

# enflasyon raporu

2011-IV



# İçindekiler

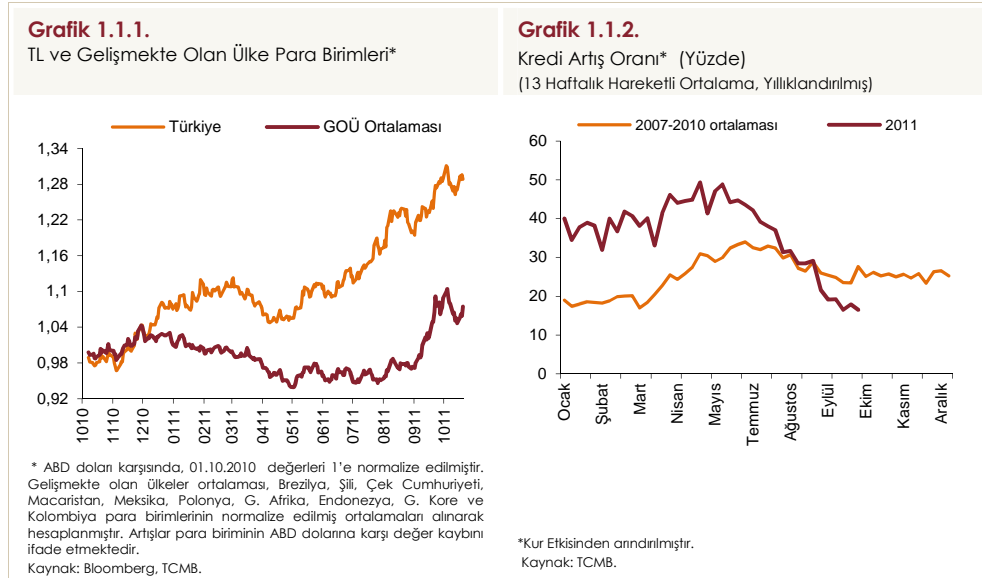
<b>1. GENEL DEĞERLENDİRME</b>	<b>1</b>
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar	1
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	4
1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü	8
1.4. Riskler ve Para Politikası	11
<b>2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER</b>	<b>13</b>
2.1. Küresel Büyüme	14
2.2. Emtia Fiyatları	16
2.3. Küresel Enflasyon	19
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri	20
2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	23
<b>3. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	<b>37</b>
3.1. Enflasyon	37
3.2. Beklentiler	45
<b>4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ</b>	<b>57</b>
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	57
4.2. Dış Talep	61
4.3. Emek Piyasası	65
<b>5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK</b>	<b>77</b>
5.1. Finansal Piyasalar	77
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	85
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>	<b>95</b>
6.1. Bütçe Gelişmeleri	97
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	100
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	<b>103</b>
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	103
7.2. Orta Vadeli Görünüm	107
7.3. Riskler ve Para Politikası	110
<b>KUTULAR</b>	
Kutu 2.1. Bilanço Durgunlukları: Japonya – ABD Kıyaslaması	27
Kutu 2.2. Euro Bölgesi Borç Krizi ve Borç Sürdürülebilirliği	30
Kutu 2.3. Türkiye İçin Reel Efektif Kur Göstergeleri	33
Kutu 3.1. Tütün Ürünlerinde Vergilendirme Yöntemi ve Fiyatlara Etkisi	47
Kutu 3.2. Döviz Kuru ve İthalat Fiyat Geçişkenliğinde Güncel Tahminler	49
Kutu 3.3. Fiyat Serilerinden Kısa Dönemli Dalgalanmaların Arındırılması	53
Kutu 4.1. Türkiye Ekonomisi İş Çevrimlerinin Küresel Ekonomi ile İlişkisi	69
Kutu 4.2. Yatırım Oranlarındaki Gelişmeler	73
Kutu 5.1. Enflasyon Telafisinin Para Politikası Analizlerinde Kullanılması	91

## 1. Genel Değerlendirme

2011 yılının üçüncü çeyreğinde Euro Bölgesi'nde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişelerin artması ve ABD emlak ve emek piyasalarındaki toparlanmanın öngörülenden daha yavaş olacağına anlaşılması küresel ekonomiye dair aşağı yönlü riskleri belirginleştirmiştir. Bu doğrultuda, küresel iktisadi faaliyete dair tahminler aşağı yönlü güncellenirken, para politikalarının normalleşme sürecinin uzun bir süre için öteleneceğine dair algılar güçlenmiştir. Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin artması ve risk iştahındaki bozulmaya paralel olarak gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışları gözlenmiştir. Bu görünüm gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli enflasyon baskılarına yol açarken aynı zamanda büyüme ve finansal istikrar kaygılarını da ön plana çıkarmıştır.

### 1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı politikalarla orta vadeli enflasyon görünümünü bozmadan ekonomiyi kademeli olarak daha sağlıklı bir büyüme kompozisyonuna doğru yönlendirmeyi amaçlamıştır. Bu çerçevede, bir yandan döviz kurunun iktisadi temellerden aşağı ya da yukarı yönde aşırı ölçüde sapmasına karşı politikalar uygulanırken, diğer yandan kredilerin makul oranlarda büyümesi için diğer kurumların katkısıyla birlikte gerekli tedbirler alınmıştır (Grafik 1.1.1 ve 1.1.2).

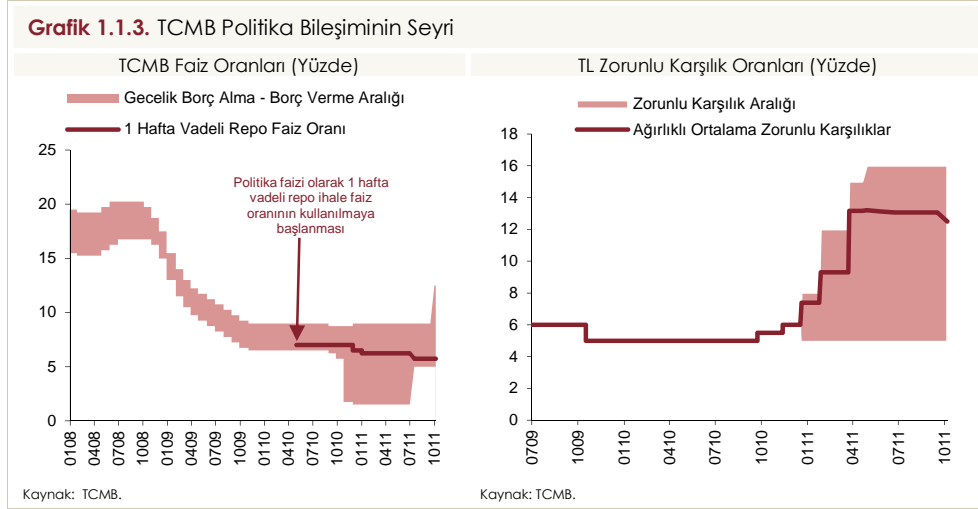


Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan ana senaryoda uluslararası kuruluşların beklentileri temel alınarak küresel iktisadi faaliyetin kademeli toparlanma eğilimine devam edeceği varsayılmış, ancak küresel ekonomiye dair aşağı yönlü risklerin belirginleştiği vurgulanmıştı. Nitekim Rapor'un yayımlanmasının hemen ardından risk algılamaları hızla bozularak Euro Bölgesi'ndeki borç sorunları daha da derinleşmiş ve ana senaryoda temel alınan görünüm değişmiştir. Para Politikası Kurulu (Kurul), bu gelişmelerin finansal istikrar ve iktisadi faaliyet üzerinde oluşturabileceği olumsuz etkileri sınırlamak amacıyla 4 Ağustos tarihinde önceden belirlenen takvim dışı bir toplantı yaparak kapsamlı bir önlem paketi açıklamıştır. Söz konusu önlem paketi çerçevesinde alınan tedbirlerle küresel ekonomiden kaynaklanabilecek olası bir finansal çalkantı durumunda piyasaya ihtiyacı olan likiditenin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanabilmesi için gerekli altyapı hazırlanmıştır. Kurul, aynı zamanda küresel ekonomiye dair giderek artan sorunların yurt içi iktisadi faaliyet üzerinde durgunluğa yol açma riskini azaltmak amacıyla politika faizinde ölçülü bir indirime gitmiştir (Grafik 1.1.3).

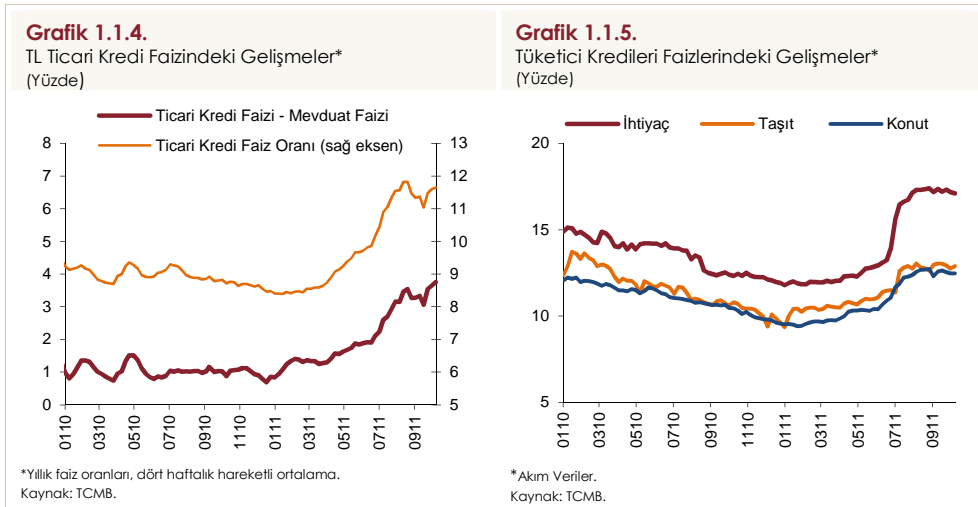
Kurul, Ağustos ve Eylül ayı toplantılarında küresel ekonomiye dair belirsizliklere dikkat çekerek, gelişmelerin yakından izlenmesinin ve gerekli politika tedbirlerinin gecikmeksizin alınmasının önem taşıdığını belirtmiştir. Bu çerçevede, aşağı yönlü risklere vurgu yapılarak küresel ekonomideki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın belirginleşmesi halinde bütün politika araçlarının genişletici yönde kullanılmasının söz konusu olabileceği ifade edilmiştir. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarının hızlanması üzerine döviz piyasasındaki dalgalanmaları sınırlamaya yönelik bir dizi likidite tedbiri alınmıştır. Ayrıca, bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesini uzatmak amacıyla Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında da düzenlemelere gidilmiştir (Grafik 1.1.3.)

Ağustos ayından itibaren küresel risk iştahındaki bozulmanın devam etmesi Türk lirasının aşırı değer kaybetmesine yol açmıştır. Değer kaybının Kasım 2010 döneminden itibaren birikimli olarak yüzde 30'lara ulaşmış olması enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya başlamıştır. Bu gelişmeye ek olarak Ekim ayında fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki ayarlamaların Temmuz Raporunda öngörülenin oldukça üzerinde olması, kısa vadeli enflasyon tahminlerinde yukarı yönlü belirgin bir güncellemeyi beraberinde getirmiştir. Kurul, Ekim ayı toplantısında, bu durumun orta vadeli enflasyon beklentilerini ve görünümünü etkilemesine izin vermeyeceğini vurgulayarak, borç verme

faizlerinin önemli ölçüde artırılması yoluyla faiz koridorunun genişletilmesine karar vermiştir (Grafik 1.1.3).



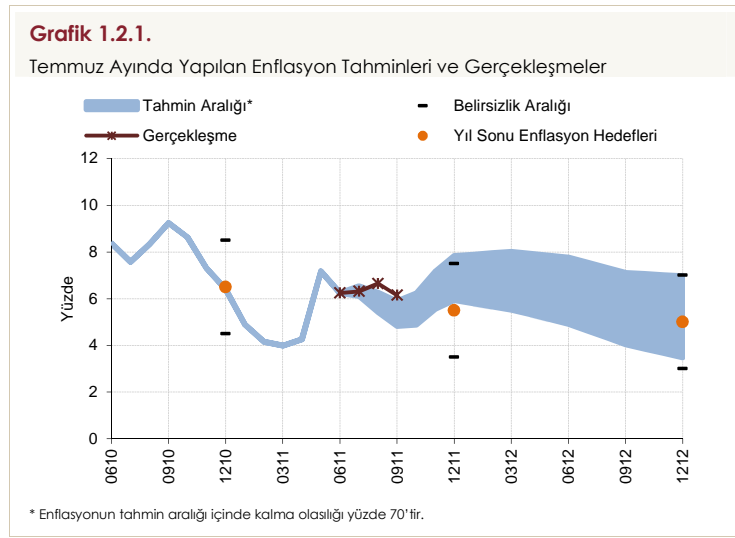
Yılın üçüncü çeyreğinde kredi faizlerindeki artış devam etmiştir (Grafik 1.1.4 ve 1.1.5). Gerek alınan tedbirlerin gecikmeli etkilerine gerekse iktisadi faaliyetlerdeki ivme kaybına bağlı olarak kredilerin büyüme hızında kayda değer bir yavaşlama gözlenmiştir. Her ne kadar bu gelişmede mevsimsel unsurların rolü olsa da, geçmiş yıllarla yapılan kıyaslamalar gözlenen yavaşlamanın mevsimsel normallerden daha belirgin olduğuna işaret etmektedir (Grafik 1.1.2). Bu doğrultuda, döviz kuru etkisinden arındırılmış olarak yıllık kredi artış hızının öngörüldüğü gibi yılsonunda yüzde 25 seviyesine yakın gerçekleşmesi beklenmektedir.



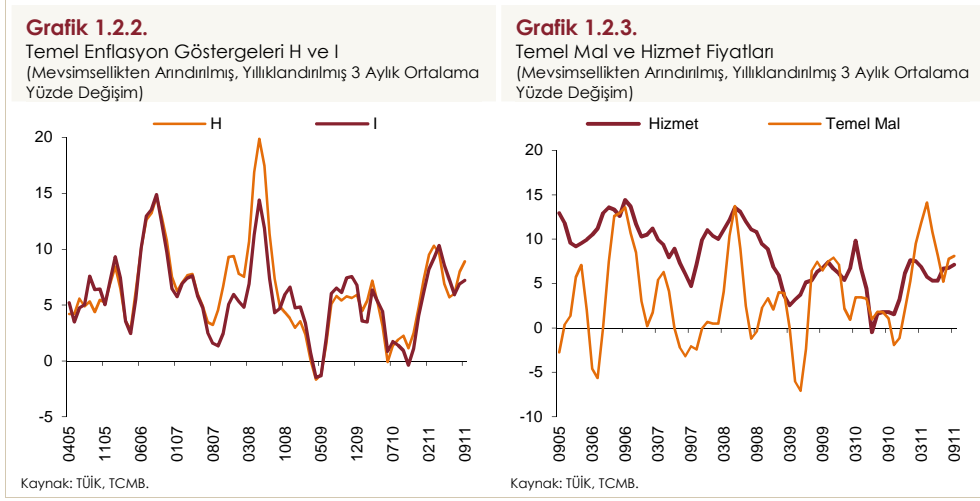
## 1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

### Enflasyon

Yılın üçüncü çeyreğinde, temel mal fiyatları Türk lirasındaki aşırı değer kaybına bağlı olarak öngörülenin ötesinde bir artış sergilemiştir. Gıda grubu fiyatlarının yıllık artış hızı ise işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisiyle belirgin bir düşüş göstermiştir. Bu iki etkinin büyük ölçüde birbirini telafi etmesiyle enflasyon çeyrek boyunca genelde yatay bir seyir izlemiş, ancak döviz kurundaki gelişmelerin daha baskın olması nedeniyle Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen tahmin aralığının sınırlı bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1).



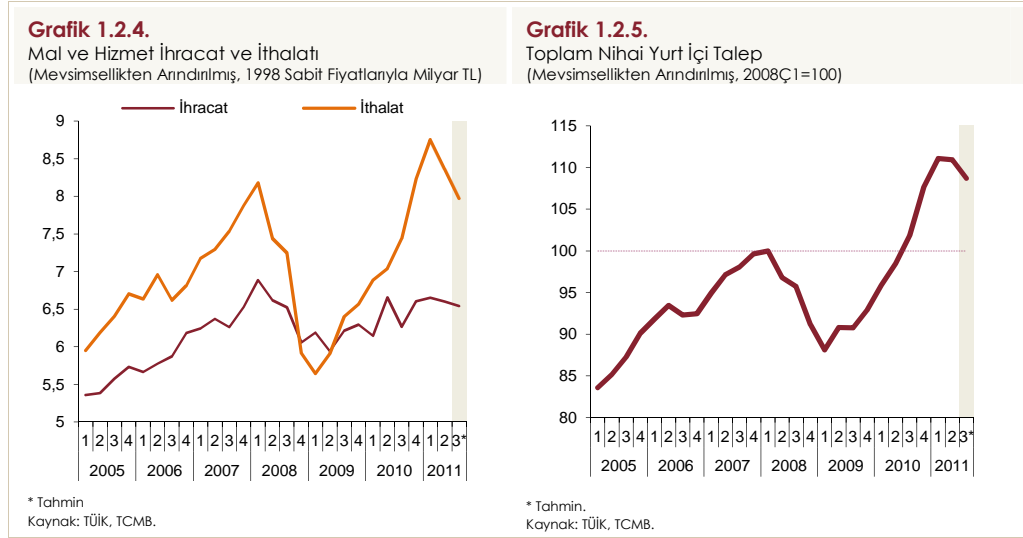
Yılın üçüncü çeyreğinde döviz kuru gelişmelerine bağlı olarak temel enflasyon göstergelerinin ana eğilimi de yükseliş göstermiştir (Grafik 1.2.2). Bu gelişme esas olarak temel mal fiyatlarındaki artıştan kaynaklanırken, hizmet enflasyonunun ana eğilimi görece olarak daha ılımlı seyretmiştir (Grafik 1.2.3). Türk lirasındaki değer kaybı temel mal fiyatlarının bütün alt gruplarına yansırken hizmet grubunda sadece ulaştırma hizmetleri üzerinde etkili olmuş, Ekim ayına kadar ikincil etkiler sınırlı kalmıştır.



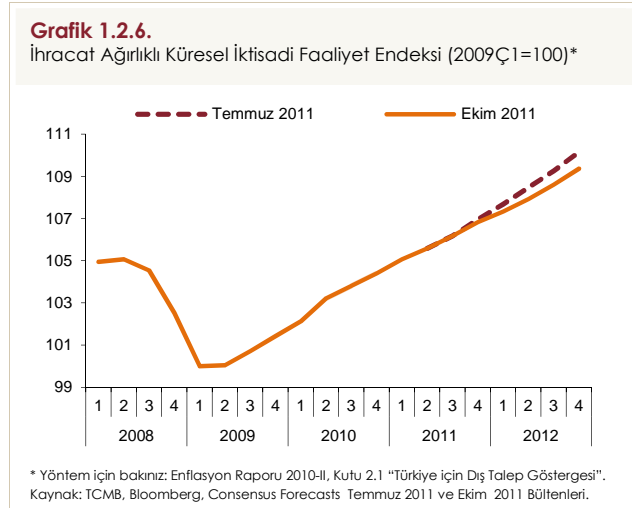
### Arz ve Talep Gelişmeleri

Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verileri, 2011 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetin Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüme kıyasla daha güçlü olduğuna işaret etmiştir. Dolayısıyla, bu döneme ilişkin çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir. İktisadi faaliyet bir önceki döneme kıyasla artış hızı yavaşlayarak da olsa güçlü seyrini korumuş, büyümenin temel belirleyicisi özel kesim tüketim ve yatırım harcamaları olmuştur. Küresel ekonomideki gelişmelere bağlı olarak ihracat zayıf seyrederken, alınan tedbirler sonrasında iç talepteki yavaşlamanın etkisiyle ithalatta kayda değer bir gerileme gözlenmiştir. Bu doğrultuda, uzun bir aradan sonra ilk defa net dış talep büyümeye çeyreklik bazda pozitif katkı yapmıştır. Diğer bir ifadeyle, büyümenin kompozisyonu arzu edilen yönde değişmeye başlamıştır (Grafik 1.2.4).

Sıkılaştırıcı zorunlu karşılık ve likidite politikalarının gecikmeli etkilerine bağlı olarak yılın üçüncü çeyreğinde yurt içi talep yavaşlamaya devam etmiştir. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) aldığı tedbirlerin ve maliye politikasındaki sıkı duruşun da katkısıyla, yılın üçüncü çeyreğinde iç talep büyümesi sürdürülebilir bir seviyeye getirilmiştir. Bu dönemde kredi, üretim ve satış verileri ile güven endeksleri özel tüketim talebindeki ivme kaybının sürdüğüne işaret etmiştir. Bu çerçevede, yılın üçüncü çeyreğinde yurt içi talebin yavaşlamaya devam ettiği bir görünüm esas alınmıştır (Grafik 1.2.5).



Yılın üçüncü çeyreğinde küresel büyüme tahminleri özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu doğrultuda, Türkiye için ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksine ilişkin projeksiyonlar dış talebimizde bir önceki döneme kıyasla daha zayıf bir orta vadeli görünüme işaret etmektedir (Grafik 1.2.6). Dolayısıyla, tahminler üretilirken dış talebin bir önceki döneme kıyasla daha zayıf seyrettiği bir görünüm esas alınmıştır.

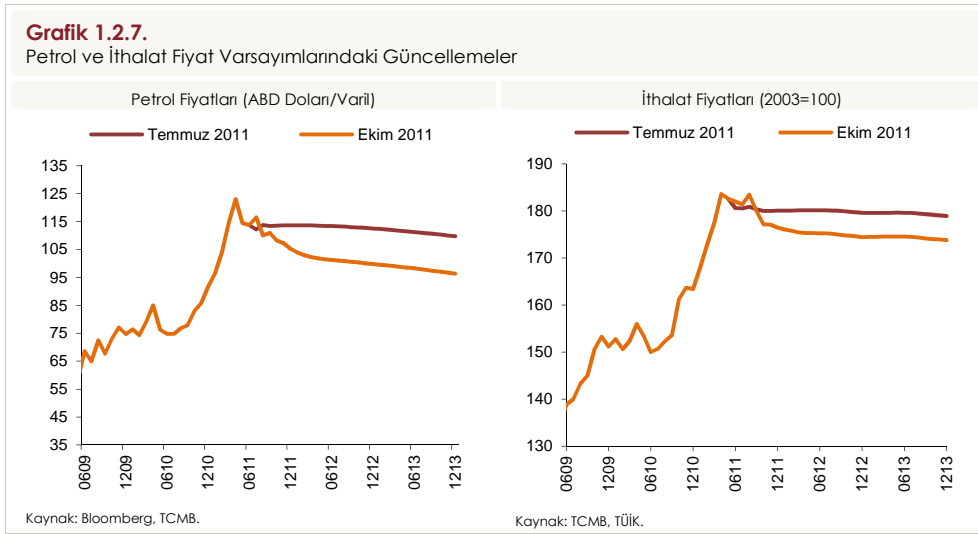


Sonuç olarak, çıktı açığı kısa vade için yukarı yönlü, orta vade için ise aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu güncelleme 2011 yılsonu enflasyon tahmininde kayda değer bir değişikliğe yol açmazken, 2012 yılsonu tahmini üzerinde 0,2 puan aşağı yönlü etkide bulunmuştur.



## Emtia ve Gıda Fiyatları

Petrol fiyatlarındaki son dönem gelişmeleri ve vadeli fiyatlar göz önüne alınarak petrol fiyatları varsayımı 2011 yılı için varil başına 115 ABD dolarından 110 ABD dolarına, 2012 yılı için ise 115 ABD dolarından 100 ABD dolarına çekilmiştir. Aynı doğrultuda, ithalat fiyatları da aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.7). Bu güncellemeler, 2011 yılsonu enflasyon tahminini 0,1 puan, 2012 yılsonu enflasyon tahminini ise 0,2 puan düşürücü yönde etkilemiştir. Ayrıca, gıda fiyatlarının yıllık artış oranına dair varsayımımız yüzde 7,5 olarak korunmuştur.



## Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Temmuz Enflasyon Raporu'nda tütün ürünleri fiyat artışının enflasyon hedefi ile uyumlu gerçekleşeceği ve enflasyona katkısının 0,3 puan civarında olacağı varsayılmıştı. Ancak, yakın dönemdeki gelişmeler dikkate alınarak söz konusu katkı tahmini 0,9 puana güncellenmiştir. Bu gelişme kısa dönemli enflasyon tahminlerine 0,6 puan yukarı yönlü etkide bulunmuştur.

Orta vadeli tahminler üretilirken ise maliye politikasına ilişkin olarak Orta Vadeli Program (OVP) varsayımları temel alınmıştır. Dolayısıyla, faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının 2012 yılından itibaren kademeli olarak azaltıldığı, kamu borcunun GSYİH'ye oranındaki düşüşün sürdüğü, risk priminde ise önemli bir değişim olmadığı bir çerçeve esas alınmıştır. Ayrıca, tahminler yapılırken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olduğu bir görünüm çizilmiştir.

