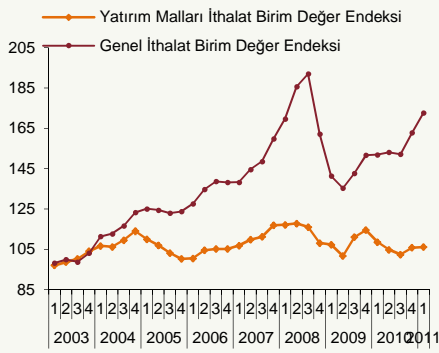
Grafik 4. Özel Sektör Makine Teçhizat Yatırımlarının Milli Gelir İçindeki Payı (Mevsimsellikten Arındırılmış Verilerle)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

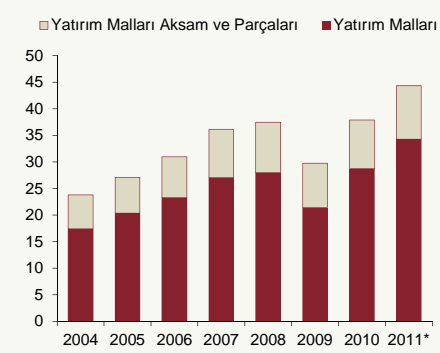
Yatırım mallarının görelî olarak ucuzlamasında yatırım malları ithalat fiyatlarındaki görelî düşüşün de etkisi olduğu düşünülmektedir. Nitekim, 2003 sonrası dönemde yatırım malları ithalat fiyatları genel ithalat fiyatlarından belirgin şekilde ayrılmıştır (Grafik 5). Bu çerçevede, yatırım malları ithalatında gözlenen artışta diğer faktörlerin yanında fiyat avantajının rolünün de dikkate alınmasının faydalı olacağı düşünülmektedir (Grafik 6).

Grafik 5. İthalat Birim Değer Endeksleri (2003=100)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 6. Yatırım Malları İthalatı (Milyar ABD Doları)



* 2011 yılı verisi, 2010 Haziran- 2011 Mayıs dönemi verileri toplanarak hesaplanmıştır.
Kaynak: TÜİK.

Sonuç olarak, son yıllarda yatırım malları fiyatlarının görelî olarak düşmesi yatırım yapmanın görelî maliyetinin azalmasına sebep olarak artan yatırım iştahı ve olumlu finansman koşulları ile birlikte özel sektör makine ve teçhizat yatırımlarının büyümesine destek vermiştir. Yatırımlardaki hızlı artış cari dengeyi bozması bakımından kısa vadede makro finansal riskleri beslese de orta vadede ekonominin üretim kapasitesini artırarak gerek enflasyon gerekse potansiyel üretime olumlu bir katkı yapacaktır.

Kutu
4.2

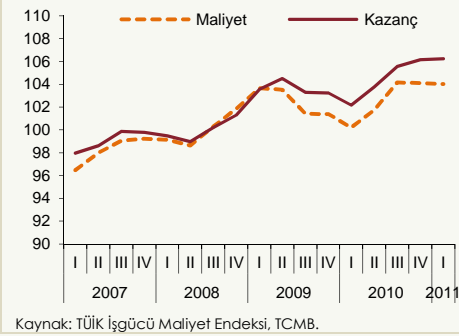
Ücret ve Kazanç Verileri

Ekonomideki ücret ve verimlilik gelişmeleri ile işgücü piyasasının yapısal özellikleri, gerek talep gerekse maliyet kanalıyla enflasyonu etkileyen unsurlar olarak önem taşımaktadır. Toplam talep seviyesinin potansiyel üretime göre belirgin olarak yüksek seyrettiği dönemlerde (ekonomideki aşırı ısınma dönemleri) ücretler üzerinde de baskı oluşabilmekte ve orta vadeli enflasyon görünümü bozulabilmektedir. Bu açıdan bakıldığında bir ekonomide ücretlerin seyri merkez bankaları ve finansal piyasalar açısından büyük önem taşımaktadır. Türkiye'de ücretlerle ilgili farklı yöntem ve kapsamla hesaplanan bir çok ücret serisi bulunmaktadır. Söz konusu serilerin iktisadi bir bakış açısıyla yorumlanabilmesi için nasıl türetildiklerinin anlaşılması büyük önem taşımaktadır. Bu kutuda, farklı kaynaklar tarafından yayımlanan çeşitli ücret ve kazanç verileri incelenmektedir. Ayrıca, bu göstergeler sektörel ayırmda karşılaştırılarak farklı ve benzer yönleri ortaya koyulmaya çalışılmaktadır.¹

Ücretlerle ilgili kaynaklar başlıca dört grupta toplulaştırılabilir: İşgücü Maliyeti Endeksleri kapsamında yayımlanan saatlik maliyet ve kazanç endeksleri, Kısa Dönem İş İstatistiklerinden dolayı olarak hesaplanan çalışan saat başı ücret endeksleri, Bina İnşaatı Maliyet Endeksleri kapsamında yayımlanan işçilik maliyeti endeksi ve Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK) bültenlerinden elde edilen ortalama günlük kazanç değerleri. Söz konusu verilerin ilk üçü Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından üç aylık dönemler itibarıyla, sonuncusu ise SGK tarafından aylık sıklıkta yayımlanmaktadır.²

2010 yılı Temmuz ayından itibaren yayımlanmaya başlayan İşgücü Maliyeti Endeksi, ücretli çalışan istihdam etmenin işverene saat başı maliyetini nominal olarak ölçmektedir. Söz konusu endeksin temel bileşenleri, kazanç (ücretli çalışana yapılan düzenli ve düzensiz ödemelerdeki saatlik değişimin göstergesi) ve kazanç dışı (işverenin yaptığı sosyal güvenlik,

Grafik 1. Tarım Dışı Sektörlerde Maliyet ve Kazanç Endeksleri (2008=100, Reel, Mevsimsellikten Arındırılmış)



¹ Bu kutudaki Sosyal Güvenlik Kurumu verileri hariç diğer veriler mevsimsellikten arındırılmıştır. Veriler reelleştirilirken TÜFE kullanılmıştır.

² Kutunun geri kalanında Kısa Dönem İş İstatistikleri kapsamında hesaplanan saatlik ücret, İşgücü Maliyet Endeksi ile karışmaması için çalışan saat başı ücret olarak ifade edilecektir.

ihbar ve kıdem tazminatı ödemeleri) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Her iki seri birbirine paralel hareket etse de, aradaki fark ücret ödemeleri dışında maliyete yansiyabilen yasal düzenlemelerden etkilenmektedir. Nitekim 2008 yılı sonunda işveren priminin ödenmesine dair getirilen yasal düzenleme nedeniyle maliyet ve kazanç endeksleri arasındaki seviye farkı belirginleşmiştir (Grafik 1).³

TÜİK tarafından yayımlanan, sektörel düzeyde ortalama ücret gelişmelerinin izlenebileceği bir diğer veri Kısa Dönem İş İstatistikleridir. Bu veri seti 2005 yılından itibaren üçer aylık dönemler itibarıyla sanayi, inşaat ve hizmet sektörleri için istihdam, çalışılan saat ve brüt ücret maaş endeksleri olarak yayımlanmaktadır.

Kısa Dönem İş İstatistikleri 2005, İşgücü Maliyet Endeksi ise 2007 yılından itibaren açıklanmaktadır. Kısa Dönem İş İstatistikleri ile İşgücü Maliyet Endekslerinin veri kaynakları büyük oranda aynı olmakla birlikte, bu iki gösterge arasında hesaplama yöntemi açısından farklılıklar bulunmaktadır. Öne çıkan farklılıklar şu şekilde sıralanabilir:⁴ Öncelikle, Kısa Dönem İş İstatistikleri kapsamında doğrudan yayımlanan saatlik ücret serisi bulunmamaktadır. Her bir ana sektör için, toplam ücret ödemelerini yansıtan brüt ücret maaş endeksi çalışılan saat endeksine bölünerek çalışılan saat başı ücret hesaplanabilmektedir. İşgücü Maliyet Endeksi kapsamında ise doğrudan ana sektörler ve alt sektörler (kısım⁵) bazında saatlik ücret verisi yayımlanmaktadır.

Bir diğer farklılık ağırlıklandırma konusundadır. Ana sektörler itibarıyla endeksler oluşturulurken, alt düzeyde hesaplanan endeksler, ilgili değişkenin temel yılı değerleri üzerinden elde edilen sektörel ağırlıklar kullanılarak toplulaştırılmaktadır. Söz konusu endeksler için sektörel ağırlık hesaplamalarında kullanılan temel yıllar farklılık göstermektedir. Kısa Dönem İş İstatistikleri kapsamında yayımlanan endeksler için temel yıl 2005, İşgücü Maliyeti Endeksi için ise 2008'dir. Bunun yanı sıra, çalışılan saat başı ücret endeksinin bileşenleri olan brüt ücret maaş ve çalışılan saat endekslerinin her biri kendi ağırlıkları üzerinden toplulaştırılırken (kısım) düzeyinde hesaplanan saatlik işgücü maliyetinin toplulaştırılmasında sadece brüt ücretlerin ağırlığı kullanılmaktadır.⁶

³ 763 Sayılı İş Kanunu ve Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun kapsamında işçi çalıştıran özel sektör işverenleri için sigorta primlerinin işveren hissesinin 5 puanlık kısmının Hazinece karşılanması için teşvik desteği verilmiştir. Söz konusu kanun değişikliği 1/10/2008 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

⁴ Bu farklılıklar, TÜİK tarafından yayımlanan açıklamalardan derlenmiştir.

⁵ TÜİK'in de esas aldığı Avrupa Topluluğu Ekonomik Faaliyetleri sınıflamasında (NACE) genelden detaya doğru gitmek üzere Kısım, Bölüm, Grup ve Sınıf tanımları kullanılmaktadır. Örneğin NACE Rev2 sınıflaması 21Kısım, 88 Bölüm, 272 Grup, 615 Sınıftan oluşmaktadır.

⁶ İşgücü maliyet endekslerinde kısım bazında saatlik ücreti gösteren endeksler hesaplanmakta, daha sonra brüt ücret maaş değerlerinden elde edilen temel yıl ağırlıkları kullanılarak toplulaştırılma yapılmaktadır. Kısa Dönem İş İstatistikleri kapsamında ise sınıf veya grup düzeyinde hesaplanan istihdam, çalışılan saat ve brüt ücret maaş endeksleri, söz konusu değişkenlerin temel yıl ağırlıkları üzerinden ana sektörler itibarıyla elde edilmektedir.

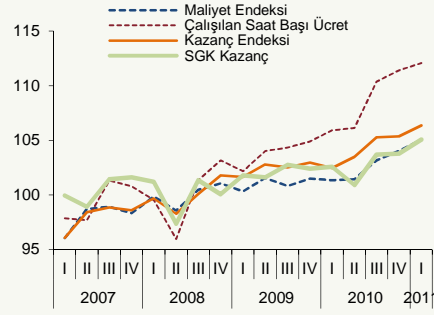
Ayrıca, söz konusu endeksler arasında kapsam farkları da bulunmaktadır. İşgücü Maliyet Endeksleri hesaplanırken sanayi ve inşaat sektörleri için yirmi ve daha fazla çalışanı olan işyerlerinden elde edilen veriler, Yıllık İş İstatistiklerinden gelen katsayılar kullanılarak, kapsanan grup bir ve daha fazla çalışanı olan işyerlerini dahil edecek şekilde düzeltilmektedir. Bu düzeltme Kısa Dönem İş İstatistikleri altında yayımlanan brüt ücret-maaş ve çalışılan saat endekslerinde yapılmamaktadır.

Kapsama ilişkin bir diğer farklılık ise, Kısa Dönem İş İstatistikleri çerçevesinde derlenen endekslerde hizmet sektörünün finans ve sigorta faaliyetlerini içermemesidir. İşgücü Maliyeti Endeksi'nde ise Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumundan alınan veriler kullanılarak söz konusu alt sektöre yer verilmiştir.

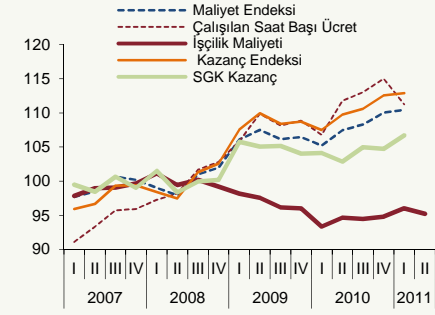
Sonuç olarak, alt sektör detayında hesaplanarak toplulaştırıldığı için saatlik maliyet ve kazanç endekslerinin çalışılan saat başı ücrete kıyasla daha sağlıklı bir gösterge olduğu düşünülmektedir.

Saatlik maliyet ve kazanç endeksleri ile çalışılan saat başı ücret endeksleri sektörler itibarıyla karşılaştırıldığında genel eğilimleri birbirleri ile uyumludur (Grafik 2-4). Kısa Dönem İş İstatistikleri altında brüt ücret maaş endeksi işverenin sigorta primini içermediği için çalışılan saat başı ücret endeksi saatlik kazanç endeksine seviye olarak daha yakındır. Söz konusu endeksler arasındaki seviye farkı hizmetler sektöründe daha belirgindir (Grafik 2). Hizmetler sektöründe alt kalemlerin daha fazla olması sebebiyle yukarıda bahsedilen toplulaştırmadan doğan farklılıkların en çok bu sektörde kendini gösterdiği düşünülmektedir.

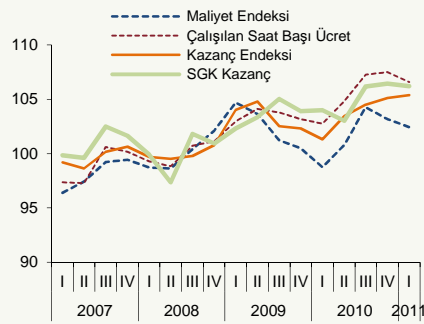
Ortalama ücret gelişmelerini yansıtan bir diğer veri SGK tarafından yayımlanan Sigortalı İstatistikleri Bülteninde yer almaktadır. Söz konusu veriler firmalar tarafından bildirilen ve işverenin ödediği sigorta primine esas teşkil eden günlük kazançlar üzerinden hesaplanmaktadır. Bu verilerin aylık sıklıkta ve sektörel detayda sunulması bir avantaj olsa da SGK bültenlerinin düzenli olarak yayımlanmaması ve günlük ortalama kazanç verilerinin zaman içinde oynaklığının yüksek olması verinin kullanılabilirliğini sınırlamaktadır. Bahsedilen oynaklık nedeniyle serinin üç aylık ortalaması alınarak çeyreklik hale getirildiğinde bilgi değerinin arttığı düşünülmektedir. Söz konusu seriler işgücü kazanç endeksi ve çalışılan saat başı ortalama ücret endeksleri ile birlikte çizdirildiğinde birebir ilişkili olmasa da ortak bir hareketin varlığı dikkat çekmektedir (Grafik 2-4). Ayrıca, SGK kazanç verileri ücretler için bir alt sınır niteliğinde olan asgari ücret ile de paralellik göstermektedir (Grafik 5).

Grafik 2. Hizmet Ücret Endeksleri
(Reel, 2008=100, Mevsimsellikten Arındırılmış)

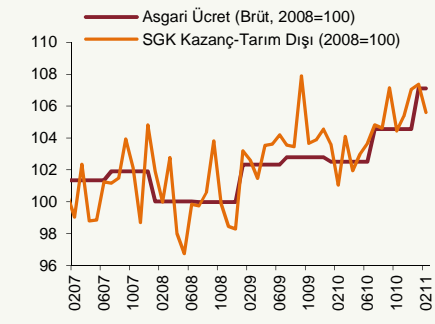
Kaynak: TÜİK, SGK, TCMB.

Grafik 3. İnşaat Ücret Endeksleri
(Reel, 2008=100, Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: TÜİK, SGK, TCMB.

Grafik 4. Sanayi Ücret Endeksleri
(Reel, 2008=100, Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: TÜİK, SGK, TCMB.

Grafik 5. Tarım Dışı Sektörlerde Günlük Ortalama Kazanç ve Asgari Ücret (Reel)

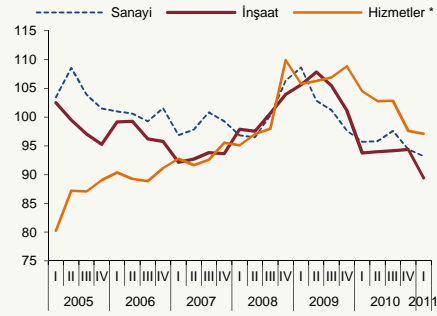
Kaynak: SGK, TCMB.

Şu ana kadar bahsedilen ücret endeksleri ortalama ücret gelişmelerini yansıtmaktadır. Bu noktada belirtilmesi gereken önemli bir konu, endekslerdeki değişimin ücretlerdeki hareketin yanı sıra işgücü kompozisyonunda ortaya çıkan değişikliklerden de etkilenmekte olduğudur. Toplulaştırma sonucu bu yönde bir yanlılığın ortaya çıkması endekslerin ücret seviyesini gösterme performanslarını zayıflatmaktadır. Bu yüzden, sadece ücret gelişmelerini izleyebilmek için, fiyat endeksi gibi, bileşenleri iyi tanımlanmış bir sepetin zaman içindeki değerini ölçen bir ücret endeksine ihtiyaç duyulmaktadır. İnşaat sektörü için, malzeme ve işçilik maliyeti olmak üzere iki ayrı endeks şeklinde açıklanan Bina İnşaatı Maliyet Endeksi bu yöndeki ihtiyacı ortaya koymak için bir örnek teşkil etmektedir. Söz konusu endeksler, inşaatta kullanılan girdi maddelerinin dönemlere göre maliyet değişimlerini ölçen fiyat endeksidir. On iki adet işçilik kalemine ilişkin ödenen ücretlerin toplulaştırılmasıyla oluşan işçilik maliyeti endeksi 2005 yılı ağırlıkları kullanılarak hesaplanmaktadır. Krizle birlikte ortalama ücret endeksleri artarken bina işçilik maliyetinin gerilediği gözlenmektedir (Grafik 3). Bu görünüm, ortalama ücretlerdeki artışın ücret gelişmelerinden çok, çalışanların dağılımındaki değişimden kaynaklanabileceği görüşünü destekler niteliktedir.

Ücret göstergelerindeki genel eğilimler incelendiğinde, sanayi ve inşaat sektörlerinde ortalama reel ücretlerin krizin ardından 2009 yılı genelinde azaldığı, 2010 yılında ise tekrar artış eğilimine girdiği söylenebilir. Dışa açıklığı daha az olması nedeniyle küresel olumsuzluklardan görece az etkilenen hizmet sektöründe ise kriz döneminde reel ücretler sınırlı da olsa artmaya devam etmiş, ücret artışları 2010 yılının ikinci yarısından itibaren bir miktar hızlanmıştır.

2009 yılının ikinci çeyreğinden bu yana ekonomimizde yurt içi talep kaynaklı olmak üzere devam eden güçlü büyüme eğilimi, "aşırı ısınma" yönündeki görüşleri gündeme getirmektedir. Reel kazanç ve işgücü maliyet endeksleri aşırı ısınma olduğu görüşünü doğrulamamaktadır. Kaldı ki, ücret gelişmeleri bu açıdan değerlendirilirken verimlilik gelişmeleri ile birlikte ele alınmalıdır. Verimliliğin ücretlerden daha hızlı (yavaş) artması halinde birim üretim için gereken ücret maliyetinin azalması (yükselmesi) söz konusudur. Yüksek verimlilik artışlarının gözlemlendiği bir ekonomide hızlı büyüme, enflasyon baskılarına yol açmadan sürdürülebilmektedir. Kısa Dönem İş İstatistiklerinden hesaplanan birim ücretler incelendiğinde, krizi takip eden dönemde tüm ana faaliyet kollarında verimlilik artışlarının öne çıktığı ve enflasyona düşüş yönünde katkı yaptığı görülmektedir. 2011 yılının ilk çeyreği itibarıyla birim ücretlerdeki aşağı yönlü eğilimin sürmesi, ücret gelişmelerinin aşırı ısınma görüşünü desteklemediğine işaret etmektedir (Grafik 6).

Grafik 6. Birim Ücret
(Çalışılan Saat Başına Ücret/ Verimlilik)
(Reel, 2008=100, Mevsimsellikten Arındırılmış)



*Hizmetler sektöründe reel birim ücret toplam ücret ödemelerinin ciroya bölünmesi ile hesaplanmıştır. Sanayi ve İnşaat sektörlerinde ise toplam ücret ödemeleri üretim ve TÜFE'ye bölünmüştür.
Kaynak: TÜİK Kısa Dönem İş İstatistikleri, TCMB.

Kutu
4.3

Ekonomi Saati Bakış Açısı ile İktisadi Faaliyette Son Durum

Ekonominin mevcut dönemde hangi durumda olduğunun belirlenmesi ve önümüzdeki dönemde ne yönde hareket edeceğinin tahmini ekonomik birimlerin karar alma mekanizmaları bakımından önemlidir. Ekonomi yazınında bu amaçla geliştirilen yöntemler arasında, makroekonomik verilere dayanan gösterge endeksleri özellikle ekonomideki dönüş noktalarını tespit etmek amacıyla başvurulan en etkili yöntemler arasındadır.

Bu kutuda, OECD-CACIS yöntemi⁷ kullanılarak Türkiye ekonomisi için oluşturulan eş zamanlı ve öncü gösterge endeksleri, ekonomi saati yaklaşımı ile birleştirilmekte ve bu yöntemle iktisadi faaliyetin mevcut durumuna ve yakın gelecekte izleyebileceği olası seyre ilişkin bilgi çıkarılmaktadır.

Ekonomi saati ekonominin durumunu ve yönünü analiz etmek amacıyla kullanılmaktadır. Ekonomi saatinde, endeksin standardize edilmiş seviyesi⁸ yatay ekseninde, bir önceki aya göre değişimi ise düşey ekseninde sunulmaktadır (Şekil 1). Ekonominin farklı durumları ekonomi saatinde farklı kuadrantlara denk gelmektedir. Birinci bölgede, standardize edilmiş seviye sıfırın altında iken bir önceki aya göre artış göstermektedir. Bu durumda ekonominin dipten çıkış durumunda olduğu söylenebilir. İkinci bölgede seviyenin uzun dönemli eğiliminin ima ettiği değerinin üzerine çıkmış ve halen bir önceki aya göre artış göstermekte olması, ekonominin büyüme eğilimi içerisinde olduğuna işaret etmektedir. Üçüncü bölgede, seviyenin sıfırın üzerinde olmasına rağmen aylık olarak gerileme göstermesi iktisadi faaliyetin yavaşladığına (ortalamanın altında büyüdüğüne) işaret etmektedir. Son olarak, dördüncü bölgede, seviyenin ve aylık büyümenin sıfırın altında olması iktisadi faaliyetin uzun dönemli eğiliminin ima ettiği değerlerinin altında kaldığına ve ortalamanın altında büyüdüğüne işaret etmektedir. Grafikten de görüleceği üzere, ekonomi saatinin saat yönünde hareket etmesi beklenmektedir.

⁷ Göstergeler endeksleri, OECD tarafından devresel analiz ve öncü göstergeler oluşturulmasına olanak sağlayan "Cyclical Analysis and Composite Indicators System (CACIS)" programı kullanılarak oluşturulmuştur. OECD tarafından kullanılan yöntemle ilişkin detaylı bilgi için <http://www.oecd.org/dataoecd/37/42/42495745.pdf> bakınız.