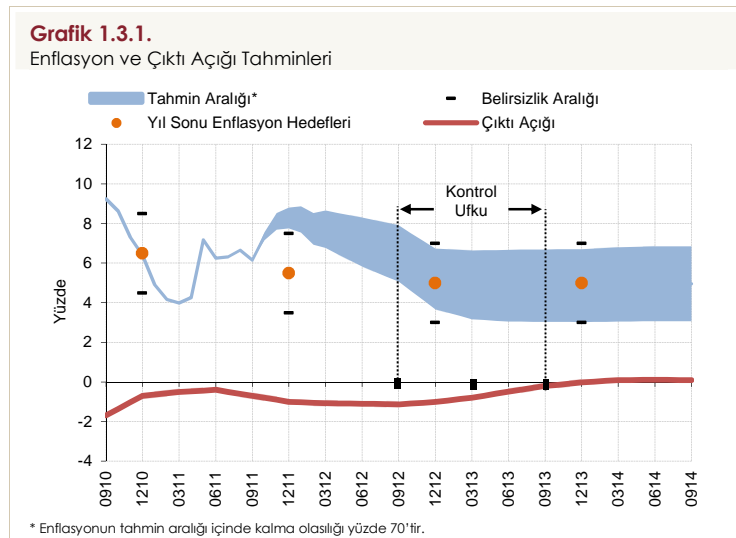
### 1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

#### Kısa Vadeli Enflasyon Tahmini

Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bugüne küresel risk iştahındaki bozulma ile birlikte gelişmekte olan ülkelerden hızlı sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bu doğrultuda Türk lirasındaki aşırı değer kaybı belirginleşmiştir. Söz konusu gelişme yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki fiyat artışlarının da etkisiyle fiyatlama davranışlarının bozulması riskini artırmıştır. Bu durum karşısında TCMB, güçlü bir politika tepkisi vererek Ekim ayı Para Politikası Kurulu toplantısında borç verme faizini belirgin şekilde yükseltmiştir (Grafik 1.1.3). Parasal sıkılaştırmanın enflasyon baskılarını sınırlaması beklense de, kısa vadede işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisinin de katkısıyla yıllık enflasyonun yükseleceği öngörülmektedir. Bu doğrultuda enflasyonun yılsonunda yüzde 8,3 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

#### Orta Vadeli Tahminler

Tüketici kredilerinin yıllık büyüme hızının kademeli olarak yavaşlamaya devam ettiği ve Ekim ayında alınan politika tedbirleri çerçevesinde yılın son çeyreğinde parasal koşullarda belirgin bir sıkılaştırma yapıldığı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 7,8 ile yüzde 8,8 aralığında (orta noktası yüzde 8,3), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,7 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



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

Tahminler üretilirken TCMB'nin politika duruşunun ikincil etkilerin ortaya çıkmayacak şekilde belirlendiği varsayılmıştır. Bunun yanı sıra, küresel ekonominin zayıf görünümü dikkate alındığında, emtia fiyatlarının genel seyrinin de enflasyondaki düşüşü desteklemesi beklenmektedir (Tablo 1.3.1). Bu görünüm altında, enflasyonun 2012 yılının başlarından itibaren kademeli olarak düşüşe geçeceği ve 2012 yılının sonunda hedefe yakın gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

**Tablo 1.3.1.**

Yılloncu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

	2011	2012
<b>Temmuz 2011 ER Tahmini</b>	<b>6,9</b>	<b>5,2</b>
Tütün Ürünleri Ek Vergi Ayarlaması	0,6	-
Döviz Kuru Gelişmeleri	0,9	0,4
Emtia Fiyatları	-0,1	-0,2
Çıktı Açığı	-	-0,2
<b>Ekim 2011 ER Tahmini</b>	<b>8,3</b>	<b>5,2</b>

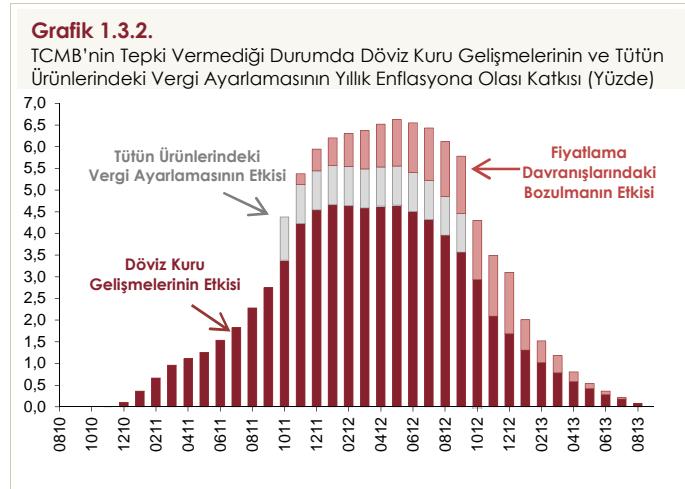
Kaynak: TCMB.

Özetle, temelde döviz kuru gelişmelerine ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışlara bağlı olarak kısa vadede enflasyon tahmin patikası yukarı yönlü güncellenmiştir. Söz konusu etkilerin kalıcı bir enflasyon artışından ziyade enflasyonu geçici süre etkileyecek görece fiyat hareketlerini yansıttığı vurgulanmalıdır. Zira, TCMB'nin son dönemde verdiği güçlü politika tepkisi dahilinde yılın son çeyreği için varsayılan parasal sıkılaştırma, ikincil etkilerin ortaya çıkmasını engelleyecektir.

### TCMB Politika Tepkisi Vermeseydi Enflasyon Ne Olurdu?

Son dönemde TCMB'nin politika duruşunun sıkılaşması temelde döviz kurundan gelen enflasyon baskılarının beklentileri bozmasını engellemeye yönelik bir adımdır. Bu noktada, TCMB'nin tedbir almadığı durumda enflasyonun hangi noktaya gidebileceği sorusuna yanıt verilmesi önem kazanmaktadır. Bu hususun daha net anlaşılması açısından, Grafik 1.3.2 TCMB'nin uzun süre tepki vermediği durumda, döviz kuru ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarından kaynaklanabilecek birikimli fiyat etkilerini göstermektedir.

Buna göre, TCMB'nin politika önlemi almaması halinde 2011 yılı sonunda söz konusu unsurların enflasyona katkısının yaklaşık 6 puana ulaşabileceği hesaplanmaktadır. Bu senaryo altında TÜFE enflasyonu ise temelde döviz kurundaki aşırı değer kaybına bağlı olarak, enflasyon beklentilerindeki bozulmanın da etkisiyle, yılsonunda yüzde 10,1 ile çift haneli rakamlara ulaşmaktadır (Tablo 1.3.2). Böyle bir durumda, ülkemizde hizmet sektöründeki geriye dönük fiyatlandırma davranışları da göz önüne alındığında, enflasyonun uzun süre yüksek seviyelerde kalması söz konusu olabilecek ve beklentiler bozularak son yıllarda fiyat istikrarı yolunda büyük fedakarlıklarla elde edilen kazanımların kaybedilmesi söz konusu olacaktı. Dolayısıyla, enflasyonu tekrar makul seviyelere çekmenin maliyeti çok daha yüksek olabilecekti. İşte bu nedenle TCMB, bütün bu olumsuz gelişmelere izin vermemek için Ekim ayında döviz piyasasına aktif bir şekilde müdahalede bulunmuş ve fiyat istikrarı temel önceliği doğrultusunda gecelik borç verme faizlerini artırarak güçlü bir politika tepkisi vermiştir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde de enflasyonun kontrol altında tutulması ve enflasyon hedeflerine ulaşılması için gereken her türlü tedbir alınacaktır.

**Tablo 1.3.2.**

TCMB'nin Politika Tepkisi Vermediği Durumda Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

	2011	2012
<b>Temmuz 2011 ER Tahmini</b>	<b>6,9</b>	<b>5,2</b>
Tütün Ürünleri Ek Vergi Ayarlaması	0,6	-
Döviz Kuru Gelişmeleri	2,2	1,5
Emtia Fiyatları	-0,1	-0,2
Çıktı Açığı	-	-0,1
Fiyatlandırma Davranışlarındaki Bozulma	0,5	1,4
<b>TCMB'nin Tepki Vermediği Durumdaki Tahmin</b>	<b>10,1</b>	<b>7,8</b>

Kaynak: TCMB.

## 1.4. Riskler ve Para Politikası

Enflasyonun kısa vadede hedefin üzerinde seyredecek olması enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaktadır. TCMB, Ekim ayı itibarıyla bu riskleri bertaraf etmeye yönelik bir politika duruşuna geçmiştir. Önümüzdeki dönemde de söz konusu riskler dikkatle takip edilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün bozulmaması için gerekli tedbirler alınacaktır.

Raporda orta vadeli görünüm sunulurken küresel iktisadi faaliyetin uzunca bir müddet zayıf seyredeceği ancak mevcut duruma kıyasla ek bir kötüleşme olmayacağı varsayılmıştır. Bununla birlikte, küresel ekonomiye dair belirsizlikler önemini korumaya devam etmektedir. Özellikle euro bölgesi ülkelerinin kamu borcuna ilişkin giderek artan sorunlar küresel ekonomiye dair riskleri canlı tutmaktadır. Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bugüne euro bölgesi ülkelerinde kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler daha da artmış ve sorunların bölge bankacılık sektörüne sirayet edeceği yönündeki algılamalar güçlenmiştir. Euro Bölgesi bankacılık sektöründeki sorunların giderilememesi ve bu durumun bir yayılma etkisiyle birlikte küresel sorunları daha da derinleşirmesi önemli bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. TCMB, küresel ekonomideki gelişmeleri yakından izleyerek 4 Ağustos 2011 tarihli ara toplantıda belirlenen strateji çerçevesinde, yurt içi piyasalardaki istikrarı sağlamak için gerekli politika tedbirlerini gecikmeksizin almaya devam edecektir.

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

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 sürdürülmesi 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 uzun vadeli faizlerin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, yeni açıklanan OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Son üç aylık dönemde küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı önemli ölçüde yavaşlamış, bu gelişmeye paralel olarak, 2011 ve 2012 yıllarına ait küresel büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Küresel büyüme tahminlerindeki düşüşün büyük ölçüde gelişmiş ülkelerden kaynaklandığı, gelişmekte olan ülkelere ilişkin tahminlerdeki aşağı yönlü güncellemelerin daha sınırlı kaldığı dikkat çekmektedir.

Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bugüne geçen süre zarfında Euro Bölgesi ülkelerinde kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin yoğunlaşması ve sorunların bölge bankacılık sektörüne sirayet etmesi güven kaybını beraberinde getirmiştir. Bu durum nihai harcamaların ertelenmesine neden olarak iktisadi faaliyet üzerinde baskı oluşturmaktadır. Euro Bölgesi'ne dair alınması gereken önlemlerle ilgili olarak karar alma sürecinde yaşanan gecikmeler politika belirsizliğini artırmaktadır. Avrupa Finansal İstikrar Fonu (European Financial Stability Facility-EFSF) imkanlarının önemli ölçüde artırılmaması veya mali politikaların uyumlulaştırılmasını içeren daha yoğun bir birliğe yönelinmemesi halinde bölgeye ilişkin sorunların gündemde kalmaya devam edeceği düşünülmektedir. Bölge bankacılık sektöründeki sorunların giderilememesi ve diğer bölgelere de yayılarak iktisadi faaliyet üzerindeki baskıyı belirginleştirmesi olasılığı önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

ABD ekonomisine ilişkin göstergeler iktisadi faaliyetin ve istihdamın zayıf seyrini koruyacağına işaret etmektedir (Kutu 2.1). ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) başkanı Bernanke konuşmalarında euro borç krizinin yanı sıra istihdam ve emlak sektöründe gözlenen sorunların büyümede ivme kaybına neden olduğunu vurgulamıştır. Bu çerçevede Fed, ikinci miktarsal genişleme paketini sona erdirmiş ancak nitel genişleme, varlık alımını devam ettirme ve politika faizinin uzun süre düşük tutulması politikalarına yönelmiştir. Diğer yandan, ABD başkanı Obama'nın 2010 yılı sonunda yürürlüğe giren mali teşvik politikasını genişleterek uzatacak yeni paket açıklaması da büyümeyi olumlu etkileyebilecek bir diğer gelişmedir.

Euro Bölgesi'nde, yılın ilk çeyreğinde gözlenen hızlı büyüme eğilimi ikinci çeyrekte yerini ılımlı bir büyümeye bırakmıştır. Öncü göstergeler büyümedeki yavaşlamanın üçüncü çeyrekte belirginleşerek devam ettiğine işaret etmektedir. Kamu borç krizinin daha da derinleşme ve bankacılık krizine dönüşme risklerinin gözleendiği mevcut durumda Euro Bölgesi'nde iktisadi faaliyetteki yavaşlama eğiliminin önümüzdeki dönemlerde de devam etmesi olası görünmektedir. En büyük dış ticaret ortamımızdaki bu gelişmelerden, Türkiye'nin dış talebinin de olumsuz bir şekilde etkileneceği tahmin edilmektedir.

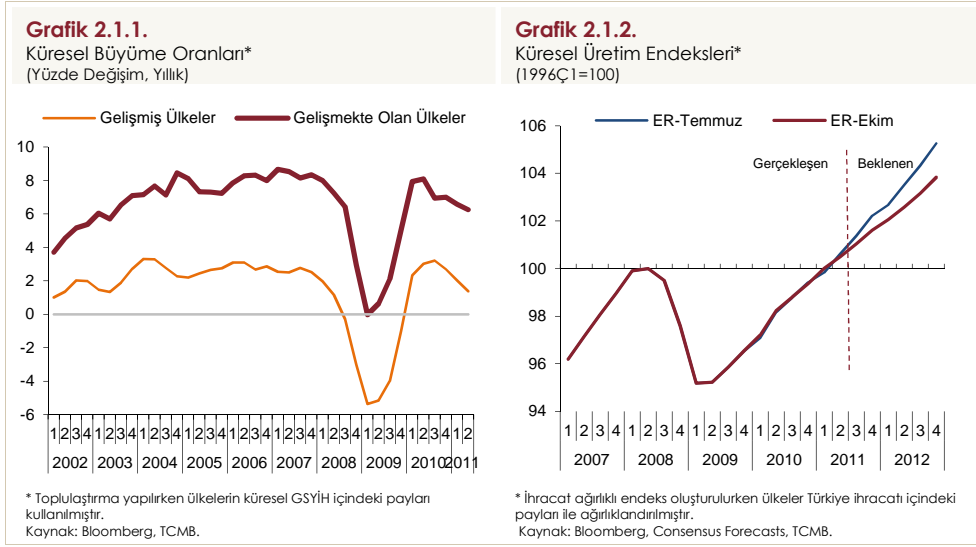
Gelişmekte olan ülkelerde iktisadi faaliyetin küresel çalkantıdan etkilenerek bir miktar yavaşlaması beklenmektedir. İktisadi temellerin sağlıklı yapısı söz konusu ülke grubunu küresel sorunlara karşı kısmen daha dayanıklı hale getirmektedir. Bununla birlikte, risk iştahında Euro Bölgesi borç krizinin neden olduğu gerilemenin, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını bir müddet daha sınırlayabileceği düşünülmektedir.

Emtia fiyatlarında Nisan ayı sonlarından itibaren gözlenen gerileme eğilimi son üç aylık dönemde de devam etmiştir. Küresel iktisadi faaliyetteki yavaşlamayla uyumlu bir şekilde, talep artışı beklentileri aşağı yönlü güncellenmektedir. Ancak özellikle ham petrol ve tarım ürünlerinde zaman zaman beliren arz yönlü sorunlar emtia fiyatlarındaki olumlu tabloyu tersine çevirebilecek bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır.

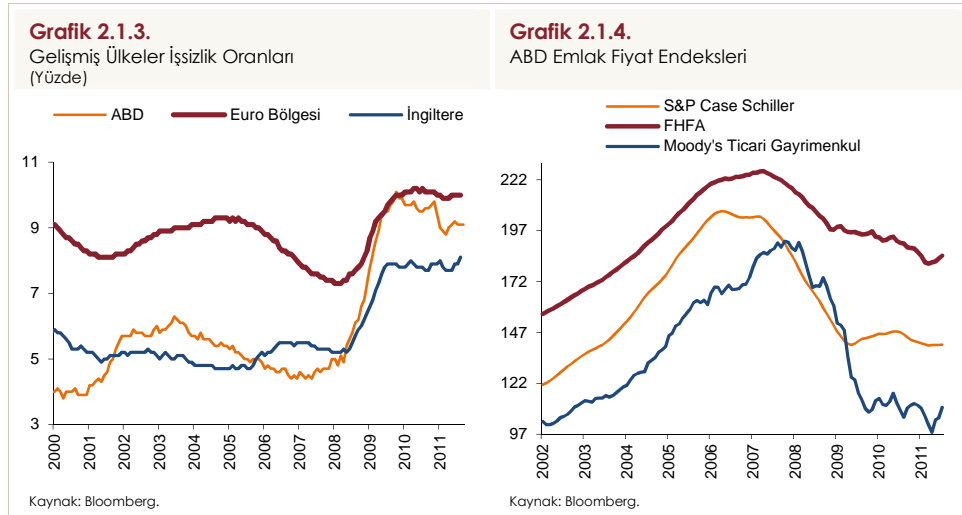
## 2.1. Küresel Büyüme

Yılın ikinci çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetin artış hızının belirgin bir biçimde yavaşladığı gözlenmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki yavaşlamanın gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha belirgin olduğu dikkat çekmektedir. 2011 yılı ikinci çeyreğinde kriz öncesi seviyesini aşmış olan ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin de Temmuz Enflasyon Raporu dönemine kıyasla 2011 ve 2012 yılları için daha zayıf bir dış talep görünümüne işaret ettiği gözlenmektedir (Grafik 2.1.1 ve Grafik 2.1.2).

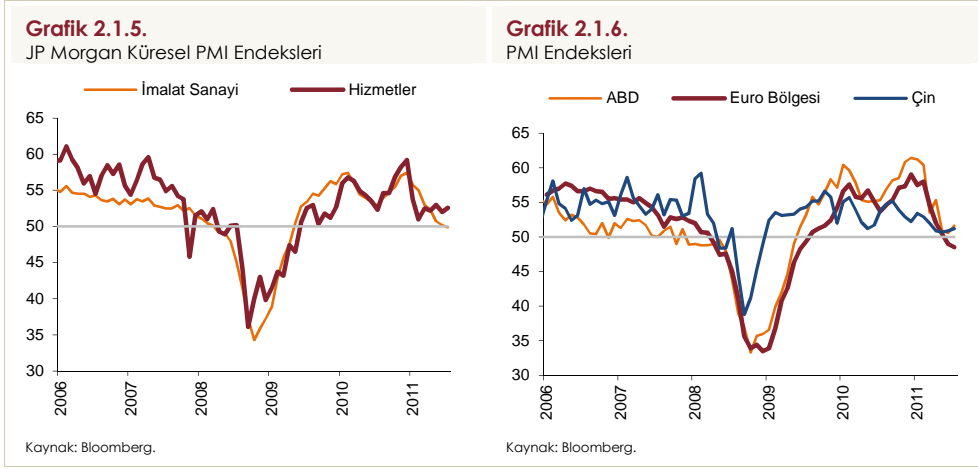




Gelişmiş ülkelerde istihdam artışlarının düşük kalması ve buna bağlı olarak işsizlik oranlarının yüksek seyretmesi büyümenin gücü ve sürdürülebilirliği üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir (Grafik 2.1.3). Diğer yandan, ABD emlak sektörünün belirgin bir toparlanma sinyali vermediği gözlenmektedir (Grafik 2.1.4).



Üçüncü çeyreğe ilişkin en güncel veri olan JP Morgan Küresel PMI endekslerinde gözlenen düşüş, küresel ekonominin büyüme hızındaki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.5). Özellikle Euro Bölgesi'ne ilişkin endeksin sert bir şekilde düşerek nötr seviyenin altına indiği dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.6).



Ekim ayı Consensus Forecasts bülteninde sunulan küresel büyüme tahminleri incelendiğinde, Temmuz Enflasyon Raporu dönemine kıyasla 2011 ve 2012 yıl sonuna ilişkin tahminlerin özellikle ABD ve Euro Bölgesi için önemli miktarda aşağı çekildiği gözlenmektedir (Tablo 2.1.1).

Bu gelişmeler ışığında, Temmuz Enflasyon Raporu dönemine kıyasla Türkiye ihracatında yüksek paya sahip gelişmiş ülkelere ilişkin büyüme beklentilerinin düşürülmesi nedeniyle, Rapor'un son bölümünde yer alan tahminlerde baz senaryo için dış talep görünümü aşağı yönlü güncellenmiştir.

**Tablo 2.1.1.**

Büyüme Tahminleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

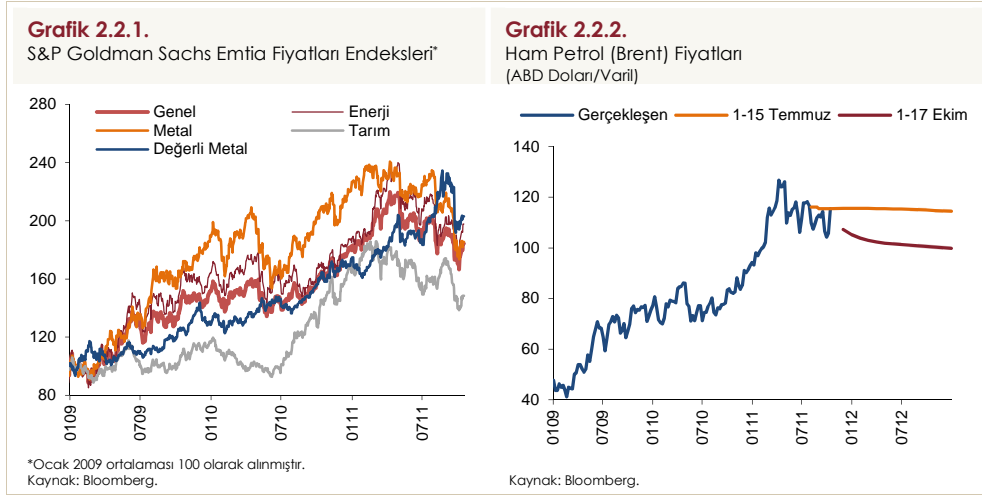
	2011		2012	
	Temmuz	Ekim	Temmuz	Ekim
Dünya	3,2	3,0	3,6	3,0
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,5	1,7	3,0	1,9
Euro Bölgesi	2,0	1,6	1,6	0,6
Almanya	3,4	2,9	1,9	1,0
Fransa	2,0	1,6	1,7	0,9
İtalya	0,9	0,7	1,0	0,0
İspanya	0,7	0,7	1,3	0,6
Portekiz	-2,0	-2,0	-1,7	-2,7
İrlanda	-0,1	1,0	1,2	1,0
Yunanistan	-3,9	-5,4	-0,2	-2,9
Japonya	-0,7	-0,5	3,1	2,2
İngiltere	1,5	1,0	2,2	1,5
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	4,4	4,5	5,7	5,2
Çin	9,2	9,1	8,8	8,5
Hindistan	7,9	7,5	8,3	7,9
Latin Amerika	4,5	4,3	4,2	4,0
Brezilya	4,0	3,6*	4,2	3,9*
Doğu Avrupa	4,3	4,3	4,3	3,4

\*Eylül ayı tahminidir.  
Kaynak: Consensus Forecasts.

## 2.2. Emtia Fiyatları

2011 yılının üçüncü çeyreğinde, küresel emtia fiyatları, başta küresel büyümeye daha duyarlı olan enerji ve endüstriyel metal fiyatları kaynaklı olmak

üzere, düşüş eğilimi sergilemiştir. Endüstriyel metal fiyatları, gerek Euro Bölgesi kaynaklı sorunlar gerekse Çin yönetiminin sıkılaştırıcı yönde uyguladığı para politikasının etkisiyle son bir yılın en düşük seviyelerine ulaşmıştır. Euro Bölgesi borç krizi ve ABD'ye ilişkin not indirimi neticesinde Ağustos ayı sonunda tarihi zirve değerlerine ulaşan değerli metal fiyatları, son bir ay içerisinde gösterdiği düşüş ile üçüncü çeyrek başındaki seviyelerine yaklaşmıştır (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2).



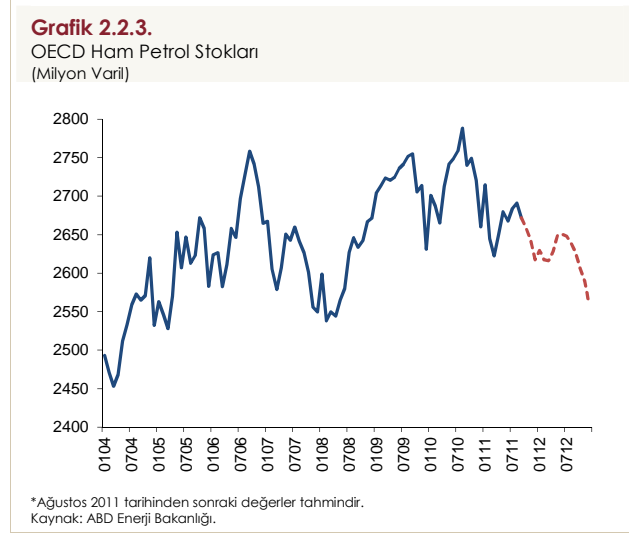
Üçüncü çeyrekte küresel büyümeye ilişkin tahminlerin düşürülmesi ham petrol talebine ilişkin tahminlerin de güncellenmesine sebep olmuştur. Uluslararası Enerji Ajansı'nın (International Energy Agency-IEA) Ocak ayı raporundan bu yana 2011 yılı günlük ham petrol talebi artış beklentisi 0,4 milyon varil aşağı doğru güncellenmiştir (Tablo 2.2.1). Ham petrol fiyatları bu gelişmeler neticesinde düşse de arz yönlü gelişmeler petrol fiyatlarının aşağı yönlü hareketini sınırlamıştır.