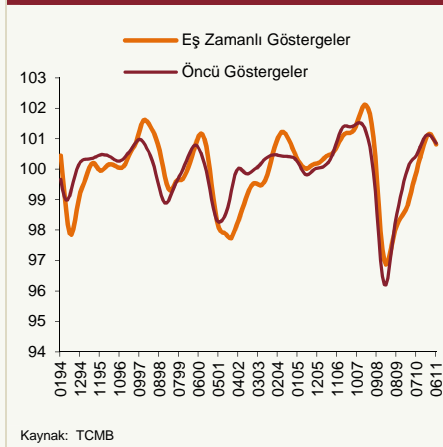
⁸ Standardize edilmiş seviye, x^s , x endeksinin uzun dönemli ortalamasından (\bar{x}) farkının standart sapmaya bölünmesi ile elde edilmektedir. $x_i^s = (x_i - \bar{x})/\sigma_x$



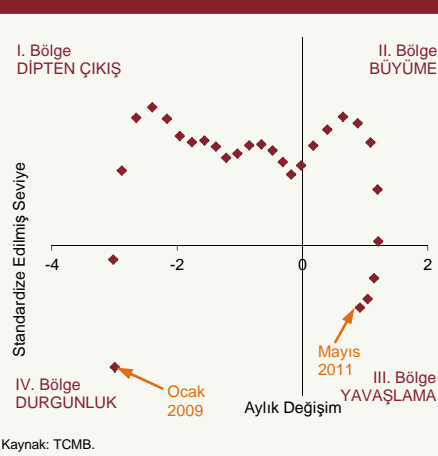
Tablo 1. Göstergelerin Sınıflandırılması

Gecikmeli Göstergeler	Eş Zamanlı Göstergeler	Öncü Göstergeler
(PMI) Girdi stoğu	TÜFE	(CNBC-e) Tüketici Beklenti Endeksi, Eğilim Endeksi, Güven Endeksi
(PMI) Teslim süresi	TÜFE Bazlı reel efektif döviz kuru (2003=100)	(PMI) Biriken işler
(PMI) Ürün stoğu	TÜFE Gelişmekte olan ülkeler bazlı reel efektif döviz kuru (2003=100)	(PMI) İhracat siparişleri
Kredi kartı kullanımı	TÜFE Gelişmiş ülkeler bazlı reel efektif döviz kuru (2003=100)	(PMI) İstihdam
Toplam ihracat	(PMI) Girdi fiyatı	(PMI) Mal alım miktarı
Tüketici kredileri	(PMI) Ürün fiyatı	(PMI) Üretim
Tüketim endeksi (e.İ.t.e, reel, gıda dışı)	Çekirdek fiyat endeksi - H	(PMI) Yeni siparişler
Tüketim endeksi (e.İ.t.e, reel, toplam)	Çekirdek fiyat endeksi- I	(TCMB) Beklenti Anketi Soruları
Yurtiçi kredi kullanımı	Döviz sepeti	(TCMB) İktisadi Yönelim Anketi Soruları
	Elektrik üretimi	(TCMB) Reel Kesim Güven Endeksi
	Ham çelik üretimi	(TCMB) Tüketici Güven Endeksi
	Hizmet fiyatları	PMI endeksi
	Kapanan şirket sayısı	İhracat miktar endeksi
	Kapasite kullanım oranı	İthalat miktar endeksi
	Otomobil üretimi	Ara mallar ithalatı
	Sermaye malları ithalatı	Ara mallar ithalat miktar endeksi
	Ticari araç üretimi	Sermaye malları ithalat miktar endeksi
	TİM İhracat rakamları	Tüketim malları ithalat miktar endeksi
	Tırlara verilen geçiş belgesi sayısı	Dahilden alınan mal ve hizmet vergisi (Nominal ve Reel)
	Tırlara verilen kame sayısı	İthalatın alınan KDV (Nominal ve Reel)
	Toplam ithalat	DİBS faiz oranı (Basit ve bileşik)
	(CNBC-e) Tüketim Endeksi	Dünya sanayi üretim endeksi
		IMKB Ulusal hizmet endeksi
		IMKB Ulusal sınai endeksi
		IMKB Ulusal 100 endeksi
		IMKB Ulusal mali endeksi
		IMKB Ulusal teknoloji endeksi
		OECD ülkeleri bileşik öncü göstergeler endeksi
		ABD Bileşik öncü göstergeler endeksi
		Ödemeler Dengesi, toplam ticari krediler
		Ödemeler Dengesi, bankaların kullandığı ticari krediler
		Beyaz eşya iç piyasa satışı, ihracat ve üretim
		Otomobil iç piyasa satışı ve ihracatı
		Ticari araç iç piyasa satışları ve ihracatı
		Açılan şirket sayısı
		ÜFE
		ÜFE Enerji
		ÜFE İmalat
		ÜFE Petrol

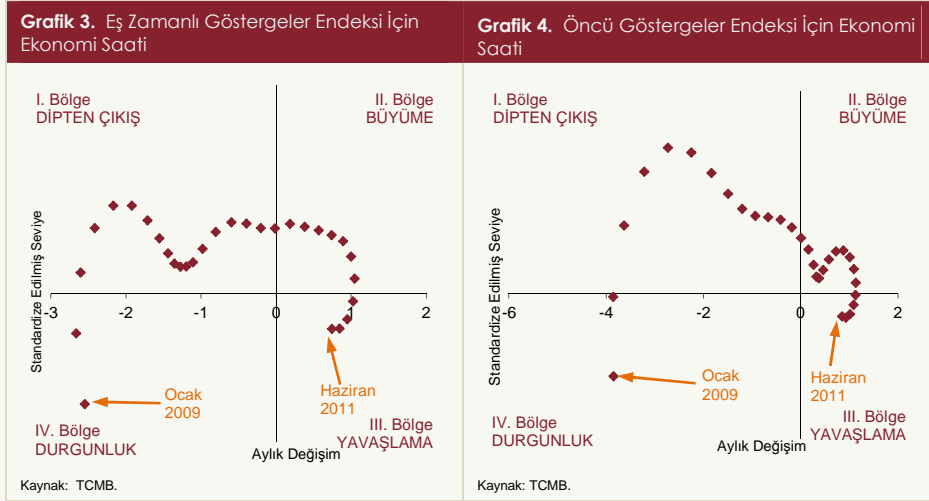
Grafik 1. Eş Zamanlı ve Öncü Göstergeler Endeksleri Devresel Bileşenleri



Grafik 2. İktisadi Faaliyet İçin Ekonomi Saati



Sanayi üretim endeksi devresi kullanılarak, iktisadi faaliyete ilişkin oluşturulan ekonomi saati Grafik 2'de verilmiştir. Oluşturulan ekonomi saatine göre, Ağustos 2010 tarihinde başlayan büyüme eğilimi, Mart 2011 tarihinde yavaşlamaya başlamıştır.



Eş zamanlı göstergeler endeksinin ekonomi saati Grafik 3'te, öncü göstergeler endeksinin ekonomi saati ise Grafik 4'te verilmiştir. Öncü göstergeler endeksi için oluşturulan ekonomi saati, ekonominin büyüme dönemine gireceğine ilişkin sinyalleri Şubat 2010 tarihinde vermeye başlarken, yöntemden dolayı bekleneceği üzere, eş zamanlı göstergeler endeksi için oluşturulan ekonomi saati, ekonominin büyüme devresine girişini Ağustos 2010 olarak göstermektedir. Benzer şekilde, öncü göstergeler endeksi ekonomi saati ekonomideki yavaşlamanın sinyallerini Şubat 2011 tarihinde vermeye başlarken, eş zamanlı göstergeler endeksi için oluşturulan ekonomi saati ekonomideki yavaşlamanın Mart 2011 tarihinde başladığını göstermektedir. Eş zamanlı göstergeler endeksinin beklenildiği üzere, ekonomik faaliyetteki gelişmeleri eş zamanlı takip ettiği, öncü göstergeler endeksinin ise ekonomideki gelişmeleri öncülediği gözlenmektedir.

Haziran 2011 tarihine ait son gözlemler incelendiğinde eş zamanlı göstergeler endeksi ekonomi saati ekonomideki ivme kaybının yılın ikinci çeyreğinde belirginleştiğine işaret etmektedir. Öncü göstergeler endeksi için oluşturulan ekonomi saatinin son aylarda yavaşlama bölgesinde birbirine yakınlaşan noktalar şeklinde ilerliyor olması ise ekonominin bir süre daha ortalamanın altında bir büyüme eğilimi sergileyeceğine işaret etmektedir.

Kutu
4.4Türkiye'nin Son Krizlerinde Sabit Sermaye Büyümesindeki
Kayıplar ve Bu Kayıpların Potansiyel GSYİH'ye Etkisi

Son dönemlerde ekonomide aşırı ısınma olup olmadığı sorusu sıklıkla gündeme gelmektedir. "Aşırı ısınma" bir ekonomide toplam talebin üretim kapasitesinin belirgin olarak üzerine çıktığı ve enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskıların belirginleştiği bir durumu ifade etmektedir. Bu hususun daha sağlıklı değerlendirilmesi açısından, ekonomin arz ve talep dinamiklerinin dikkatle irdelenmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, üretim kapasitesine önemli bir katkı unsuru olan sabit sermaye yatırımlarına (makine teçhizat yatırımları ve inşaat yatırımları) ilişkin dinamiklerin yakından incelenmesi gündemdeki tartışmalara ışık tutması bakımından önem taşımaktadır.

Geçmiş uluslararası deneyimler, ağır finansal krizlerin üretim kapasitesine kalıcı olumsuz etkiler yapabildiğini göstermektedir.⁹ Krizle birlikte üretim kapasitesinde büyük bir kaybın gerçekleşmesi durumunda, kriz sonrasında talep toparlanması üretim kapasitesini zorlamak suretiyle fiyat istikrarı üzerinde riskler oluşturabilecek ve merkez bankalarının para politikasını sıkılaştırmasını gerektirebilecektir. Bu çerçevede, son küresel krizin üretim kapasitesine yapmış olabileceği etkiler gerek TCMB'nin gerekse dünyadaki birçok merkez bankasının gündemindeki bir konudur.

Krizlerin üretim kapasitesine en önemli etkilerinden biri, sermaye büyümesini yavaşlatmaları yoluyla olmaktadır.¹⁰ Ekonomik krizlerde mevcut işyeri ve üretim tesislerinin atıl kalması, devam etmekte veya planlanmakta olan yeni yatırımları yavaşlatmakta, bu da ülke ekonomisinin geleceğe dönük üretim kapasitesini olumsuz etkilemektedir. Bir örnekle açıklamak gerekirse, kriz döneminde otellerin boş kalması, devam eden veya planlanan otel yatırımlarında yavaşlamaya yol açacak, bu da ileriye dönük yatak kapasitesini olumsuz etkileyecektir. Kriz sırasında işletimdeki oteller de dolu olmadığı için bu kapasite kaybının önce bir önemi olmayacak, ancak ekonomi tekrar canlanmaya başladıktan sonra anılan kapasite kaybı nedeniyle doluluk oranları daha hızlı artabilecektir. Dolayısıyla, bu kapasite kaybı toparlanma döneminde konaklama fiyatlarında yukarı yönlü baskı oluşmasına zemin hazırlayabilecektir.

⁹ Furceri ve Mourougene (2009), Cerra ve Saxena (2008)

¹⁰ "Recessions typically have little effect on potential output beyond the direct effect of lower investment on capital accumulation, and that effect tends to diminish in the long run when investment recovers to normal levels." U.S. Congressional Budget Office, *The Budget And Economic Outlook: Fiscal Years 2010 To 2020*, s.38. Sermaye etkisine ek olarak, küresel krizin bazı ülkelerde (örneğin ABD'de) finansal sisteme ve emek piyasalarına kalıcı olumsuz etkiler yapmak yoluyla potansiyel büyümeyi yavaşlatmış olması olasıdır. Ancak Türkiye özelinde bu etkilerin görece sınırlı olduğu düşünülmektedir.

Türkiye'de 2001 ve 2009 krizlerinde meydana gelen yatırım yavaşlamaları, Grafik 1'de gösterilmektedir. Hem 2001 krizinde hem de son krizde yatırımlar şiddetle azalmış olmakla birlikte, son krizdeki azalma 2001'dekine göre sınırlı ve kısa sürelidir. Sermaye büyüme hızı ise Grafik 2'de gösterilmiştir. 1987-2010 döneminde ortalama yıllık yüzde 5,0 olan sermaye büyümesi, her iki krizde de bu ortalamanın belirgin şekilde altına düşmüş, ancak 2001 krizindeki düşüş daha derin ve daha uzun süreli olmuştur. Bu ortalama altı büyümelerden kaynaklanan birikimli sermaye kaybının miktarı, Grafik 3'te krizin başından itibaren geçen zamanın fonksiyonu olarak her iki kriz için ayrı ayrı gösterilmiştir. Sermaye kaybı 2001 krizinde yüzde 11 civarına ulaşırken, son krizde yüzde 4 civarında kalmıştır.

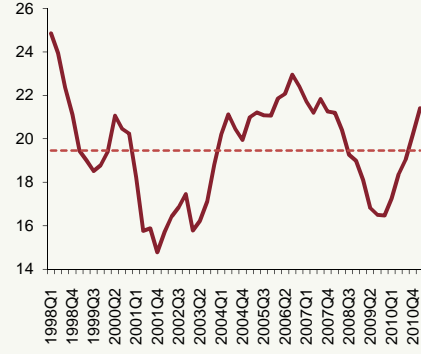
Grafik 3'teki sermaye kayıplarını, sermaye gelir payının Türkiye için tahmini değeri olan 0,5 ile çarparak, anılan kayıpların potansiyel GSYİH etkileri yaklaşık olarak tahmin edilebilir. Bu yapıldığında, potansiyel GSYİH kaybının 2001 krizinde yüzde 5,5'e ulaştığı ($11 \times 0,5 = 5,5$), son krizde ise yüzde 2 civarında kaldığı görülmektedir ($4 \times 0,5 = 2$).

Sermaye kaybının (ve bundan kaynaklanan potansiyel GSYİH kaybının) ne kadar büyük ve kalıcı olabileceği Grafik 3'te 2001 krizi örneğinde görülmektedir. 2001 krizinde yüzde 5,5'lik potansiyel GSYİH kaybına neden olan sermaye kaybı, 2008 yılına kadar ancak yaklaşık olarak telafi edilmiştir. Son krizdeki sermaye kaybı ise, yarattığı potansiyel GSYİH kaybının yüzde 2 ile sınırlı kalmasına ek olarak, yatırımlardaki hızlı toparlanma nedeniyle şimdiden yüzde 40 civarında telafi edilmiş durumdadır. Diğer bir ifadeyle, telafi edilmeyen potansiyel GSYİH etkisi 2011 yılı ortası itibarıyla yüzde 1 civarındadır.

Özetle, son krizde oluşan sermaye kaybı (ve bunun sonucunda oluşan potansiyel GSYİH kaybı) 2001 krizindekine göre oldukça sınırlı olmuş, ve yatırımlardaki hızlı toparlanma sayesinde anılan kayıp hızlı bir şekilde önemli ölçüde geri kazanılmıştır. Bu durum, ekonomideki kapasite kaybının son krizde sınırlı kalmasını sağlamış ve kriz sonrasında iktisadi faaliyette gözlenen güçlü toparlanmaya rağmen kapasite kullanım oranlarının enflasyonist bir baskı yapacak düzeye gelmemesinde (diğer bir ifadeyle "aşırı ısınma" olmamasında) önemli bir rol oynamıştır.

Grafik 1. Sabit Yatırımlar

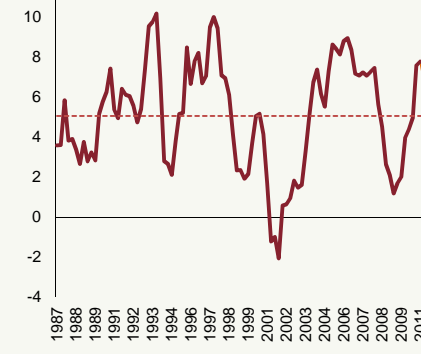
(GSYİH'nin Yüzdesi Olarak, Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 2. Sabit Sermaye Endeksi Büyüme Hızı*

(Mevsimsellikten Arındırılmış ve Yıllıklandırılmış Yüzde Büyüme)

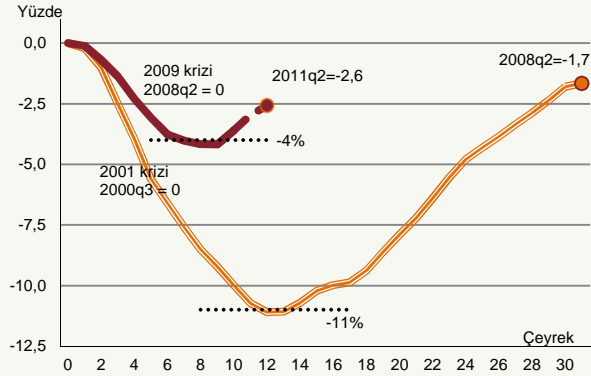


* 2011 ilk çeyrek sonrası TCMB tahminlerine dayanmaktadır. İnce kesikli çizgi örneklem ortalamasını göstermektedir.

Kaynak: TÜİK, TCMB, Demiroğlu (2011).

Grafik 3. 2001 ve 2009 Krizlerinin Sermaye Endeksine Etkisi*

(Endeks Seviyesinin, Ortalama Büyüme Eğiliminden Yüzde Farkı)



* Yatay eksen krizden sonra kaçınıcı çeyrekte bulunduğunu göstermektedir.

2011 rakamları tahmindir. Sermaye payı yüzde 50 varsayılmıştır.

Kaynak: TÜİK, TCMB, Demiroğlu (2011).

Kaynakça:

Cerra, Valerie, ve Sweta Saxena (2008), "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery," *American Economic Review*, 98(1), s 439-57.

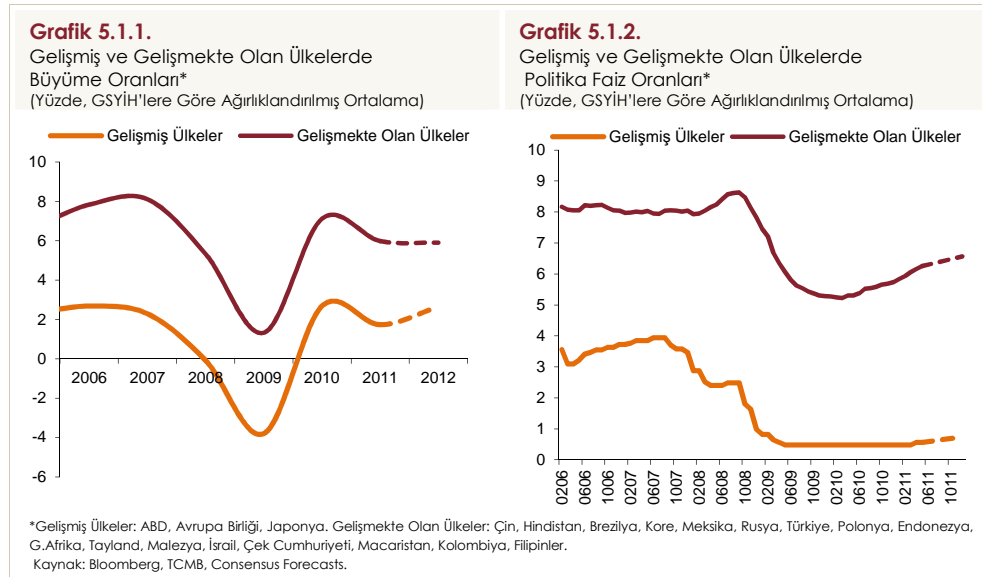
Demiroğlu, Ufuk (2011), "Türkiye'nin Son Krizlerinde Sabit Sermaye Büyümesindeki Kayıplar ve Bu Kayıpların Potansiyel GSYİH'ye Etkisi", TCMB Ekonomi Notu (yayınlanma aşamasında).

Furceri, Davide, ve Annabelle Mourougane (2009), "The Effect Of Financial Crises On Potential Output: New Empirical Evidence From OECD Countries," OECD Economics Department Working Paper No: 669.

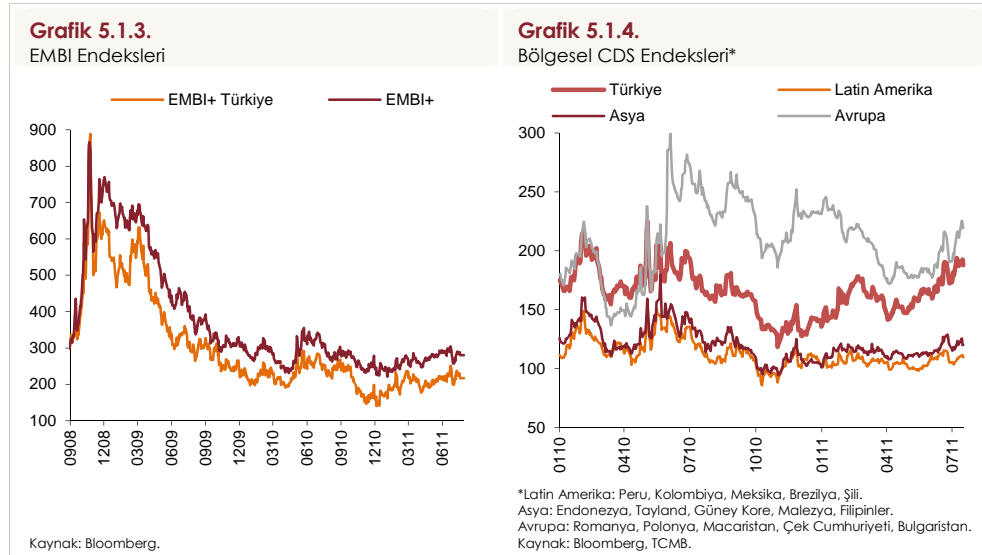
5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

5.1. Finansal Piyasalar

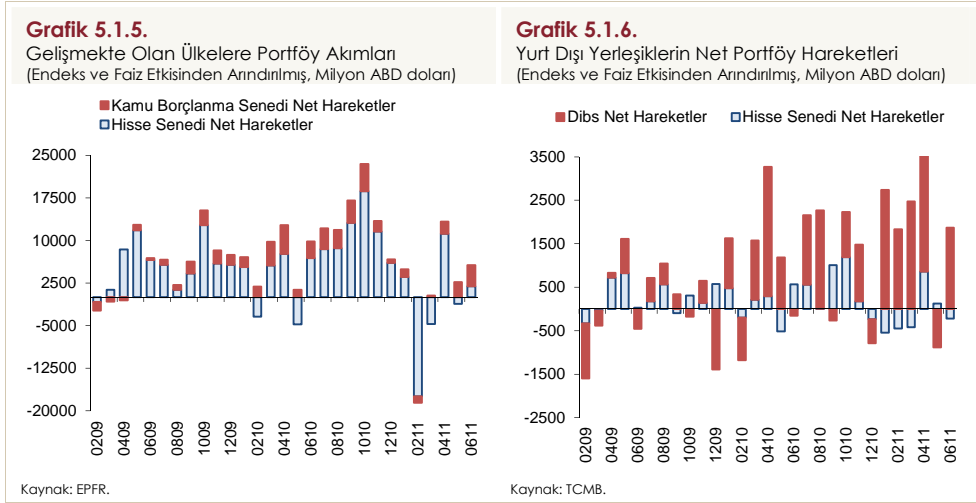
Yılın ikinci çeyreğinde açıklanan veriler küresel ekonomideki toparlanmanın hız kaybederek devam ettiğine işaret etmektedir. Bu dönemde başta Yunanistan olmak üzere euro bölgesindeki kamu borçlarına dair endişelerin yoğunlaşması, yükselen enerji fiyatları ve Japonya'da yaşanan doğal afet ile birlikte küresel ekonomiye dair aşağı yönlü risklerin belirginleşmesine yol açmıştır. Bunun yanı sıra, gelişmiş ekonomilerde istihdam göstergelerindeki iyileşme arzu edilen seviyenin altında kalmaya devam etmektedir. Tüm bunlar, emtia fiyatlarında son dönemde gözlenen gerilemeyle beraber gelişmiş ekonomilerde para politikalarında normalleşme sürecinin ötelenebileceğine dair algılamaları güçlendirmiştir. Gelişmekte olan ekonomilerde ise iç talep kaynaklı büyüme eğilimi korunmaktadır. Gelişmekte olan birçok ülkede, güçlü iç talep ve emtia fiyatlarındaki artışla ortaya çıkan enflasyona dair yukarı yönlü riskleri kontrol altında tutabilmek amacıyla para politikalarında sıkılaştırma süreci devam etmektedir (Grafik 5.1.2). Bu kapsamda, bir yandan kısa vadeli faiz oranları artırılırken, diğer yandan finansal istikrara ilişkin riskleri sınırlamak amacıyla makro riskleri azaltıcı önlemlere başvurulmaktadır. Gelişmiş ekonomilerde faiz artırım beklentilerinin ötelenmesiyle, gelişmekte olan ülke merkez bankalarının önümüzdeki dönemde makro ihtiyati önlemleri kullanmaya devam edecekleri düşünülmektedir.



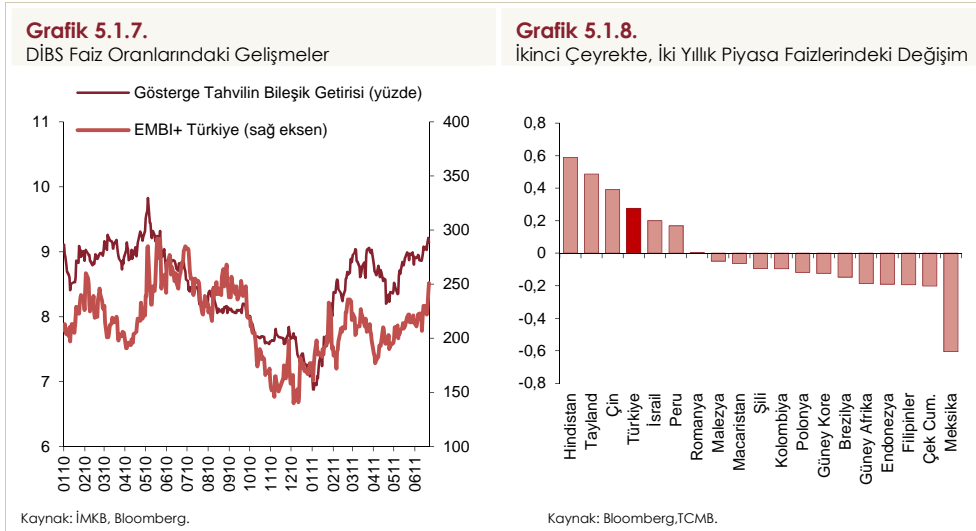
Yılın ikinci çeyreğinde Avrupa'daki ülke borçluluklarına ilişkin endişelerin yoğunlaşması ve küresel ekonomiye dair aşağı yönlü risklerin belirginleşmesi küresel risk algılamalarının bozulma eğilimine girmesine yol açmıştır (Grafik 5.1.3). Bu durum gelişmekte olan ülke risk primlerine de yansımış, bu ülkelerin risk primi göstergelerinde yüksek oranlı artışlar gözlenmiştir. Bu dönemde Türkiye'nin risk primindeki artış gelişmekte olan ülke risk primleri genel eğiliminin üzerinde olmuştur (Grafik 5.1.4). Bu durumun ortaya çıkmasında temel etken Türkiye'nin cari işlemler açığına ve açığın finansman kalitesine dair endişelerin yoğunlaşması olmuştur. Buna ek olarak, Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesinin bir süre ötelenebileceği yönündeki algılamaların da risk primindeki artışa katkıda bulunduğu düşünülmektedir.



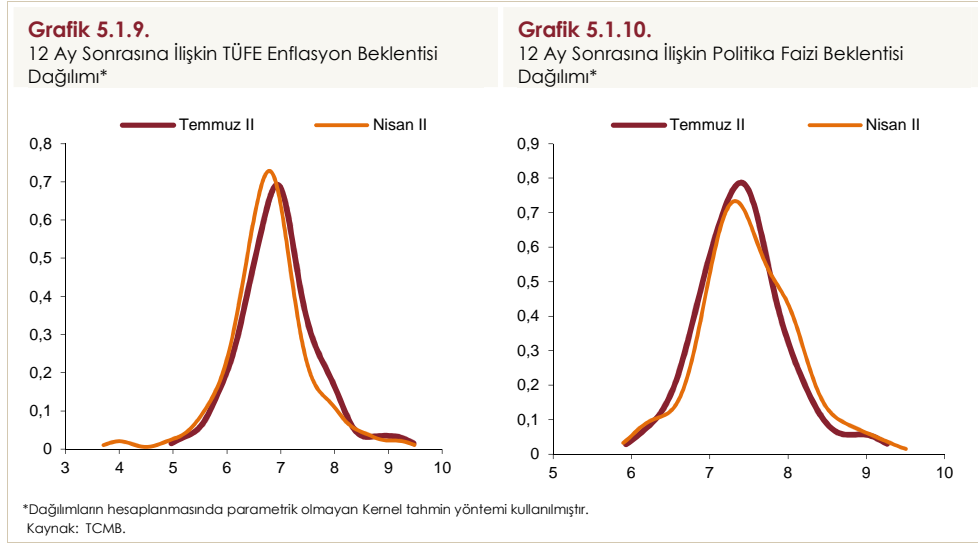
Küresel risk algılamalarındaki olumsuz seyir gelişmekte olan ülkelere portföy biçiminde sermaye girişleri üzerinde de etkili olmuş, bu ülkelere gelen yabancı portföy yatırımları yavaşlama eğilimine girmiştir (Grafik 5.1.5). Benzer bir eğilim Türkiye'de de gözlenmiş, özellikle Mayıs ayı cari işlemler açığının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinin ardından net sermaye girişlerinde yavaşlama gözlenmiştir (Grafik 5.1.6).



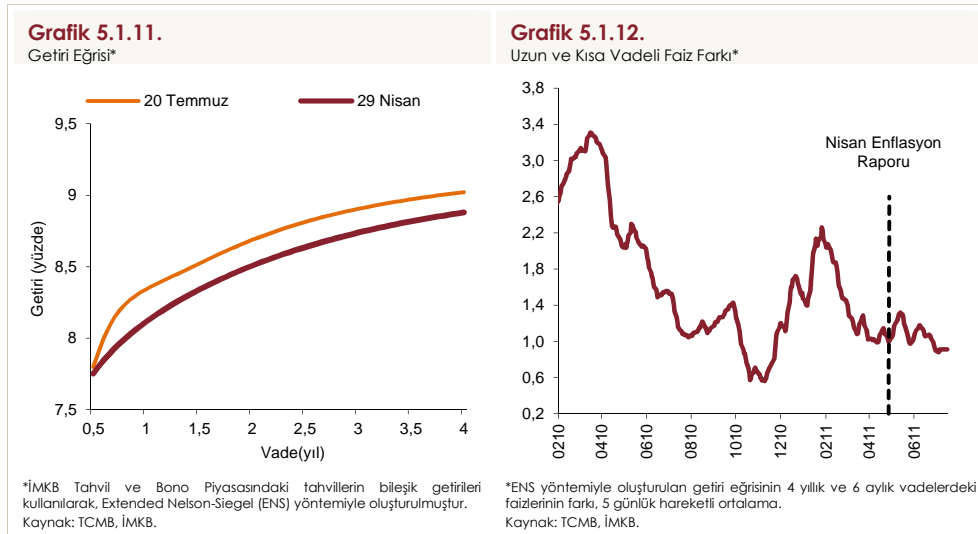
İkinci çeyrekte, küresel risk algılamalarındaki bozulma ve TCMB'nin sıkılaştırıcı yöndeki para politikası uygulamalarının sonucunda piyasa faizleri artış eğilimine girmiş, gösterge tahvilin faizi son bir yılın en yüksek seviyesine çıkmıştır (Grafik 5.1.7). Bu gelişmenin bir sonucu olarak piyasa faizleri gelişmekte olan diğer ülkelerin faizlerine göre bir miktar yükselmiştir (Grafik 5.1.8).



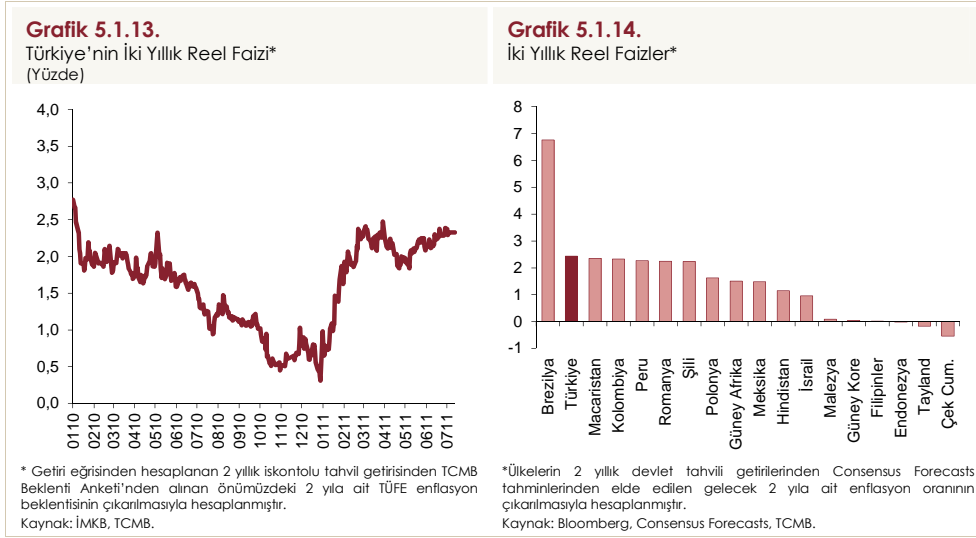
Yılın ikinci çeyreğinde, enflasyon ve politika faizine dair beklentilerin önemli ölçüde değişmediği gözlenmektedir (Grafik 5.1.9 ve Grafik 5.1.10). Bu gözlem, piyasa faizlerinde gözlenen yükselişin temelde parasal sıkılaştırmadan kaynaklandığına işaret etmektedir.



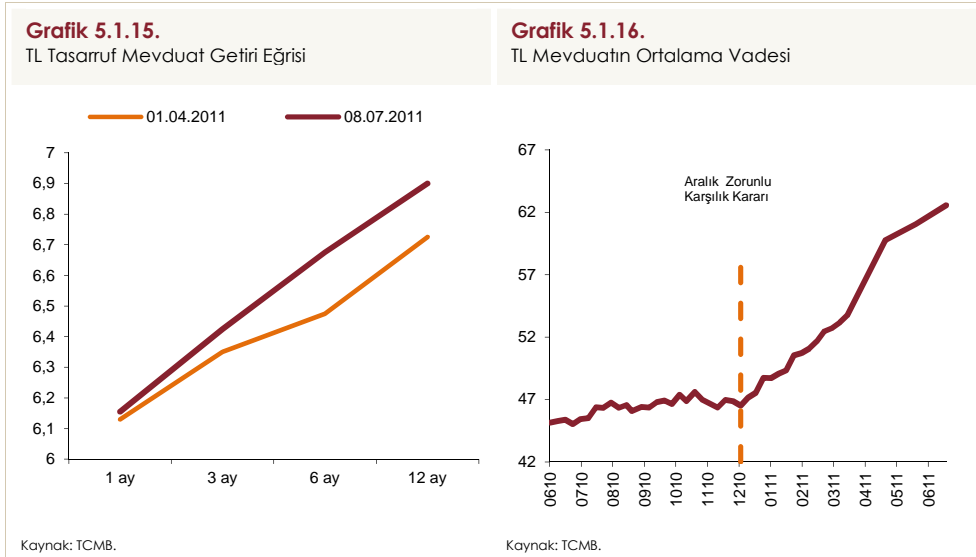
Piyasa faizlerinde tüm vadelerde benzer oranlarda artış kaydedilirken, getiri eğrisinin eğimi önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir değişim göstermemiştir (Grafik 5.1.11 ve Grafik 5.1.12). Bu durum parasal sıkılaştırma ve risk algılamalarındaki bozulmanın tüm vadelerde etkili olduğuna işaret etmektedir.



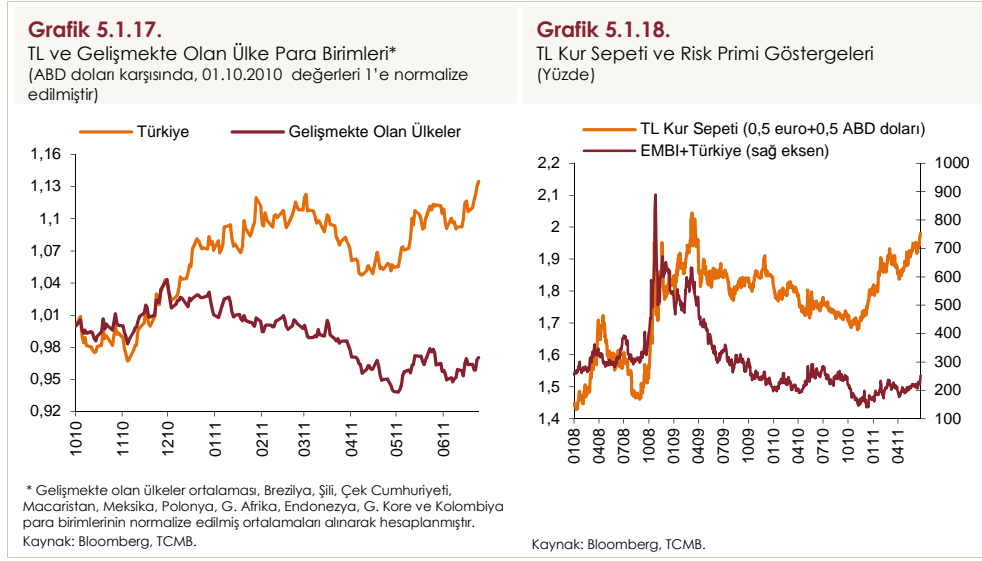
Piyasa faizlerindeki artış son dönemde reel faizlere sınırlı miktarda yansımış olsa da Nisan Enflasyon Raporu dönemi ile kıyaslandığında reel faizlerde önemli bir değişim olmamıştır (Grafik 5.1.13). Türkiye'nin reel faizi, diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 5.1.14).



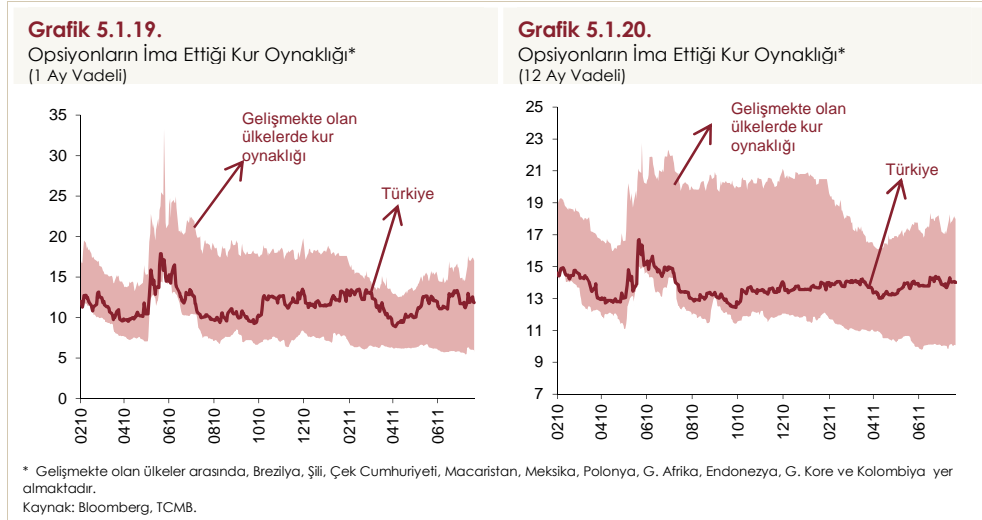
TCMB'nin sıkılaştırıcı yöndeki para politikası uygulamalarının etkileri mevduat faizleri üzerinde de gözlenmektedir. Nitekim, ikinci çeyrekte Türk lirası tasarruf mevduat eğrisindeki dikleşme eğilimi devam etmektedir (Grafik 5.1.15). Buna paralel olarak, Türk lirası cinsi mevduatın ortalama vadesinin de artış eğilimine yılın ikinci çeyreğinde devam ettiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.16).



TCMB'nin yeni para politikası bileşimini uygulamaya koymasıyla başlayan, Türk lirasının gelişmekte olan ülke para birimleri genel seyrinden değer kaybı yönünde ayrışma eğilimi ikinci çeyrekte de sürmüştür (Grafik 5.1.17). Bu gelişmede, TCMB'nin uyguladığı politikaların yanı sıra küresel risk iştahındaki azalışa bağlı olarak risk primindeki bozulma da etkili olmuştur (Grafik 5.1.18).

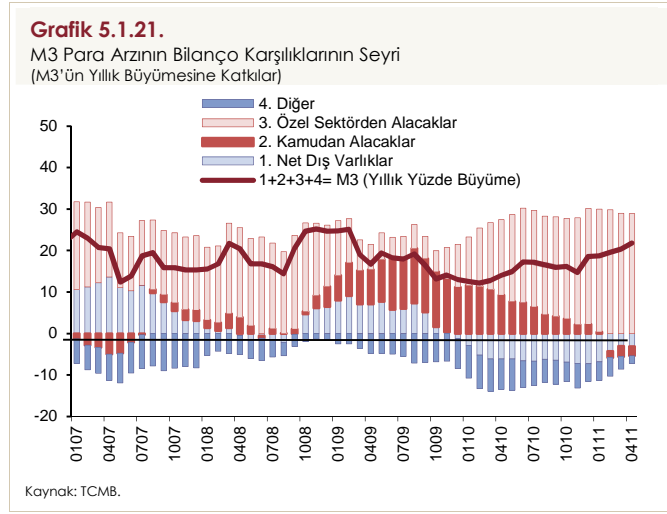


Son dönemde gözlenen değer kaybının yanı sıra TL'nin ima edilen oynaklığı, gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla kısa vadelerde belirgin bir artış göstermiştir (Grafik 5.1.19). Bu durumda uygulamaya konulan politika bileşimi ve risk algılamalarındaki bozulmanın etkili olduğu düşünülmektedir. 12 ay vadeli ima edilen kur oynaklığında ise belirgin bir değişiklik gözlenmemiştir (Grafik 5.1.20).

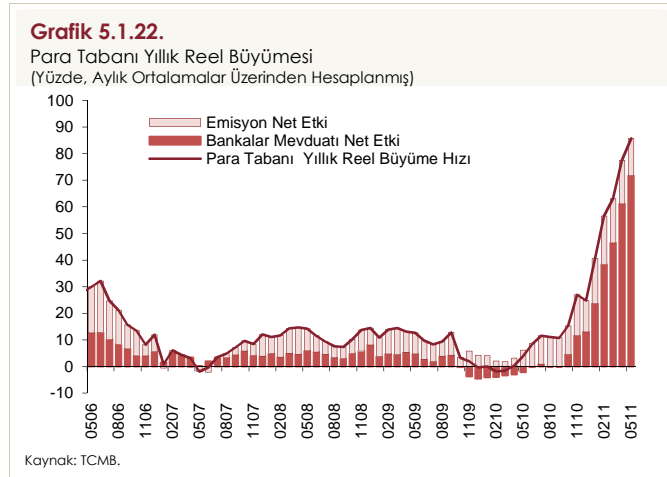


Finansal piyasalarda dalgalı seyir sürerken, iç ve dış konjonktürün etkileri parasal göstergelerde de gözlenmeye başlamıştır. Nitekim, M3 geniş para arzının bilanço karşılıkları incelendiğinde, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finansal kesim dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki güçlü artış eğiliminin sınırlı ölçüde de olsa yavaşladığı dikkat çekmektedir. Buna karşılık, Kamudan Alacaklar kalemi, bankaların, ellerindeki

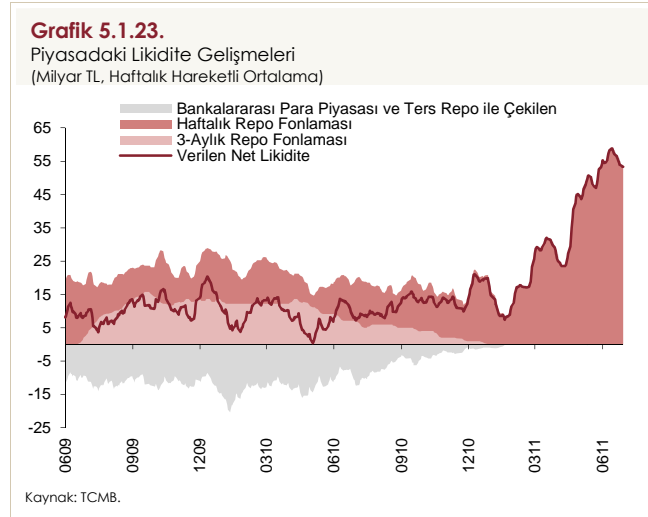
fonları getirisi düşük kamu kağıtları yerine krediye yönlendirmeleri sebebiyle M3 büyümesine negatif katkı vermeye devam etmektedir. Net Dış Varlıklar kaleminin ise, özellikle ticari bankaların yurt dışından kullandıkları kredilerdeki artışa paralel olarak azalışını sürdürdüğü, ancak azalışın önceki döneme göre zayıfladığı görülmektedir. Son olarak, parasal sektörün mevduat dışı fon kaynaklarını gösteren Diğer kaleminin M3 büyümesine verdiği negatif katkı, banka kârlılıklarındaki düşüşün etkisiyle azalış eğilimini korumuştur. (Grafik 5.1.21).



İkinci çeyrekte para tabanında, iktisadi faaliyetteki büyüme kaynaklı reel artış eğilimi korunmuştur. Bu dönemde para tabanındaki genişleme büyük oranda, bankaların TCMB nezdinde zorunlu karşılık olarak tutmakla yükümlü oldukları mevduattaki artıştan kaynaklanmıştır (Grafik 5.1.22). Emisyonun artış hızında ise sınırlı bir yavaşlama gözlenmiştir. Bu durumun, ilk çeyrekte iç talebin desteğiyle güçlü seyrini koruyan iktisadi faaliyetin ikinci çeyrekte yavaşlamaya başlamasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

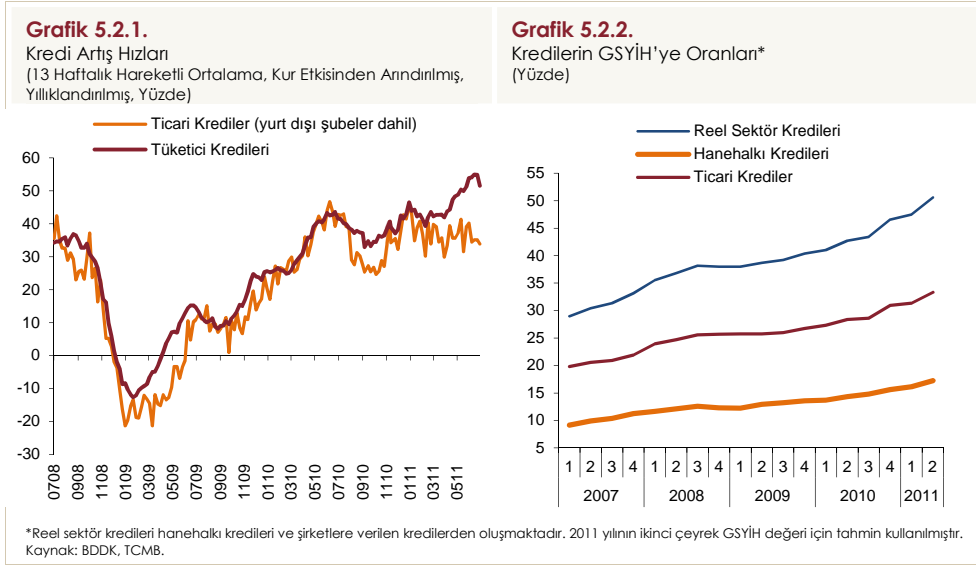


İkinci çeyrekte portföy yatırımı biçiminde yabancı sermaye girişinin yavaşlamasıyla, günlük döviz alım ihaleleri 50 milyon ABD dolarından önce 40, ardından 30 milyon ABD dolarına düşürülmüştür. Temmuz ayının sonlarına doğru ise Avrupa Birliği tarafından kamu borçlarına ilişkin sorunlara çözüm getirmek amacıyla alınan yeni kararların etkilerinin takip edilmesi sürecinde döviz alım ihalelerine ara verilmiştir. Bu dönemde döviz alım ihaleleri vasıtasıyla piyasadaki çekilen döviz miktarı önceki çeyreğe kıyasla sınırlı miktarda azalarak 2,9 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiş, bunun karşılığı olarak piyasaya yaklaşık 4,5 milyar TL likidite sağlanmıştır. Döviz alım ihaleleri bankalararası para piyasasındaki TL likiditesi açığını azaltıcı etkide bulunurken, bankaların zorunlu karşılıklara ayırdıkları tutarın önemli ölçüde artması net likidite açığının önceki çeyreğe kıyasla belirgin biçimde yükselmesine yol açmıştır (Grafik 5.1.23). Ayrıca, bu dönemde, Hazine'nin TCMB nezdindeki ortalama hesap bakiyesi de artarak likidite açığının yükselmesine katkıda bulunmuştur.