**Tablo 2.2.1.**  
Ham Petrol Talep ve Arz Tahminleri

	Ocak 2011 Raporu	Eylül 2011 Raporu
<b>TALEP</b>		
2010	87,7	88,3
2011	89,1	89,3
2011 Talep Artışı	1,4	1,0
<b>ARZ - OPEC dışı</b>		
2010	52,8	52,6
2011	53,4	52,8
2011 Arz Artışı	0,6	0,2
<b>ARZ - OPEC</b>		
2010	35,3	35,4
2011	36,4	35,4
2011 Arz Artışı	1,1	0,0

Kaynak: Uluslararası Enerji Ajansı, ABD Enerji Bakanlığı.

OPEC üyesi olmayan ülkelerin ham petrol arzında yaşanan sıkıntılar stokların düşüş eğilimini sürdürmesine neden olmakta ve ham petrol piyasasını daha kırılgan bir hale getirmektedir (Grafik 2.2.3).



Tarım fiyatları üçüncü çeyrekte dalgalı bir seyir izlemiş ve son bir aylık dönemde hızlı bir düşüş sergilemiştir. Tarım fiyatlarındaki düşüşte arz yönlü gelişmelerin daha belirleyici olduğu düşünülmektedir. Kuraklığa ilişkin endişelerin kısmen sona ermesi ve ekim alanlarının artması öne çıkan arz yönlü gelişmeler olmuştur. Ancak tarım ürünleri fiyatları küresel enflasyon için önemli bir belirsizlik unsuru olmaya devam etmektedir (Tablo 2.2.2).

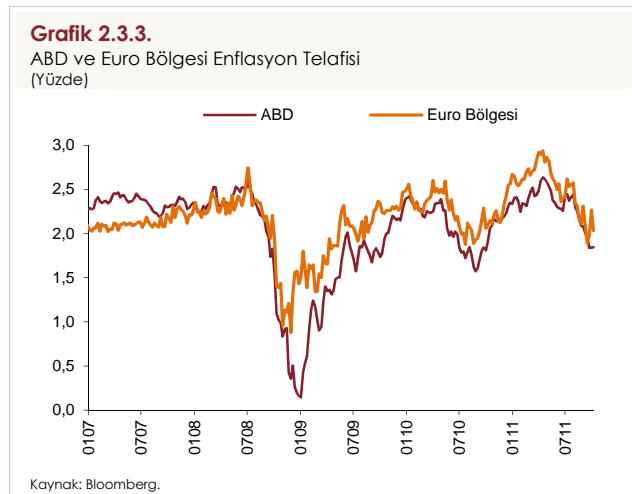
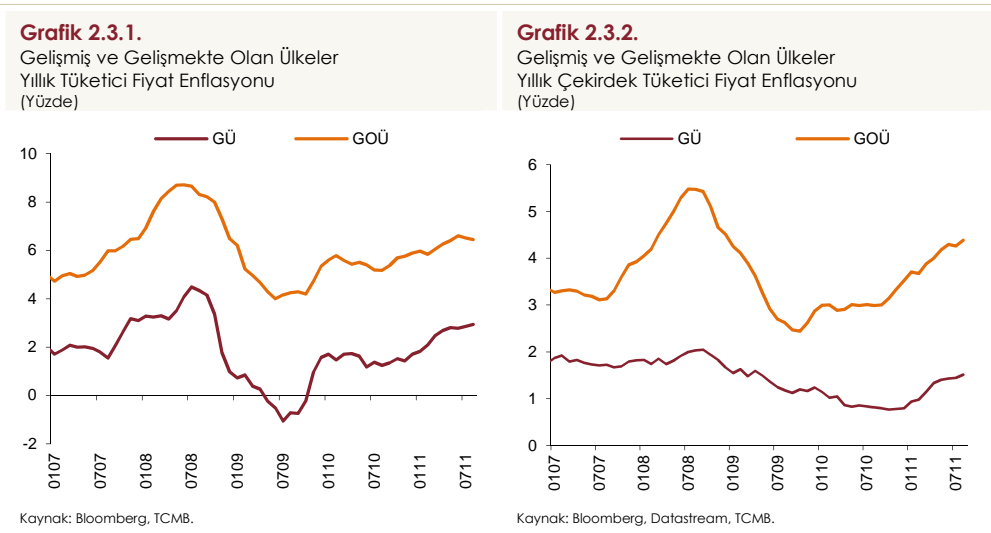
**Tablo 2.2.2.**  
Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri

	2009/2010	2010/2011	2011/2012
<b>BUĞDAY (milyon ton)</b>			
Başlangıç Stoku	167,1	200,8	195,6
Üretim	684,4	648,2	681,2
Tüketim	650,8	653,3	674,4
Dönem Sonu Stoku	200,8	195,6	202,4
<b>MISIR (milyon ton)</b>			
Başlangıç Stoku	147,2	143,9	129,8
Üretim	819,4	828,3	860,0
Tüketim	822,7	842,4	866,7
Dönem Sonu Stoku	143,9	129,8	123,2
<b>PAMUK (milyon balya)</b>			
Başlangıç Stoku	60,7	44,0	44,9
Üretim	101,4	115,1	124,2
Tüketim	119,1	114,3	114,4
Dönem Sonu Stoku	44,0	44,9	54,8

Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

## 2.3. Küresel Enflasyon

2011 yılının üçüncü çeyreğinde küresel büyümenin yavaşlayacağına ilişkin beklentilerin artması ve emtia fiyatlarının gerilemesiyle küresel bazda tüketici enflasyon oranlarındaki artış eğilimi kesintiye uğramıştır (Grafik 2.3.1). Bu gelişmelere paralel olarak, çekirdek enflasyon oranlarındaki yükseliş eğiliminin de hız kestiği gözlenmiştir (Grafik 2.3.2). ABD ve Euro Bölgesi'nde enflasyon telafilerinin yılın üçüncü çeyreğinde düşüş göstermesi, gelişmiş ülke merkez bankalarının genişletici para politikalarını sürdürebilmeleri açısından esneklik sağlayan bir unsur olmuştur (Grafik 2.3.3). Öte yandan, iç talebin görece olarak daha canlı seyrettiği gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarında son dönemde yaşanan hareketlerin enflasyonu geçici olarak yükseltebileceği düşünülmektedir.



Küresel büyüme görünümüne paralel olarak, 2012 yılında enflasyon oranlarının da küresel ölçekte gerilemesi beklenmektedir (Tablo 2.3.1). Eylül ayı itibarıyla, gelişmiş ülkeler için 2012 yıl sonu enflasyon tahminlerinde, Japonya dışında, geçen Rapor dönemine kıyasla önemli bir değişim gözlenmemektedir. Aynı dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik enflasyon tahminlerinde ise sınırlı revizyonlar gerçekleşmiştir. Asya Pasifik ve Doğu Avrupa bölgelerine ilişkin enflasyon tahminleri yükselirken, Latin Amerika bölgesine ilişkin enflasyon tahminleri gerilemiştir.

**Tablo 2.3.1.**  
Enflasyon Tahminleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2011		2012	
	Temmuz	Ekim	Temmuz	Ekim
Dünya	3,7	3,7	3,0	2,9
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	3,1	3,1	2,1	2,1
Euro Bölgesi	2,6	2,6	1,9	1,8
Almanya	2,3	2,3	2,0	1,9
Fransa	2,1	2,1	1,8	1,7
İtalya	2,7	2,7	2,1	2,0
İspanya	3,0	3,1	1,7	1,6
Portekiz	2,8	3,3	1,4	1,5
İrlanda	1,3	1,4	0,6	0,9
Yunanistan	2,9	2,8	0,9	1,1
Japonya	0,3	-0,2	0,2	-0,2
İngiltere	4,4	4,4	2,6	2,7
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	5,1	5,4	4,2	4,3
Çin	5,0	5,4	3,9	4,0
Hindistan	7,7	8,1	7,0	7,1
Latin Amerika	7,6	6,8	7,1	6,4
Brezilya	6,3	6,4*	5,1	5,4*
Doğu Avrupa	6,6	6,4	5,8	6,0

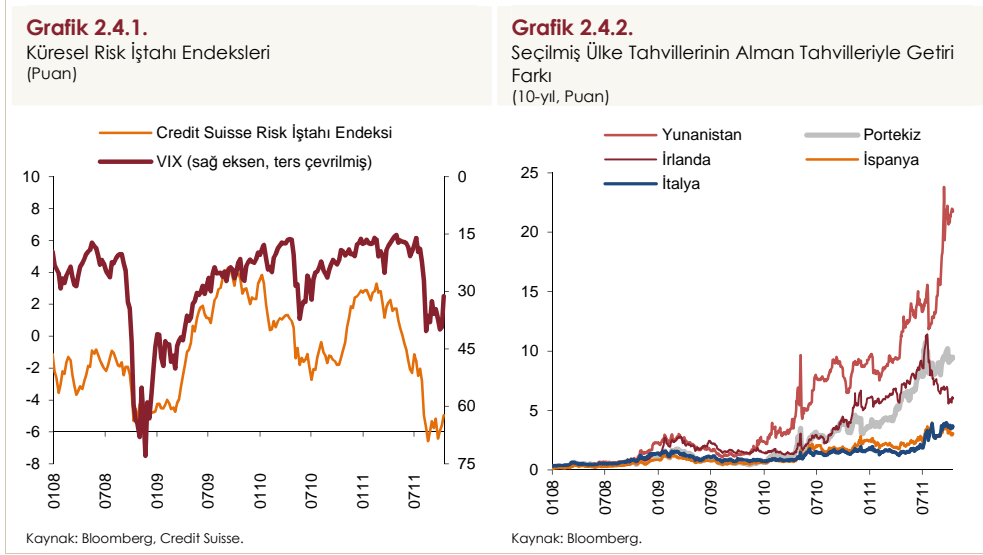
\* Eylül ayı tahminidir.  
Kaynak: Consensus Forecasts.

## 2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

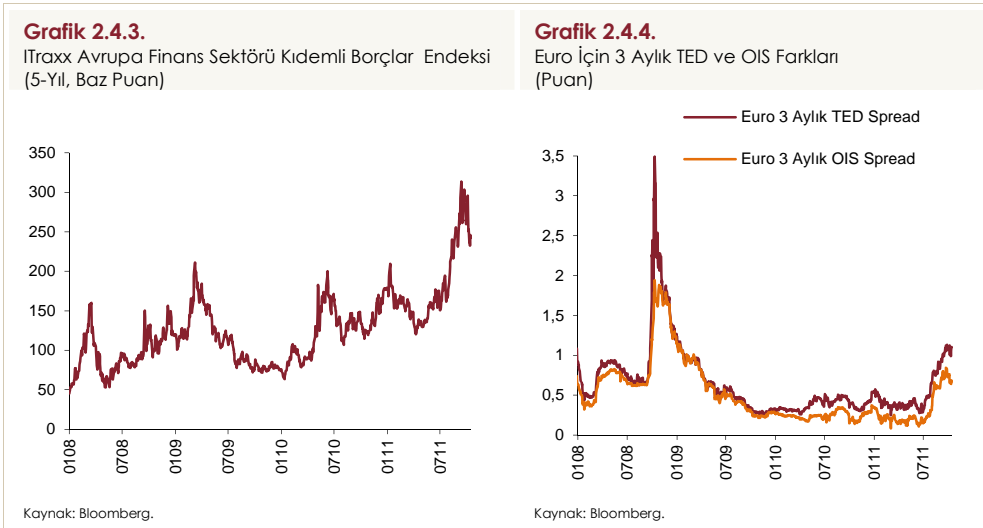
Üçüncü çeyrekte finansal piyasaları etkileyen temel unsur Avrupa ülkelerinde yaşanan borç çevrilebilirliğine dair endişelerin çevre ülkelere merkez ülkelere bankacılık sektörünü kapsayacak şekilde yayılması olmuştur (Kutu 2.1). Söz konusu süreç ile birlikte hem bazı merkez ülkelerin hem de bazı özel bankaların kredi notlarında düşüşler gözlenmiştir.

Borç krizinin yayılması ile birlikte küresel risk iştahında belirgin düşüşler gözlenmiştir (Grafik 2.4.1). Buna bağlı olarak ECB'nin İspanya ve İtalya'nın tahvillerini satın alması ve EFSF'nin genişletilmesi gibi tedbirler alınsa da, bunlar sorunu öteleyen tedbirler olarak değerlendirilmiş ve risk iştahındaki bozulmayı durdursa bile piyasalarda kalıcı olarak güveni tesis edememiştir. Bu gelişmelere

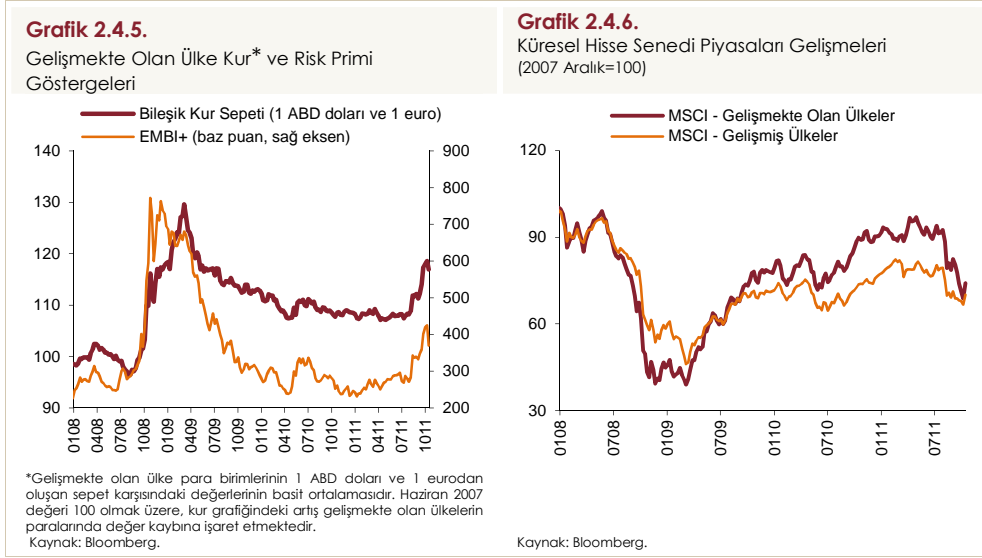
paralel olarak borç sorunu yaşayan ülkelerin tahvillerinin Alman tahvilleriyle getiri farkı belirgin şekilde yükselmiştir (Grafik 2.4.2).



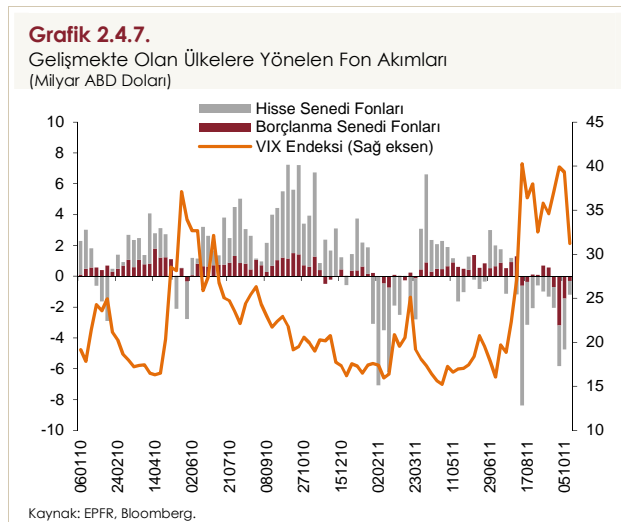
Borç krizinin getirdiği riskler Avrupa bankacılık sektörünü de olumsuz etkilemiş, çeşitli bankaların kredi notları düşürülürken bankalara ait CDS oranları belirgin şekilde yükselmiştir (Grafik 2.4.3). Bu gelişmeler çerçevesinde bankacılık sektöründe karşı taraf riski artmış, TED ve OIS farkları yükselmiştir (Grafik 2.4.4).



Risk iştahındaki bozulma gelişmekte olan ülkeleri de olumsuz etkilemiş, söz konusu ülkelerin risk göstergelerinde artışlar gözlenmiştir. Bu gelişmeler neficesinde yoğun sermaye çıkışları gerçekleşmiş, gelişmekte olan ülkelere ait varlıkların değeri düşmüş ve kurlarda sert değer kayıpları gözlenmiştir (Grafik 2.4.5 ve Grafik 2.4.6).



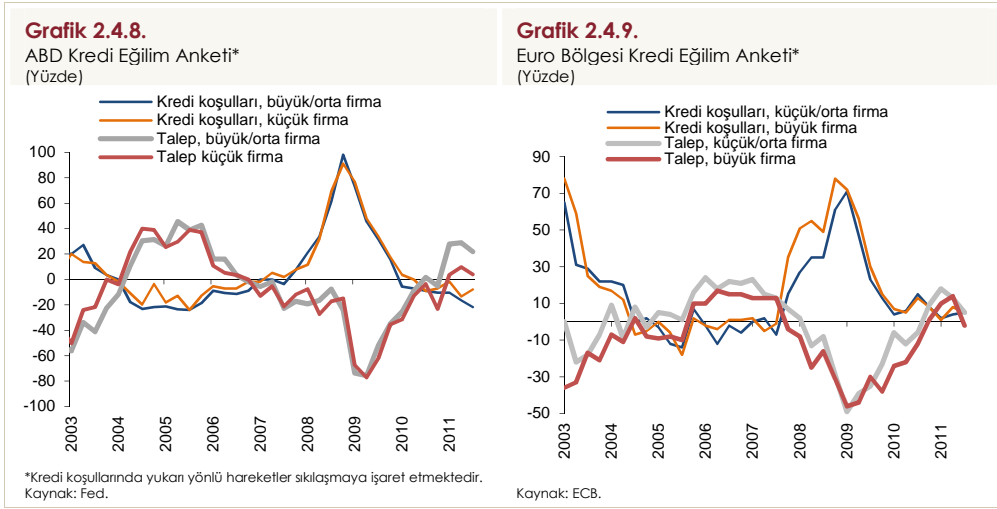
Portföy akımları incelendiğinde, borçlanma senedi fonlarına girişlerin önceki çeyreğe kıyasla büyük oranda azaldığı, hisse senedi fonlarından güçlü çıkışlar kaydedildiği gözlenmektedir (Grafik 2.4.7). Her ne kadar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arası faiz farkları ve büyüme beklentileri gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerini desteklese de, gelişmiş ülkelere ilişkin artan endişelerin sermaye akımlarını sınırlayabileceği düşünülmektedir. Nitekim, gerek Uluslararası Para Fonu (IMF) gerekse Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), 2012 yılında kamu kesimi hariç net sermaye akımlarının artış hızında 2011 yılına kıyasla önemli bir yavaşlama beklemektedir<sup>1</sup>.



<sup>1</sup>IMF World Economic Outlook Eylül 2011 Raporu ve IIF Capital Flows to Emerging Market Economies 25 Eylül 2011 tarihli Araştırma Notu.



Kredi piyasaları incelendiğinde ise ABD'de Fed Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre kredi koşullarının gevşeme hızı belirgin bir değişiklik sergilememiş, kredi talebindeki artış eğilimi ise yavaşlayarak devam etmiştir (Grafik 2.4.8). Öte yandan Euro Bölgesi'nde yaşanan olumsuzluklar kredi piyasalarını daha olumsuz etkilemiştir. ECB Kredi Eğilim Anketi'ne göre kredi koşullarındaki sıkılaşıma devam ederken, küçük ve orta ölçekli firmaların kredi taleplerinde gerileme gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.9).

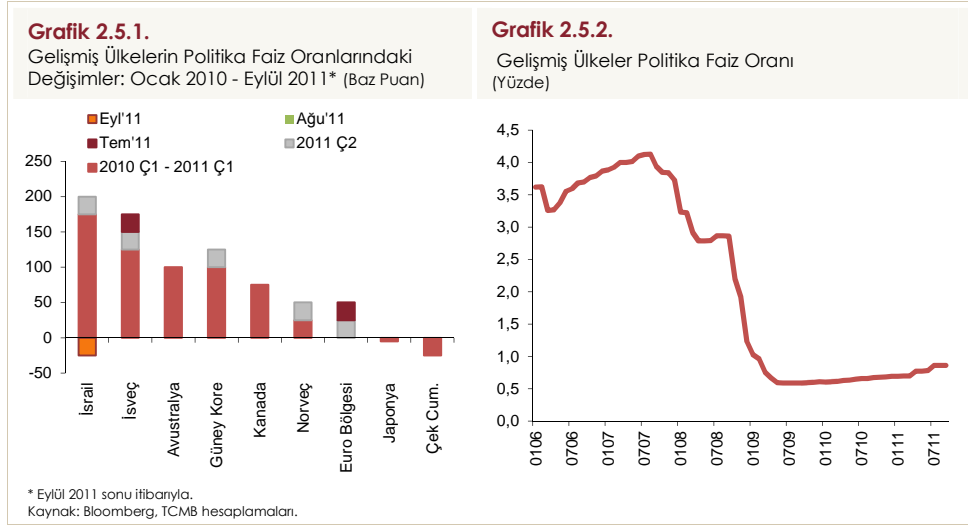


## 2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

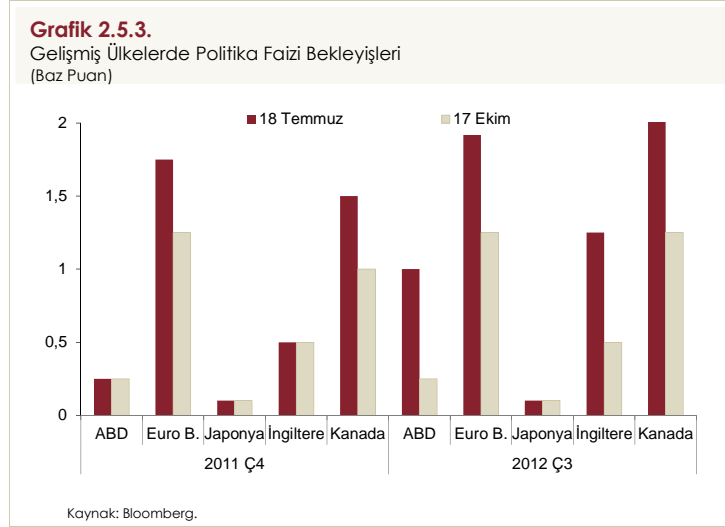
Küresel para politikasında 2010 yılı ortalarından itibaren gözlenen normalleşme sürecinin, olumsuz seyreden küresel büyüme görünümüne bağlı olarak, geçtiğimiz çeyrek içerisinde tersine döndüğü dikkat çekmektedir. G4 ülkeleri başta olmak üzere, gelişmiş ülkelerde para politikası geçtiğimiz çeyrekte daha da gevşeme eğilimine girerken, gelişmekte olan ülkelerde faiz artırımı sürecinin kesintiye uğradığı ancak makro risk azaltıcı tedbirlerin kullanımına genel olarak devam edildiği gözlenmektedir.

Geçtiğimiz rapor döneminde, gelişmiş ülkelerin bazılarında gözlenen kriz sonrası toparlanmaya bağlı olarak gelişmiş ülke politika faizlerinde normalleşme sürecine girildiği belirtilmişti. Nitekim, yılın ikinci çeyreğinde bazı gelişmiş ülke merkez bankalarının başlamış olduğu faiz artırımı süreci, yılın üçüncü çeyreğinin başında da kısmen devam etmiş, Temmuz ayında ECB ve İsveç merkez bankası politika faizlerini 25'er baz puan artırmıştır. Ne var ki, geçtiğimiz çeyrek içerisinde, küresel büyüme görünümünün yeniden olumsuzlaşması ile birlikte söz konusu

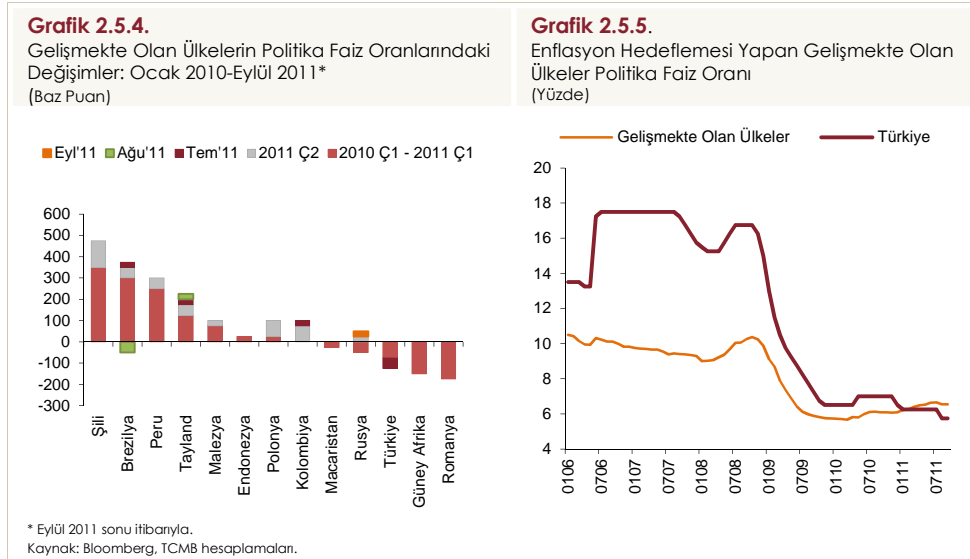
süreç sonlandırılmış ve gelişmiş ülkelerin politika faiz oranı yatay seyretmiştir (Grafik 2.5.1 ve Grafik 2.5.2).



Uzunca bir süre daha düşük seyretmesi beklenen politika faizlerine ilaveten (Grafik 2.5.3), geçtiğimiz çeyrek içerisinde, G4 ülkeleri, para politikasında miktarsal gevşeme süreçlerinin de uzatılacağına dair sinyaller vermiştir. Sözgelimi, Fed 9 Ağustos tarihinde faiz oranlarının en az 2013 yılı ortalarına kadar buldukları düşük seviyelerde tutulmaya devam edileceğini ifade etmiştir. Ayrıca, ekonomi genelinde borçlanma maliyetlerini düşürmek için bilanço büyüklüğünü etkilemeyecek şekilde kısa vadeli tahvillerin satılıp, uzun vadeli tahvil alımını içeren 400 milyar ABD doları tutarında yeni bir paket açıklamıştır. Bu kararı takiben İngiltere Merkez Bankası'nın yayınlamış olduğu Enflasyon Raporu'nda da, faizlerin uzunca bir süre daha düşük seviyelerde tutulacağına ve miktarsal gevşeme uygulamalarına devam edileceğine dair net sinyaller verilmiştir. Nitekim 6 Ekim tarihli İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Kurulu toplantısı sonrasında varlık alım programının miktarının artırıldığı duyurulmuştur. Benzer şekilde, Avrupa Merkez Bankası ve Japonya da Ağustos ayı içerisinde miktarsal gevşeme paketlerinin uzatıldığını açıklamış, böylelikle para politikalarını gevşetmiştir. Özetle, geçtiğimiz çeyreğin sonu itibarıyla bakıldığında, gelişmiş ülkeler para politikasının, gerek düşük faiz ve gerekse uzatılmış miktarsal genişleme paketleri vasıtasıyla daha da gevşetildiği gözlenmekte ve önümüzdeki dönemde de söz konusu ülkelerde para politikasının gevşek kalmaya devam edeceği öngörülmektedir.

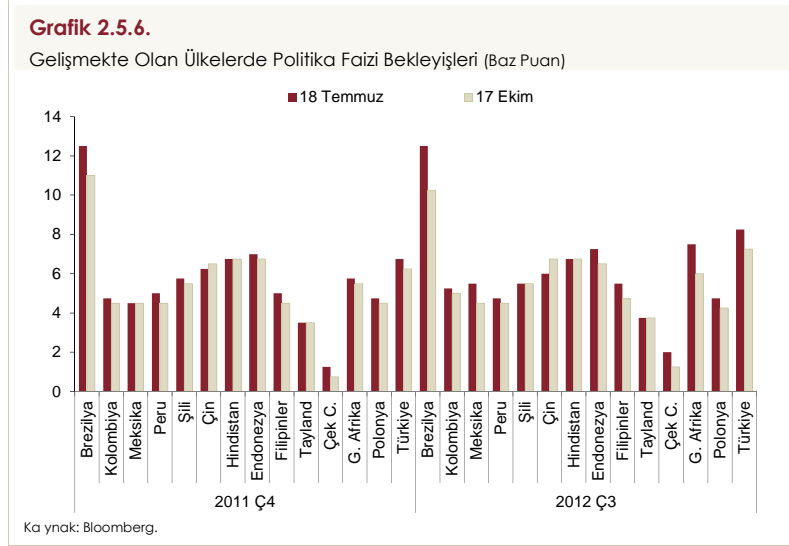


Gelişmekte olan ekonomilerde 2010 yılı ortalarında başlamış olan politika faizlerinde normalleşme sürecinin geçtiğimiz çeyrekte kesintiye uğradığı ve toplulaştırılmış endekslere göre söz konusu ülke grubu bileşik faiz oranının yatay seyrettiği görülmektedir (Grafik 2.5.4 ve Grafik 2.5.5). Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkeler, sermaye girişlerinin ekonomileri üzerindeki olası etkilerini en aza indirmek maksadıyla, makro risk azaltıcı tedbirleri geçtiğimiz çeyrekte de kullanmaya devam etmiştir.



Küresel büyümenin yavaşlayacağı ve gelişmiş ülkelerde para politikasının önümüzdeki dönemde daha da gevşetileceği beklentilerine bağlı olarak bir çok gelişmekte olan ülke merkez bankasının politika faizlerine dair beklentiler de aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 2.5.6). Ancak, makro finansal riskleri

dengelemeye yönelik olarak söz konusu ülke grubunun önümüzdeki dönemde de alternatif politika araçlarını kullanmaya devam edeceği düşünülmektedir.



Kutu  
2.1

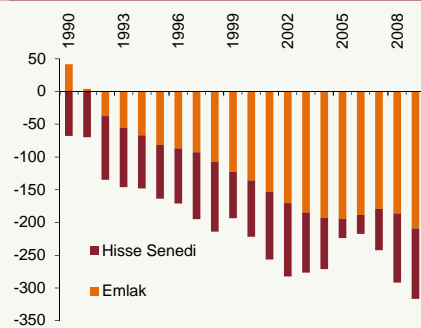
## Bilanço Durgunlukları: Japonya – ABD Kıyaslaması

Bu kutuda Büyük Buhran'dan bu yana tarihinin en uzun ve en derin krizinden 2009 yılı Temmuz ayı itibarıyla resmen çıkmış olan ABD ekonomisinin, uygulanan genişletici mali ve para politikalarına rağmen henüz istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyüme yakalayamamasının altında yatan sebepler 1990'ların Japonya'sından verilecek örnekler ışığında değerlendirilecektir.

Bu analiz için öncelikle bilanço durgunluğu kavramının kısaca tanıtılmasında fayda görülmektedir. Bilanço durgunlukları varlık fiyatlarındaki köpüklerin patlamasının ardından, bu varlıkları borçlanarak edinmiş olan özel kesimin bilançolarında ortaya çıkan tahribatın neden olduğu talep açığı ifade etmektedir. Piyasa değeriyle varlıklarının değeri, borçlarının oldukça altına inen özel kesim, bilanço tamiri amacıyla uzun ve zorlu bir borç ödeme dönemine girmektedir. Borç ödeyen kesimlerin artan tasarruf eğilimi ise sistemde deflasyonist bir talep açığına neden olmaktadır. Böyle bir ortamda kamu kesiminin deflasyonist talep açığını kapatmak amacıyla harcamalarını artırması ekonomik aktivitenin devamlılığı için oldukça önemli olabilmektedir.

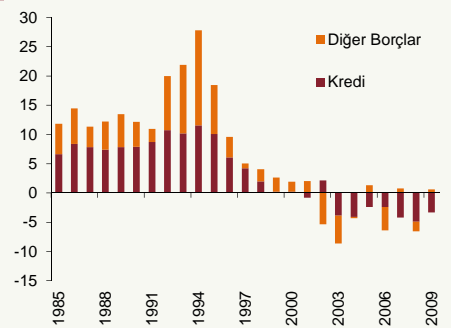
1980'lerin sonunda Japonya yüksek yatırım eğilimiyle büyürken reel sektörde yaşanan hızlı büyümeye finansal kesimde biriken kırılganlıklar da eşlik etmiştir. Japon ekonomisinin büyümesinden pay almak için Tokyo borsasına yönelen yabancı yatırıma paralel yükselen hisse senedi fiyatları 1989 yılından itibaren, ticari emlak ve arsa fiyatları ise 1991 yılından itibaren sert bir şekilde düşmüştür. Örneğin, ilk beş sene içerisinde Tokyo borsası yüzde 50, ticari emlak fiyatları ise yüzde 31 azalış göstermiştir. Bu gelişmeler ışığında toplam servet kaybı, ilk beş sene sonunda, Japonya GSYİH'nın yüzde 137'sine ulaşmıştır (Grafik 1). Tokyo borsası yabancı alımları ile dönem dönem toparlansa da, arsa ve ticari emlak fiyatları istikrarlı bir şekilde düşerek Ağustos 2011 itibarıyla 1991 yılındaki tepe noktasından yüzde 75 aşağıda bir seviyeye gerilemiş ve servet kaybının devamına neden olmuştur.

**Grafik 1.** Japonya'da Birikimli Servet Kaybı (Yüzde GSYİH)



Kaynak: www.esri.cao.go.jp

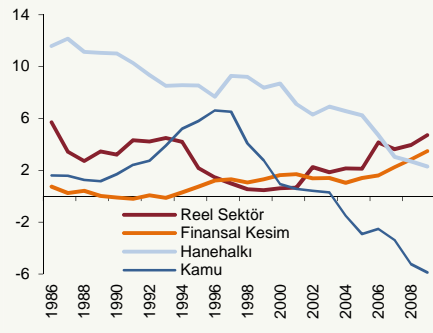
**Grafik 2.** Japonya'da Reel Sektör Borçlanması (Yüzde GSYİH)



Kaynak: www.esri.cao.go.jp

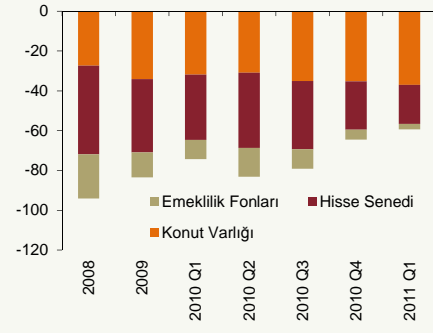
Krizde yüksek kaldıraç oranıyla yakalanan firma kesimi, bilançolarındaki tahribat nedeniyle faizlerin pratik olarak sıfıra yakınsadığı bir dönemde dahi nette borç ödeme yolunu seçmişlerdir (Grafik 2). Bu davranış şekli ekonomi geneline bakıldığında toplam talepte deflasyonist bir talep açığına dönüşmüştür. Para politikası etkinliğinin azaldığı böyle bir durumda, kamu kesimi harcamaları ile firmaların neden olduğu talep açığının önüne geçilebilmiş ve ekonomi genelinde ortaya çıkacak şiddetli bir daralma engellenmiştir (Grafik 3).

**Grafik 3.** Japonya'da Tasarruf Eğilimleri (Yüzde GSYİH)



Kaynak: www.esri.cao.go.jp

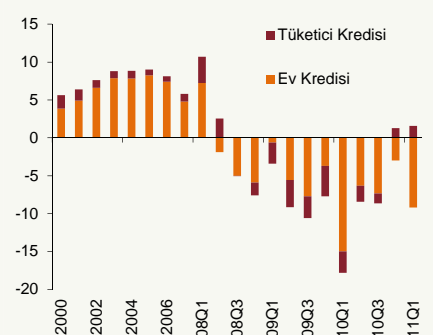
**Grafik 4.** ABD'de Birikimli Servet Kaybı (Yüzde GSYİH)



Kaynak: www.federalreserve.gov

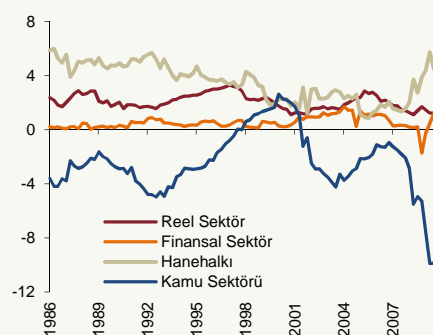
ABD'de ise azalan konut fiyatlarının eşikaltı ipotekli ev kredisi piyasasında ortaya çıkardığı sorunlarla belirginleşen kriz, Ekim 2008'de Lehman Brothers'ın iflasıyla tüm dünyaya yayılmıştır. 2011 ikinci yarısına gelinen süreçte, konut fiyatları 2006 yılındaki tepe noktasına göre yüzde 32, hisse senedi fiyatları ise Eylül 2008'e göre yüzde 8 oranlarında azalış göstermiştir. Genişletici para ve mali politikaların etkin kullanımı ile krizin ilk safhasında yaşadığı değer kayıplarını telafi eden ABD borsası ve yüzde 32 oranında değer kaybının ardından düşüş eğilimi kesintiye uğrayan konut fiyatları, Japonya ile kıyaslandığında, daha ılımlı bir görünüme işaret etmektedir. Nitekim borsa ve emlak fiyatlarında yaşanan düşüşlerle birlikte, Ekim 2008-Ağustos 2011 arası toplam varlık kaybı ABD GSYİH'sine oranla yüzde 59 ile sınırlı kalmıştır (Grafik 4).

**Grafik 5.** ABD'de Hanehalkı Borçlanması\* (Yüzde GSYİH)



\*Çeyreklik veriler yıllıklandırılmıştır.  
Kaynak: www.federalreserve.gov.

**Grafik 6.** ABD'de Tasarruf Eğilimleri (Yüzde GSYİH)



Kaynak: www.federalreserve.gov.

Japonya örneğinden farklı olarak, yaşanan varlık kaybı ABD'de hanehalkı kesimini etkilemiştir. Bilançoları tahrip olan ABD hanehalkı kesimi 2008 yılı ortasından itibaren net borç ödeyen konumuna geçmiştir (Grafik 5). 1990'larda Japonya'da gözlenen firma kesimi davranışı ile 2008 krizi sonrası ABD hanehalkı davranış tarzının büyük oranda örtüştüğü izlenmektedir (Grafik 3 ve Grafik 6). Ekonomi genelinde artan hanehalkı ve finansal kesim tasarrufu<sup>2</sup> ile ortaya çıkan deflasyonist açığın kapatılmasında ABD örneğinde de kamu harcamaları önemli bir rol oynamıştır. Hükümet harcamalarının da desteğiyle, bu dönemde ABD ekonomisi, eski eğiliminin altında da olsa, büyümeye devam edebilmiştir.

Japonya örneğine kıyasla servet kaybının daha sınırlı kaldığı ABD'de, hanehalkının net borç ödeyen konumda olması olumsuz bir görünüm sunmaktadır. Bunun asıl nedeni, hanehalkı kesiminin borç ödeme hızının sınırlı olmasından dolayı, borç ödeme davranışının uzun yıllar sürebilecek olmasıdır. Nitekim krizin başlangıcında yüzde133 olan ABD hanehalkı borcunun harcanabilir gelire oranı 14 puan azalarak 2011 ilk çeyreği sonunda yüzde119'a gerilemiştir. Geçen 13 çeyrek boyunca 14 puan azalan borçluluk oranının (psikolojik bir sınır olan) yüzde100'ün altına gerilemesinin, aynı hızla borç ödendiğini varsayımı altında dahi, 2016 yılı ilk çeyreğini bulması beklenmektedir.

Yapılan karşılaştırmalı analiz neticesinde, yakın dönemde ABD büyümesi açısından, para politikasının manevra alanının daraldığı da dikkate alındığında, genişletici mali politikaların devamlılığının büyük önem arz ettiği düşünülmektedir. Japonya'da artan kamu borcunun milli gelire oranı hükümet üzerine baskıları beraberinde getirmiş ve ilki 1997'de ikincisi ise 2001'de olmak üzere iki kere mali disiplin uygulaması gerçekleştirilmiştir. Bütçe açığını azaltmak amacıyla güden bu uygulamalar ilk senesinde başarılı olsa da daralan ekonomik aktiviteye paralel olarak gerileyen vergi gelirleri takip eden senelerde bütçe dengesini daha da kötüleştirmiştir. Borç stoku dinamikleri nedeniyle benzer bir mali disiplin beklentisi ABD ekonomisi için de geçerlidir. Bu anlamda, mevcut harcamaların, orta vadeli tedbirlerle dengelenecek şekilde gerçekleştirilmesinin büyüme üzerindeki belirsizliklerin azaltılması bakımından önemli olduğu düşünülmektedir.

<sup>2</sup> Aynı dönemde hanehalkı tüketimindeki azalma ve belirsizliğe paralel olarak firma kesimi borçlanma ve yatırımları da azalış göstermiştir.

Kutu  
2.2

## Euro Bölgesi Borç Krizi ve Borç Sürdürülebilirliği

Bu kutuda yakın dönemde euro borç sorununu aşmak için ortaya konan çözümlerin altında yatan sebepler irdelenmektedir. Bu bağlamda ülkelerin borç çevirebilme kapasitelerinin alternatif piyasa faizleri ve büyüme oranlarına olan duyarlılıkları analiz edilmektedir.

Tablo 1'de Euro Bölgesi ülkelerinin Eylül ayı itibarıyla kamu finansmanı, borç yükümlülükleri ve iktisadi faaliyet beklentisi açısından durumları gösterilmektedir. 2016 yılına kadar gerçekleşmesi beklenen ortalama cari GSYİH artışları, yine 2016 sonu itibarıyla beklenen brüt kamu borç stokunun GSYİH'ye oranları ve bu oranları yakalayabilmek için tutturulması gereken faiz dışı denge tahminleri IMF'nin Eylül 2011 tarihli Dünya Ekonomik Görünüm (WEO) raporundan alınmıştır.

**Tablo 1.** IMF – WEO Eylül 2011 Tahminleri

	Nominal Faiz*	Nominal Borç Stoku/GSYİH (2011 Sonu, Yüzde)	Nominal Borç Stoku/GSYİH (2016 Sonu, Yüzde)	Nominal GSYİH Büyümesi (2011-2016 Ortalaması, Yüzde)	Faiz Dışı Denge/GSYİH (Yüzde)
Yunanistan	22,6	165	162	1,9	3,84
Portekiz	10,9	106	110	2,5	2,17
İrlanda	7,6	109	114	4,1	-0,10
İtalya	5,5	121	114	2,6	4,06
İspanya	5,1	67	77	3,5	-1,73
Fransa	2,6	86	87	3,7	-0,34
Almanya	1,8	82	75	2,2	1,64

\* 30 Eylül 2011 tarihi itibarıyla piyasada oluşan faiz oranıdır.

Standart bir borç dinamiği denklemi<sup>3</sup> kullanılarak 2016'ya kadarki beş yıl için, ortalama piyasa faiz seviyesi ve ortalama cari GSYİH büyüme beklentisi veri iken, 2016 sonu için IMF tarafından öngörülen brüt borç stoku/GSYİH oranına ulaşılması için tutturulması gereken ortalama faiz dışı denge oranı denklemlerin iç içe çözdürülmesiyle hesaplanmaktadır. Bulunan bu çözüm değişik faiz seviyeleri için tekrarlandığı takdirde Tablo 2'deki görünüm, alternatif büyüme senaryoları altında tekrarlandığında ise Tablo 3'teki görünüm ortaya çıkmaktadır.

<sup>3</sup> Borç dinamiği denklemi için bakınız Değerli, A. ve Keleş, G.(2011), "Kamu Borç Stoku Sürdürülebilirliği ve Euro Bölgesi Borç Krizi", TCMB Ekonomi Notları No: 11/13

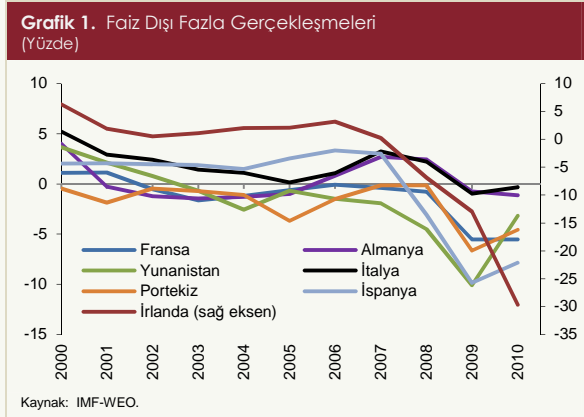


**Tablo 2.** Faiz Dışı Denge Hedefi\* - Faiz Duyarlılığı

	-200 bp	-150 bp	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp	+150 bp	+200 bp	IMF Eylül Tahminleri
Yunanistan	31.34	32.17	32.99	33.81	34.64	35.46	36.29	37.11	37.94	3,84
Portekiz	5.93	6.47	7.01	7.54	8.08	8.62	9.16	9.69	10.23	2,17
İrlanda	0.66	1.21	1.77	2.33	2.88	3.43	3.99	4.54	5.10	-0,10
İtalya	2.49	3.08	3.68	4.27	4.86	5.45	6.04	6.64	7.23	4,06
İspanya	-2.31	-1.95	-1.59	-1.23	-0.88	-0.52	-0.16	0.19	0.55	-1,73
Fransa	-2.93	-2.49	-2.05	-1.62	-1.18	-0.74	-0.31	0.13	0.56	-0,34
Almanya	-0.34	0.06	0.46	0.86	1.25	1.65	2.05	2.45	2.84	1,64

\* 2011-2016 Ortalaması

"0 bp" başlıklı sütun 30 Eylül 2011 tarihli piyasa faizleri altında 2016 yılı sonu IMF borç stoku tahminlerine ulaşılabilmesi için ülkelerin beş yıl boyunca tutturması gereken ortalama faiz dışı denge oranlarını göstermektedir. Buna göre Yunanistan, İtalya ve Portekiz'in borçlarını piyasa faizleri ile çevirmeleri için vermeleri gereken faiz dışı fazla oranlarının tarihi ortalamalarından belirgin bir şekilde yüksek olduğu görülmektedir (Grafik 1).



Mevcut analizi Ağustos ayı faiz seviyeleri ve IMF'nin Nisan 2011 tarihli WEO raporundaki büyüme varsayımları ile gerçekleştirilen analiz<sup>4</sup> ile kıyasladığımızda, bahsi geçen ülkelerin görünümünün büyüme oranlarının aşağı yönlü güncellenmesi ve piyasa faizlerinin artması neticesinde belirgin ölçüde bozulduğu görülmektedir. Bir önceki analize göre İrlanda ve Fransa'nın görünümünün ise azalan piyasa faizleri sebebiyle olumlu seyrettiği görülmektedir. Almanya'nın görünümünde ise azalan faiz seviyelerine rağmen, büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesi sonrasında bir miktar bozulma gerçekleşmiştir. İspanya ise her iki analizde de borç krizindeki ülkeler içerisinde kamu maliyesi açısından durumu en iyi olan ülke olarak görünmektedir.

<sup>4</sup> Detaylı analiz için bakınız Değerli, A. ve Keleş, G.(2011), "Kamu Borç Stoku Sürdürülebilirliği ve Euro Bölgesi Borç Krizi", TCMB Ekonomi Notları No: 11/13

**Tablo 3.** Faiz Dışı Denge Hedefi\* - Büyüme Duyarlılığı

	-150 bp	-125 bp	-100 bp	-75 bp	-50 bp	-25 bp	0 bp	+25 bp	+50 bp	IMF Eylül Tahminleri
Yunanistan	37.11	36.69	36.28	35.87	35.46	35.05	34.64	34.23	33.82	3,84
Portekiz	9.71	9.44	9.17	8.89	8.63	8.36	8.08	7.81	7.54	2,17
İrlanda	4.56	4.28	4.00	3.72	3.44	3.16	2.88	2.60	2.32	-0,10
İtalya	6.62	6.33	6.03	5.74	5.44	5.15	4.86	4.57	4.28	4,06
İspanya	0.22	0.04	-0.14	-0.33	-0.51	-0.69	-0.88	-1.06	-1.24	-1,73
Fransa	0.13	-0.09	-0.31	-0.53	-0.74	-0.96	-1.18	-1.40	-1.62	-0,34
Almanya	2.43	2.23	2.03	1.84	1.64	1.45	1.25	1.06	0.86	1,64

\* 2011-2016 Ortalaması.

Yukarıdaki analize benzer bir analiz farklı büyüme senaryoları altında gerçekleştirildiğinde Tablo 3 elde edilmektedir. "0 bp" başlıklı sütun IMF Eylül 2011 tarihli WEO büyüme tahminleri altında ülkelerin beş yıl boyunca tutturması gereken ortalama faiz dışı denge oranlarını göstermektedir. Merkez ülkelerinden büyüme oranları aşağı yönlü güncellenen İtalya, Almanya ve Fransa ekonomilerinden özellikle İtalya'nın beklenenden daha sert daralması durumunda tutturması gereken faiz dışı fazla oranı sürdürülebilir olmaktan çıkmaktadır.

Euro Bölgesi ülkelerinin önümüzdeki dönemde borç dinamiklerinin sürdürülebilirlikleri ekonomik büyüme ve piyasa faiz seviyelerine bağlı bulunmaktadır. Kısa vadede ekonomik büyümeye ilişkin görünümün fazla değişmeyeceği düşünüldüğünde, borç krizine ilişkin gelişmelerin faiz hadlerine daha duyarlı olduğu düşünülmektedir. Büyüme görünümü ve ekonomik belirsizliklere karşı duyarlı olan piyasa faiz oranlarının borç sürdürülebilirliği açısından arzulan seviyelere gerileyebilmesi için yapısal reformların yerel ve bölgesel ölçekte ivedilikle gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu açıdan karar alıcı birimlerin borç krizinin çözümüne ilişkin gösterecekleri politik kararlılık ve atacakları adımlar gittikçe sürdürülebilir olmaktan çıkan borç krizinin çözümü için büyük önem taşımaktadır.