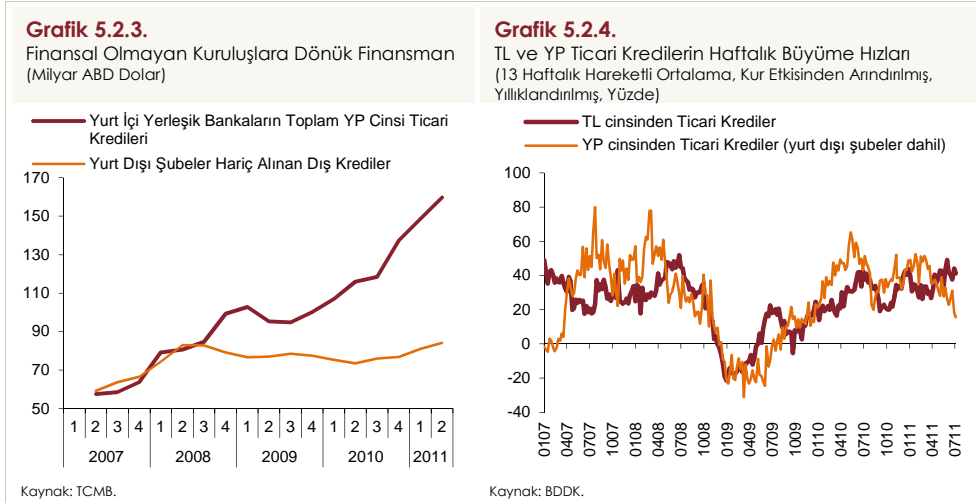


5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Yılın ikinci çeyreğinde yurt içi yerleşik bankaların reel kesime açtıkları kredilerin artış hızında belirgin bir yavaşlama gözlenmezken, kredi alt kalemlerinin artış hızlarındaki ayrışma dikkat çekmektedir (Grafik 5.2.1). Reel kesime açılan kredilerin üçte ikisine yakın bir bölümünü oluşturan ticari krediler bu dönemde yıllıklandırılmış bazda yüzde 31 oranında artmış, tüketici kredilerinde kaydedilen artış oranı ise yüzde 51 olmuştur. Reel kesime açılan toplam kredilerin artış oranı ise yıllıklandırılmış bazda yüzde 37 olarak gerçekleşmiştir. Kredilerdeki hızlı büyümenin sürmesiyle, kredilerin milli gelire oranındaki yukarı yönlü eğilim ikinci çeyrekte de korunmuştur (Grafik 5.2.2).



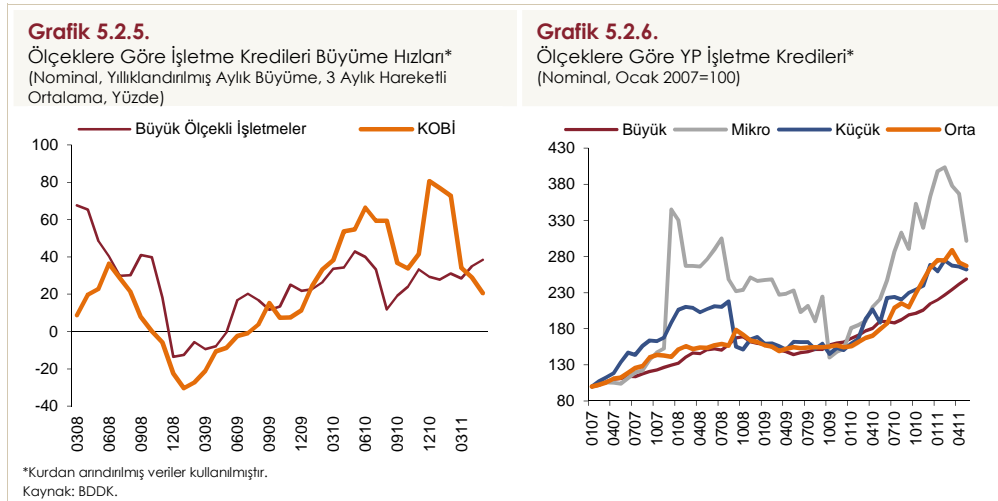
Yurt içi kredilerin yanı sıra, yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlardan sağlanan kredilerde 2010 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren başlayan ılımlı artış eğiliminin korunduğu gözlenmektedir. Nitekim finansal olmayan kuruluşlar için önemli bir fon kaynağı haline gelen söz konusu kredilerdeki artış oranı, Mayıs ayındaki gerilemeye rağmen, ikinci çeyreğin ilk iki ayı itibarıyla yıllıklandırılmış bazda yüzde 26'ya ulaşmıştır (Grafik 5.2.3).



İşletmelere açılan krediler kredinin verildiği para birimi bazında incelendiğinde, TL ve YP cinsi kredilerin artış hızlarının belirgin biçimde ayrıştığı görülmektedir. Bu çerçevede, ilk çeyreğin aksine, ikinci çeyrekte Türk lirası cinsi kredilerde YP cinsi kredilere kıyasla daha yüksek oranda artış kaydedilmiştir (Grafik 5.2.4). Bu durumun ortaya çıkmasında çeşitli unsurların etkili olduğu

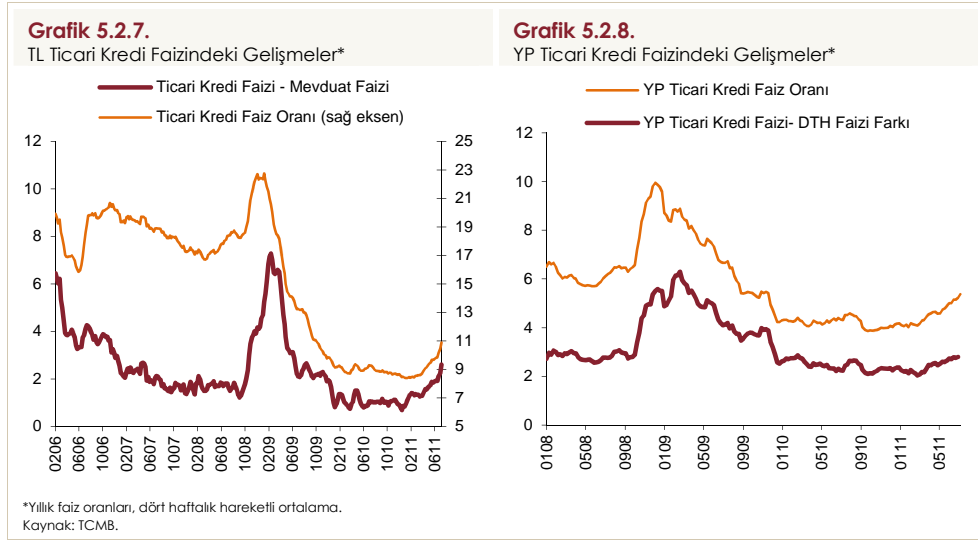
düşünülmektedir. İlk olarak, cari açığındaki artışın işletmelerin kur riskine dair endişelerini yoğunlaştırması; bu durumun işletmeleri, olası kur hareketlerinden kaynaklanabilecek maliyetlerden kaçınabilmek amacıyla Türk lirası cinsi kredilere yöneltmiş olması muhtemeldir. Bunun yanı sıra, vergi barışı uygulamasından faydalanma amaçlı kredi talebi de Türk lirası cinsi kredilerdeki artışa önemli katkıda bulunmuş olabilecek bir etkidir.¹ Son olarak, yılın ikinci çeyreğinde yatırım talebindeki yavaşlamanın, yatırım amacıyla alınan kredilerin büyük oranda YP cinsi olması itibarıyla, YP cinsi kredilerdeki artış kısıtlayıcı etkide bulunduğu düşünülmektedir. Öte yandan, Türk lirası cinsi kredilerdeki artışın YP cinsi kredilere kıyasla daha hızlı olmasında banka tercihlerinin rol oynadığına ilişkin somut bir veri bulunmamaktadır. Zira, bu dönemde bankaların YP cinsi kredilerin finansmanı için başvurdukları yurt dışı kaynaklara erişimlerinde herhangi bir sıkılaşma olmadığı ve TL cinsi ticari kredi faizlerindeki artışın YP cinsi ticari kredi faizlerindeki artıştan daha belirgin olduğu görülmektedir.

İşletme kredileri işletme ölçeği bazında incelendiğinde, kriz sonrası süreçte yüksek oranda artış kaydeden KOBİ kredilerinde ilk çeyreğin son bölümünde başlayan yavaşlama eğiliminin güçlenerek sürdüğü görülmektedir. Bunun sonucunda, uzun bir aranın ardından KOBİ kredilerindeki artış hızı büyük ölçekli işletmelere verilen kredilerin artış hızının altında gerçekleşmiştir. Nitekim YP cinsi kredilerdeki yavaşlama eğiliminin de KOBİ'lere açılan YP cinsi kredilerden kaynaklandığı, büyük ölçekli işletmelere açılan YP cinsi kredilerin artış hızında belirgin bir değişimin olmadığı gözlenmektedir (Grafik 5.2.5 ve Grafik 5.2.6).

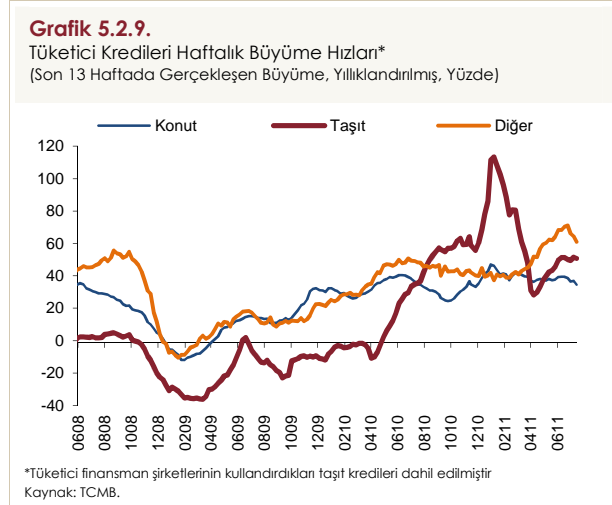


¹ Vergi barışı uygulaması neticesinde 2011 yılı Mayıs ve Haziran aylarında tahsil edilen vergi tutarının 7,9 milyar TL'ye ulaştığı, bu tutarın 5,4 milyar Türk lirasının defaten ödendiği ilgili makamlarca açıklanmıştır. Defaten ödenen miktarın bir bölümünün finansmanı için kredi talep edilmiş olabileceği düşünülmektedir.

Krediler yüksek oranlarda artmaya devam ederken, gerek YP gerekse TL cinsi ticari kredi faizlerinin hızlı bir yükseliş eğilimine girdikleri görülmektedir (Grafik 5.2.7 ve Grafik 5.2.8). Bunun sonucunda, ticari kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkın, bu dönemde zorunlu karşılık oranlarına dair düzenlemelerin getirdiği maliyetlerin de ötesinde miktarlarda arttığı gözlenmektedir. Buna ek olarak, Türk lirası cinsi ticari kredi ile benzer vadelerdeki devlet iç borçlanma senedi faizleri de farklılaşma eğilimine girmiştir. Türk lirası ticari krediler için daha belirgin olmak üzere, faiz marjlarında gözlenen bu artışta, bankaların fon yaratma imkânlarındaki daralmanın ve likidite pozisyonlarındaki bozulmanın etkili olduğu düşünülmektedir.

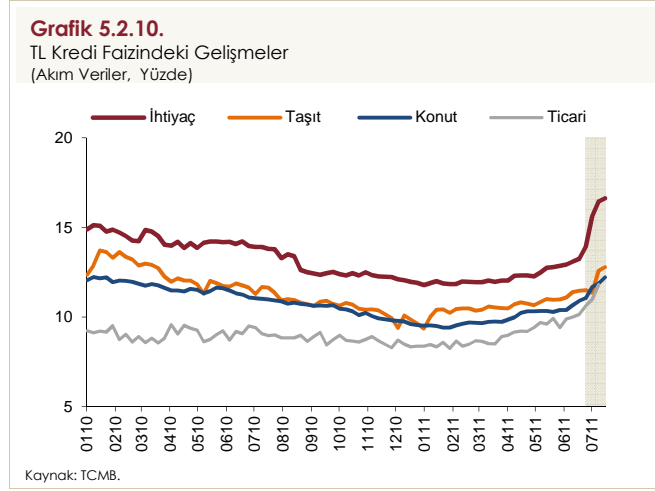


İkinci çeyrekte, tüketici kredilerindeki güçlü büyüme eğilimi korunurken, alt kalemlerin büyüme hızlarındaki farklılaşma dikkat çekmektedir. Tüketici kredilerinin yarısını oluşturan diğer krediler alt kalemi, yıllıklandırılmış bazda yüzde 70 oranında artarak, tüketici kredilerinde bu dönemde kaydedilen artışta belirleyici olmuştur (Grafik 5.2.9). Konut ve taşıt kredilerinde kaydedilen artışlar ise yıllıklandırılmış bazda sırasıyla yüzde 40 ve yüzde 51 olarak gerçekleşmiştir. Tüketici kredileri içerisinde yer almayan ancak niteliği itibarıyla tüketici kredisine yakın bir işleve sahip olan taksitli kredi kartları bakiyesindeki artış oranının ise yıllıklandırılmış bazda yüzde 60'a yaklaştığı görülmektedir.



Kriz sonrası süreçte iç talepteki güçlü seyir devam etmekte, bunun sonucunda istihdam istikrarlı biçimde artarken, tüketici güveni yüksek seviyelerini korumaktadır. Tüm bunlar tüketici kredisi talebini artırarak kredi büyümesini desteklemektedir. Ne var ki, tüketici kredilerinde gözlenen yüksek oranlı artışta sadece talep yönlü değil, arz yönlü unsurlar da etkili olmaktadır. Nitekim, faiz esnekliği en düşük, kredi standart ve koşullarına duyarlılığı ise en yüksek olduğu düşünülen diğer krediler alt kaleminin en hızlı büyüyen kredi türü olması, arz yönlü unsurların varlığına işaret eder niteliktedir. Rekabetin yoğunlaştığı ve kredi maliyetlerinin arttığı mevcut konjunktürde, kârlılıklarını korumak isteyen bankaların, kâr marjı yüksek olan diğer kredilerde kredi standart ve koşullarını gevşetme yoluna gittikleri düşünülmektedir. Belirtilmesi gereken bir diğer husus ise vergi barışına ilişkin kredi talebinin bir kısmının diğer krediler vasıtasıyla temin edilmiş olabileceği ihtimalidir. Nitekim söz konusu kredilerin stok büyüklüğünün vergi ödemelerinin gerçekleştiği Mayıs ve Haziran aylarında ivmelendiği görülmektedir.

Tüketici kredilerindeki güçlü artış eğilimini sürdürülebilir seviyelerde kontrol altında tutabilmek amacıyla BDDK, 20 Haziran 2011 tarihinde konut ve taşıt kredisi dışında kalan tüketici kredilerine yönelik olarak uygulanan genel karşılıklar ve sermaye yeterliliği hesaplamalarında esas alınan risk ağırlıklarında düzenlemeye gitmiştir (Kutu 5.1). Bu tedbirlerin sonucunda ilk çeyrekte yataya yakın bir seyir izleyen tüketici kredisi faizleri, ihtiyaç kredilerinde daha belirgin olmak üzere yerini güçlü bir artış eğilimine bırakmıştır.



İkinci çeyrekte banka varlıkları kredi kaynaklı olarak hızlı biçimde büyümeye devam etmiştir. Yükümlülükler tarafında ise, çekirdek kaynak olan mevduatın payındaki azalış sürerken, mevduatın krediyi karşılama oranının ilk çeyreğe kıyasla arttığı görülmektedir (Tablo 5.2.1). Öte yandan, yurt dışı yerleşiklerden sağlanan kaynakların kredi finansmanındaki önemi korunmaktadır. Ancak, önceki dönemlerden farklı olarak bu dönemde, repo yolu ile sağlanan yabancı kaynak miktarının arttığı gözlenmektedir. Bu dönemde zorunlu karşılıklardaki artışın daha çok Merkez Bankasından sağlanan likidite vasıtasıyla karşılandığı görülmektedir. Bu gelişmelerin neticesinde bankaların kısa vadeli yükümlülüklerinin bilanço büyüklüğüne oranı kayda değer bir artış sergilemiştir.

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

	2011 ilk çeyrek		2011/03 – 2011/05	
	TP	YP	TP	YP
Aktif				
Nakit Değerler+ZK+Merkez Bankasından Alacaklar	16232	692	23502	9183
Bankalardan Alacaklar	892	-461	-2357	1142
Menkul Değerler	-7089	-2208	-909	1969
Krediler	24375	14077	24032	10086
Toplam Aktifler	27723	12024	45109	23689
Pasif				
Mevduat (Katılım Fonu)	5608	6696	11220	3549
Bankalara Borçlar	2306	7460	-4632	14292
Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonlar	6137	2330	31212	6943
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	2598	1443	2455	2203
Toplam Özkaynaklar	827	-355	2701	-106
Toplam Pasifler	19629	20118	42358	26593

Kaynak: BDDK.

Sonuç olarak, yılın ikinci çeyreğinde kredilerin artış hızında kayda değer bir yavaşlama gözlenmemiştir (Grafik 5.2.11). Bu dönemde alınan politika tedbirleri kredi faizleri üzerinde etkili olmakla birlikte, kredi talebinin faiz esnekliğinin düşüklüğü önlemlerin etkinliğini sınırlayıcı bir rol oynamıştır. Yoğun rekabet ortamı da, bankaların, alınan önlemlerin getirdiği likidite ve faiz riskini kredi miktarı yerine

kredi faizlerine yansıtılmalarına yol açmıştır. Bunun yanı sıra, bankaların kredi yaratabilme imkânlarının önemli bir belirleyicisi olan yurt dışı finansmana kolay erişimin devamı, önlemlerin kredi artış hızı üzerindeki etkinliğini sınırlayan bir diğer unsur olmuştur. Bununla birlikte, gerek TCMB'nin aldığı önlemlerin gerekse BDDK'nın almış olduğu tedbirlerin gecikmeli etkilerinin yılın ikinci yarısında belirginleşeceği ve önümüzdeki dönemde kredilerin artış hızında belirgin bir yavaşlama gözleneceği tahmin edilmektedir.

Kutu
5.1

BDDK Düzenlemelerinin Olası Etkileri

Bu kutuda, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından karşılık ve sermaye yeterliliği düzenlemelerinde yapılan son değişikliklerin bankacılık sektörü ve krediler üzerine muhtemel etkileri tartışılmaktadır. BDDK, taşıt ve konut kredileri dışında kalan tüketici kredilerindeki (diğer tüketici kredileri) hızlı genişlemenin borçlulukları hızla artan hane halkı açısından ve bu kredileri veren bankalar açısından yaratabileceği risklere dikkat çekerek, bahse konu kredilere ilişkin olarak uygulanacak karşılık oranlarına ve bankaların sermaye yeterliliklerinin hesaplanmasına yönelik düzenlemelerde değişiklikler gerçekleştirmiştir.² Buna göre 18 Haziran 2011 tarihinden itibaren kullanılacak krediler için geçerli olmak üzere,

- Tüketici kredilerinin toplam kredilere oranı yüzde 20'nin üzerinde olan bankalar ile taşıt ve konut kredisi dışındaki tüketici kredilerine ilişkin tahsili gecikmiş alacaklar oranı yüzde 8'in üzerinde olan bankalar, konut ve taşıt dışındaki tüketici kredilerine ilişkin genel karşılık oranını birinci grupta izlenenler için yüzde 4, ikinci grupta izlenenler için yüzde 8 olarak uygulayacaktır.
- Sermaye yeterliliği hesaplamasında daha önce vade farkı gözetilmeden yüzde 100 olarak uygulanan risk ağırlıkları diğer tüketici kredileri için vadelere göre farklılaştırılmıştır. Bu çerçevede diğer tüketici kredilerinden kalan vadesi bir ila iki yıl arasında olanlar için risk ağırlığı yüzde 150, iki yıldan fazla olanlar için ise risk ağırlığı yüzde 200 olarak uygulanacaktır.
- Bu kredilerden sözleşme koşulları ilk ödeme planının uzatılmasına yönelik olarak değiştirilecekler için en az yüzde 10 oranında genel karşılık uygulanacaktır.

Halihazırda, tüketici kredisi kullandıran bankaların büyük bölümü genel karşılık oranına ilişkin düzenleme değişikliğinden etkilenirken, sermaye yeterliliğine dönük düzenleme tüm bankaları etkilemektedir. Mevcut durumda, genel karşılıklara ilişkin değişiklikler, yeni açılan diğer tüketici kredilerinin bilanço net karına marjinal katkısını düşürmektedir. Sermaye yeterliliğiyle ilgili düzenleme değişikliğiye, diğer tüketici kredilerinin uzun vadeli olanlarına dönük olarak asgari sermaye gereksinimini yükseltmekte ve böylelikle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini artırmaktadır.

² BDDK Basın duyuruları 20.06.2011, www.bddk.gov.tr.

Diğer tüketici kredileri için ayrılacak genel karşılıkların artması, banka kârına etkisi bağlamında bu sınıflamada yer alan kredilerin marjinal maliyetlerinin artmasına eşdeğer bir etki yarattığından, ilgili kredilerin faizlerini de yukarı yönlü etkilemesi beklenir. Bankaların artan maliyetleri ne ölçüde faizlere yansıtacağı temelde halihazırdaki kâr marjı, sektördeki rekabet, kredi talebinin faiz esnekliği ve serbest karşılıkların düzeyi tarafından belirlenecektir.

Tarihsel olarak diğer tüketici kredilerine uygulanan faiz oranları, konut ve taşıt kredisi faiz oranlarının üzerinde seyretmektedir (Grafik 5.2.10). Diğer tüketici kredileri ile konut ve taşıt kredileri arasındaki bu faiz farkının, söz konusu kredi türlerinin kredi riskleri arasındaki farklarla açıklanmasının zor olduğu düşünülmektedir. Nitekim, kredi türleri için tahsili gecikmiş alacaklar oranı ve temerrüt halinde kayıp oranları karşılaştırıldığında, bu değerler arasında faiz farklarının tamamını açıklayacak ölçüde bir ayrışmanın olmadığı görülmektedir. Bu durum, diğer tüketici kredilerinde kâr marjlarının görece yüksek olduğunu gösterirken, bankaların söz konusu kredi türünde daha yüksek bir pazar gücüne sahip oldukları savını destekler niteliktedir. Kâr marjlarının görece yüksek olması, bankaların yeni düzenlemeyle ortaya çıkan maliyet artışlarının tamamını faiz oranlarına yansıtmak zorunda kalmayabileceği anlamına gelmektedir. Bu durumda, diğer tüketici kredileri faizlerinin artan maliyetlerden ne ölçüde etkileneceğinde kredi talebinin faiz esnekliği de önemli olacaktır.

Konut ve taşıt kredileri dışında kalan tüketici kredilerine dönük talebin faiz esnekliğinin diğer kredi türlerine göre daha düşük olduğu sektör temsilcileri tarafından paylaşılan bir görüştür.³ Sektör temsilcileri diğer tüketici kredilerinde, faizden ziyade kredinin müşteri açısından geri ödenebilirliğini belirleyen faktörlerin daha etkili olduğunu düşünmektedirler. Arz tarafında, bu faktörlerin başında vade koşulları gelmektedir. Vade koşulları dönemler arası gelir ikamesi için bağlayıcı bir nitelik arz eden likidite kısıtının derecesini belirlemektedir. Diğer tüketici kredilerinin düşük miktarda olması ve tüm tüketici kredilerinde olduğu gibi oldukça uzun vadeler için borçlanılabilmesi, faiz artışlarının kredi taksit miktarları, başka bir ifadeyle kredinin geri ödenebilirliği üzerinden gerçekleşecek etkilerini sınırlamaktadır. Tablo.1 sayısal bir örnekle bu durumu göstermektedir. Tabloda, diğer tüketici kredilerinin önemli bir kısmını temsil eden ihtiyaç kredilerinde yaklaşık ortalama kredi tutarı olan 10000 TL'nin, yine ihtiyaç kredilerinin ortalama vadesi olan 36 ay vadede geri ödendiği temsili bir kredi için aylık geri ödemelerin tutarını göstermektedir. Buna göre, faizlerde düzenlemenin getirdiği maliyetin tamamını telafi edecek 300 baz puanlık bir yükseliş kredinin aylık taksit tutarında 13 TL artışa neden olmaktadır. Taksit tutarındaki bu artış borçlunun ödeme kapasitesi açısından sınırlı bir değişimi ifade etmektedir.

³ Alper, K., Atasoy, H., Kardeşin, R., D. Mufluer- Kurul, (2011), "Bankacılık Kesimi Kredi Davranışı Anketi".

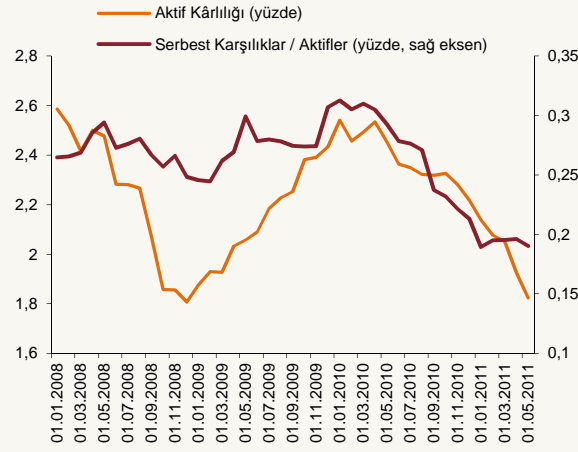
Yukarıda sunulan bilgiler, bankaların BDDK'nın karşılıklara ilişkin yeni düzenlemelerin getirdiği maliyetin tamamını olmasa bile büyük bölümünü diğer tüketici kredisi faizlerine yansıtabileceğine işaret etmektedir.