Kutu  
2.3

## Türkiye İçin Reel Efektif Kur Göstergeleri

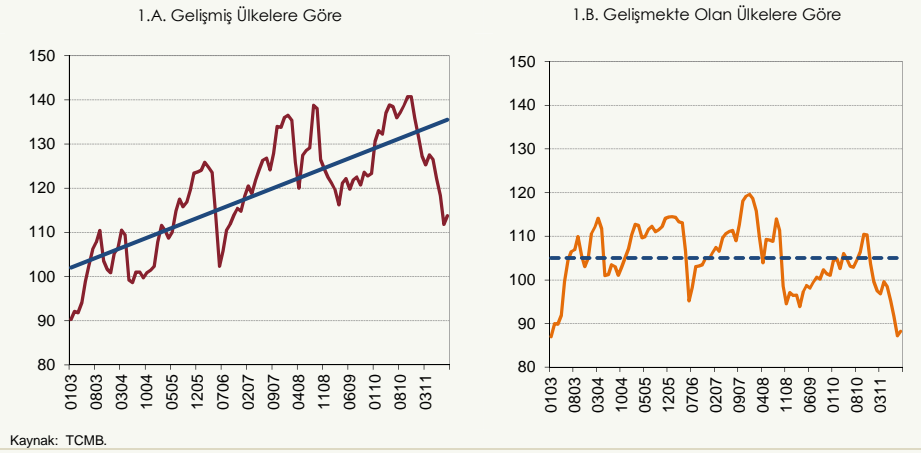
Bir ülkenin reel efektif döviz kuru o ülkedeki bir ürün sepetinin fiyatının karşılaştırma grubundaki ülke fiyatlarına göre seviye ve değişiminin anlaşılması amacı ile kullanılmaktadır. Reel efektif kurdaki hareketler bir ülkenin diğer ülkelere göre rekabet gücündeki değişimler hakkında da bilgi sunabilmektedir. Reel efektif döviz kuru hesaplamalarında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında önemli farklılıklar oluşabilmekte, bu da karşılaştırma grubunun doğru seçilmesini gerekli kılmaktadır. Buradan yola çıkarak, bu kutu Türkiye için reel efektif döviz kuru hareketlerini gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için ayrı ayrı incelemekte ve bu karşılaştırmada ortaya çıkan farkların olası sebeplerini sunmaktadır.

Türkiye için reel efektif döviz kuru hesaplaması denklem 1'de verilen formül kullanılarak yapılmaktadır. Denklemde  $P_{TUR}$  Türkiye'deki fiyat seviyesini,  $P_i^*$  karşılaştırma grubunda bulunan  $i$  ülkesinin fiyat seviyesini,  $e_{i,TUR}$   $i$  ülkesinin TL cinsinden nominal efektif kurunu,  $w_i$   $i$  ülkesinin karşılaştırma grubundaki ağırlığını,  $N$  ise karşılaştırma grubundaki ülke sayısını ifade etmektedir. Bu denklemde REK ile gösterilen reel efektif döviz kurunun artması, Türk mallarının yabancı mallara nispeten fiyatının artması veya TL'nin reel olarak değerlendirilmesi anlamına gelmektedir.

$$REK = \sum_{i=1}^N w_i \frac{P_{TUR}}{P_i^* e_{i,TUR}} \quad (1)$$

REK'teki bir artış, ağırlıklar ( $w_i$ ) sabit tutulduğunda,  $P_{TUR}$ 'un artması,  $P_i^*$ 'nin veya  $e_{i,TUR}$ 'un azalmasından kaynaklanabilir. Burada  $e_{i,TUR}$ 'un azalması, nominal olarak TL'nin değerlendirilmesi anlamına gelmektedir. Bunun yanında, nominal döviz kurları veri iken, Türkiye'deki enflasyonun karşılaştırma grubundaki ülkelerin enflasyonundan daha fazla olması durumunda da REK'in artış göstermesi beklenmektedir.

Grafik 1'de iki farklı karşılaştırma grubu (gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler) için Türkiye'nin reel efektif döviz kurları gösterilmektedir. Buradan da görüleceği üzere Türkiye'nin reel kuru son 8 yılda gelişmiş ülkelere nispeten değer kazansa da gelişmekte olan ülkelere benzer hareket etmiştir.

**Grafik 1. TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)**

Gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerin reel efektif döviz kuru hareketlerinin farklılaşmasında iki önemli faktör etkili olabilmektedir. İlk olarak, iktisadi yazında Balassa-Samuelson etkisi olarak bilinen, ülkelerin gelişmesine paralel olarak temelde iç piyasadaki ticarete konu olmayan mal fiyatlarının daha hızlı artması ile gerçekleşen reel efektif döviz kuru artışlarıdır. Geçtiğimiz 8 yıllık dönemde gelişmekte olan ülkeler ortalama yüzde 6,66 büyürken, gelişmiş ülkelerin büyümesi yüzde 1,44 olarak gerçekleşmiştir. Bu bağlamda, gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler arasındaki büyüme farkı, Balassa-Samuelson etkisinin gelişmekte olan ülkeler için daha yüksek olacağını, dolayısı ile reel efektif döviz kurunun gelişmekte olan ülkeler için artacağını ima etmektedir (Choudhri ve Khan (2004)).

Gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasındaki reel kur farklılaşmasına sebep olan bir diğer unsur ise, gözlenen hızlı iktisadi büyüme ile gelişmekte olan ülkelerin tükettiği mal ve hizmetlerin yenilik derecesinin ve kalitesinin gelişmiş ülkelere göre daha hızlı artmasına bağlıdır. Buna istinaden, gelişmekte olan ülkelerin enflasyonunda daha yüksek miktarda pozitif yönlü yanlılık gözlenecektir. Bils ve Klenow (2001) kalite yanlılığını ABD ekonomisi için, çalışmada kullandıkları ürün sepeti özelinde, yıllık yüzde 2,2 olarak tahmin etmektedir. Arslan ve Ceritoğlu (2011) çalışması, Bils ve Klenow (2001) çalışmasında kullanılan ekonometrik tahmin yöntemi ile kalite yanlılığının Türkiye ekonomisi için yaklaşık yıllık yüzde 3 olarak tahmin etmektedir. Benzer bir biçimde, Filho ve Chamon (2008), Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomiler arasında yer alan Brezilya ve Meksika için enflasyon seviyesindeki kalite yanlılığının yaklaşık ortalama yıllık yüzde 3 puan olduğunu tahmin etmektedir. Gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasındaki enflasyon

ölçüm yanlılığındaki bu farklılık reel efektif döviz kurunun hesaplandığı 1 numaralı denklemde gelişmekte olan ülkelerdeki fiyat artışını gelişmiş ülkelere oranla daha yüksek göstermekte, dolayısı ile reel kurda ölçüm kaynaklı artışlara sebep olabilmektedir. Bir başka deyişle, bütün faktörler veri iken, ABD için yüzde 2,2 oranında ve Türkiye, Brezilya ve Meksika için elde edilen yaklaşık yüzde 3 oranında tahmin edilen kalite yanlılığından dolayı ABD doları bu ülkelerin para birimleri karşısında reel olarak yıllık yüzde 0,8 oranında değer kaybetmiş görünmektedir. Bu durum, fiyat endekslerinde kullanılan mal ve hizmetlerin kalite iyileşmelerinin ölçümünde karşılaşılan zorluklar nedeniyle, gerçekte olmamasına rağmen, ABD dolarının bu ülkelerin para birimleri karşısında geçtiğimiz 8 yıllık dönemde toplamda yüzde 6,4'lik bir reel değer kaybına ulaştığı anlamına gelmektedir.

**Özetle,** gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki hem büyüme oranları hem de kalite yanlılığı farkları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin reel efektif döviz kurlarının uzun dönemde birbirinden ayrışmasına sebep olabilmektedir. Türkiye'nin gelişmekte olan bir ülke olması, ve Türkiye'nin büyüme oranları ile kalite yanlılığı farklarının bu ülkelere göre daha az olması, Türkiye'nin reel efektif döviz kurundaki gelişmelerin takibi için, gelişmekte olan ülkeleri daha karşılaştırılabilir kılmaktadır.

#### **Kaynakça**

- Arslan, Yavuz ve Evren Ceritoğu (2011), "Quality Growth versus İnflation in Tukey", Yayınlanma aşamasında.
- Bils, Mark and Klenow, Peter (2001), "Quantifying Quality Growth", American Economic Review, 91 (4), pp. 1006 – 1030.
- Choudhri, Ehsan and Mohsin Khan (2004), "Real Exchange Rates In Developing Countries: Are Balassa-Samuelson Effects Present?", IMF Working Paper, No. 04/188.
- Saygılı , Hülya, Mesut Saygılı, ve Gökhan Yılmaz (2010), "Türkiye İçin Reel Efektif Döviz Kuru Endeksleri", TCMB Çalışma Tebliği, 10/12.
- Filho, Carvalho and Chamon, Marcos (2008), "The Myth of Post-Reform Income Stagnation: Evidence from Brazil and Mexico", IMF Working Paper, No. 08/197.

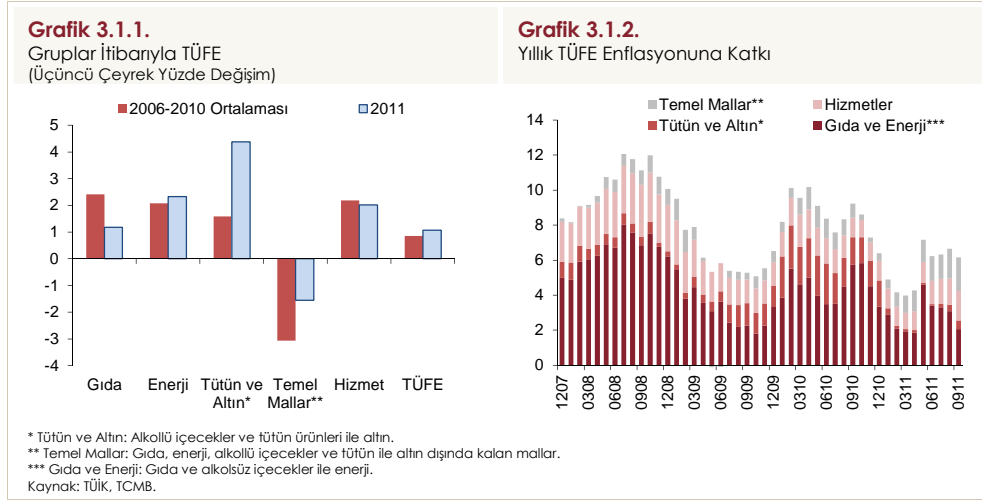


## 3. Enflasyon Gelişmeleri

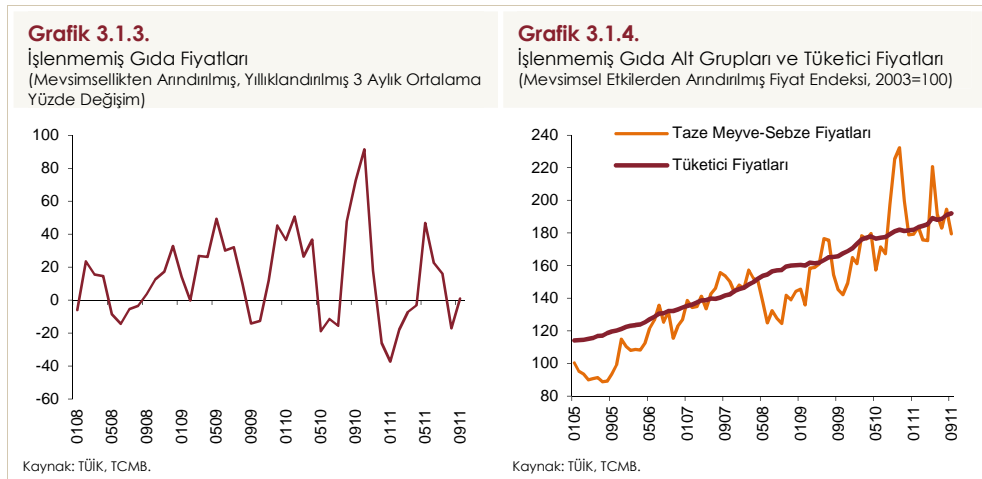
### 3.1. Enflasyon

2011 yılı üçüncü çeyreğinde tüketici fiyatları yüzde 1,07 oranında artmış ve yıllık enflasyon bir önceki çeyrek sonuna kıyasla sınırlı oranda azalarak yüzde 6,15'e gerilemiştir. Türk lirasındaki değer kaybı bu dönemde enflasyon dinamiklerinde öne çıkan başlıca unsur olmuştur (Kutu 3.1). İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisine bağlı olarak gıda grubunun yıllık enflasyonu önemli oranda gerilemiş; buna karşılık döviz kuru hareketlerine bağlı olarak temel enflasyon göstergeleri yükselmiştir. Döviz kuru gelişmeleri özellikle temel mal fiyatları üzerinde etkili olmuş, hizmet fiyatları ise ılımlı seyrini korumuştur. Uluslararası emtia fiyatlarında süren gerilemeye rağmen, temelde döviz kurunun etkisiyle üretici fiyatları kaynaklı baskılar güçlü seyretmiştir.

Alt gruplar bazında bakıldığında, bu dönemde çeyreklik fiyat değişim oranlarının gıda ve hizmet grupları dışında geçmiş yıllar ortalamasının üzerine çıktığı görülmüştür (Grafik 3.1.1). Temel mal fiyatlarının seyrinde kur gelişmeleri ve birikimli maliyet artışlarının yansımaları etkili olmuştur. Uluslararası enerji fiyatlarındaki düşüğe rağmen, yurt içi enerji fiyatları Türk lirasındaki zayıf seyrin neticesinde geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde bir oranda artmıştır. Gıda grubu fiyatları ise işlenmemiş gıda fiyatlarındaki olumlu seyre bağlı olarak geçmiş yıllara kıyasla daha düşük oranda artmıştır. Bu çeyrekte altın fiyatlarında belirgin bir artış kaydedilmiş, bu gelişmenin yıllık tüketici enflasyonuna etkisi 0,25 puan olmuştur (Grafik 3.1.2). Hizmet grubu fiyatlarının ana eğilimi ise ulaştırma hizmetleri dışındaki kalemlerde ılımlı seyrini korumuştur. Yılın son çeyreğinde yönetilen/yönlendirilen fiyat artışları ile işlenmemiş gıda fiyatlarındaki olumsuz baz etkileri nedeniyle tüketici enflasyonunun artış göstereceği tahmin edilmektedir.

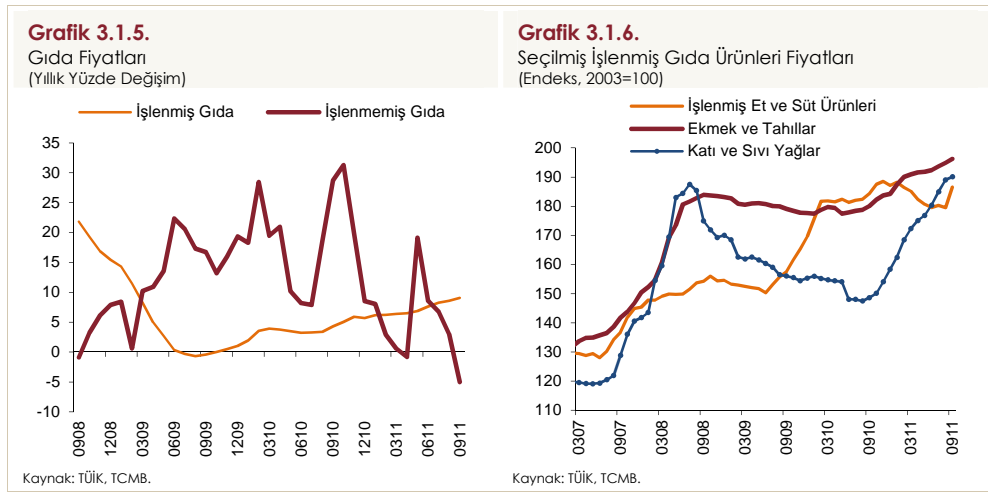


Gıda enflasyonu ilk iki çeyrekteki dalgalı seyrin ardından, Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda öngörüldüğü gibi, üçüncü çeyrekte belirgin bir azalış (5,9 puan) kaydederek yüzde 2,23 olmuştur. Bu seyrde temelde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisi belirleyici olmuştur. Öte yandan baz etkileri dışında da fiyatlar son üç aylık dönemde ılımlı bir görünüm sergilemiştir (Grafik 3.1.3). Bu dönemde, taze meyve-sebze fiyatları azalış kaydederek grup fiyatlarının olumlu seyrinde öne çıkmıştır (Grafik 3.1.4). Diğer işlenmemiş gıda fiyatlarında ise aynı dönemde başta kırmızı et fiyatlarında (yüzde 8,04) olmak üzere artışlar gözlenmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış veriler işlenmemiş gıda fiyatlarından kaynaklanan baz etkilerini daha net ortaya koymaktadır. 2010 yılının üçüncü çeyreğinde mevsimsel eğiliminin oldukça üzerinde artış kaydeden işlenmemiş gıda fiyatları aynı yılın son iki ayında keskin bir azalış sergilemiştir. Bu çerçevede işlenmemiş gıda fiyatlarından kaynaklanan baz etkisi Kasım ve Aralık aylarında gıda ve dolayısıyla tüketici enflasyonunu olumsuz yönde etkileyecektir.

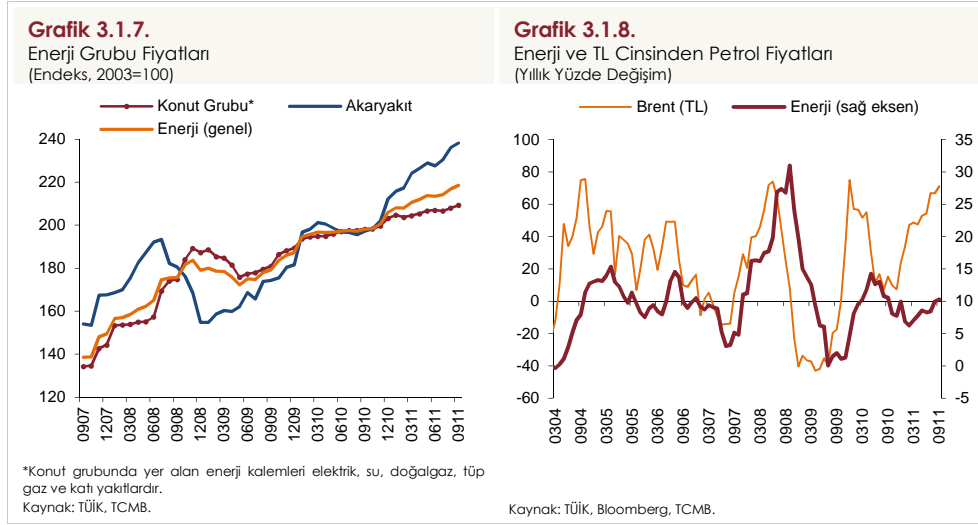




İşlenmiş gıda grubunda enflasyon bu çeyrekte 1,42 puan artarak yüzde 9,07'ye ulaşmıştır (Grafik 3.1.5). Bu gelişmede gerek yurt içi gerekse uluslararası gelişmeler paralelinde artış kaydeden ve yıllık enflasyonu yüzde 27,89'a ulaşan katı ve sıvı yağ grubu fiyatları temel belirleyici olmuştur (Grafik 3.1.6). Ayrıca, son dönemde ithalat fiyatlarındaki gerilemeye karşın Türk lirasında gerçekleşen yüksek oranlı değer kaybının olumsuz etkileri işlenmiş gıda grubunun geneline yayılmış, grup fiyatları bu dönemde geçmiş yıl ortalamalarının üzerinde yüzde 3,03 oranında artmıştır (Tablo 3.1.1).



Enerji fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 2,34 oranında artmıştır (Tablo 3.1.1). Bu dönemde, uluslararası petrol fiyatlarının ikinci çeyrek sonuna kıyasla bir miktar gerilemesine karşın Türk lirasındaki değer kaybının etkisiyle yurt içi akaryakıt fiyatlarındaki artış ivmelenmiştir (Grafik 3.1.7). Benzer şekilde konut grubunda yer alan katı yakıt ve tüp gaz fiyatlarında da artış gözlenmiştir. Böylelikle, enerji grubu yıllık enflasyonu Eylül ayı itibarıyla yüzde 10,3 seviyesine ulaşmıştır (Grafik 3.1.8). Temmuz Enflasyon Raporu'nda Türk lirası cinsinden petrol fiyatlarında kaydedilen yüksek oranlı artışlara bağlı olarak 2011 yılının ikinci yarısında doğalgaz ve elektrik fiyatlarında artışlar olabileceği belirtilmişti. Nitekim doğalgaz ve elektrik tarifeleri 1 Ekim'den itibaren artırılmıştır. Bu çerçevede, enerji grubu yıllık enflasyonunun ilgili ayda önemli oranda yükseleceği ve söz konusu artışların tüketici yıllık enflasyonuna etkisinin yaklaşık 0,5 puan olacağı tahmin edilmektedir.



13 Ekim 2011 tarihli resmi gazetede yayımlanan Bakanlar Kurulu kararı ile bazı motorlu taşıt, cep telefonu, alkollü içecek ve tütün mamullerinde ÖTV oranları artırılmıştır. Söz konusu vergi artışlarından tüketici fiyatlarına en belirgin katkının tütün ürünlerinden geleceği, diğer kalemlerin etkisinin görece sınırlı olacağı tahmin edilmektedir. Tütün ürünlerinden alınan dolaylı vergilerin hesaplanma yöntemi ve bu yöntemin nihai tüketici fiyatları üzerine etkileri Kutu 3.2'de incelenmektedir.

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

	2010			2011		
	III	IV	Yıllık	I	II	III
<b>TÜFE</b>	<b>1,15</b>	<b>1,55</b>	<b>6,40</b>	<b>1,57</b>	<b>1,83</b>	<b>1,07</b>
<b>1. Mallar</b>	1,29	1,64	7,18	1,53	2,05	0,73
Enerji	0,43	3,98	9,96	2,27	1,37	2,34
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	7,02	-0,18	7,02	3,77	-2,46	1,18
İşlenmemiş Gıda	13,16	-3,05	8,52	5,08	-5,79	-1,00
İşlenmiş Gıda	1,69	2,59	5,68	2,61	0,57	3,03
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	-2,96	2,21	6,09	-0,68	6,32	-0,36
Temel Mallar	-3,45	2,59	1,70	-1,08	7,73	-1,55
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	-0,34	-1,06	0,26	4,26	1,85	3,69
Alkollü İçecek, Tütün ve Altın	-1,27	0,93	24,61	0,81	1,05	4,38
<b>2. Hizmetler</b>	<b>0,73</b>	<b>1,31</b>	<b>4,24</b>	<b>1,67</b>	<b>1,22</b>	<b>2,02</b>
Kira	1,30	0,98	3,96	1,08	0,99	1,35
Lokanta ve Oteller	1,56	2,30	9,76	1,65	1,80	2,37
Ulaştırma	1,83	1,28	7,04	2,28	2,10	3,07
Haberleşme	-2,90	2,23	-3,51	1,96	-1,71	0,35
Diğer Hizmetler*	1,19	0,30	3,57	1,61	2,14	2,56

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

Temel mal grubunda yıllık enflasyon Türk lirasında süregelen değer kaybının etkisiyle Eylül ayı itibarıyla yüzde 7,64 oranına yükselmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler grup fiyat artış oranında bir önceki çeyrekte gözlenen yavaşlamanın ardından üçüncü çeyrekte tekrar hızlanmaya işaret etmektedir (Grafik 3.1.9). Üçüncü çeyrekteki bu gelişmede özellikle otomobil, mobilya gibi dayanıklı tüketim malları fiyat artışları önemli rol oynamıştır

(Tablo 3.1.2, Grafik 3.1.10). Giyim grubunda ise yıllık enflasyon 2010 yılı Kasım ayından bu yana süregelen artışın ardından Eylül ayında gerilemiştir (Grafik 3.1.10). Ancak bu durumun indirim sezonuna özgü geçici etkileri yansıttığı düşünülmekte, tekstil ve hazır giyim ithalatında alınan koruma önlemlerine bağlı olarak yılın son çeyreğinde giyim fiyatlarının tekrar ivmeleneyeceği öngörülmektedir.

**Tablo 3.1.2.**

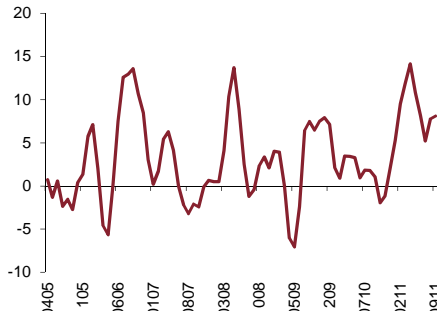
Temel Mal Fiyatları  
(3 Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2010			2011		
	III	IV	Yıllık	I	II	III
<b>Temel Mallar</b>	<b>-3,45</b>	<b>2,59</b>	<b>1,70</b>	<b>-1,08</b>	<b>7,73</b>	<b>-1,55</b>
<b>Giyim ve Ayakkabı</b>	<b>-11,90</b>	<b>9,94</b>	<b>4,72</b>	<b>-12,04</b>	<b>25,08</b>	<b>-12,13</b>
<b>Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)</b>	<b>-0,34</b>	<b>-1,06</b>	<b>0,26</b>	<b>4,26</b>	<b>1,85</b>	<b>3,69</b>
Mobilya	1,77	-1,06	5,94	0,75	5,04	2,88
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	-0,85	-0,23	-2,23	2,87	-1,26	0,34
Otomobil	-0,61	-1,67	-0,26	6,31	2,29	5,68
Diğer Dayanıklı Mallar	-1,81	0,90	1,79	2,15	2,71	1,85
<b>Diğer</b>	<b>0,58</b>	<b>1,18</b>	<b>0,91</b>	<b>1,82</b>	<b>2,09</b>	<b>1,54</b>

Kaynak: TÜİK, TCMB.

**Grafik 3.1.9.**

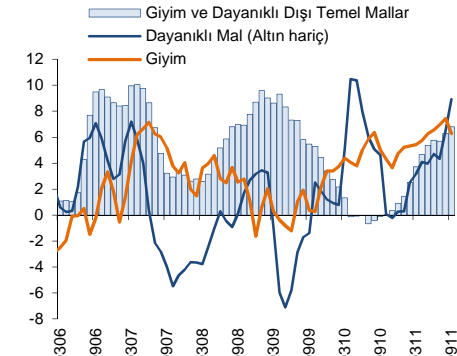
Temel Mal Fiyatları  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

**Grafik 3.1.10.**

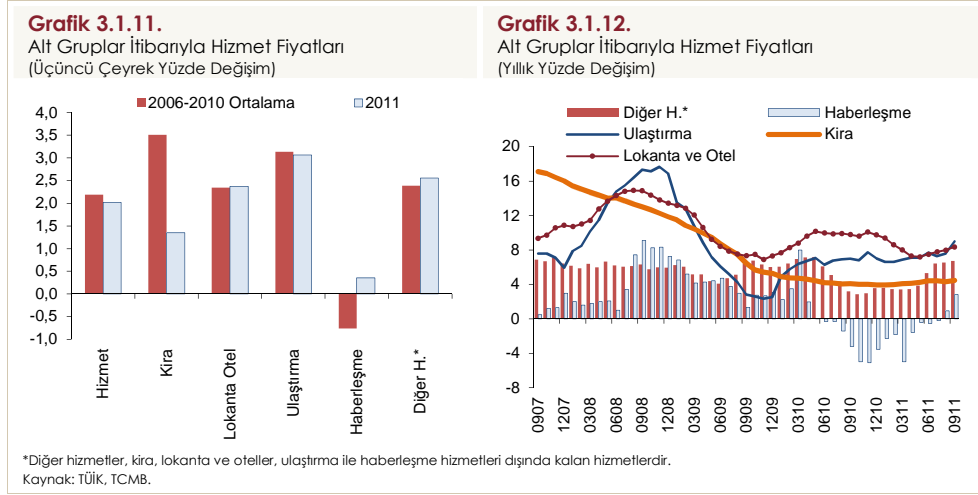
Temel Mal Fiyatları  
(Yıllık Yüzde Değişim)



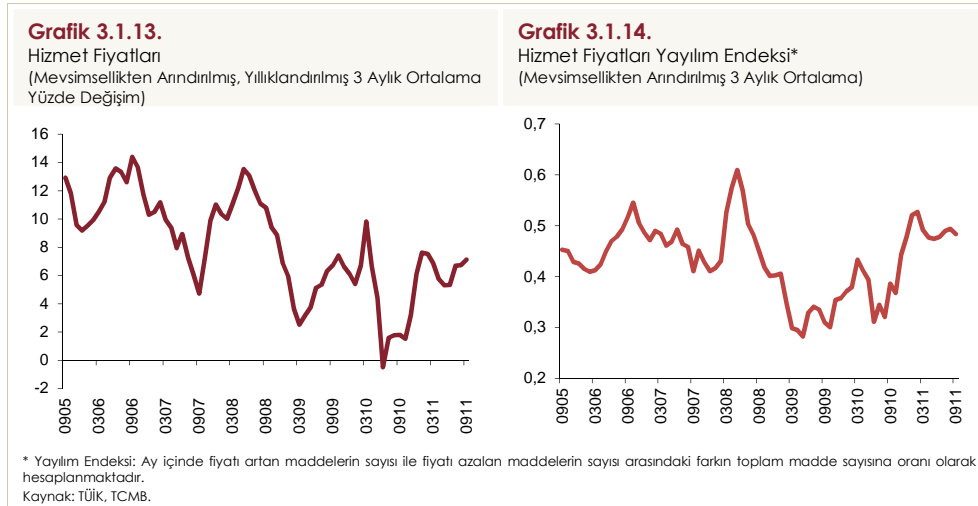
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hizmet fiyatları bu dönemde yüzde 2,02 ile tarihsel ortalamalarına yakın bir oranda artmıştır (Grafik 3.1.11). Üçüncü çeyrek değişim oranlarına alt gruplar açısından bakıldığında kira artışlarının geçmiş döneme kıyasla oldukça olumlu seyrettiği; ulaştırma, lokanta oteller ve diğer hizmetler fiyatlarındaki artışın ise geçmiş dönemlere paralel gerçekleştiği görülmektedir. Hizmet fiyatlarının yıllık artış oranı ise bu çeyrekte maliyet ve baz etkisine bağlı olarak ikinci çeyrek sonuna kıyasla 1,34 puan artmış ve yüzde 6,36'ya yükselmiştir. Özellikle akaryakıt ve işlenmiş gıda fiyatlarındaki birikimli artışların ulaştırma ve lokanta-oteller hizmetleri fiyatlarına yansıdığı görülmüştür (Grafik 3.1.12). Haberleşme grubunda ise çeyreklik bazda sınırlı bir yükseliş kaydedilse de yıllık enflasyon baz etkisi ile

artışını sürdürmüştür. Türk lirasındaki değer kaybının hizmet fiyatlarına yansımalarının ulaştırma ve diğer hizmetler gibi belirli gruplar ile sınırlı kaldığı gözlenmiştir.

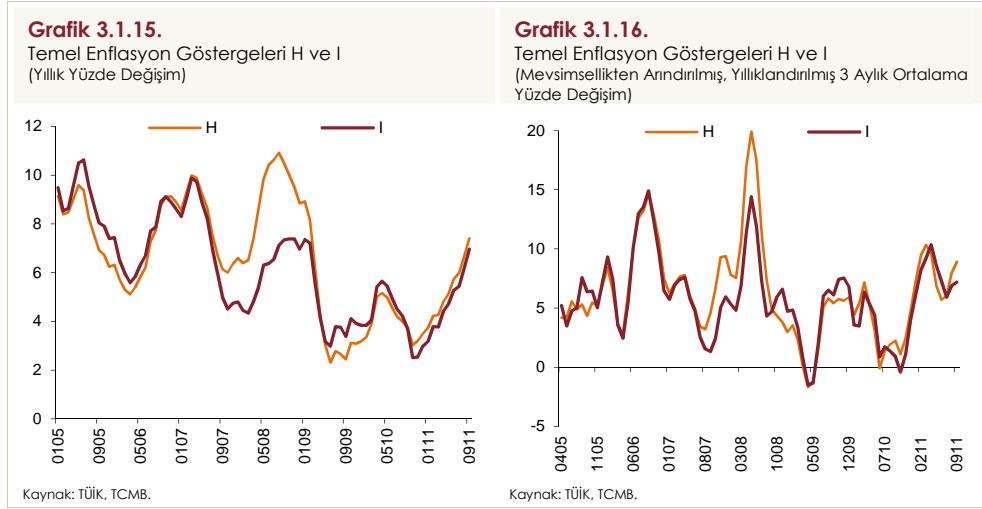


Hizmet fiyatlarının artış oranları mevsimsel etkilerden arındırılmış olarak değerlendirildiğinde, yılın ilk bölümünde aşağı yönlü olan hizmet enflasyonunun ana eğiliminin bu çeyrekte yükseldiği görülmektedir (Grafik 3.1.13). Diğer taraftan, grup genelinde fiyatı artan ve azalan maddelerin oranları üzerinden hesaplanan yayılım endeksi bu dönemde kısmen yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.14).

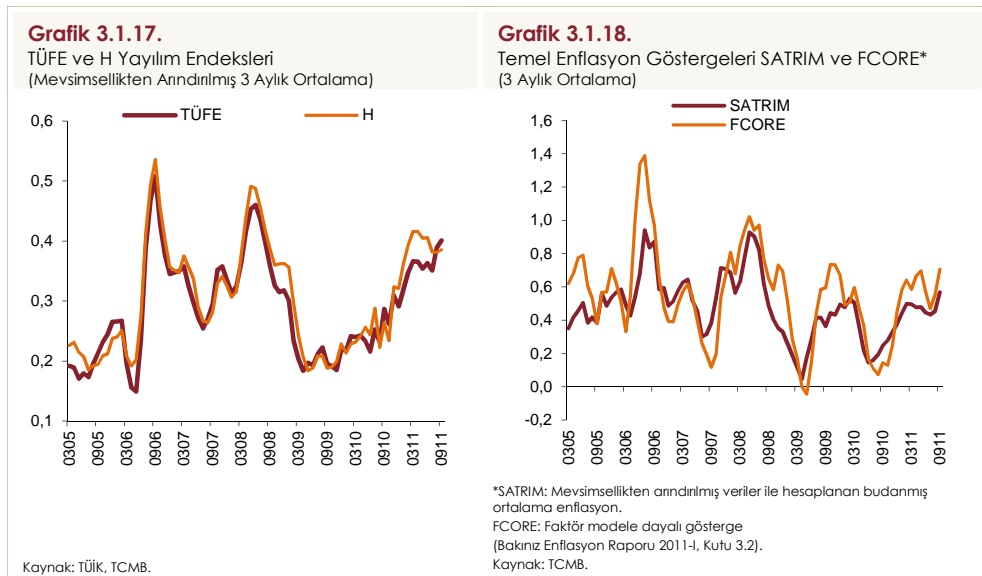


Temel enflasyon göstergelerinden H ve I'nın yıllık artış oranındaki yukarı yönlü eğilim temel mal fiyatlarındaki gelişmelere paralel olarak yılın üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 3.1.15). Mevsimsel etkilerden arındırılmış

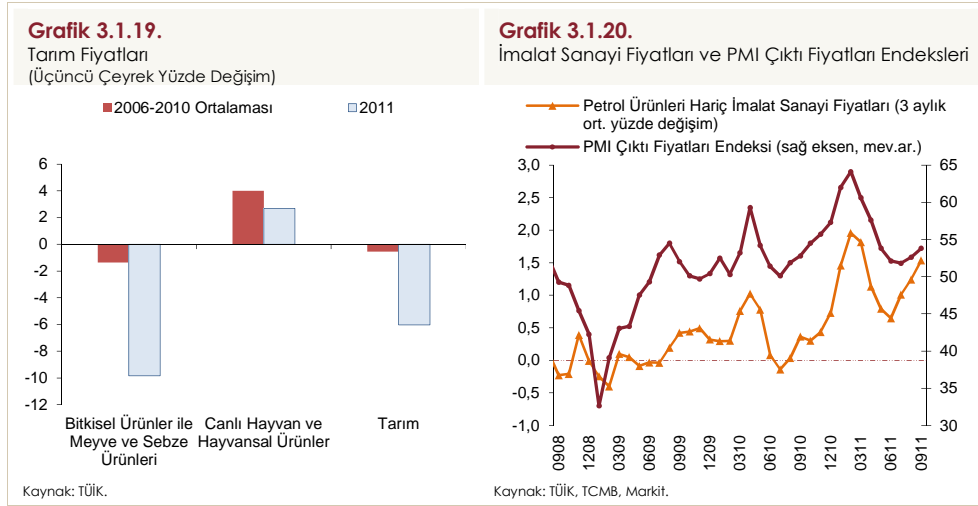
veriler ise eğilimin üçüncü çeyrekte tekrar yukarı döndüğüne işaret etmektedir (Grafik 3.1.16). Mevsimsellikten arındırmanın yanında, fiyat endekslerindeki kısa dönemli dalgalanmalarının arındırılmasına yönelik bir yöntem Kutu 3.3'de sunulmuştur. Mevsimsellikten arındırmaya kıyasla daha düzgün seriler sunan bu yöntemle elde edilen göstergeler temel enflasyon göstergelerindeki seyri teyit etmektedir.



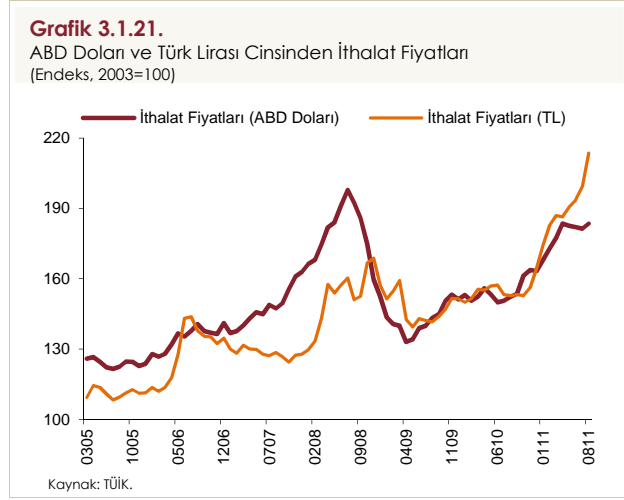
H göstergesine ilişkin yayılım endeksi temel enflasyon eğiliminde nispeten yatay bir görünüme işaret etmektedir (Grafik 3.1.17). Diğer taraftan TCMB bünyesinde takip edilen alternatif çekirdek enflasyon göstergeleri bir önceki çeyreğe kıyasla yükseliş göstermiştir (Grafik 3.1.18).



Üretici fiyatları üçüncü çeyrekte yüzde 3,31 oranında artmış, yıllık enflasyon ise çeyrek sonu itibarıyla yüzde 12,15 seviyesine yükselmiştir (Tablo 3.1.3). Bu dönemde tarım fiyatları bitkisel ürün ve meyve-sebze kalemlerinde tüketici enflasyonuna da yansıyan gerilemenin etkisiyle yüzde 6,03 oranında azalırken, canlı hayvan üretici fiyatlarında artış kaydedilmiştir (Grafik 3.1.19, Tablo 3.1.3). İmalat sanayine girdi oluşturan bitkisel ürünler de bu dönemde ılımlı bir seyir izlemiştir. Önceki dönemlerde tüketici katı ve sıvı yağ fiyatları üzerinde önemli bir baskı oluşturan ayçiçeği fiyatları bu dönemde sabit seyretmiştir. Bunun yanında buğday ve pamuk fiyatları bu çeyrekte de azalarak ekmeke ve tahıllar ile giyim fiyatları üzerindeki maliyet baskılarını hafifletmiştir.



Bu çeyrekte üretici fiyat gelişmeleri üzerinde belirleyici etmen döviz kuru gelişmeleri olmuştur. Uluslararası emtia fiyatlarında ikinci çeyrek itibarıyla başlayan gerileme eğiliminin yılın üçüncü çeyreğinde hızlanarak sürmesine karşın, Türk lirasında kaydedilen önemli değer kaybının yerli para cinsinden ithalat fiyatlarını artırması nedeniyle imalat sanayi enflasyonu bu dönemde yeniden ivme kazanmıştır (Grafik 3.1.20 ve Grafik 3.1.21). Böylelikle petrol hariç imalat sanayi fiyatları son çeyrekte yüzde 4,67 oranında yükselirken, grup fiyatlarında yıl başından bu yana kaydedilen birikimli artış oranı yüzde 12,63'e ulaşmıştır (Tablo 3.1.3). Söz konusu fiyat artışları alt kalemler geneline yayılmakla birlikte, üretici fiyatları bu dönemde ağırlıklı olarak gıda, ana metal, elektrikli makine ve cihazlar, motorlu taşıt imalatı fiyatlarındaki yükselişlerden etkilenmiştir. Maliyetlerdeki yükselişin yine bu kanallarla özellikle dayanıklı mal alt grubu üzerinden tüketici fiyatlarına yansıdığı dikkat çekmektedir. Bu durumun önemli bir birikimli etkiye işaret etmesi nedeniyle, üretici fiyatlarındaki artışın yılın geri kalanında da tüketici fiyatlarını etkilemeyi sürdüreceği düşünülmektedir.



Üretici fiyatları kaynaklı baskılar oldukça güçlü seyrederken, söz konusu artışların tüketici fiyatlarına yansımalarının geçmiş dönemlere kıyasla düşük olması, fiyatlama davranışında talep koşullarının rolüne dikkat çekmektedir. Öte yandan, Türk lirasındaki değer kaybının zaman geçtikçe daha kalıcı olarak algılanması olasılığı, döviz kuru geçişkenliğinin boyutunu etkileyebilecek bir risk unsuru olarak belirlemektedir.

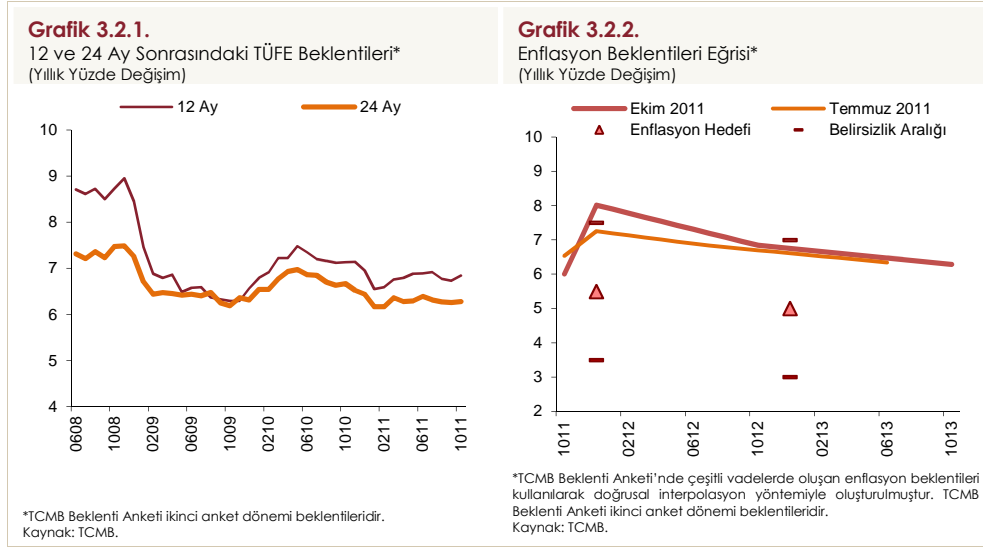
**Tablo 3.1.3.**  
ÜFE ve Alt Kalemler  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2010			2011		
	III	IV	Yıllık	I	II	III
<b>ÜFE</b>	<b>1,51</b>	<b>2,21</b>	<b>8,87</b>	<b>5,40</b>	<b>0,77</b>	<b>3,31</b>
<b>Tarım</b>	<b>1,71</b>	<b>0,26</b>	<b>14,52</b>	<b>5,84</b>	<b>-1,73</b>	<b>-6,03</b>
Bitkisel, Meyve ve Sebze Ürünleri	2,78	-3,17	9,20	6,81	-2,67	-9,84
Canlı Hayvanlar ve Hayvansal Ürünler	6,23	8,21	29,85	-1,26	-0,39	2,68
<b>Sanayi</b>	<b>1,46</b>	<b>2,64</b>	<b>7,71</b>	<b>5,31</b>	<b>1,30</b>	<b>5,24</b>
Madencilik	3,75	0,95	7,11	9,70	1,08	4,94
<b>İmalat</b>	<b>0,99</b>	<b>2,86</b>	<b>6,62</b>	<b>6,27</b>	<b>1,98</b>	<b>4,98</b>
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	1,09	2,20	5,92	5,55	1,95	4,67
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	0,72	1,90	3,98	4,85	1,53	4,12
Elektrik, Gaz ve Su	5,07	1,32	18,68	-4,08	-4,73	<b>7,89</b>

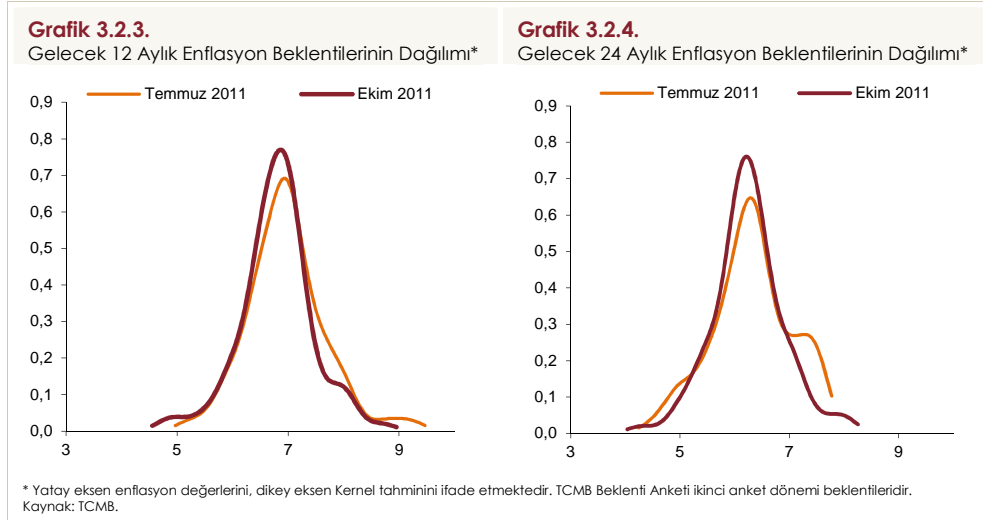
Kaynak: TÜİK, TCMB.

### 3.2. Beklentiler

2011 yılının ilk yarısında artış gösteren enflasyon beklentileri, yılın üçüncü çeyreğinde görece yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 3.2.1). Ancak, Ekim ayında yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki fiyat artışlarına bağlı olarak, önümüzdeki bir yıllık döneme ilişkin beklentiler bir önceki çeyreğe kıyasla oldukça sınırlı miktarda yukarı yönlü güncellenirken, daha uzun vadeli beklentilerde bir değişim gözlenmemiştir (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 hem gelecek 12 aylık hem de 24 aylık enflasyon beklentileri arasındaki uyum Temmuz ayına kıyasla artmıştır (Grafik 3.2.3 ve Grafik 3.2.4).





Kutu  
3.1

## Tütün Ürünlerinde Vergilendirme Yöntemi ve Fiyatlara Etkisi

Hükümetlerin bütçeye fon sağlamak amacıyla başvurdukları en temel kaynak vergi gelirleridir. Bu amaç doğrultusunda temel olarak iki tür vergi toplanmaktadır. İlk tür vergiler gelir vergisi gibi belirli bir gelire oranla alınan doğrudan; ikinci tür vergiler ise tüketicilerin satın aldıkları mal ve hizmetlerin değerleri üzerinden ve tüketicinin gelirinden bağımsız olarak hesaplanan dolaylı vergilerdir. Dolaylı vergilerin en yaygın örneği Katma Değer Vergisi (KDV)'dir. Türkiye'de KDV'ye ek olarak bazı ürünlerin tüketiminden Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) de alınmaktadır. Bu ürünler arasında otomobil ve cep telefonu gibi teknolojik ürünlerin yanında alkollü içecekler, tütün ürünleri ve akaryakıt gibi ürünler yer almaktadır.

Bu kapsamda yer alan ürünlerin genelinde, 4760 sayılı Özel Tüketim Vergisi Kanunu'nun 11. maddesinde belirtildiği üzere, ÖTV hesaplanmasında kullanılacak matrah söz konusu malların "...hesaplanacak özel tüketim vergisi hariç, katma değer vergisi matrahını oluşturan unsurlardan teşekkül eder" şeklinde tanımlanmıştır. Bir başka deyişle, üreticinin belirlediği fiyatın üzerine ÖTV ve daha sonra KDV eklenmesi suretiyle nihai tüketici fiyatına ulaşılmaktadır. Ancak, tütün ürünleri için yapılan uygulama bu genellemeden farklılaşmaktadır. Yukarıda bahsi geçen kanun maddesinde belirtilen tütün ürünlerinde ÖTV matrahı, üreticinin fiyatı<sup>1</sup> değil, ürünün nihai tüketicilere perakende satış fiyatıdır. Dolayısıyla, bu yöntemle, hesaplanan ÖTV'den KDV alınmasının yanında, KDV nihai tüketici fiyatına dahil olduğundan hesaplanan KDV tutarından da ÖTV alınmasıyla doğrusal olmayan bir vergileme şeması ortaya çıkmaktadır.