Tablo 1. Kredi Faizlerindeki Artış ve Kredi Taksitleri

Tutar (TL)	10,000	10,000
Vade (Ay)	36	36
Faiz Oranı (Yüzde)	13.23	16.23
Aylık Faiz Oranı (Yüzde)	1.04	1.26
Aylık Taksit (TL)	334	347

Bankaların, genel karşılıkların haricinde, ileride muhtemel riskler için genel olarak ve herhangi bir işlemle doğrudan ilgili olmaksızın ayırdıkları serbest karşılıklar genel karşılıklarda yapılan artışın etkisini sınırlayan bir rol oynayabilir. Bankalar kanuni bir zorunluk olmadan tuttıkları serbest karşılıkları, diğer tüketici kredileri için ayırmak durumunda kalacakları karşılıklar için kullanmak suretiyle, artan genel karşılık oranlarının kârlılık üzerindeki etkilerini belli ölçüde sınırlayabilirler. Nitekim, bankaların geçmişte kârlılıklarının düştüğü dönemlerde serbest karşılıklarını azalttıkları görülmektedir (Grafik 1).

Grafik 1. Kârlılık ve Serbest Karşılıklar (Yüzde)



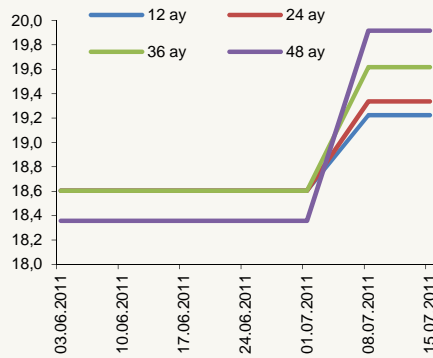
Kaynak: TCMB.

Sermaye yeterliliğine dönük olarak yapılan düzenleme değişikliği de, mahiyeti itibarıyla taşıt ve konut dışı tüketici kredilerinin büyüme hızı üzerinde sınırlayıcı bir rol oynama potansiyeline sahiptir. Düzenlemeyle belirlenen yeni risk ağırlıkları çerçevesinde, açılan her bir birimlik diğer tüketici kredisi için, kredinin vadesine

bağlı olmak üzere, eski düzenlemeye kıyasla 1,5 veya 2 kat daha fazla öz sermaye tutmak gerekmektedir. Öz sermayenin diğer banka yükümlülüklerine kıyasla daha maliyetli olması ve/veya öz sermayeyi artırmanın diğer fon kaynaklarını artırmaya göre daha zor olması, düzenlemeye konu tüketici kredilerinin faizlerinin bu maliyetlerle orantılı olacak şekilde daha yüksek olmasını gerektirecektir. Ne var ki, bankaların sermaye yeterlilik oranlarının halihazırda yasal oranların oldukça üzerinde bulunması ve yeni risk ağırlıklarının düzenlenmenin yayımlanmasından sonra kullanılacak kredilere uygulanacak olması nedeniyle bu tedbirler bankaları kredi vadeleri hususunda ivedilikle tutum değiştirmeye sevk etmeyebilir.⁴ Ancak, zaman içerisinde diğer tüketici kredileri stoku yenilendikçe düzenlemenin etkileri daha belirgin bir şekilde hissedilmeye başlayacak ve bankaları yeni açılan diğer tüketici kredilerinin ek sermaye gereksiniminden kaynaklanan maliyetleri dikkate almaya zorlayacaktır. Nitekim, mevcut kredi kompozisyonu korunduğu varsayımı altında diğer tüketici kredileri stoku tamamen yenilendiğinde sermaye yeterlilik oranının yaklaşık 1,5 puan gerileyeceği hesaplanmaktadır.

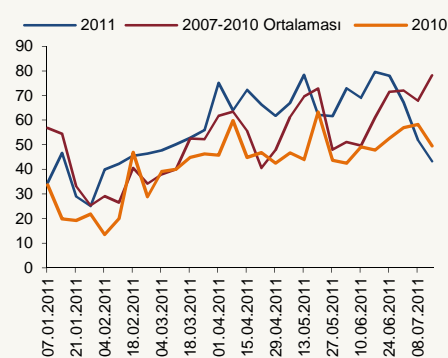
Düzenlemenin çok yakın bir tarihte yapılmış olması, etkileri üzerinde kesin yargılara varılabilesini güçleştirmektedir. Bununla birlikte, ilk veriler yukarıda yer alan analizin öngördüğü biçimde, düzenleme değişikliğinden bu yana bankaların diğer tüketici kredilerinde artan maliyeti büyük ölçüde kredi faizlerine yansıttıklarını (Grafik 2) ve düzenlemeye konu kredi türünde belirgin bir yavaşlamanın olduğunu göstermektedir (Grafik 3).⁵

Grafik 2.
Bankalarca İlan Edilen İhtiyaç Kredisi Faiz Oranları (Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 3.
Diğer Tüketici Kredilerinin Artış Hızı (4 Haftalık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış Yüzde)



Kaynak: TCMB.

⁴ Sermaye yeterlilik oranının yasal oranın üzerinde tutulan kısmının banka için zımnı bir getirisi mevcut ise risk ağırlığına ilişkin düzenlemenin daha kısa sürede etkili olması beklenir.

⁵ Düzenlemenin etkileri hususunda tespit yaparken, vergi barışı uygulamasına ilişkin ödemeler için son ödeme tarihinin Haziran ayı sonu olduğu ve vergi barışına bağlı olarak reel kesimin yapacağı ödemelerin bir kısmı için diğer tüketici kredilerinin kullanılmış olabileceği dikkate alınmalıdır.

Özetle, BDDK'nın finansal istikrara ilişkin riskleri göz önüne alarak karşılıklar ve sermaye yeterliliğinin hesaplanmasına ilişkin düzenlemelerde yaptığı değişikliklerin önümüzdeki dönemde krediler üzerinde etkili olacağı tahmin edilmektedir. Etkinin derecesi kısa vadede büyük ölçüde kredi talebinin faiz esnekliği tarafından belirlenecektir. Zamanla, sermaye yeterliliği hesaplamalarına ilişkin değişikliklerin de daha bağlayıcı bir mahiyet kazanması, dolayısıyla düzenlemelere konu kredilerin hacmi ve vade yapısı üzerinde arz yönünden etkili olması beklenmektedir. İç talep ve ithalatın canlı seyrinde önemli rol oynayan kredilerin yavaşlaması, TCMB'nin uyguladığı politika bileşimini destekleyerek iç ve dış talebin dengelenmesi sürecine katkı sağlayacaktır. Sonuç olarak, BDDK'nın almış olduğu kararların gerek finansal istikrara gerekse makroekonomik istikrara ilişkin risklerin azaltılması bakımından önemli olduğu düşünülmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen kredi notları, ülkelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitelerinin, bir başka deyişle kredi riskliliklerinin bir göstergesidir. Bu çerçevede, kredi notunun yükselmesiyle beraber bir ülkenin daha bol, ucuz ve uzun vadeli dış finansmana ulaşım imkanının artması beklenir. Kredi notunun “yatırım yapılabilir” olarak nitelenen seviyede olması ise, ülkelerin dış finansmana ulaşımında önemli bir eşik niteliğindedir⁶. Zira küresel finansal piyasalarda, yatırım yapılabilir seviye ile bu seviyenin altındaki kredi notları farklı risk grupları olarak algılanmakta ve değerlendirilmektedir. Bunun yanı sıra, tabi oldukları yasa ve düzenlemeler, emeklilik ve sigorta fonları gibi birçok uzun vadeli fonun ancak kredi notu yatırım yapılabilir seviyede olan ülkelere yatırım yapabilmesine imkan tanımaktadır.

Türkiye'nin kredi notu, kriz sonrası süreçteki not artırımlarına karşın, yatırım yapılabilir seviyenin altında yer almaktadır. Ancak, küresel kriz sonrası süreçte Türkiye'ye dair risklilik algılamalarındaki iyileşmenin önümüzdeki dönemde kredi notlarına da yansması ve kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesi beklenmektedir. Bu bağlamda, bu kutuda, son yirmi yılda kredi notu yatırım yapılabilir seviyeye çıkan ve makul bir süre bu seviyede kalan gelişmekte olan ülkelere ait seçilmiş finansal ve makro değişkenlerin, not artırımının öncesi ve sonrasındaki eğilimlerine odaklanılmaktadır⁷.

Kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesinin portföy hareketleri üzerinde doğrudan etkide bulunması beklenir. Bu bağlamda, not artırım tarihinin öncesindeki ve sonrasındaki birer yıllık dönemlerde, portföy yatırımı biçimindeki yabancı sermayenin kredi notu artırılan ülkelerdeki ortalama “görelî” değişimi Grafik 1'de gösterilmektedir. Bu noktada, finansal göstergelerde “nominal” değişime değil, referans ülke grubu ortalamasına kıyasla “görelî” değişime odaklanıldığının altı çizilmelidir⁸. Örnek olarak, Grafik 1, notu yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilen ülkelerdeki yabancı portföy hareketlerinin referans ülke grubu ortalamasından ne kadar ayrıştığını göstermektedir. Söz konusu grafikte de görüldüğü gibi, notu artırılan ülkelerdeki yabancı portföy yatırımlarının GSYİH'ya oran cinsinden değişimi, gerek not artışından önce gerekse sonra, referans ülke

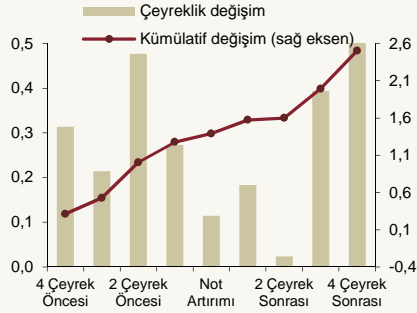
⁶ Önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarından Standard&Poor's ve Fitch'in derecelendirme yöntemine göre BBB- ve üstü, Moody's derecelendirme yöntemine göre ise Baa3 ve üstü kredi notları yatırım yapılabilir seviye olarak değerlendirilmektedir.

⁷ İncelenen vaka sayısı 20'dir. Veri kısıtı, bazı not artırım vakalarının analize dahil edilememesine yol açmıştır.

⁸ Referans ülke grubu incelenen ülkenin bulunduğu coğrafi bölgeye göre seçilmiştir. Buna göre, referans ülke grupları Amerika kıtasındaki, Doğu Avrupa'daki, Asya'daki ve Orta Doğu'daki gelişmekte olan ülkeler şeklindedir. Güney Afrika ve Rusya, Doğu Avrupa grubuna dahil edilmiştir. Referans grup seçiminde GSYİH'nın büyüklüğü, sermaye hareketleri serbestisi ve kur politikası gibi değişkenler de göz önünde bulundurulmuştur.

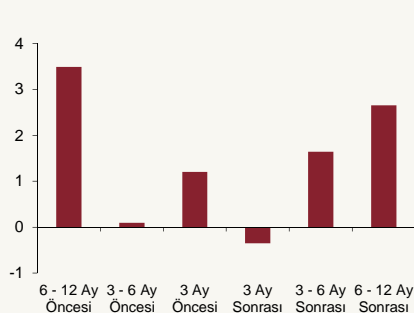
grubunun ortalamasının belirgin biçimde üzerinde gerçekleşmektedir. Döviz kurunda da benzer bir eğilim gözlenmekte, notu artırılan ülkelerin para birimlerinde not artırımını öncesinde gözlenen referans ülke para birimlerine kıyasla "görelî" değer kazanma eğilimi, not artırımını sonrasında da devam etmektedir (Grafik 2).

Grafik 1.
Görelî Portföy Hareketleri
(GSYİH'ya Oranla, Yüzde)



Kaynak: IMF, TCMB hesaplamaları.

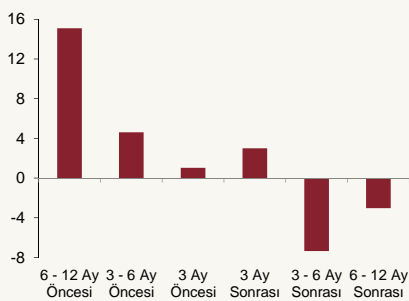
Grafik 2.
Görelî Döviz Kuru Performansı
(Yüzde, ABD Doları Karşısında)



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

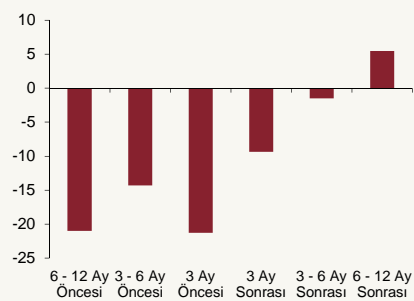
Portföy yatırımı biçimindeki yabancı sermaye hareketlerinde ve kurda gözlenen eğilimle uyumlu olarak, not artırımını öncesi süreçte, notu artırılan ülkelerin borsa endekslerinin de referans grubun belirgin biçimde üzerinde performans gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 3). Benzer bir biçimde, bu ülkelerin finansal piyasalarda fiyatlanan risk primi göstergeleri de görelî olarak aşağı yönlü bir eğilim izlemektedir (Grafik 4). Ne var ki, borsa endeksinde ve risk priminde not artırımını öncesi gözlenen olumlu görünümün, not artırımının ardından ortadan kalktığı ve bu değişkenlerin genel eğilimle uyumlu bir seyir izlemeye başladığı dikkat çekmektedir. Bir başka deyişle, not artırımlarının borsa endeksleri ve risk primi göstergeleri üzerindeki etkisi asıl olarak not artırımını öncesinde gözlenmektedir.

Grafik 3.
Görelî Borsa Endeksi Performansı
(Yüzde)



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

Grafik 4.
Görelî Tahvil Endeksi Performansı
(Baz Puan)

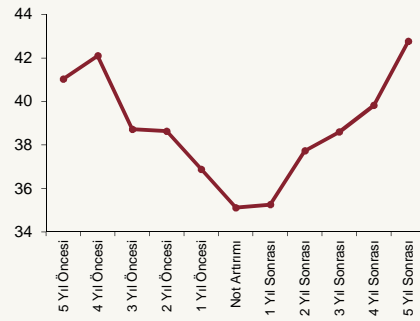


Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

Kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesinin etkilerinin finansal değişkenler üzerinde olduğu gibi, makro iktisadi değişkenler üzerinde de gözlenmesi beklenir. Makro iktisadi değişkenler üzerindeki etkilerin bütünlüklü bir biçimde gözlenebilmesi için daha uzun bir zaman aralığı incelemeye dahil edilmelidir. Bu çerçevede, not artırımı öncesinde ve sonrasında ülkelerin seçilmiş makro iktisadi değişkenlerinde gözlenen eğilimler beşer yıllık bir perspektif ile incelenmiştir.

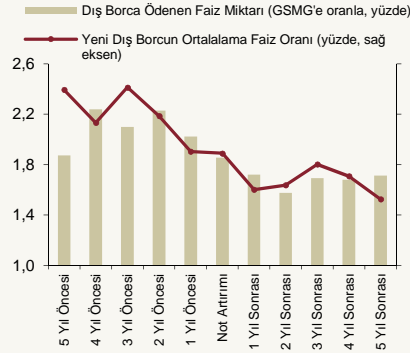
Not artırımı daha geniş küresel sermaye havuzuna ulaşımı mümkün kılarak ve ülke riskliliğine dair algılamalarda iyileşme sağlayarak kamu ve özel sektörün düşük maliyetli ve uzun vadeli dış finansmana erişimini de kolaylaştırmaktadır. Bunun bir yansıması olarak, not artırımı öncesinde ağırlıklı olarak kamu borcu kaynaklı olmak üzere azalma eğiliminde olan toplam dış borcun, belirgin bir artış eğilimine girdiği gözlenmektedir (Grafik 5). Bu dönemde dış borçtaki artış eğilimi, büyük ölçüde özel sektör kaynaklı olmaktadır. Not artırımı sonrasında dış borç artarken, dış borca ödenen faiz ise azalmaktadır (Grafik 6).

Grafik 5.
Toplam Dış Borç
(GSYİH'ya oranla, yüzde)



Kaynak: Dünya Bankası, Datastream, TCMB Hesaplamaları.

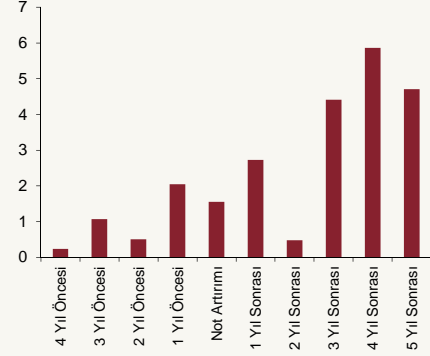
Grafik 6.
Dış Borca Ödenen Faiz
(GSMG'ye oranla, yüzde)



Kaynak: Dünya Bankası, Datastream, TCMB Hesaplamaları.

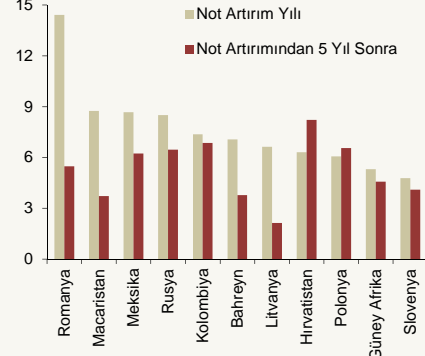
Düşük maliyetli dış finansmana ulaşımın kolaylaşması yurt içi kredi piyasasına da yansımaktadır. Bunun sonucunda, ülkelerin yatırım yapılabilir kredi notu seviyesine sahip olmasıyla birlikte, yurt içinde özel sektöre açılan krediler ivmelenmektedir (Grafik 7). Kredilerdeki ivmelenmeye kredi faizlerindeki azalış eşlik etmekte, bu durum kredi ve mevduat faiz oranları arasındaki farkın azalmasına yol açmaktadır (Grafik 8).

Grafik 7.
Özel Sektör Yurtiçi Kredi Hacmi Değişimi
(GSYİH'ya Oranla, Yüzde)



Kaynak: Dünya Bankası, Datastream, TCMB Hesaplamaları.

Grafik 8.
Kredi ve Mevduat Faiz Oranları Farkı
(Yüzde)

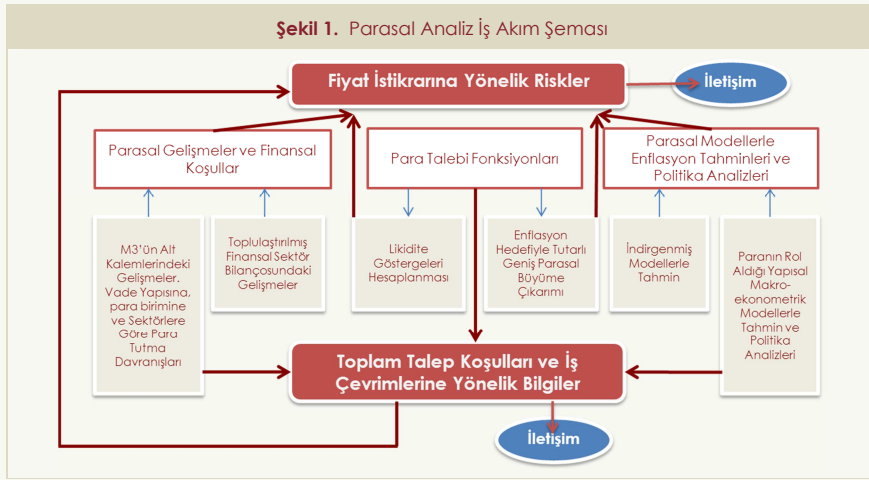


Kaynak: Dünya Bankası, Datastream, TCMB Hesaplamaları.

Özetle, kredi notu yatırım yapılabilir seviyeye yükselen ülkelerin dış finansmana erişimlerinin kolaylaştığı görülmektedir. Bunun sonucunda, söz konusu ülkelere portföy ve dış borçlanma biçiminde sermaye girişi gözlenmekte, özel sektör ve kamunun yurt dışından daha düşük maliyetli borçlanması mümkün olmaktadır. Bu durum yurt içi kredi piyasalarına da yansımakta ve özel sektöre açılan yurt içi krediler ivmelenirken, kredi faizleri düşmektedir.

Türkiye açısından değerlendirildiğinde, Türkiye'nin risk priminde son yıllarda gözlenen iyileşmenin özel sektörün dış finansman imkanlarına büyük oranda yansıdığı düşünülmektedir. Buna karşın, önümüzdeki dönemde Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesi, düşük maliyetli ve uzun vadeli dış finansmana ulaşımı daha da kolaylaştırabilecektir. Bu durum, Türkiye ekonomisinin daha sağlıklı ve şoklara karşı daha esnek hale gelmesine katkıda bulunabilecektir. Ne var ki, mevcut konjonktür göz önüne alındığında, dış finansmana erişimin daha kolay ve düşük maliyetli hale gelmesi, uzun vadede finansal sektörün, firmaların ve hanehalkının bilanço yapıları üzerinde risk oluşturabilme potansiyeli taşımaktadır. Bu riskleri kontrol altında tutabilmek amacıyla, önümüzdeki dönemde makro ihtiyati tedbirlerin öneminin daha da artacağı düşünülmektedir.

Bilindiği üzere TCMB 2006 yılı başından itibaren, para politikası uygulamalarını açık enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde sürdürmektedir. Bu uygulama kapsamında parasal büyüklükler, politika kararlarının belirlenmesinde doğrudan bir role sahip olmamakla birlikte, muhtemel enflasyon ve iktisadi faaliyet gelişmeleri ile finansal sektörün istikrarına yönelik risklere ilişkin görünüm arz etmesi nedeniyle yakından izlenmesi gereken değişkenler arasında yer almaktadır.



Bu doğrultuda parasal analizle ilgili olarak TCMB bünyesinde yapılan çalışmalar üç ana başlıkta yürütülmektedir (Şekil 1). İlk ana başlık altında parasal dinamikler Avrupa Merkez Bankası tanımlarıyla uyumlu geniş para arzı tanımı olan M3'ün alt kalemleri ve parasal sektörün toplulaştırılmış bilançosu bağlamında incelenmektedir. Detaylandırmak gerekirse, M3'ün alt kalemleri arasında yer alan ve daha çok işlem güdüsüyle tutulan dolaşımdaki para ve vadesiz mevduatlar toplam talep koşulları ve bankacılık sisteminin likiditesi hakkında bilgi içeriğine sahiptir. Vadeli mevduat alt kalemi ise, iktisadi faaliyetin yanı sıra portföy hareketleri ve finansal koşullarla da ilişkilendirilebildiğinden, ekonomik birimlerin risk algılaması ve finansal piyasalardaki gelişmelerin anlaşılmasına katkıda bulunmaktadır. Diğer yandan vadeli ve vadesiz yabancı para mevduatı alt kalemlerinde gözlenen eğilimlerin yönü, TL yatırım araçlarına duyulan güvenin bir göstergesi olmaktadır. Ayrıca kurların seviyesindeki kalıcı hareketler yabancı para cinsinden mevduatları ekonomideki parasallaşmanın önemli bir kaynağı haline getirebilmektedir. Geniş parasal tanımlar içine giren repo ve yatırım fonları ise, temelde para ve sermaye piyasaları arasında geçiş rolü oynadığı için, bu piyasalardaki dinamiklerin izlenmesi bakımından önemli bir bilgi kaynağı olarak görülmektedir.

Alt kalemlerdeki bu bilgilerin yanı sıra, mevduatların vade ve tutulduğu para birimi yapısına göre analiz edilmesi de bankacılık sektörünün bilançosuna ilişkin risklerin takibi açısından önemlidir. Öte yandan sektörlere göre para tutma davranışlarının incelemesi, parasal gelişmeleri sürükleyen iktisadi birimlerin tasarruf ve harcama eğilimleri ve bu eğilimlerin fiyat istikrarı açısından muhtemel etkilerinin anlaşılmasına yönelik bilgiler verebilmektedir.