Bu yöntemle birim üretici fiyatı ile ürünün nihai satış fiyatı arasındaki ilişki

$$\text{Nihai Satış Fiyatı} = \text{Üretici Fiyatı} + \text{ÖTV Tutarı} + \text{KDV Tutarı}$$

şeklinde gösterilebilir. Matematiksel gösterim ile bu ilişki aşağıdaki gibi ifade edilebilir<sup>2</sup>:

Nihai Satış Fiyatı (NSF):	$Y$
ÖTV Tutarı:	$Y * \text{ötv}$
KDV Tutarı:	$(X + Y * \text{ötv}) * \text{kdv}$
Üretici Fiyatı:	$X$
$NSF = Y = X + [Y * \text{ötv}] + [(X + Y * \text{ötv}) * \text{kdv}]$	

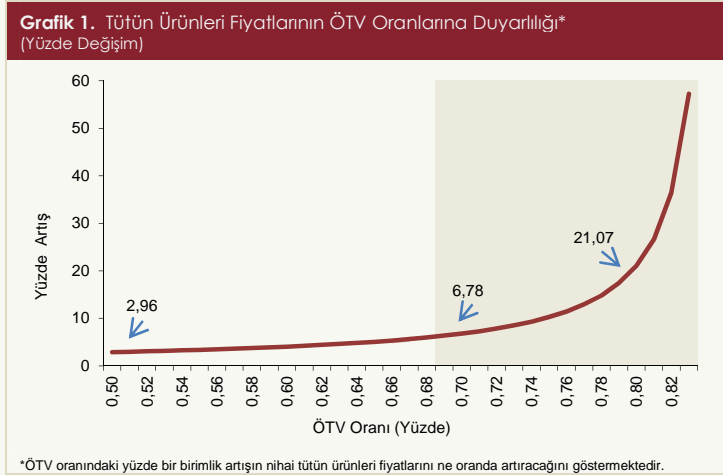
<sup>1</sup> Bu kutuda "üretici fiyatı" vergisiz net fiyata işaret etmekte olup üreticinin eline geçen miktar ile bayi payı gibi unsurları içerdiği varsayılmıştır.

<sup>2</sup> Tabloda ÖTV oranı "ötv", KDV oranı da "kdv" şeklinde gösterilmiştir. Tutarlar ise söz konusu vergi kalemine denk gelen maddi tutarı ifade eder. ÖTV matrahı nihai satış fiyatıdır. KDV matrahı ise üretici fiyatı ile hesaplanan ÖTV tutarının toplamıdır. Hesaplama yöntemi nispi ÖTV'ye tabi ürünler için gösterilmiştir. Aynı yöntem maktu ÖTV'ye tabi ürünler için de gösterilebilir.

Yukarıda verilen denklemden nihai satış fiyatı (Y); üretici fiyatı (X), ÖTV oranı (ötv) ve KDV oranının (kdv) bir fonksiyonu olarak şu şekilde yazılabilir:

$$NSF = Y = \frac{(1 + kdv) * X}{1 - (1 + kdv) * ötv}$$

Görüldüğü üzere, üretici fiyatı (X) ile KDV oranı (kdv) sabit tutulduğunda, ÖTV oranındaki (ötv) artış nihai satış fiyatını (Y) yükseltmektedir. Ancak, fonksiyonun yapısı itibarıyla söz konusu ilişki doğrusal değildir. Bu doğrusal olmayan ilişki, sabit üretici fiyatı ve KDV oranı altında, ÖTV oranındaki bir birimlik artışın nihai tüketici fiyatını yüzde kaç oranında artıracakını gösteren grafikte net biçimde görülmektedir (Grafik 1). Örneğin, söz konusu varsayımlar altında, ÖTV oranının %50'den %51'e yükselmesi, nihai tütün ürünleri fiyatlarını yüzde 2,96; %69'dan %70'e yükselmesi, yüzde 6,78; %79'dan yüzde %80'e çıkarılması ise yüzde 21,07 artırmaktadır. Dolayısıyla, oran yükseldikçe ÖTV oranı-fiyat artış eğrisi daha da dikleşmektedir.



Sonuç olarak tütün ürünlerinin vergilendirilmesinde özgün bir yaklaşım kullanıldığından, ÖTV oranlarının seviyesi yapılacak vergi ayarlamalarının fiyatlara yansımaya oranını belirlemektedir. Dolayısıyla, ÖTV oranı yükseldikçe, tütün fiyatlarında belirli bir fiyat artışına ulaşmak için oranlarda daha düşük bir ayarlama yeterli olacaktır.

Kutu  
3.2

## Döviz Kuru ve İthalat Fiyat Geçişkenliğinde Güncel Tahminler

Fiyat istikrarını temel amaç olarak kabul eden merkez bankaları için döviz kurundaki hareketlerin enflasyon üzerindeki kısa ve orta vadeli etkilerinin (geçişkenlik etkisi) anlaşılması para politikası uygulamaları açısından büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), enflasyon hedeflemesine geçerken Türkiye'de döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkisini inceleyen bir dizi çalışma üretmiş ve internet sayfasında kamuoyu ile paylaşmıştır. Ancak, gerek küresel krizin yansımaları gerekse makroekonomik ilişkilerin zaman içinde değişmesi, geçiş etkisinin güncel hesaplarına olan ihtiyacı artırmıştır. Bu kutuda kamuoyunu geçişkenlik etkisine dair bilgilendirmek ve enflasyon tahminlerinin daha sağlıklı oluşturulmasına katkıda bulunmak amacıyla TCMB uzmanlarının güncel tahminleri kamuoyuyla paylaşılmaktadır.<sup>3</sup>

Döviz kuru ve ithalat fiyatlarındaki değişimin enflasyonu nasıl etkilediği sorusuna cevap aranırken McCarthy (2000) tarafından önerilen vektör özgecikmeli (VAR) model yaklaşımı esas alınmıştır. Diğer çalışmalardan ayrı olarak farklı değişkenleri içeren birden fazla model ele alınmış ve alternatif VAR modelinden elde edilen geçişkenlik tahminleri bir arada sunulmuştur. Bu çerçevede geçişkenlik etkisini incelemek üzere Mart 2002-Haziran 2011 dönemi için aylık frekansta yedi farklı VAR modeli tahmin edilmiştir.

Tahmin edilen modeller üçgen-nedensellik sistemi içermekte, üretim zinciri boyunca farklı aşamalarda fiyatlamaya yer vermektedir. Böylelikle bir şokun tedarik zincirinin herhangi bir aşamasında diğerine ne kadar yansıdığına ilişkin bilgi sunmaktadır. Geçişkenliğin hızı ve süresine ilişkin bulgular etki-tepki fonksiyonu sonuçlarından türetilmektedir. En geniş modelde [Model 7:  $(\tilde{y}_t, \Delta e_t^b, \pi_t^m, \pi_t^p, \pi_t^c, \Delta i_t)$ ] kullanılan değişkenler şokları tanımlamaktaki sıralamasıyla çıktı açığı ( $\tilde{y}_t$ ), döviz kuru sepetindeki değişim ( $\Delta e_t^b$ ), ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının aylık artış oranı ( $\pi_t^m$ ), imalat sanayi enflasyonu ( $\pi_t^p$ ), çekirdek tüketici fiyat göstergesinin (işlenmemiş gıda ve alkol-tütün hariç TÜFE) enflasyonu ( $\pi_t^c$ ) ve nominal gösterge faiz oranının farkı ( $\Delta i_t$ ) şeklinde alınmıştır. Tahmin edilen diğer alternatif model tanımlamaları ise şu şekilde özetlenebilir:

$$\text{Model 1: } (\tilde{y}_t, \Delta e_t^{\text{USD}}, \pi_t^m, \pi_t^c)$$

$$\text{Model 2: } (\tilde{y}_t, \Delta(e_t^{\text{USD}} * m_t), \pi_t^c)$$

$$\text{Model 3: } (\tilde{y}_t, \Delta e_t^{\text{USD}}, \pi_t^m, \pi_t^p, \pi_t^c)$$

<sup>3</sup> Konuya ilişkin detaylı bilgi için bakınız Kara ve Öğünç (2011)  
<http://www.tcmb.gov.tr/research/ekonominotlari/2011/tr/EN1114.php>

$$\text{Model 4: } (\tilde{y}_t, \Delta(e_t^{\text{usd}} * m_t), \pi_t^p, \pi_t^c)$$

$$\text{Model 5: } (\tilde{y}_t, \Delta e_t^b, \pi_t^m, \pi_t^c)$$

$$\text{Model 6: } (\tilde{y}_t, \Delta e_t^b, \pi_t^m, \pi_t^p, \pi_t^c)$$

Burada  $m_t$  ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarını ifade etmektedir. Modellerdeki değişken sıralaması VAR modelinde yapısal şokları özdeşleştirmede kullanılan sıralamayı yansıtmaktadır.

### Temel Bulgular

Birikimli etki-tepki analizi sonuçları Tablo 1'de iki yıllık bir dönem için özetlenmektedir. Tabloda sırasıyla döviz kuru sepeti, ABD Doları, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları ve TL cinsinden ithalat fiyatlarına gelen yüzde 1 oranındaki kalıcı bir şoka işlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı tüketici fiyat göstergesinin birikimli tepkisi sunulmaktadır. Tahminler, küresel krizin yurt içine etkilerinin henüz belirgin olmadığı kriz öncesi zaman dilimi ile kriz sonrası dönem dâhil olmak üzere iki farklı örneklem altında verilmektedir.

**Tablo 1:** Döviz Kuru ve İthalat Fiyatlarına Gelen Yüzde 1'lik Kalıcı Bir Şokun Çekirdek Fiyat Göstergesi Üzerindeki Etkisi: Birikimli Etki-Tepki Fonksiyonu Özet Bulguları (Yüzde)

		Temel Fiyat Göstergesinin Tepkisi				
Örnekleme: 2002:03-2011:06		Birinci Çeyrek Sonunda	Birinci Yılın Sonunda	İkinci Yılın Sonunda	Geçişin %80'inin Tamamlanma Süresi	
	Model	Gecikme Sayısı				
Döviz Kuru Sepetine Gelen Şoka	Model 5	2	0,08	0,14	0,16	9 ay
	Model 6	1	0,08	0,16	0,16	6-7 ay
	Model 7	1	0,08	0,16	0,16	6-7 ay
		2	0,09	0,15	0,18	10 ay
ABD Dolarına Gelen Şoka	Model 1	2	0,05	0,08	0,09	11 ay
	Model 3	1	0,06	0,11	0,12	6-7 ay
		2	0,06	0,10	0,12	11 ay
(ABD Doları cinsinden) İthalat Fiyatlarına Gelen Şoka	Model 1	2	0,10	0,18	0,20	9-10 ay
	Model 3	1	0,11	0,20	0,21	7-8 ay
		2	0,10	0,16	0,18	9 ay
	Model 5	2	0,08	0,14	0,16	9-10 ay
	Model 6	1	0,08	0,15	0,17	9 ay
	Model 7	1	0,08	0,16	0,17	9 ay
		2	0,09	0,16	0,18	9-10 ay
TL Cinsinden İthalat Fiyatlarına Gelen Şoka	Model 2	2	0,08	0,15	0,17	9 ay
	Model 4	2	0,08	0,15	0,17	9 ay
Örnekleme: 2002:03-2008:07						
Döviz Kuru Sepetine Gelen Şoka	Model 5	1	0,09	0,20	0,23	10-11 ay
	Model 6	1	0,09	0,20	0,23	10-11 ay
	Model 7	1	0,10	0,21	0,23	10 ay
ABD Dolarına Gelen Şoka	Model 1	1	0,08	0,20	0,23	11-12 ay
	Model 3	1	0,09	0,18	0,21	13 ay
(ABD Doları cinsinden) İthalat Fiyatlarına Gelen Şoka	Model 1	1	0,12	0,27	0,32	14 ay
	Model 3	1	0,12	0,26	0,32	14 ay
	Model 5	1	0,06	0,14	0,17	11 ay
	Model 6	1	0,06	0,14	0,16	12 ay
	Model 7	1	0,07	0,15	0,18	11-12 ay
TL Cinsinden İthalat Fiyatlarına Gelen Şoka	Model 2	1	0,08	0,18	0,22	13-14 ay
	Model 4	1	0,08	0,18	0,22	13-14 ay

Kaynak: Kara ve Ögünç (2011).

Döviz kurundan temel tüketici fiyatlarına geçiş etkisi incelendiğinde, döviz kuru sepeti için birikimli etki birinci yılın sonunda ortalama yüzde 15'lere ulaşmakta; ABD doları içinse bu oranın ortalama yüzde 10 ile daha düşük olduğu kaydedilmektedir. ABD doları cinsinden ithalat fiyatları için geçişkenlik tahminleri bu dönem için yüzde 14 ile 20 (ortalama yüzde 16) arasında geniş bir aralıkta seyretmekte, Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki bir değişimin fiyatlara yansımaları da oniki aylık bir dönem sonunda yüzde 15'ler civarında olmaktadır. Bulgular, ithalat fiyat geçişkenliğinin Türkiye'de tüketici fiyat dinamikleri üzerinde döviz kuru geçişkenliği kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

Özet olarak tahminler bir yıllık sürede geçişkenliğin döviz kuru ve ithalat fiyatları için de yaklaşık yüzde 15 civarında olduğuna işaret etmektedir. Diğer bir ifadeyle, döviz kurunda yüzde 10 düzeyindeki kalıcı bir artış çekirdek fiyat göstergesinin birikimli olarak bir yıl içinde yaklaşık yüzde 1,5 artmasına neden olmaktadır.

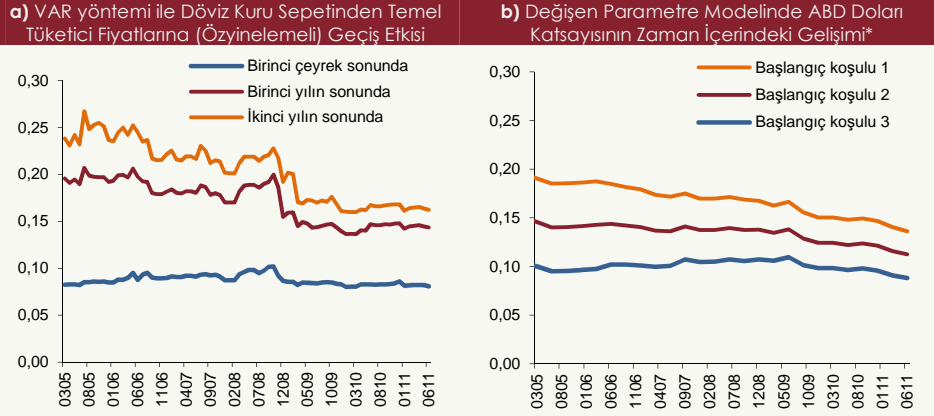
Genel olarak değerlendirildiğinde geçiş etkisinin büyük bir bölümünün bir yıl gibi bir süre zarfında tamamlandığı bulgusuna ulaşılmaktadır. Ayrıca, Tablo 1'de de görüldüğü gibi son üç yılın dâhil edilmediği örnekleme geçişkenlik etkisi daha yüksek ölçülmektedir. Örneğin, finansal kriz öncesi dönemde bir yıllık bir süre zarfında döviz kuru sepetindeki değişimin yaklaşık yüzde 20'si (temel) tüketici fiyatlarına yansırken, bu oran küresel kriz döneminin dâhil edilmesiyle yüzde 15'lere gerilemiştir. Bu bulgu döviz kurundan yurt içi fiyatlara geçişkenliğin zaman içinde değişip değişmediği sorusunu gündeme getirmektedir.

#### **Türkiye'de Döviz Kuru Geçişkenliği Azalıyor mu?**

Geçişkenliğin zaman içindeki gelişimini değerlendirmek üzere iki ayrı analiz yapılmıştır. İlk yaklaşımda VAR yöntemiyle özyinelemeli (recursive) birikimli etki-tepki fonksiyonu tahminleri, ikincide ise zaman içerisinde değişen parametre modelinden elde edilen sonuçlar kullanılmıştır.

Döviz kuru sepetinde yüzde 1'lik bir artışa temel fiyat göstergesinin verdiği birikimli tepkinin zaman içindeki seyri Grafik 1a'da sunulmaktadır.<sup>4</sup> Bulgular kısa dönem geçişkenliğinin (3 ay) zaman içinde belirgin bir değişim göstermediğine işaret ederken, orta vadeli (bir ve iki yıllık dönemler için) geçişkenliğin zamanla azaldığına işaret etmektedir. Örneğin bir yıllık geçişkenlik etkisi, 2006 yılına kadarki veriler kullanıldığında yüzde 20 olarak tahmin edilirken son dönem verileri eklendiğinde yüzde 15'e düşmektedir. Geçişkenlik tahminlerinde özellikle küresel finans krizinin etkilerinin şiddetli olduğu dönemdeki belirgin değişim dikkat çekicidir.

<sup>4</sup> Bu egzersizde VAR modeli örneklem birer birer artırılarak yinelemeli bir şekilde tahmin edilmiş, her bir dönem için elde edilen birikimli tepki sonuçları farklı dönemler sonu itibarıyla (birinci çeyrek, birinci ve ikinci yılsonu) sunulmuştur. Sonuçlar (tutumlu olmak adına) döviz kuru sepetinin yer aldığı Model 5 üzerinden iki gecikmeli değer kullanılarak elde edilmiştir.

**Grafik 1. Geçişkenliğin Zaman İçindeki Seyri**

Zaman içinde değişen parametre tahmin modeli (TVP) de benzer bir bulguya işaret etmektedir (Grafik 1b). Temel enflasyon göstergesinin bağımlı değişken olduğu bu modelde, ABD dolarındaki değişime dair katsayılar toplamının zaman içindeki seyri sunulmaktadır. Tahminlerin başlangıç koşuluna olan duyarlılığının etkilerini gidermek adına ilgili model üç farklı başlangıç koşuluna göre tahmin edilmiştir. Sonuçlar seviye olarak başlangıç koşullarına bağlı olsa da, her koşuldaki genel eğilime bakıldığında son yıllarda geçişkenlikte genel bir azalma sürecinden bahsetmek mümkündür.

Özetle, ampirik bulgular döviz kurundan tüketici fiyatlarına olan geçişkenliğin son yıllarda giderek azaldığına işaret etmektedir. Bu durum aynı zamanda çalışmanın bulguları kullanılırken dikkat edilmesi gereken önemli bir hususu gündeme getirmektedir: Yukarıda bahsi geçen yüzde 15'lik geçişkenlik etkisinin 2002-2011 dönem ortalamasını yansıttığı vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, bu şekilde bakıldığında, geline son nokta itibarıyla geçişkenliğin bu değer de altına düşmüş olabileceği göz önüne alınmalıdır.

#### Kaynakça:

Kara, H. ve F. Ögünç (2011), "Döviz Kuru ve İthalat Fiyatlarının Enflasyona Etkisi", TCMB Ekonomi Notları, No. 11/14  
<http://www.tcmb.gov.tr/research/ekonomi-notlari/2011/tr/EN1114.php>

McCarthy, J. (2000), "Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies", Federal Reserve Bank of New York Staff Report, Number 111.

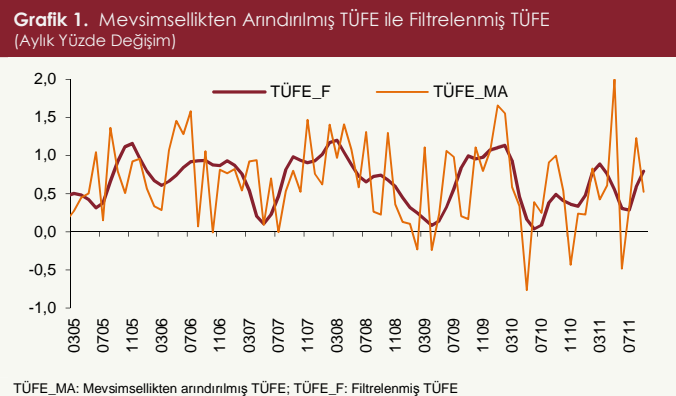
Kutu  
3.3

## Fiyat Serilerinden Kısa Dönemli Dalgalanmaların Arındırılması

Fiyat endeksleri, birçok ekonomik zaman serisinde olduğu gibi, mevsimsel dalgalanmalara maruz kalmaktadır. Mevsimsellikten arındırma, serideki gerçek değişimlerin anlaşılmasını güçleştiren bu tip dalgalanmaları ortadan kaldırmak için kullanılan güçlü bir araçtır. Öte yandan, mevsimsellikten arındırma ancak belirli mevsimsel frekanslarda tekrarlanan hareketleri yakalayabildiğinden temel eğilimin yorumlanmasını güçleştiren, oynaklığı yüksek seriler de üretebilmektedir. Bir başka deyişle, seride mevsimsel frekanslar dışında tekrarlanan hareketlerin olması durumunda, mevsimsellikten arındırma kısa dönemli dalgalanmalarının tamamını arındırmada yetersiz kalabilmektedir.

Bu çerçevede, Akkoyun, Atuk, Koçak ve Özmen (2011) bu gözlemden yola çıkarak, bir yıl içerisinde tamamlanan kısa dönemli dalgalanmaları yakalamayı amaçlayan bir yöntem önermektedir. İki aşamalı yöntem dalgacık filtresi ile bant-geçirgen filtreyi birleştirmektedir. Çalışmada söz konusu yöntemin mevsimsellikten arındırılmış serilerden daha düzgün seriler ürettiği ve elde edilen filtrelenmiş serilerin tüketici fiyatlarının alt gruplarındaki dinamikleri iyi bir şekilde yakaladığı gösterilmiştir. Bu kutuda Akkoyun ve diğerleri (2011) tarafından önerilen yöntem ve son dönemki fiyat eğilimleri incelenecektir.

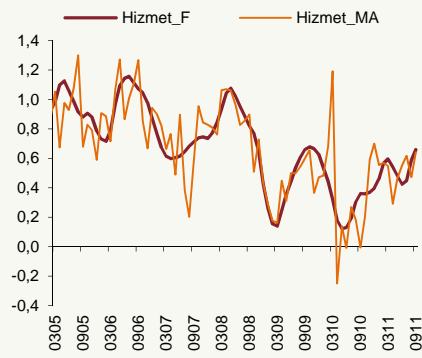
Öncelikle söz konusu yöntem fiyat serilerindeki kısa dönemli dalgalanmaları arındırmayı amaçlamaktadır. Kısa dönemli dalgalanmalar, bir yıllık dönem içinde tamamlanan fiyat döngüleri olarak tanımlanmıştır. Bu çerçevede, ilk olarak dalgacık (wavelet) filtresi ile 2-8 ay arasında tamamlanan fiyat döngüleri, ikinci aşamada da bant-geçirgen filtre ile 8-12 ay arasında tamamlanan döngüler fiyat serilerinden ayrıştırılmaktadır<sup>5</sup>. Filtrelenmiş TÜFE serisi Grafik 1'de sunulmuştur.



<sup>5</sup> Kullanılan filtrelerin seçimi ve uygulanması ile ilgili detaylar Akkoyun ve diğerleri (2011) çalışmasında sunulmaktadır.

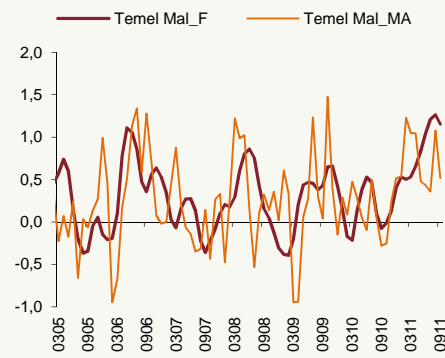
Grafik 1'de görüldüğü üzere, filtrelenmiş seriden elde edilen aylık artış oranları, mevsimsellikten arındırılmış aylık artışlara kıyasla çok daha düzgündür. Fiyat serilerinin kısa dönemli eğilimlerinin takip edilmesinde bu yöntemin sağladığı fayda özellikle periyodik olmayan şoklara daha fazla maruz kalan alt grupların incelenmesinde daha belirgindir. Örneğin, hizmet fiyatlarında filtrelenmiş seriyle mevsimsellikten arındırılmış seri birbirine görece paralel bir görünüm çizerken, aynı uyum temel mal fiyatları için söz konusu değildir (Grafik 2 ve 3).

**Grafik 2. Hizmet Fiyatları**  
(Aylık Yüzde Değişim)



"\_MA": Mevsimsellikten arındırılmış; "\_F": Filtrelenmiş hizmet fiyatları

**Grafik 3. Temel Mal Fiyatları**  
(Aylık Yüzde Değişim)



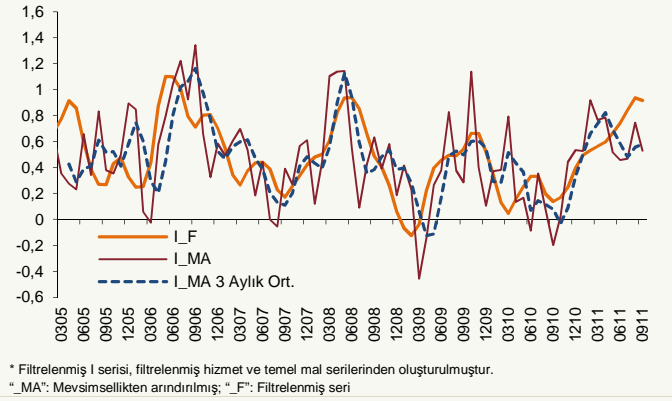
"\_MA": Mevsimsellikten arındırılmış; "\_F": Filtrelenmiş temel mal fiyatları

Görüldüğü üzere, hizmet fiyatlarındaki kısa dönemli hareketler büyük ölçüde mevsimsel frekanslarda gerçekleşirken, temel mal fiyatlarında mevsimsel periyotlar dışındaki frekanslarda da kısa dönemli dalgalanmalar mevcuttur. Dolayısıyla, bu tarz serilerde mevsimsellikten arındırılmış verilerin daha dikkatli yorumlanması gerekmektedir.