Diğer yandan Merkez Bankasının da dahil olduğu konsolide bankacılık sistemi bilançosunun toplam yükümlülüklerini gösteren M3 geniş para büyüklüğünün karşılık kalemleri, güncel parasal gelişmeler altında yatan orta ve uzun vadeli dinamikler hakkında önemli bilgiler içerebileceğinden, ilk ana başlığın diğer önemli bir ayağını oluşturmaktadır. Bankacılık sisteminin bilançosuna analitik olarak yaklaşıldığında, geniş paranın karşılık kalemleri özel sektöre açılan krediler, kamu sektöründen net alacaklar, net dış varlıklar ve içinde sermayenin ağırlıklı olduğu diğer kalemler şeklinde özetlenebilmektedir. Fiyat istikrarının sağlandığı normal zamanlarda ağırlıklı olarak özel sektöre açılan kredilerle beslenmesi gereken para arzı genişlemesi, olağanüstü ekonomik şartlarda maliye politikasındaki değişimler, ani sermaye hareketleri gibi nedenlerle para politikasının doğrudan kontrolü dışındaki kamudan alacaklar ve net dış varlıklar kalemlerinden de beslenebilmektedir. Dolayısıyla, toplulaştırılmış bilançonun incelenmesi, parasal genişlemenin kaynağına ilişkin taşıdığı bilgi bakımından politika çözümlerinin üretilmesinde faydalı olabilmektedir.

TCMB bünyesinde yapılmakta olan parasal analizin ikinci ana başlığını istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun tahmini oluşturmaktadır. TCMB bünyesinde bu alanda yapılan çalışmalar, makroekonomik belirsizliklerin para tutma davranışları üzerindeki etkisi dikkate alındığında, M2Y ve Avrupa Merkez Bankası tanımlı M3 gibi geniş parasal büyüklüklerle milli gelir ve faizler arasında istikrarlı bir ilişkinin elde edilebileceğini göstermektedir (Özdemir ve Saygılı, 2010). Para talebi fonksiyonunun istikrarlı bir yapıya sahip olması, parasal büyüme ile enflasyon arasında da istikrarlı bir ilişkinin olabileceğine işaret etmektedir. Diğer yandan para talebinin belirleyicilerinin bilinmesi, ilgili parasal büyüklük kullanılarak hesaplanan gelir dolaşım hızına gelen şokların anlaşılmasına da katkı sağlamaktadır. Bunun yanında para talebi fonksiyonu, para ve mal piyasaları dengedeysen oluşacak denge para miktarının bulunmasında kullanılmaktadır. Dolayısıyla denge para miktarı güncel para stoku miktarlarıyla karşılaştırılarak fiyat açığı, reel para açığı, parasal fazlalık gibi fiyat istikrarına yönelik risklerle ilgili öncü bilgiler içerebilen likidite göstergelerinin hesaplanmasında kullanılabilir. Ayrıca istikrarlı bir

para talebi fonksiyonunun katsayıları, enflasyon hedefi ile uyumlu parasal büyüme oranının miktarının tahmini için de önemlidir. Ancak bu tahminler ekonominin potansiyelde büyümesi, fiyat istikrarının sağlanması gibi bazı varsayımlara dayandığından dolayı, daha çok orta ve uzun vadeye ilişkin bir görünüm sunmaktadır.

Parasal analiz altındaki üçüncü ve son ana başlık, içinde paranın rol aldığı çeşitli modeller kullanılarak yapılan enflasyon tahminlerini ve politika analizlerini kapsamaktadır. Örneğin Khan ve Knight'ın (1981) öncülük ettiği makroekonomik modeller, para ve maliye politikası etkileşimine imkan vermesi nedeniyle Türkiye gibi maliye politikaları kaynaklı süregelen parasal şokların önemli olduğu ülkelerde politika analizleri yapılması açısından fayda arz etmektedir (Özdemir ve Turner, 2008). Ayrıca bu tür modeller fon akımlarına dayandığından sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkisinin anlaşılması için de önemli bir araç olmaktadır. Son olarak parasal büyüklüklerle diğer makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesinde, genel denge modelleri ve ekonometrik modeller de TCMB bünyesinde sıkça kullanılan araçlar arasında yer almaktadır.

Sonuç olarak, TCMB, parasal göstergeleri gerek enflasyona gerekse finansal istikrara yönelik içerdiği bilgi bakımından dikkatle izlemekte ve parasal büyüklüklerden çıkarılan bilgileri iktisadi analizi destekleyici bir olgu olarak değerlendirmektedir.

KAYNAKÇA

- Khan, M.S. ve Knight, M.D., 1981, "Stabilization Programs in Developing Countries: a Formal Framework" IMF Staff Papers, Cilt 28, Sayfa:1-53
- Özdemir, K.A. ve Saygılı, M., 2010, "Economic Uncertainty and Money Demand Stability in Turkey" TCMB Working Paper, Ağustos, No:10/15
- Özdemir, K.A. ve Turner, P., 2008, "A Monetary Disequilibrium Model for Turkey: Investigation of a Disinflationary Fiscal Rule and its Implications for Monetary Policy" Journal of Policy Modeling, Cilt 30, Sayı 2, Mart-Nisan, Sayfa: 349-361

6. Kamu Maliyesi

İktisadi faaliyetteki hızlı toparlanma ve faiz giderlerindeki düşüşler kamu maliyesi dengelerini olumlu yönde etkilemeye devam etmektedir. 2011 yılının ilk yarısı itibarıyla iç talep canlılığına bağlı olarak artan vergi gelirleri ve faiz ödemelerindeki gerileme bütçe performansındaki iyileşmenin temel kaynağını oluştururken, faiz dışı harcamaların artış hızının görece yavaşlaması da kamu maliyesi dengelerine olumlu yönde katkıda bulunmuştur.

Bütçe performansında ortaya çıkan olumlu gelişmede esas olarak özel tüketim talebindeki canlılık neticesinde, ithalde alınan katma değer vergisi başta olmak üzere, dolaylı vergilerde görülen artışların belirleyici olması, kamu maliyesi dengelerindeki iyileşmenin devresel niteliğine işaret etmektedir.¹ Buna ilaveten, 31 Mayıs 2011 tarihi itibarıyla başvuruları sona eren kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması (vergi ve sosyal güvenlik prim affı) yasası kapsamında 2011 yılı için GSYİH'ye oran olarak yaklaşık yüzde 1 düzeyinde ek bütçe geliri sağlanması beklenmektedir. Gerek konjonktürel etkilerle gerekse diğer düzenlemelerle elde edilen ek gelir artışlarının kamu borcunun azaltılmasında kullanılması, iç ve dış talebin dengelenmesine katkıda bulunacaktır. Bunun yanı sıra, mali çerçevenin OVP'de öngörülen kurumsal ve yapısal iyileştirmelerle güçlendirilmesi, mali disiplinin kalıcılığının sağlanması açısından kritik önem taşımaktadır.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

Merkezi yönetim bütçesi 2011 yılının ilk yarısında 2,9 milyar Türk lirası, faiz dışı denge ise 25,3 milyar Türk lirası fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). 2011 yılının ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre bütçe performansında görülen iyileşmede ekonomik canlanmaya paralel olarak vergi gelirlerinin artması ve faiz giderlerindeki azalma belirleyici olmuştur. Buna ilaveten, faiz dışı harcamalardaki artış hızının görece yavaşlaması da bütçe açığındaki azalmaya olumlu katkıda bulunmuştur.

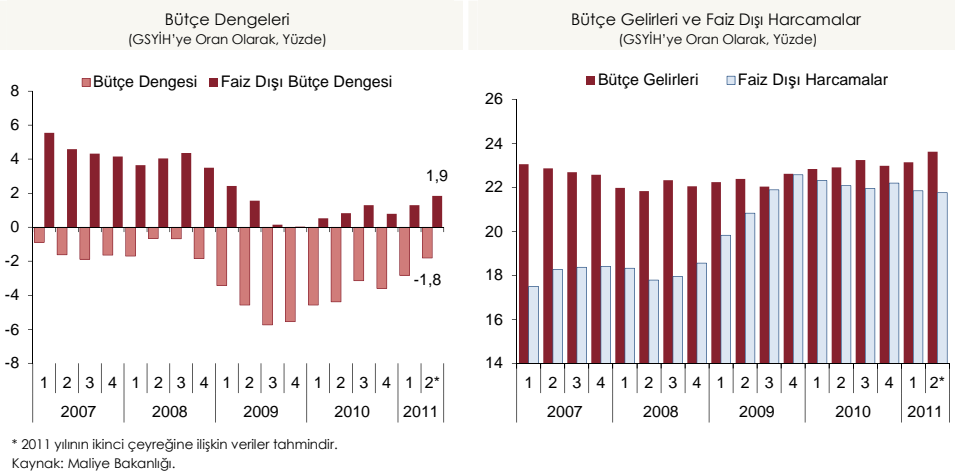
¹ Bakınız Kutu 6.1.

Tablo 6.1.1.Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri
(Milyar TL)

	Ocak-Haziran 2010	Ocak- Haziran 2011	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme / Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	136,5	143,2	4,9	45,8
Faiz Giderleri	27,6	22,4	-18,6	47,2
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	108,9	120,8	10,9	45,6
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	121,1	146,1	20,7	52,4
I. Vergi Gelirleri	98,6	122,7	24,4	52,9
II. Vergi Dışı Gelirler	18,2	18,5	1,3	46,8
Bütçe Dengesi	-15,4	2,9	-	-8,5
Faiz Dışı Denge	12,1	25,3	108,5	181,2

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2010 yılının son çeyreğinde faiz dışı harcamalarda ortaya çıkan hızlı artış sonucunda bir miktar bozulan merkezi yönetim bütçe dengesi ve faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranları, bütçe performansında 2011 yılının ilk yarısı itibarıyla yaşanan olumlu gelişmelerin etkisiyle iyileşme eğilimine girmiştir (Grafik 6.1.1). Merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının, 2011 yılının ilk iki çeyreği itibarıyla vergi gelirlerindeki yüksek performansa bağlı olarak 2010 yılının sonuna göre artış eğilimi sergilediği, merkezi yönetim faiz dışı harcamalarının GSYİH'ye oranının ise, 2011 yılının ilk iki çeyreğinde 2010 yılının sonuna göre sınırlı bir düşüş eğiliminde olduğu gözlenmektedir (Grafik 6.1.1).

Grafik 6.1.1.Merkezi Yönetim Bütçesi
(Yıllıklandırılmış, GSYİH'nin Yüzdesi Olarak)

Merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderleri 2011 yılının ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 10,9 oranında sınırlı bir artış göstermiştir. Faiz dışı harcamalarda görülen artışın sınırlı düzeyde kalmasında faiz dışı harcamalar içinde en önemli paya sahip olan cari transferlerde meydana gelen yüzde 6,1 oranındaki sınırlı artışın etkili olduğu gözlenmektedir. Diğer yandan, faiz dışı harcamalar içindeki bir diğer ana harcama unsuru olan personel giderleri yüzde

16,1 oranında artmıştır. Sermaye giderlerinde gözlenen yüzde 24,6 düzeyindeki artış ise, 2011 yılının ilk yarısında kamu yatırımlarının GSYİH büyümesine olumlu yönde katkı yaptığına işaret etmektedir (Tablo 6.1.2).

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

	Ocak- Haziran 2010	Ocak- Haziran 2011	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	108,9	120,8	10,9	45,6
1. Personel Giderleri	31,7	36,8	16,1	51,0
2. SGK Devlet Primi Giderleri	5,4	6,3	18,4	49,8
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	10,5	12,4	17,8	41,2
a) Savunma-Güvenlik	3,4	3,5	2,7	34,7
b) Sağlık Giderleri	2,5	2,6	4,5	52,0
4. Cari Transferler	51,8	55,0	6,1	47,5
a) Görev Zararları	1,4	0,9	-38,0	17,0
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	28,4	27,2	-4,4	43,5
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	4,6	5,5	19,5	92,2
d) Gelirden Ayrılan Paylar	12,8	14,6	13,8	51,0
5. Sermaye Giderleri	5,5	6,8	24,6	31,4
6. Sermaye Transferleri	1,4	1,7	23,8	40,3

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

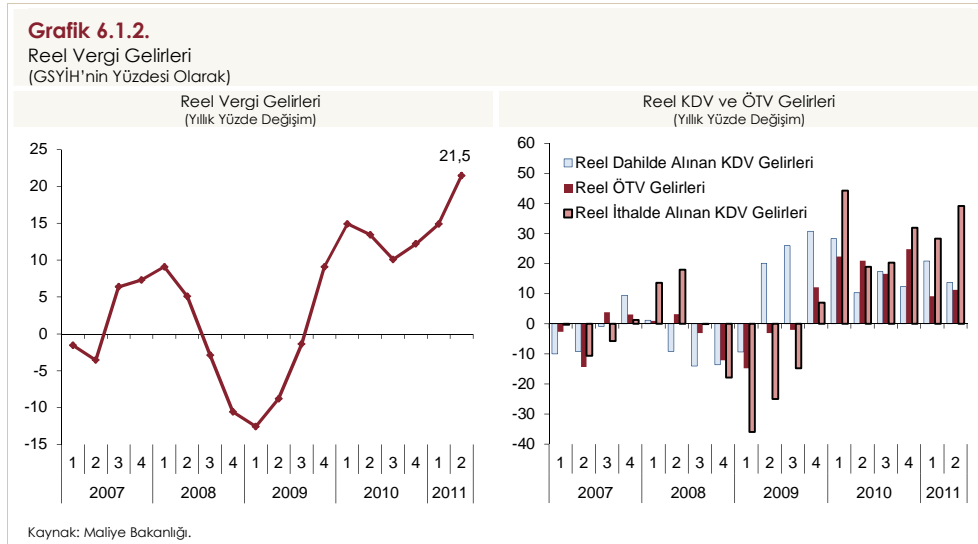
Merkezi yönetim genel bütçe gelirleri 2011 yılının ilk yarısında bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 20,8 oranında artmıştır. Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüzde 24,4 oranında yükselirken, vergi dışı gelirler ise teşebbüs ve mülkiyet gelirleri ile faizler, paylar ve cezalardaki gerilemeye karşın, sermaye gelirlerindeki hızlı artışa bağlı olarak yüzde 1,3 oranında yükselmiştir (Tablo 6.1.3). İthalde alınan katma değer vergisi başta olmak üzere tüketime dayalı vergilerde görülen yüksek oranlı artışlar, tüketim talebinin güçlü olduğuna işaret etmektedir. Buna ilaveten, Şubat ve Mayıs aylarında kurumlar vergisi geçici vergi ödemelerinin yüksek düzeyde gerçekleşmesi de vergi gelirlerindeki artışa katkıda bulunmuştur. Özel tüketim vergisindeki artış oranının görece sınırlı düzeyde kalmasında ise, petrol ve doğalgaz ürünleri ile tütün mamulleri üzerinden alınan ÖTV'nin kısıtlı oranda artması etkili olmuştur.

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

	Ocak- Haziran 2010	Ocak- Haziran 2011	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Genel Bütçe Gelirleri	116,8	141,2	20,8	52,0
I-Vergi Gelirleri	98,6	122,7	24,4	52,9
Gelir Vergisi	19,3	23,2	20,0	48,9
Kurumlar Vergisi	10,1	13,9	37,6	59,9
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	12,3	15,1	23,2	56,4
Özel Tüketim Vergisi	25,6	29,8	16,0	48,7
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	16,5	23,3	41,2	56,7
II-Vergi Dışı Gelirler	18,2	18,5	1,3	46,8
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	6,3	6,0	-5,2	81,9
Faizler, Paylar ve Cezalar	10,1	9,9	-1,9	47,7
Sermaye Gelirleri	0,6	1,8	191,8	18,5

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

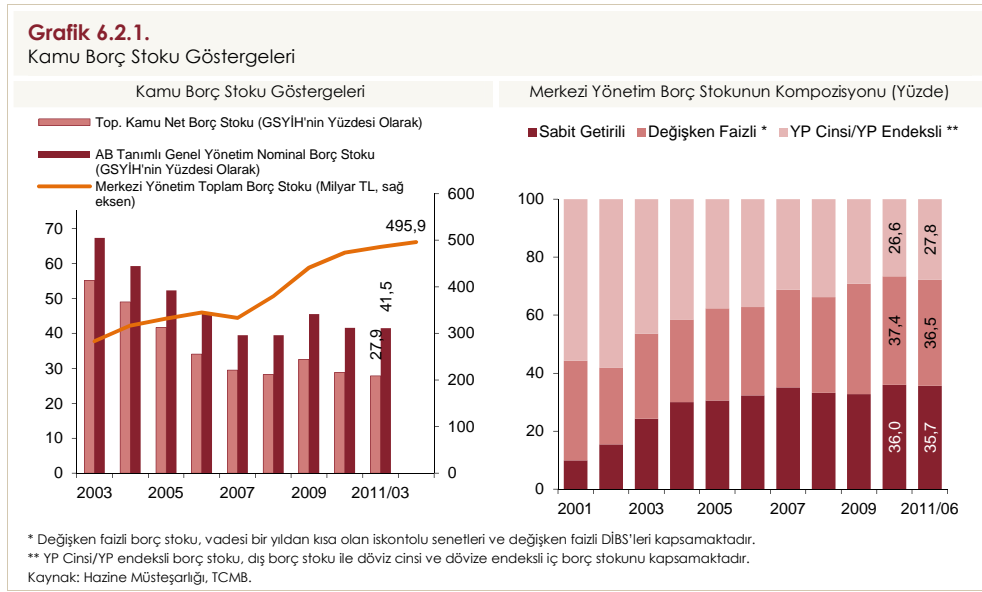
Özel tüketim talebindeki canlanmayla birlikte 2009 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren artış eğilimine giren reel vergi gelirlerinin yıllık artış oranı, 2010 yılının ikinci ve üçüncü çeyreklerinde baz etkisinin zayıflamasıyla birlikte bir miktar yavaşlamış, ancak 2010 yılının son çeyreğinden itibaren tekrar belirgin bir yükselme eğilimine girmiştir (Grafik 6.1.2). 2011 yılının ikinci çeyreğinde reel vergi gelirlerinin artış oranı geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 21,5 olarak gerçekleşmiştir. Vergi gelirleri içinde önemli bir paya sahip olan ÖTV'deki reel artış oranı önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 11,3 olurken, ithalde alınan KDV tahsilatı reel olarak yüzde 39,2 oranında yükselmiştir. Dahilde alınan KDV'deki reel artış oranı ise yine aynı dönemde yüzde 13,7 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.1.2).



6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

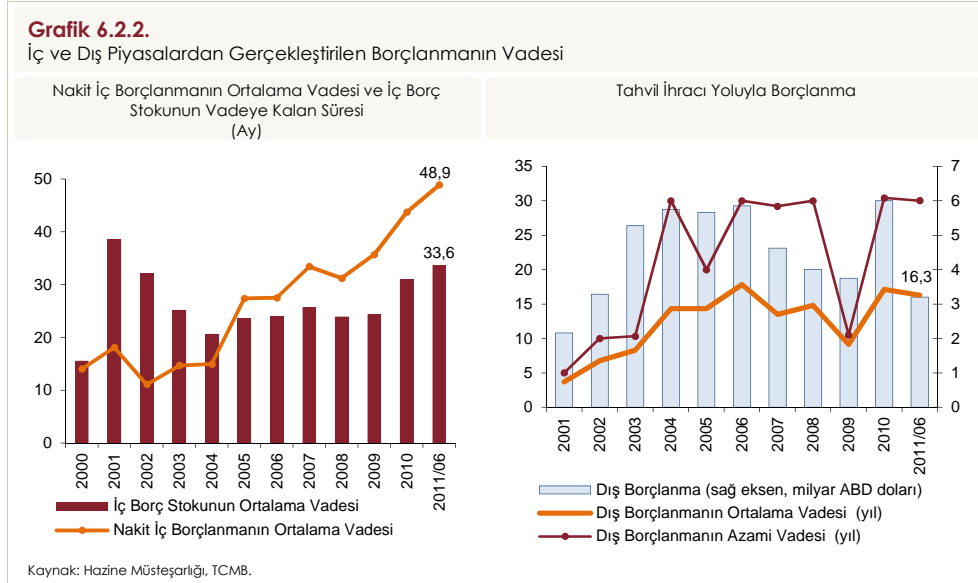
2010 yılında uygulanan basiretli para politikası ile uyumlu maliye ve borç yönetimi politikaları ve 2009 yılının son çeyreğinden itibaren iktisadi faaliyetin öngörülenden daha hızlı toparlanması, kamu maliyesi dengelerini ve dolayısıyla kamu borç stoku göstergelerini iyileştirici yönde etkilemiştir.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

2011 yılının Haziran ayı itibarıyla, merkezi yönetim borç stoku, 2010 yılı sonuna göre yüzde 4,7 oranında artarak 495,9 milyar Türk lirası olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.1). Söz konusu artışta, net iç ve dış borç değişimlerinin sırasıyla 9,6 ve 2,3 milyar Türk lirası artırıci yönde etkisi olmuştur. Diğer yandan, ABD dolarının euro karşısında değer kaybetmesi ve Türk lirası karşısında değer kazanması nedeniyle, parite ve kur değişimlerinin etkisi sırasıyla 3,5 ve 7,2 milyar Türk lirası artırıci yönde olmuştur.



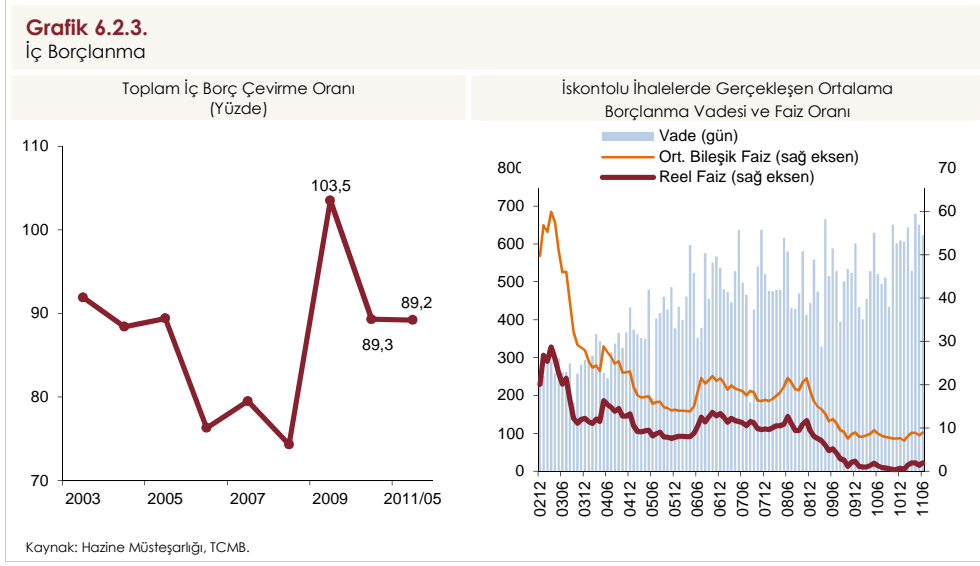
İktisadi faaliyetteki canlanma eğiliminin ve bütçe performansındaki iyileşmenin sürmesiyle, borç oranları 2011 yılının ilk çeyreğinde olumlu bir görünüm sergilemiştir. Toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı 2010 yılı sonuna göre, 0,9 puan azalarak yüzde 27,9'a gerilemiştir. AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı ise, 2010 yılının sonundaki seviyesinde kalmıştır (Grafik 6.2.1).

2011 yılı Hazine finansman programı, geçmiş yıllarda olduğu gibi, Hazine borç stokunun likidite, faiz oranı ve döviz kuruna olan hassasiyetini azaltmaya yönelik bir yaklaşımla hazırlanmıştır. Bu bağlamda, sabit getirili borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payı 2011 yılının Haziran ayı sonu itibarıyla, bir önceki yıla göre bir miktar azalmıştır (Grafik 6.2.1).



Likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan stratejinin, 2011 yılında da devam ettiği gözlenmektedir. Kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı, ilk altı ay itibarıyla yüzde 205,5 düzeyindedir. Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesinin 2010 yılı ortalamasına göre artmasıyla birlikte, toplam iç borç stokunun vadeye kalan süresi 2011 yılı Haziran ayı itibarıyla 33,6 aya çıkmıştır (Grafik 6.2.2). Ayrıca, 2011 yılının ilk altı ayında tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen uzun vadeli dış borçlanmanın tutarı 3,2 milyar ABD doları olup, söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 2010 yılına göre bir miktar azalarak 16,3 yıl olmuştur (Grafik 6.2.2).

2009 yılının başından 2011 yılının başına kadar hızlı bir düşüş eğilimi gösteren iskontolu Hazine bonusu ihalelerinde gerçekleşen ortalama reel faiz oranının seviyesinin, son aylarda bir miktar artmakla birlikte, halen düşük seviyelerde olduğu görülmektedir (Grafik 6.2.3). İç borçlanmanın ortalama vadesindeki belirgin artış ve maliyetinin düşük olması, kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin olumlu görünümü kuvvetlendirmektedir.



İç borç çevirme oranı 2011 yılının ilk beş ayı itibarıyla yüzde 89,2 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.3). Ancak Hazine Müsteşarlığının Temmuz-Eylül 2011 dönemi için açıklamış olduğu iç borçlanma stratejisine göre, bu oranın yılın ilk dokuz ayı sonunda yüzde 83,9'a gerileyeceği öngörülmektedir.

Kutu
6.1Yapısal Bütçe Dengesi ve Mali Duruş²

Maliye politikası, ekonomideki makro ve mikro dengeleri etkilemesinin yanı sıra, ekonomide meydana gelen değişimlerden de etkilenen bir niteliğe sahiptir. Maliye politikasının bu ikinci niteliği, mali performansı değerlendirmede önemli bir gösterge olan bütçe açıklarının incelenmesinde ve mali duruşun ortaya koyulmasında konjonktürel etkileri dikkate alan bir yaklaşımı gerekli kılmaktadır. Bu çerçevede, maliye politikasının döngü karşıtı bir araç olarak kullanılıp kullanılmadığının belirlenmesi için yapısal (devresel hareketlerden arındırılmış) bütçe dengesinin hesaplanması büyük önem arz etmektedir.

Yapısal bütçe dengesi, devresel dalgalanmalara duyarlı olan bütçe unsurlarının gerçekleşen bütçe dengesinden çıkarılması ile elde edilmektedir. Bir başka ifade ile yapısal bütçe dengesi, gerçekleşen milli gelirin potansiyel üretim seviyesine eşit olması durumunda oluşacak olan bütçe dengesidir. Bu kutuda da amaçlanan, yapısal faiz dışı bütçe dengesini (Merkezi Yönetim Bütçesi itibarıyla) hesaplayarak Türkiye'de 2006-2010 döneminde mali duruşu ortaya koymak ve bütçe dengesinin devresel hareketlerden ne ölçüde etkilendiğini belirlemeye çalışmaktır.

Yöntem

Yapısal bütçe dengesinin hesaplanmasına ilişkin olarak OECD, IMF ve ESCB gibi uluslararası kuruluşlar tarafından geliştirilmiş çeşitli yöntemler bulunmaktadır³. OECD yaklaşımının literatürde en yaygın kullanılan yöntem olması nedeniyle bu çalışmada da OECD yöntemi dikkate alınarak yapısal faiz dışı bütçe dengesi hesaplaması yapılmıştır.

Yapısal bütçe dengesinin hesaplanması konusunda yukarıda belirtilen kurumlar tarafından hazırlanan ve kullanılan yöntemler farklılık gösterse de, genel olarak üç aşamalı bir tahmin yöntemi kullanılmaktadır:

² Bu kutu Çebi ve Özlale (2011) çalışmasının sonuçlarına dayanmaktadır (Çebi,C., Ü. Özlale, Türkiye'de Yapısal Bütçe Dengesi ve Mali Duruş", TCMB Çalışma Tebliği No11/11).

³ OECD yaklaşımı için Van den Noord (2000) ile Girouard & André (2005), IMF yaklaşımı için Hagemann (1999) ve Avrupa Merkez Bankası (ESCB) yaklaşımı için de Bouthevillain vd. (2001) incelenebilir.

- 1) Bütçenin harcama ve gelir kısmında devresel hareketlerden etkilenen kalemlerin tespit edilmesi ve vergi gelirlerinin milli gelire olan esnekliklerinin tahmin edilmesi,
- 2) Devresel hareketlerin tanımlanması için potansiyel üretim ve çıktı açığı serilerinin oluşturulması,
- 3) Devresel hareketlerden kaynaklanan ek gelir ve harcama kalemlerinin gerçekleşen bütçe dengesinden çıkartılması.

İlk aşamada, vergi gelirlerinin üretim seviyesine (ya da üretim açığına) olan duyarlılığını ölçen vergi esneklik katsayıları, Türkiye için dört ayrı vergi kategorisinde ayrı ayrı hesaplanmıştır. Bu kalemleri, dolaylı vergiler, ücret üzerinden alınan gelir vergisi, ücret dışı gelir unsurları üzerinden alınan gelir vergisi ve kurumlar vergisi olarak sıralamak mümkündür. Esneklik hesaplamaları yapılırken hem yasal vergi yapısından (vergi tarifesi, vergi oranı vb.) yararlanılmış hem de ekonometrik tahmin yöntemleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda esas olarak OECD yaklaşımı benimsenmiş olmakla birlikte karşılaştırma amaçlı olarak dolaylı vergi esneklik hesaplamalarında ECB yaklaşımından da yararlanılmıştır.

İkinci aşamada potansiyel üretim serisi Hodrick Prescott (HP) düzeltmesi ile elde edilmiş ve buna bağlı olarak da üretim açığı serisi oluşturulmuştur. Son aşamada da yapısal faiz dışı bütçe dengesi aşağıda gösterilen OECD yöntemi kullanılmak suretiyle hesaplanmıştır:

$$b^* = \left[\left(\sum_{i=1}^4 T_i^* \right) - G + X \right] / Y^*$$

$$T_i^* = T_i (Y^* / Y)^{\varepsilon_{t,y}}$$

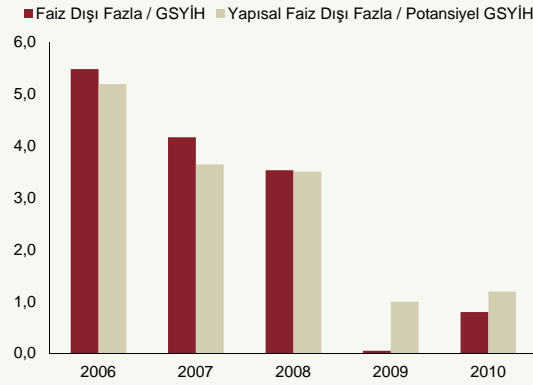
b^* yapısal bütçe dengesinin potansiyel GSYİH içindeki payını, T_i^* devresel hareketlerden arındırılmış vergi gelirlerini (i gelir türü), Y^* potansiyel üretim seviyesini, Y üretim seviyesini, $\varepsilon_{t,y}$ vergi gelirlerinin üretim açığına olan esnekliğini, G ve X ise sırasıyla faiz dışı harcamalar ile vergi dışı gelir kalemlerini temsil etmektedir.

Bulgular ve Değerlendirme: Yapısal Faiz Dışı Bütçe Dengesi ve Mali Duruş

Yapısal bütçe dengesi hesaplamalarında, dolaylı vergi esnekliği 0,94, ücret üzerinden alınan gelir vergisi esnekliği 1,5, kurumlar vergisi ve ücret dışı gelir unsurları üzerinden alınan gelir vergisi esnekliği de 1,2 olarak dikkate alınmıştır. Her bir vergi kaleminin toplam vergi gelirleri içindeki payı dikkate alınarak hesaplanan ağırlıklandırılmış vergi esneklik katsayısı ise 2009 yılı için 1,07 bulunmuştur. Tablo 1 ve Grafik 1, Türkiye'de 2006-2010 dönemi için bu esneklikler kullanılarak hesaplanan yapısal ve devresel faiz dışı bütçe dengesinin gelişimini ortaya koymaktadır.

Tablo 1. Yapısal ve Devresel Faiz Dışı Bütçe Dengesi
(Potansiyel GSYİH'ye Oran, Yüzde)

	Faiz Dışı Bütçe	Yapısal Bütçe	Devresel Bütçe
2006	5,5	5,2	0,3
2007	4,2	3,6	0,5
2008	3,5	3,5	0,0
2009	0,1	1,0	-0,9
2010	0,8	1,2	-0,4

Grafik 1: Faiz Dışı Bütçe Fazlası ve Yapısal Faiz Dışı Bütçe Fazlası
(Oran, Yüzde)

Yapısal bütçe dengesindeki değişim ile ölçülen mali duruşun ortaya koyulabilmesi ekonominin içinde bulunduğu durumun tespitini gerekli kılmaktadır. Ekonominin daraldığı (genişlediği) bir dönemde genişletici (daraltıcı) bir maliye politikasının uygulanması devresel hareketlerle ters yönlü bir maliye politikasının varlığına işaret etmektedir. Öte yandan, ekonominin daraldığı (genişlediği) bir dönemde daraltıcı (genişletici) bir maliye politikasının uygulanması ise devresel hareketlerle aynı yönlü bir maliye politikasının uygulandığını göstermektedir. Ekonominin daralma içinde olduğu 2009 yılında genişletici bir maliye politikasının uygulanması 2009 yılında devresel hareketlerle ters yönlü bir maliye politikasının uygulandığını göstermektedir. Bir başka ifade ile, 2009 yılında maliye otoritesinin, küresel krizin de etkisiyle ekonomik istikrarı ön plana çıkardığı görülmektedir.

Sonuç olarak, yapısal bütçe dengesine dair yapılan tahminler küresel kriz öncesinde sağlanan mali alanın krizi takiben büyük ölçüde kullanıldığına işaret etmektedir (Tablo 1, Grafik 1). Öte yandan, 2010 yılında maliye politikasında sınırlı bir sıkılaşıma olduğu görülmektedir. 2011 yılının ilk yarısına dair bütçe verileri ise mali duruşun daha da sıkılaşacağına ve TCMB'nin uyguladığı politikaları destekleyerek makroekonomik istikrara katkıda bulunacağına işaret etmektedir.

7. Orta Vadeli Öngörüler

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

7.1. Son Dönemde Alınan Para Politikası Kararları

TCMB, fiyat istikrarına ve finansal istikrara ilişkin risklerin azaltılmasını sağlamak amacıyla, küresel ve yurt içi konjonktürün gereklerine uygun olarak, 2010 yılının Kasım ayından bu yana düşük düzeyde politika faizi, geniş faiz koridoru ve yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan bir politika bileşimi uygulamaktadır.

Yılın ikinci çeyreğinde ithalat fiyatlarındaki birikimli artışların gecikmeli yansımaları neticesinde temel (çekirdek) enflasyon göstergelerinde öngörüler doğrultusunda kademeli bir yükseliş gözlenmiştir. Kurul, söz konusu yükselişin genel fiyatlama davranışlarındaki bir bozulmadan ziyade dış ticarete konu olan malların görelî fiyat değişimlerinden kaynaklandığını, dolayısıyla ikincil etkilerin henüz gözlenmediğini belirtmiştir. Bu çerçevede, iktisadi faaliyetteki yavaşlama ve küresel ekonomideki belirsizlikler de göz önüne alınarak Nisan Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bu yana politika faizi ve Türk lirası yükümlülükler için zorunlu karşılıklar değiştirilmemiştir. Ayrıca, Temmuz ayı toplantısında Kurul, küresel risklere yaptığı vurguyu güçlendirerek, gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde bütün politika araçlarının genişletici yönde kullanılmasının söz konusu olabileceğini ifade etmiştir.

Yılın ikinci çeyreğinde bazı Avrupa ülkelerinin kamu borçlarının sürdürülebilirliğine ve küresel büyümeye ilişkin endişelerin artması risk iştahını olumsuz etkileyerek ülkemizin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını olumsuz etkilemiştir. Söz konusu gelişmeler dikkate alınarak, günlük döviz ihalelerinde alımı yapılacak tutar Mayıs ve Haziran aylarında yapılan düzenlemelerle 50 milyon ABD dolarından 30 milyon ABD dolarına düşürülmüştür. Temmuz ayının sonlarına doğru ise Avrupa Birliği

tarafından kamu borçlarına ilişkin sorunlara çözüm getirmek amacıyla alınan yeni kararların etkilerinin takip edilmesi sürecinde döviz alım ihalelerine ara verilmiştir.

Son olarak, bankacılık sektöründe yükümlülüklerin vadesinin uzamasını teşvik etmek amacıyla, Temmuz ayında yabancı para zorunlu karşılık oranları uzun vadeli yükümlülükler için azaltılmış, bir yıldan kısa vadeli yükümlülükler için ise bir değişikliğe gidilmemiştir.

7.2. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

2011 yılının ilk çeyreğindeki GSYİH verileri Nisan 2011 Raporu'ndaki öngörülerimizle uyumlu olmuş ve bu dönemde iktisadi faaliyet bir önceki dönem eğilimine göre yavaşlayarak da olsa güçlü seyrini korumuştur. Bu dönemde büyümenin temel belirleyicisi özel kesim başta olmak üzere yurt içi talep olmaya devam etmiştir. İhracattaki zayıf eğilime karşın, ithalatın hızlı büyümesi devam etmiş, dolayısıyla net dış talebin büyümeye yaptığı olumsuz katkı sürmüştür. Böylece, iç ve dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışma bu dönemde daha da belirgin hale gelmiştir. Söz konusu dönemde istihdam koşullarındaki iyileşme devam ederek bir önceki rapor dönemine kıyasla daha olumlu bir görünüm sergilemiş ve işsizlik oranı 2011 yılı ilk çeyreği itibarıyla kriz öncesi seviyesine dönmüştür.

2011 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 1,83 oranında artan tüketici fiyatları yıllık bazda yüzde 6,24 oranında yükselmiştir. Söz konusu artış, Nisan 2011 Raporu'nda gıda fiyat hareketlerinden kaynaklanan baz etkilerinin enflasyonun seyrinde belirleyici olacağı ve bu bağlamda yıllık enflasyonun 2011 yılının ikinci çeyreğinde yükseleceği öngörüsüyle uyumludur. Bunun yanında, Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki birikimli artışların gecikmeli yansımaları da yılın ikinci çeyreğinde gözlenen enflasyon artışında etkili olmuştur. Bu dönemde, temel enflasyon göstergelerinin yıllık artış oranları yükselmekle birlikte söz konusu göstergelerin mevsimsellikten arındırılmış eğilimlerinde yavaşlama gözlenmiştir.

Gıda fiyatları yılın ikinci çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerle uyumlu olarak yükseliş kaydetmiştir. Söz konusu artışta başta taze meyve-sebze grubu olmak üzere işlenmemiş gıda fiyatlarının genelinde gözlenen artış eğilimi belirleyici olmuştur. Bunun yanında, işlenmiş gıda fiyatlarında da, gerek yurt içi gerekse uluslararası fiyat gelişmeleri paralelinde katı ve sıvı yağ fiyatlarındaki artışlara bağlı olarak yükseliş gözlenmiştir. Özetle,

yılın ikinci çeyreğinde tüketici enflasyonunda bir önceki çeyreğe kıyasla gözlenen 2,25 puanlık artışın 1,3 puanı gıda enflasyonu kaynaklı olmuştur.

İthal girdi maliyetlerindeki artışlara bağlı olarak üretici fiyatları 2011 yılı ikinci çeyreğinde de yükselmeye devam etmiştir. Uluslararası petrol fiyatlarının ilk çeyrek sonuna kıyasla sabit seyretmesine karşın Türk lirasındaki değer kaybının etkisiyle yurt içi akaryakıt fiyatları yükselmiştir. Uluslararası emtia fiyatlarındaki yüksek seyrin ve Türk lirasındaki değer kaybının temel mal fiyatları üzerindeki yansımaları bu çeyrekte de sürmüştür.

Tablo 7.2.1.
2011 Yılı Varsayımlarındaki Güncellemeler

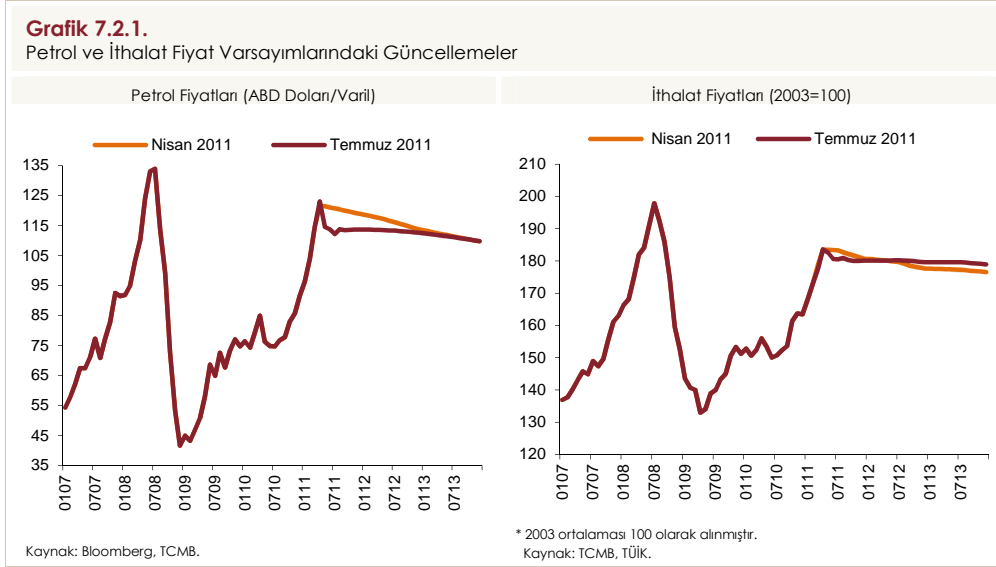
	Nisan 2011	Temmuz 2011
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	7,5	7,5
İşlenmiş Gıda	7,0	7,0
İşlenmemiş Gıda	8,0	8,0
İthalat Fiyatları (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	16,2	15,4
Petrol Fiyatları (Yıllık Ortalama, ABD doları)	115	115
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,60	2,51

İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek oynaklık ve tarımsal emtia fiyatlarındaki gelişmeler göz önüne alınarak 2011 yılına ilişkin gıda enflasyonu varsayımımız yüzde 7,5 olarak korunmuştur. Bu bağlamda, 2011 yılı sonunda işlenmemiş gıda enflasyonunun yüzde 8, işlenmiş gıda enflasyonunun ise yüzde 7 olacağı varsayılmıştır (Tablo 7.2.1).

Nisan Enflasyon Raporu'nda, vadeli piyasalarda oluşan emtia fiyatları referans alınarak, 2011 ve sonrası için petrol varil fiyatının 115 ABD doları olacağı, ithalat fiyatlarının ise bir önceki yıla göre ortalama yüzde 16,2 oranında artacağı varsayılmıştı. Ham petrol fiyatları yılın ikinci çeyreğinde 115 ABD dolarının bir miktar altında seyretse de Temmuz ayının ilk yarısındaki veriler dikkate alınarak ham petrol varil fiyatı varsayımı 2011 ve sonrası için 115 ABD doları düzeyinde sabit tutulmuştur. Diğer emtia fiyatları da yılın ikinci çeyreğinde sınırlı ölçüde düşüş göstermekle birlikte yüksek seviyesini korumuştur. Vadeli fiyatlar göz önüne alınarak yapılan güncel projeksiyonlarda, 2011 yılında ithalat fiyatlarının ortalama yüzde 15,4 oranında artacağı varsayılmıştır (Grafik 7.2.1) Dolayısıyla, petrol ve diğer emtia fiyatlarının enflasyon tahminine yaptığı katkı bir önceki rapor dönemine göre önemli bir değişiklik göstermemiştir.

Kumaş ve hazır giyim eşyası ithalatında uygulanan gümrük vergisi oranlarının ülke gruplarına göre değişen oranlarda yükseltilmesinin, önümüzdeki

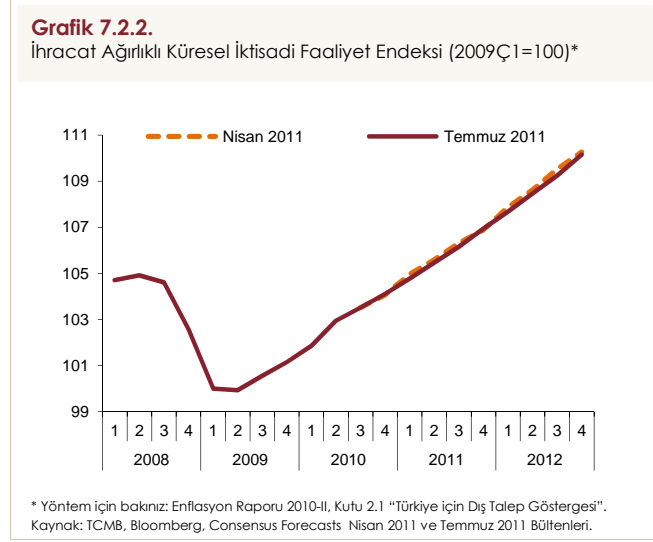
dönemde giyim fiyatlarını yukarı yönlü etkileyeceği düşünülmektedir. Söz konusu uygulamanın yeni sezonla birlikte geçerli olması ve dolayısıyla yılın son çeyreğinde enflasyon üzerinde artırıcı bir etki yapması beklenmektedir.



Yılın ikinci çeyreğine ilişkin veriler, iç talepte bir önceki dönemde gözlenen güçlü artışın hız kestiğini göstermektedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle sanayi üretimi Şubat ayından başlayarak dört ay üst üste gerilemiştir. Gerek politika tedbirlerinin gecikmeli etkileri gerekse küresel ölçekte gözlenen yavaşlama eğilimi dahilinde yılın ikinci yarısında yurt içi talebin daha ılımlı bir büyüme patikasına oturacağı tahmin edilmektedir. İktisadi faaliyete ilişkin seçilmiş öncü göstergeler toplulaştırılarak oluşturulan endeksler de benzer bir görünüme işaret etmektedir (Grafik 4.1.10).

Dış talep zayıf seyrini korumaktadır. Son dönemde Yunanistan'da yaşanan borç krizinin diğer Avrupa ülkelerine sıçrama ihtimali, ABD'nin toparlanma hızındaki yavaşlama ve Japonya ekonomisinin deprem felaketi sonrasındaki zayıf seyri yılın ikinci çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetin yavaşlamasına yol açmıştır. 2011 yılı geneline bakıldığında ise ABD ekonomisinde büyüme beklentilerindeki düşüşe karşın, ana ticaret ortağımız olan euro bölgesine ilişkin büyüme tahminlerinde bir miktar yukarı yönlü güncelleme olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda, Türkiye için ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksine ilişkin projeksiyonlarda önemli bir değişim olmamıştır. Dolayısıyla, baz senaryo tahminleri üretilirken dış talebin yavaş ve kademeli olarak toparlanacağı

öngörüsü korunmuş ve dış talep görünümünde bir önceki rapora göre belirgin bir güncelleme yapılmamıştır (Grafik 7.2.2).



Özetle, yılın ikinci çeyreğinde enflasyon öngörüldüğü şekilde yükselirken dış talepteki zayıf görünüm doğrultusunda iktisadi faaliyet yavaşlamıştır. Bu çerçevede, çıktı açığı tahmininin başlangıç noktası sınırlı miktarda aşağı yönlü güncellenmiştir. Orta vade için enflasyonu etkileyen unsurların görünümünde önemli bir güncelleme olmamıştır.

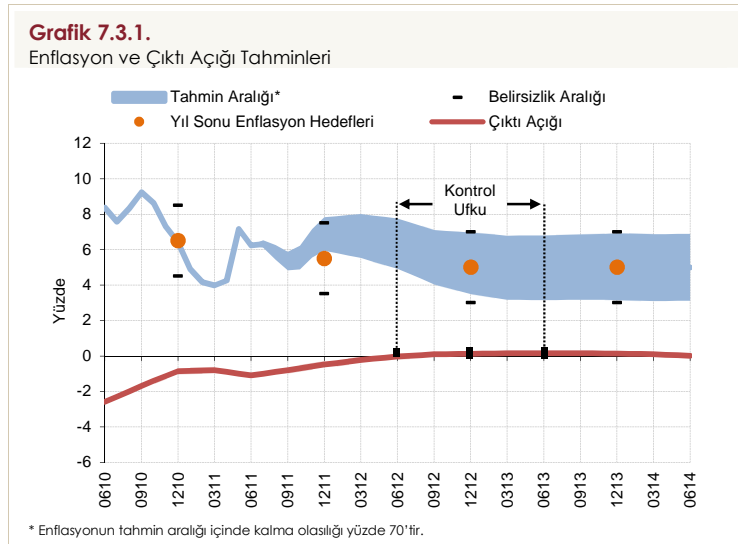
TCMB enflasyon hedeflemesi dahilinde orta vadeli enflasyon öngörülerini oluştururken yalnızca politika faiz oranlarını değil, aynı zamanda zorunlu karşılık oranlarını ve likidite yönetimi araçlarını da içeren bir politika bileşimini kullanmaktadır. Bu süreçte politika bileşiminin parasal ve finansal koşullar üzerindeki etkisi temelde krediler aracılığıyla gözlenmektedir. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri sunulurken kredi büyümesine ilişkin de belirli varsayımlar yapılmaktadır. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler üretilirken, gerek süregelen para ve maliye politikalarının sıkılaştırıcı etkileriyle, gerekse BDDK'nın tüketici kredilerine ilişkin almış olduğu tedbirlerin yansımalarıyla önümüzdeki dönemde kredilerin artış hızında belirgin bir yavaşlama gözleneceği varsayılmıştır.

Son olarak, enflasyon tahminleri üretilirken önümüzdeki dönemde kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması yasası kapsamında elde edilen gelirin büyük bir bölümünün kamu borcunun azaltılmasında kullanılacağı, dolayısıyla maliye politikasının sıkılaştırılacağı varsayılmıştır. Faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının sınırlı ölçüde gerilediği, kamu borcunun GSYİH'ye oranındaki düşüşün

sürdüğü, risk priminde ise önemli bir değişim olmadığı bir çerçevede esas alınmıştır. Ayrıca, tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlandırma mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

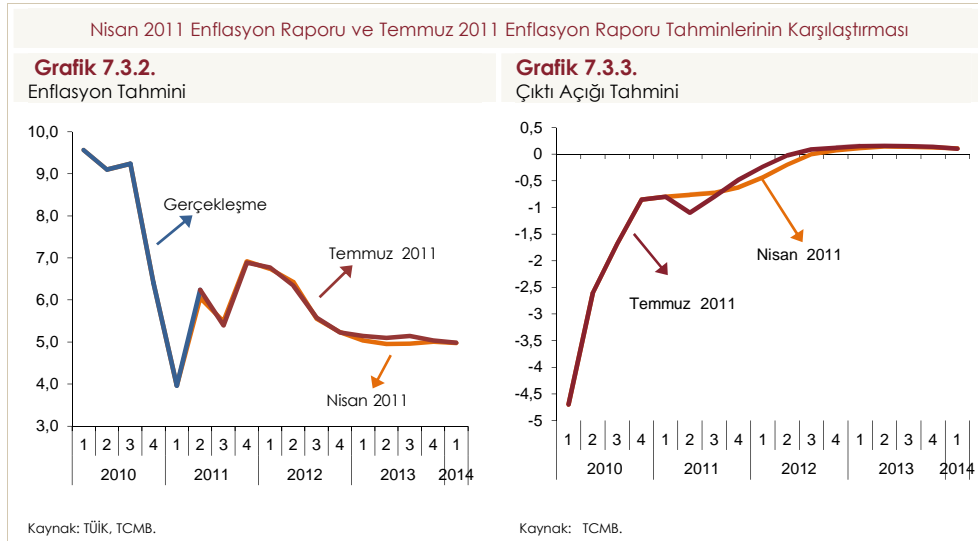
7.3. Orta Vadeli Görünüm

Bir önceki bölümde yer alan varsayım ve öngörüler doğrultusunda güncellenen tahminlere göre, kredilerin yıllık büyüme hızının 2011 yılı sonunda yüzde 25 düzeyine indiği, politika faizinin ise yıl sonuna kadar sabit tutulduğu varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 5,9 ile yüzde 7,9 aralığında (orta noktası yüzde 6,9), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,5 ile yüzde 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.3.1).



Tahminlerimize temel oluşturan varsayımlarda belirgin bir güncelleme olmaması nedeniyle enflasyon tahmin patikasında Nisan Enflasyon Raporu'na kıyasla belirgin bir değişiklik yapılmamıştır (Grafik 7.3.2). Güncellenen tahminler, orta vadede enflasyonun hedefle uyumlu seviyelerde kalması için önümüzdeki dönemde kredilerin kontrollü ve sağlıklı bir şekilde büyümesi gerektiğine işaret etmektedir. Bu doğrultuda daha somut bir perspektif vermek amacıyla, tahminlerin arka planındaki kredilerin yıllık artış hızı belirtilmiştir. Belirtilen kredi artış hızlarının TCMB için katı bir hedef olmadığı vurgulanmalıdır. Orta vadeli enflasyon hedefi ile uyumlu olan nominal kredi büyümesi enflasyon, büyüme ve toplam talebin bileşimi gibi unsurların seyrine göre yıldan yıla farklılaşabilecektir.

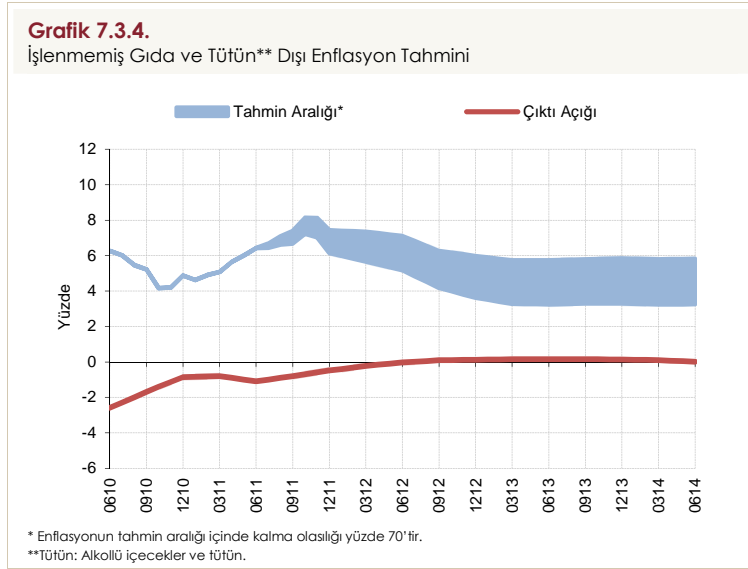
Enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerle uyumlu ve istikrarlı bir seyir izlemeye devam edeceği öngörülse de, yılın ikinci yarısı boyunca enflasyonun seyrinde baz etkilerinin büyük ölçüde belirleyici olacağı belirtilmelidir. Söz konusu etkilerin doğru anlaşılması, kamuoyunun enflasyon gelişmelerini sağlıklı yorumlamasına katkıda bulunarak beklenti yönetimini etkinleştirecektir. 2011 yılında enflasyonun seyrinde gıda fiyat hareketlerinden kaynaklanan baz etkilerinin belirleyici olması, bu bağlamda yıllık enflasyonun 2011 yılının üçüncü çeyreğinde düşmesi son çeyrekte ise artması beklenmektedir. Giyim ithalatına yönelik vergi düzenlemelerinin yansımalarıyla ve ithalat fiyatlarındaki artışların birikimli etkileriyle yıl sonu enflasyonunun hedefin bir miktar üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2012 yılının sonlarına doğru ise gerek söz konusu geçici etkilerin azalmasıyla gerekse uygulanan politikaların sıkılaştırıcı etkisiyle enflasyonun yüzde 5 düzeyindeki orta vadeli hedefe ulaşacağı öngörülmektedir (Grafik 7.3.2).



Toplam talep koşullarının enflasyon üzerindeki etkisini gösteren çıktı açığı için 2011 yılının ikinci çeyreği itibarıyla Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha düşük bir seviye öngörülmüştür. Ancak, küresel ekonomideki normalleşmeye paralel olarak bu durumun kalıcı olmayacağı ve ilerleyen dönemlerde çıktı açığının tekrar Nisan Enflasyon Raporu'ndaki patikaya döneceği bir çerçevede esas alınmıştır (Grafik 7.3.3).

İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının tamamen kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemeyen oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle,

işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde yıl sonu enflasyonunun yüzde 8 düzeyinde, tütün ve alkollü içecekler grubu endeksi yıllık artış oranının ise enflasyon hedefleriyle uyumlu seviyelerde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.3.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2011 yılının son çeyreğine kadar kademeli bir yükseliş göstereceği, daha sonra düşüş eğilimine girerek orta vadede yüzde 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. Beklentİ Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 2011 yıl sonu ile 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin baz senaryodaki tahminlerimizin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.3.1).

Tablo 7.3.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklentisi Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2011 Yılı Sonu	6,9	7,3	5,5
12 Ay Sonrası	6,1	6,9	5,2
24 Ay Sonrası	5,1	6,3	5,0

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

7.4. Riskler ve Para Politikası

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

Enflasyon tahminleri üretilirken, ana senaryoda uluslararası kuruluşların beklentileri temel alınarak küresel iktisadi faaliyette ikinci çeyrekte gözlenen yavaşlamanın büyük ölçüde geçici olacağı varsayılmıştır. Ancak, Nisan Enflasyon Raporu'ndan bu yana yaşanan gelişmeler küresel ekonomiye dair aşağı yönlü riskleri belirginleştirmiştir.

Gelişmiş ülkelerde kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarındaki sorunlar henüz tam olarak çözülememiştir. Bunun yanı sıra birçok ülkede kamu maliyesi dinamiklerine ilişkin endişeler gündemde kalmaya devam etmektedir. Özellikle son dönemde euro bölgesi çevre ülkelerinin kamu borcuna ilişkin giderek artan sorunlar, küresel ekonomiye dair aşağı yönlü riskleri belirginleştirmiştir. Bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ve küresel büyümeye ilişkin endişelerin risk iştahını olumsuz etkilemeye devam etmesi halinde faiz koridoru kademeli olarak daraltılabilecektir. Ayrıca, gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde ise bütün politika araçlarının genişletici yönde kullanılması söz konusu olabilecektir.

Euro bölgesindeki borç sorunlarının küresel boyutta bir krize dönüşmeden çözümlenmesi durumunda dahi, önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerin iktisadi faaliyetinin uzun süre zayıf seyretmesi, buna karşılık gelişmekte olan ülkelere iç talep kaynaklı büyümenin devam etmesi ihtimal dahilindedir. Böyle bir durumda gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli spekülasyon sermaye girişlerinin yeniden

hızlanması söz konusu olabilecektir. Zayıf dış talep ve yüksek emtia fiyatları anlamına gelebilecek böyle bir durum, ülkemizde artan sermaye girişleri ile birlikte makro finansal riskleri besleyebilecektir. Bu senaryonun gerçekleşmesi halinde, fiyat istikrarı ve finansal istikrara dair riskleri sınırlamak amacıyla düşük politika faizi ve yüksek zorunlu karşılıklar uygulamasına uzun süre devam edilebilecektir.

Döviz kuru ve ithalat fiyatlarındaki gelişmeler 2010 yılının son çeyreğinden bu yana temel (çekirdek) enflasyon göstergelerini olumsuz etkilemektedir. Hazır giyim ve kumaş ithalatına yönelik olarak yapılan ek vergi artışları da önümüzdeki dönemde temel enflasyon göstergelerinin yüksek seyretmesine neden olabilecek bir diğer unsur olarak ön plana çıkmaktadır. Mevcut durumda temel enflasyon göstergelerindeki artış görece fiyat hareketlerinden kaynaklanmakta, toplam talep koşullarının mevcut düzeyi söz konusu fiyat hareketlerinin ikincil etkilerini kontrol altında tutmaktadır. Bununla birlikte, temel enflasyonun önümüzdeki kısa dönemde artmaya devam edecek olması, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi ve orta vadeli enflasyon görünümünü tehdit etmesi durumunda TCMB, para politikasını sıkılaştırmakta tereddüt etmeyecektir. Sıkılaştırmada kullanılacak araçların bileşimini iç talep, sermaye hareketleri, cari denge ve kredilerin seyri belirleyecektir.

Süregelen sıkılaştırıcı tedbirlerin krediler ve iç talep üzerindeki etkisinin yılın ikinci yarısında daha da belirginleşeceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, etkinin boyutu ve zamanlaması para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelere bağlı olarak farklılaşabilecektir. Alınan önlemlerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki gecikmeli etkileri yakından izlenmeye devam edilecek ve gerektiği takdirde ilave tedbirler alınacaktır.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. Mevcut konjonktürde iç ve dış talep arasındaki ayrışmaya bağlı olarak artan cari açığın getirdiği risklerin sınırlanması bakımından mali disiplinin sürdürülmesi önemini korumaktadır. Gerek kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması yasası kapsamında elde edilen kaynağın gerekse güçlü seyreden iç talebin sağladığı ek gelirlerin tasarruf edilmesi, fiyat istikrarına ve finansal istikrara dair riskleri azaltacağı gibi mevcut politika bileşiminin etkinliğini de artıracaktır. Bu çerçevede, Rapor'da baz senaryoda yer alan enflasyon tahminleri ek bütçe gelirlerinin büyük oranda

tasarruf edileceğini varsaymaktadır. Mali duruşun söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

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

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1.	TCMB Politika Bileşiminin Seyri	2
Grafik 1.1.2.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri	3
Grafik 1.1.3.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	3
Grafik 1.1.4.	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	3
Grafik 1.1.5.	TL Kredi Faizindeki Gelişmeler	3
Grafik 1.2.1.	Nisan Ayında Yapılan Enflasyon Tahminleri ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.2.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	5
Grafik 1.2.3.	Hizmet Fiyatları	5
Grafik 1.2.4.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi	6
Grafik 1.2.5.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	6
Grafik 1.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	7

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1.	Toplaştırılmış Büyüme Oranları	13
Grafik 2.1.2.	İhracat ve GSYİH Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksleri	13
Grafik 2.1.3.	Gelişmiş Ülkeler İşsizlik Oranları	13
Grafik 2.1.4.	ABD Emlak Fiyat Endeksleri	13
Grafik 2.1.5.	JP Morgan Küresel PMI Endeksleri	14
Grafik 2.1.6.	PMI Endeksleri	14
Grafik 2.2.1.	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	15
Grafik 2.2.2.	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	15
Grafik 2.2.3.	OPEC Kapasite, Kota ve Üretim Gelişmeleri	16
Grafik 2.3.1.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Tüketici Fiyat Enflasyonu	18
Grafik 2.3.2.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	18
Grafik 2.3.3.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Aylık Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	18
Grafik 2.3.4.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Aylık Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	18
Grafik 2.3.5.	ABD Enflasyon Telifisi	19
Grafik 2.3.6.	Euro Bölgesi Enflasyon Telifisi	19
Grafik 2.4.1.	Küresel Risk İştahı Endeksleri	20
Grafik 2.4.2.	Seçilmiş Ülkeler CDS Oranları	20
Grafik 2.4.3.	Bankacılık Sektörleri Mevduat Hacimleri	21
Grafik 2.4.4.	Bankacılık Sektörü Toplam Yükümlülüklerinde Eurosystem Likiditesinin Payı	21
Grafik 2.4.5.	İtalyan Tahvillerinin CDS Oranları ve Alman Tahvillerinden Getiri Farkı	21
Grafik 2.4.6.	İtalya Kamu Borç Stokunun GSYİH'ya Oranı	21
Grafik 2.4.7.	Gelişmekte Olan Ülke Kur ve Risk Primi Göstergeleri	22
Grafik 2.4.8.	Küresel Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	22
Grafik 2.4.9.	ABD Kredi Eğilim Anketi	22
Grafik 2.4.10.	Euro Bölgesi Kredi Eğilim Anketi	22
Grafik 2.5.1.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Eylül 2007 - Haziran 2011	24
Grafik 2.5.2.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranı	24
Grafik 2.5.3.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Eylül 2007-Haziran 2011	24
Grafik 2.5.4.	Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranı	24
Grafik 2.5.5.	Fed Açık Piyasa Komitesi (FOMC) Faiz Oranı Beklentileri	25
Grafik 2.5.6.	2011 Sonu Politika Faizi Bekleyişleri	25
Grafik 2.5.7.	Gelişmekte Olan Ülkelerde 2011 Sonu Politika Faizi Bekleyişleri	26

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1.	Gruplar İtibarıyla TÜFE	32
Grafik 3.1.2.	Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	32
Grafik 3.1.3.	İşlenmemiş Gıda ve Tüketici Fiyatları	32
Grafik 3.1.4.	İşlenmemiş Gıda Alt Grupları ve Tüketici Fiyatları	32
Grafik 3.1.5.	Gıda Fiyatları	33
Grafik 3.1.6.	Seçilmiş İşlenmiş Gıda Ürünleri Fiyatları	33
Grafik 3.1.7.	Enerji Grubu Fiyatları	34
Grafik 3.1.8.	Enerji ve TL Cinsinden Petrol Fiyatları	34
Grafik 3.1.9.	Temel Mal Fiyatları	35

Grafik 3.1.10.	Temel Mal Fiyatları	35
Grafik 3.1.11.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	36
Grafik 3.1.12.	Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	36
Grafik 3.1.13.	Hizmet Fiyatları	36
Grafik 3.1.14.	Hizmet Fiyatları Yayılmı Endeksi	36
Grafik 3.1.15.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	37
Grafik 3.1.16.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	37
Grafik 3.1.17.	TÜFE ve H Yayılmı Endeksleri	37
Grafik 3.1.18.	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRİM ve FCORE	37
Grafik 3.1.19.	Tarım Fiyatları	38
Grafik 3.1.20.	İmalat Sanayi Fiyatları ve PMI Çıktı Fiyatları Endeksleri	38
Grafik 3.2.1	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	39
Grafik 3.2.2.	Enflasyon Beklentileri Eğrisi	39
Grafik 3.2.3.	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	40
Grafik 3.2.4.	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	40
4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ		
Grafik 4.1.1.	Talep Unsurlarının Yıllık Büyümeye Katkıları	48
Grafik 4.1.2.	GSYİH ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep	48
Grafik 4.1.3.	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	49
Grafik 4.1.4.	Yurt İçi Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları	49
Grafik 4.1.5.	Tüketici Güven Endeksleri	49
Grafik 4.1.6.	Haftalık Bazda Tüketici Kredileri	49
Grafik 4.1.7.	Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	50
Grafik 4.1.8.	Yurt İçi Ticari Araç Satışları	50
Grafik 4.1.9.	İYA Gelecek 12 Ayda Yatırım Harcaması Beklentisi	50
Grafik 4.1.10.	Öncü Göstergeler Endeksi	50
Grafik 4.1.11.	Toplam Nihai Yurt İçi Talep	51
Grafik 4.2.1.	Net Dış Talebin Yıllık Büyümeye Katkısı	52
Grafik 4.2.2.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	52
Grafik 4.2.3.	Altın Hariç İhracat Miktar Endeksi	52
Grafik 4.2.4.	Dünya İthalat ve Sanayi Üretim Endeksleri	52
Grafik 4.2.5.	GSYİH Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	53
Grafik 4.2.6.	Küresel PMI Endeksleri	53
Grafik 4.2.7.	İthalat Miktar Endeksi	54
Grafik 4.2.8.	Alt Kalemler İtibarıyla İthalat Miktar Endeksleri	54
Grafik 4.2.9.	Cari İşlemler Dengesi	54
Grafik 4.3.1.	Tarım ve Tarım Dışı İstihdam	55
Grafik 4.3.2.	İşsizlik Oranları	55
Grafik 4.3.3.	Sanayi İstihdamı ve Üretimi	55
Grafik 4.3.4.	Hizmet ve İnşaat Sektörleri İstihdamı	55
Grafik 4.3.5.	İmalat Sanayi İstihdamı	56
Grafik 4.3.6.	Hanehalkı Tüketimi, Tarım Dışı İstihdam ve Reel Ücret Ödemeleri	56
Grafik 4.3.7.	Saatlik İşgücü Maliyeti	57
Grafik 4.3.8.	Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam	57
5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK		
Grafik 5.1.1.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme Oranları	73
Grafik 5.1.2.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Faiz Oranları	73
Grafik 5.1.3.	EMBI Endeksleri	74
Grafik 5.1.4.	Bölgesel CDS Endeksleri	74
Grafik 5.1.5.	Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Akımları	75
Grafik 5.1.6.	Yurt Dışı Yerleşiklerin Net Portföy Hareketleri	75
Grafik 5.1.7.	DİBS Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	75
Grafik 5.1.8.	İkinci Çeyrekte, İki Yıllık Piyasa Faizlerindeki Değişim	75
Grafik 5.1.9.	12 Ay Sonrasına İlişkin TÜFE Enflasyon Beklentisi Dağılımı	76
Grafik 5.1.10.	12 Ay Sonrasına İlişkin Politika Faizi Beklentisi Dağılımı	76
Grafik 5.1.11.	Getiri Eğrisi	76

Grafik 5.1.12.	Uzun ve Kısa Vadeli Faiz Farkı	76
Grafik 5.1.13.	Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi	77
Grafik 5.1.14.	İki Yıllık Reel Faizler	77
Grafik 5.1.15.	TL Tasarruf Mevduat Getiri Eğrisi	77
Grafik 5.1.16.	TL Mevduatın Ortalama Vadesi	77
Grafik 5.1.17.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri	78
Grafik 5.1.18.	TL Kur Sepeti ve Risk Primi Göstergeleri	78
Grafik 5.1.19.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	78
Grafik 5.1.20.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	78
Grafik 5.1.21.	M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri	79
Grafik 5.1.22.	Para Tabanı Yıllık Reel Büyümesi	79
Grafik 5.1.23.	Piyasadaki Likidite Gelişmeleri	80
Grafik 5.2.1	Kredi Artış Hızları	81
Grafik 5.2.2	Kredilerin GSYİH'ye Oranları	81
Grafik 5.2.3	Finansal Olmayan Kuruluşlara Dönük Finansman	81
Grafik 5.2.4	TL ve YP Ticari Kredilerin Haftalık Büyüme Hızları	81
Grafik 5.2.5	Ölçeklere Göre İşletme Kredileri Büyüme Hızları	82
Grafik 5.2.6	Ölçeklere Göre YP İşletme Kredileri	82
Grafik 5.2.7	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	83
Grafik 5.2.8	YP Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	83
Grafik 5.2.9	Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları	84
Grafik 5.2.10	TL Kredi Faizindeki Gelişmeler	85

6. KAMU MALİYESİ

Grafik 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçesi	100
Grafik 6.1.2.	Reel Vergi Gelirleri	102
Grafik 6.2.1.	Kamu Borç Stoku Göstergeleri	103
Grafik 6.2.2.	İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	104
Grafik 6.2.3.	İç Borçlanma	105

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Grafik 7.2.1.	Petrol ve İthalat Fiyatları Varsayımlarındaki Güncellemeler	112
Grafik 7.2.2.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi	113
Grafik 7.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	114
Grafik 7.3.2.	Enflasyon Tahmini	115
Grafik 7.3.3.	Çıktı Açığı Tahmini	115
Grafik 7.3.4.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini	116

Tablolar

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1.	Büyüme Tahminleri	15
Tablo 2.2.1.	OPEC Ülkeleri, Ham Petrol Atıl Kapasiteleri	16
Tablo 2.2.2.	Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri	17
Tablo 2.3.1.	Enflasyon Tahminleri	19

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1.	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	34
Tablo 3.1.2.	Temel Mal Fiyatları	35
Tablo 3.1.3.	ÜFE ve Alt Kalemler	39

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Tablo 5.2.1	Temel Bilanço Kalemlerindeki Değişimler	85
-------------	---	----

6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	100
Tablo 6.1.2.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	101
Tablo 6.1.3.	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	101

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.2.1.	2011 Yılı Varsayımlarındaki Güncellemeler	111
Tablo 7.3.1.	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	117

Geçmiş Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2011-II

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

2011-I

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

2010-IV

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

2010-III

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

2010-II

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

2010-I

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

2009-IV

- 2.1. ABD ve EURO Bölgesinde Deflasyon Riski
- 2.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları: IIF 2009-2010 Tahminleri
- 3.1. Dayanıklı Tüketim Malı Fiyatları 2009 Yılı Seyri: Vergi Düzenlemelerinin Etkisi
- 4.1. Finansal Stres ve İktisadi Faaliyet
- 5.1. Banka Kredileri Eğilim Anketi ve Kredi Gelişmeleri

2009-III

- 2.1. Küresel Durgunluklar ve Ekonomi Politikaları
- 3.1. Geçici Vergi Düzenlemelerinin Tüketici Fiyatları Üzerine Etkisi

- 4.1. İhracattaki Ana Eğilimin Takibi: Çekirdek Göstergelere İhtiyaç Var mı?
- 5.1. Kriz Sürecinde Ülke Riskliliğinin Politika Faizlerine Etkisi
- 6.1. Küresel Krizin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Mali Dengeleri Üzerine Etkileri

2009-II

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

2009-I

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

2008-IV

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

2008-III

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

2008-II

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

2008-I

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

2007-IV

- 5.1. Getiri Eğrileri ve Para Politikası Kararları

2007-III

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

2007-II

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

2007-I

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

2006-IV

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

2006-III

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

2006-II

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

2006-I

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

Kısaltmalar

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BESD	Beyaz Eşya Sanayicileri Derneđi
CDS	Kredi İflas Takası
CEEMEA	Doğu Avrupa, Ortadođu ve Afrika
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
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
Kurul	Para Politikası Kurulu
MENA	Ortadođu ve Kuzey Afrika
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
TL	Türk lirası

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