Son dönem gelişmeleri kullanılan yöntem ile elde edilen seriler çerçevesinde analiz edildiğinde, hizmet fiyatlarındaki artış oranının yılın üçüncü çeyreğinde yükseldiği, temel mal fiyatlarındaki artış oranının ise yılbaşından bu yana önemli ölçüde hızlandığı görülmektedir. Filtrelenmiş hizmet ve temel mal fiyatlarından oluşturulan I endeksinin eğilimi de bu çerçevede yukarı yönlü seyrini üçüncü çeyrekte de korumuştur (Grafik 4). Ayrıca bu eğilim, takip edilmekte olan mevsimsellikten arındırılmış I endeksinin 3 aylık hareketli ortalaması alınarak elde edilen eğilim ile paralel bir görünüm çizmektedir.



**Grafik 4.** Mevsimsellikten Arındırılmış I ile Filtrelenmiş I\*  
(Aylık Yüzde Değişim, Aylık Yüzde Değişim 3 Aylık Ortalama)



Enflasyonun kısa dönemdeki seyrinin analizi merkez bankacılar kadar diğer politika yapıcılar için de oldukça önemlidir. Öte yandan, enflasyonun değişken şoklara maruz kalması ve heterojen yapısı söz konusu analizi güçleştirmekte ve geleneksel analiz yöntemlerinden farklı alternatif yöntemlerin geliştirilmesini gerekli kılmaktadır. Bu doğrultuda, bu kutuda özetlenen yeni analiz yöntemi ile filtrelenen tüketici fiyatlarının ana alt gruplarının ve nihai olarak I göstergesinin mevsimsel etkilerden arındırılmış göstergelere kıyasla daha düzgün olduğu bulunmuştur. Özellikle mevsimsel periyotlar dışındaki frekanslarda da kısa dönemli dalgalanmaların gözlemlendiği temel mal serisinin incelenmesinde sunulan yöntem önemli bir bilgi sağlayabilmektedir. Son olarak, bu yöntemle filtrelenmiş I serisi TCMB tarafından hesaplanan ve takip edilen alternatif çekirdek göstergelere yakın, iyi bir performans sergilemektedir.

#### Kaynakça:

Akkoyun, H. Ç., Atuk, O., Koçak, N. A. ve M. U. Özmen (2011), "Filtering Short Term Fluctuations in Inflation Analysis", TCMB Çalışma Tebliği 2011/20., [http://www.tcmb.gov.tr/research/teblig/abstract/wp1120\\_tr.php](http://www.tcmb.gov.tr/research/teblig/abstract/wp1120_tr.php)



## 4. Arz ve Talep Gelişmeleri

2011 yılının ikinci çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüme kıyasla daha olumlu gerçekleşmiştir. İktisadi faaliyet, beklendiği şekilde, bir önceki çeyreğe göre ivme kaybetmiş, ancak yurt içi talepteki yavaşlama beklenenden sınırlı olmuştur. İthalattaki hızlı düşüş neticesinde net ihracatın çeyreklik büyümeye katkısı öngörüldüğü şekilde pozitif olmuştur. Böylelikle, toparlanma hızları itibarıyla iç ve dış talebin krizden çıkış sürecinde sergilediği ayrışma hız kesmiştir. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin veriler, iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle sanayi üretimi Temmuz-Ağustos döneminde ikinci çeyreğe göre sınırlı bir artış sergilerken, iç talebe dair göstergeler yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmiştir.

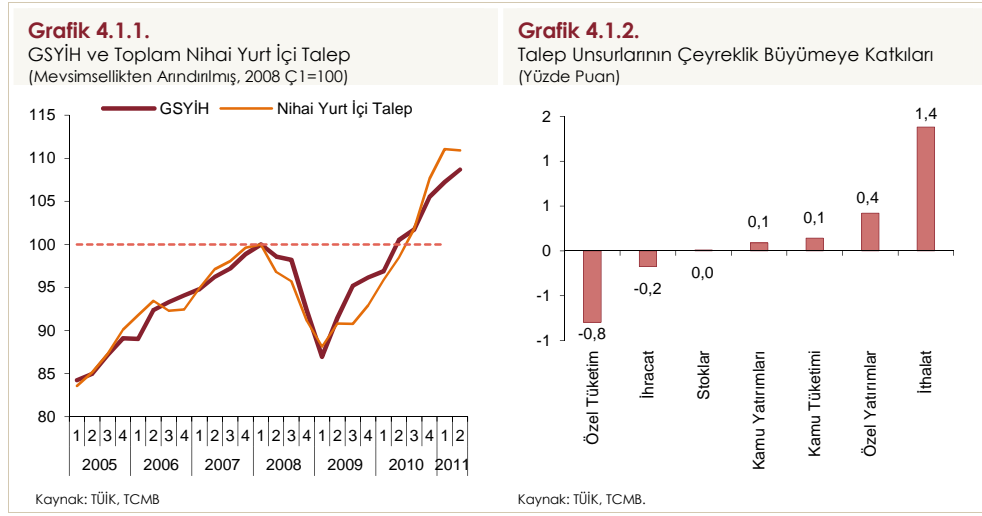
İkinci çeyrek gerçekleştirmeleri öngörülenden daha olumlu olsa da orta vade için, dış talep koşullarının kötüleşmesi nedeniyle iktisadi faaliyete ilişkin daha zayıf bir görünüm çizilmiştir. Küresel büyüme görünümündeki bozulmaya karşın politika tedbirlerinin yurt içi talep üzerindeki dengeleyici etkilerine bağlı olarak önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyetin ılımlı bir büyüme patikasına oturacağı tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, küresel büyüme görünümündeki olumsuz seyir yurt içi iktisadi faaliyete ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır (Kutu 4.1).

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. Dış talepteki zayıf seyir karşın ithalattaki düşüşle birlikte cari açıkta başlayan düzeltmenin önümüzdeki dönemde de devam edeceği öngörülmektedir.

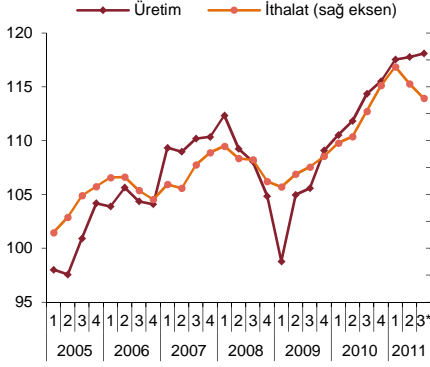
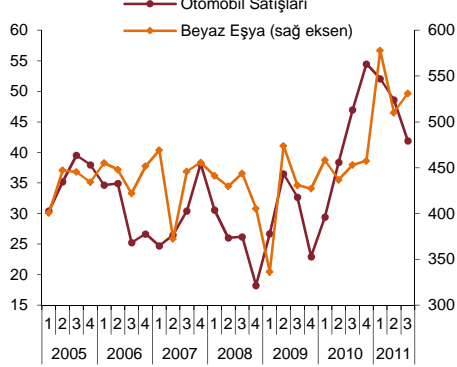
### 4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre GSYİH 2011 yılının ikinci çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 8,8 oranında artış kaydetmiştir. Yıllık büyümeye en yüksek katkıyı gerek tüketim gerekse yatırım kaynaklı olmak üzere özel kesim talebi yapmıştır. Diğer taraftan, bu dönemde net dış talebin büyümeye verdiği negatif katkıda belirgin bir değişim olmamıştır.

Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre GSYİH ikinci çeyrekte önceki çeyreğe kıyasla sınırlı oranda yavaşlayarak yüzde 1,3 oranında artmıştır. (Grafik 4.1.1). Bu dönemde toplam nihai yurt içi talep ise yatay bir seyir izlemiştir. Çeyreklik büyümeye katkılar incelendiğinde stoklarda belirgin bir değişim gözlenmezken, büyümenin temel belirleyicisinin net dış talep olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 4.1.2). Küresel ekonomideki zayıf seyrin bir sonucu olarak ihracatın büyümeye katkısı ikinci çeyrekte azalsa da gerek TL'deki değer kaybının gerekse iç talepteki yavaşlamanın etkisiyle ithalattaki daralma ihracata kıyasla daha belirgin olmuştur.



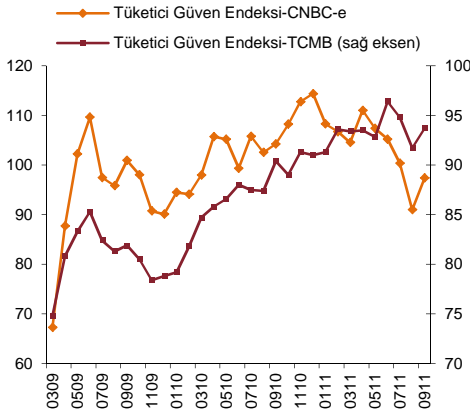
Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin veriler, nihai yurt içi talepte ikinci çeyrekte başlayan yavaşlama eğiliminin devam ettiğine işaret etmektedir. Temmuz-Ağustos döneminde, özel tüketim talebine ilişkin göstergelerden tüketim malları üretimi yataya yakın bir seyir izlerken tüketim malları ithalatı gerilemiştir (Grafik 4.1.3). Öte yandan, TL'nin değer kaybının da katkısıyla otomobil satışlarındaki aşağı yönlü eğilim üçüncü çeyrekte de korunurken, beyaz eşya satışları ikinci çeyrekteki sert düşüşün ardından artmıştır (Grafik 4.1.4). Bunlara ek olarak, tüketici güven endeksi gelişmeleri de tüketim talebinde yavaşlamaya işaret etmektedir (Grafik 4.1.5).

**Grafik 4.1.3.**Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)\*Temmuz-Ağustos dönemini kapsamaktadır.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.**Grafik 4.1.4.**Yurt İçi Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları  
(Bin Adet, Mevsimsellikten Arındırılmış)

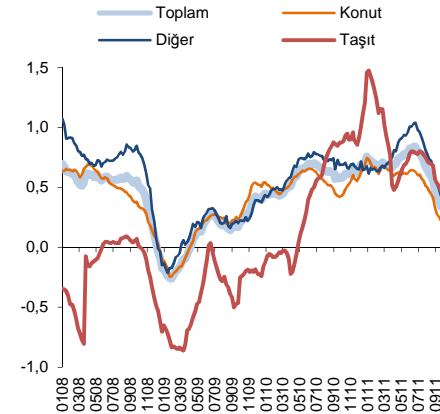
Kaynak: OSD, BESD, TCMB.

**Grafik 4.1.5.**

Tüketici Güven Endeksleri

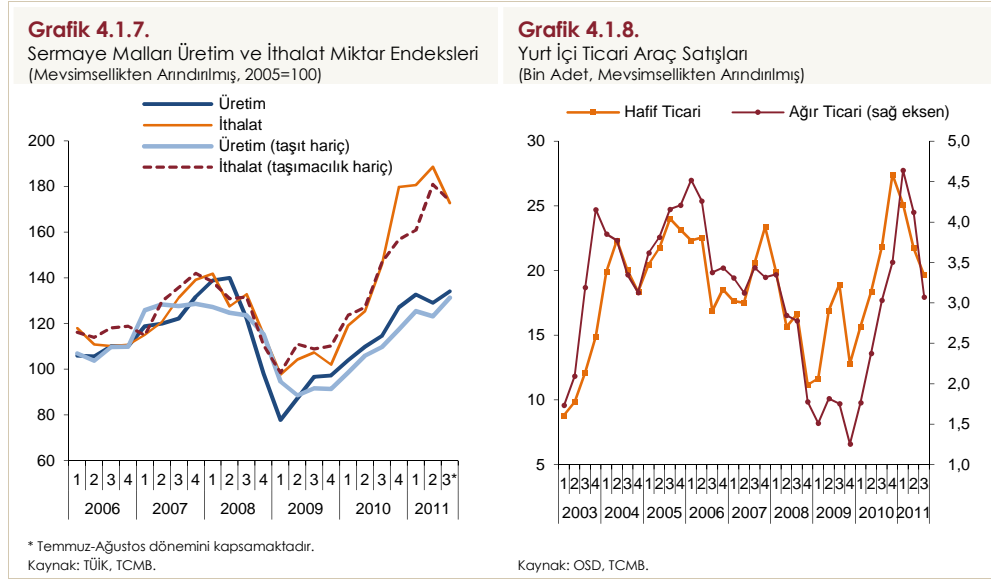


Kaynak: TÜİK, CNBC-e.

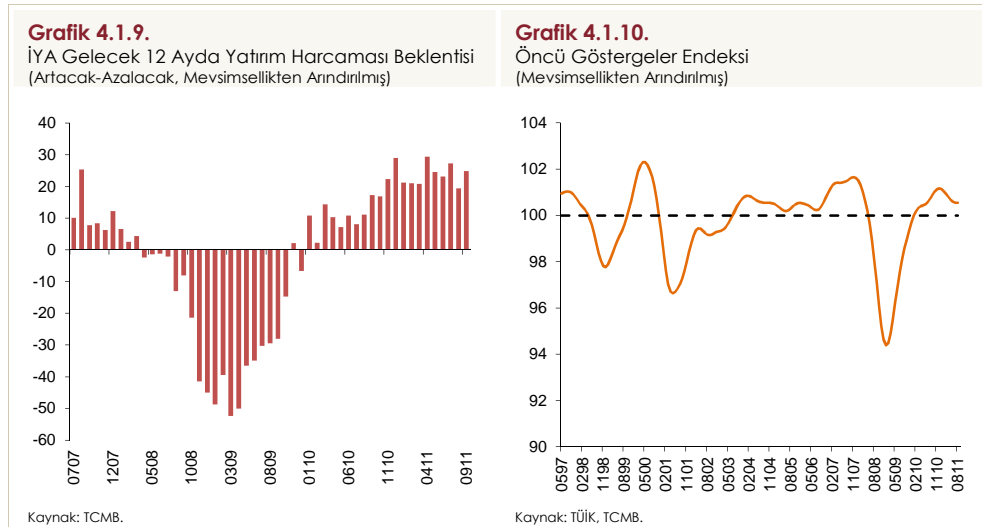
**Grafik 4.1.6.**Haftalık Bazda Tüketici Kredileri  
(Haftalık Nominal Yüzde Değişim, 13 Haftalık Hareketli Ortalama)

Kaynak: TCMB.

Öncü göstergeler, tüketim talebinin yanı sıra yatırım talebinde de ılımlı bir seyre işaret etmektedir. Nitekim, Temmuz-Ağustos dönemine ait veriler sermaye malları üretiminde sınırlı bir artış, ithalatında ise azalış olduğunu göstermektedir (Grafik 4.1.7). Diğer taraftan, iç piyasaya yapılan hafif ve ağır ticari araç satışlarındaki azalış eğilimi üçüncü çeyrekte de devam etmiştir (Grafik 4.1.8). Benzer şekilde, yılın üçüncü çeyreğinde tüketici kredilerinde kayda değer bir yavaşlama gözlenmektedir (Grafik 4.1.6).

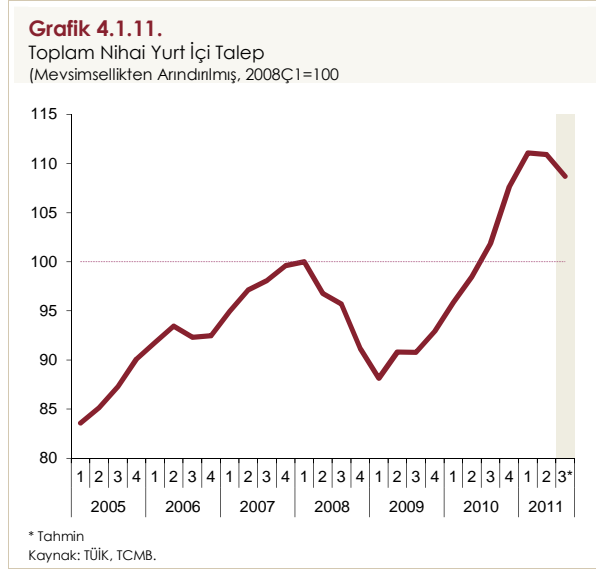


İç talep göstergeleri, üçüncü çeyrekteki yavaşlamanın kalıcı bir eğilim haline gelmeyeceğine ve üçüncü çeyreğin ardından ekonominin ılımlı bir büyüme sürecine gireceğine işaret etmektedir. İYA'dan elde edilen gelecek on iki aylık yatırım beklentisi yüksek seviyelerdeki istikrarlı seyrini sürdürmektedir. Bu durum, yatırım eğiliminde belirgin bir bozulmanın olmadığına işaret etmektedir (Grafik 4.1.9). Tüm bunların yanı sıra, iktisadi faaliyete ilişkin seçilmiş öncü göstergelerin toplulaştırılmasıyla elde edilen endeks de iktisadi faaliyette gözlenen yavaşlamanın sınırlı kalacağına dair sinyal vermektedir (Grafik 4.1.10).



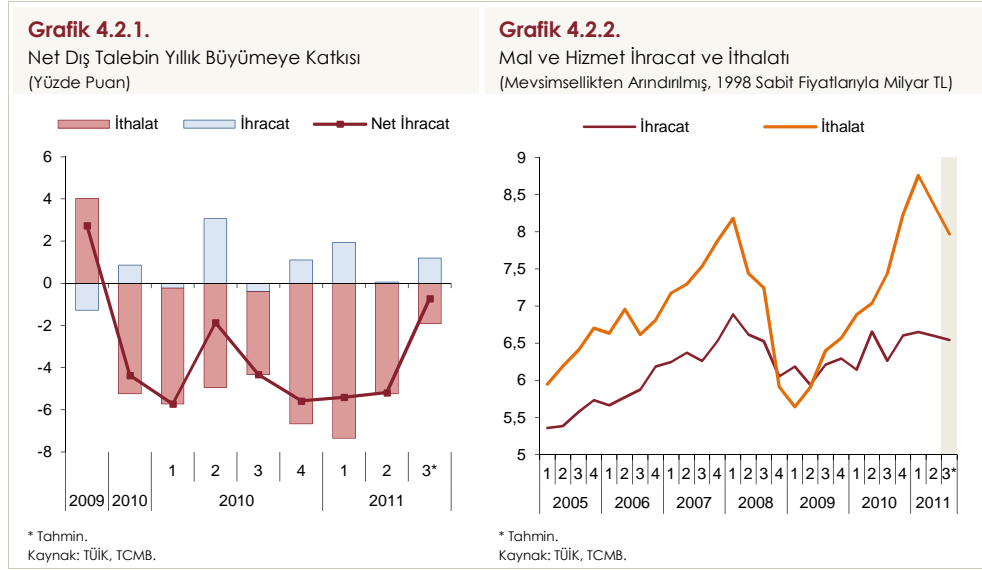
Özetle, son dönemde açıklanan veriler ışığında yurt içi talebin üçüncü çeyrekte dönemlik bazda gerilediği tahmin edilmektedir (Grafik 4.1.11). Orta

vadede ise yurt içi talebin ılımlı bir büyüme eğilimi sergilemesi beklenmektedir. Diğer taraftan, önümüzdeki dönemde talebin kompozisyonunda, yurt içinde üretilen ürünler lehine bir değişim gözlenebilecektir. Gerek TCMB'nin para politikası uygulamaları gerekse küresel risk algılamalarındaki bozulmaya bağlı olarak TL'nin değer kaybetmesinin bir sonucu olan bu durum, cari dengedeki normalleşme sürecine katkıda bulunacaktır.

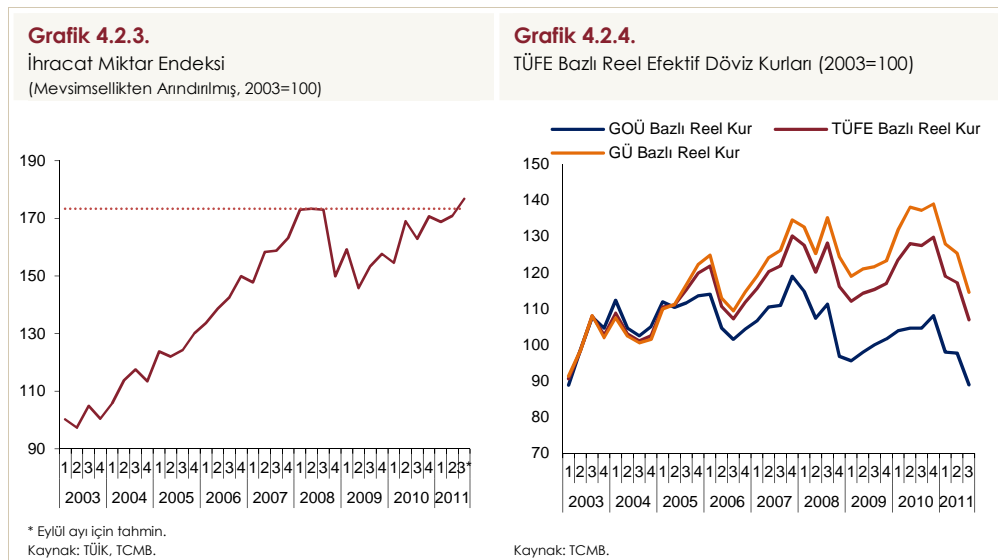


## 4.2. Dış Talep

2011 yılının ikinci çeyreğine ilişkin dış talep gelişmeleri Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerden bir miktar daha olumsuz gerçekleşmiştir. Mal ve hizmet ihracatı yıllık bazda yüzde 0,2 oranında artmış, böylece ihracatın yıllık büyümeye katkısı sınırlı düzeyde kalmıştır. Mal ve hizmet ithalatı ise yıllık bazda yüzde 18,8 oranında artarak yüksek oranlı artışını sürdürmüş ve ithalatın büyümeye olumsuz katkısı yüksek düzeyini korumuştur. Böylelikle, net dış talep yıllık büyümeye olumsuz katkı yapmaya devam etmiştir (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış veriler değerlendirildiğinde ise yakın dönemde farklı bir görünüm ortaya çıkmaktadır. İhracat ikinci çeyrekte yataya yakın bir seyir izlerken, ithalat 2009 yılı birinci çeyreğinden itibaren dönemlik bazda ilk defa gerilemiştir (Grafik 4.2.2). Bu çerçevede, talep kompozisyonundaki dengelenme süreci devam etmiş ve net dış talebin büyümeye dönemlik katkısı pozitif olmuştur.

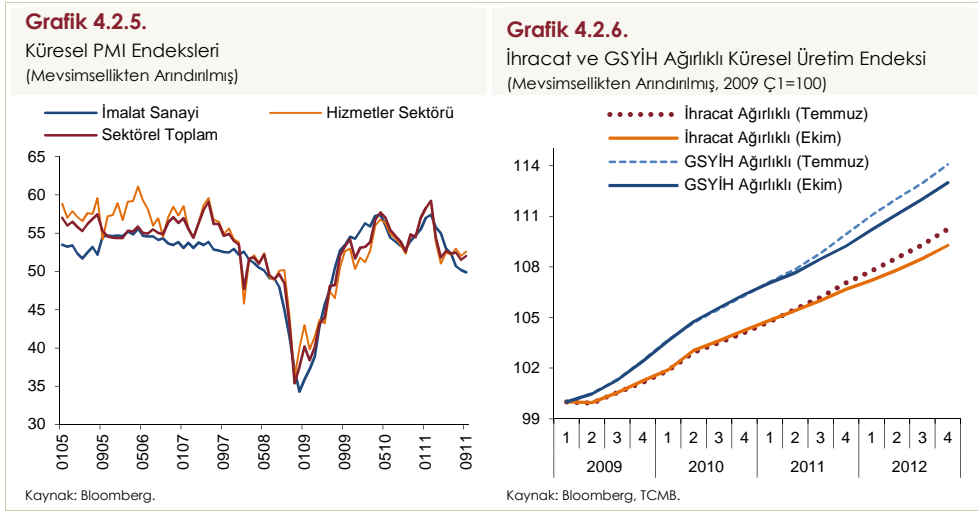


2010 yılında Euro Bölgesi'nde mevcut durumdan daha düşük ve lokal düzeyde yaşanan çalkantı sonucu gerek ihracat miktar endeksi gerekse mal ve hizmet ihracatı gerilemişti. Yakın döneme ilişkin veriler ise küresel düzeyde yaşanan çalkantıya rağmen ihracat miktar endeksinin 2011 yılı üçüncü çeyreğinde dönemlik bazda artış göstererek on iki çeyrek aradan sonra kriz öncesi düzeyine ulaştığını göstermektedir (Grafik 4.2.3). Bu durum, 2010 yılı son çeyreğinden itibaren reel kurda yaşanan değer kaybının firmaların dış pazarlarda görece olarak rekabet gücünü artırdığına işaret etmektedir (Grafik 4.2.4).



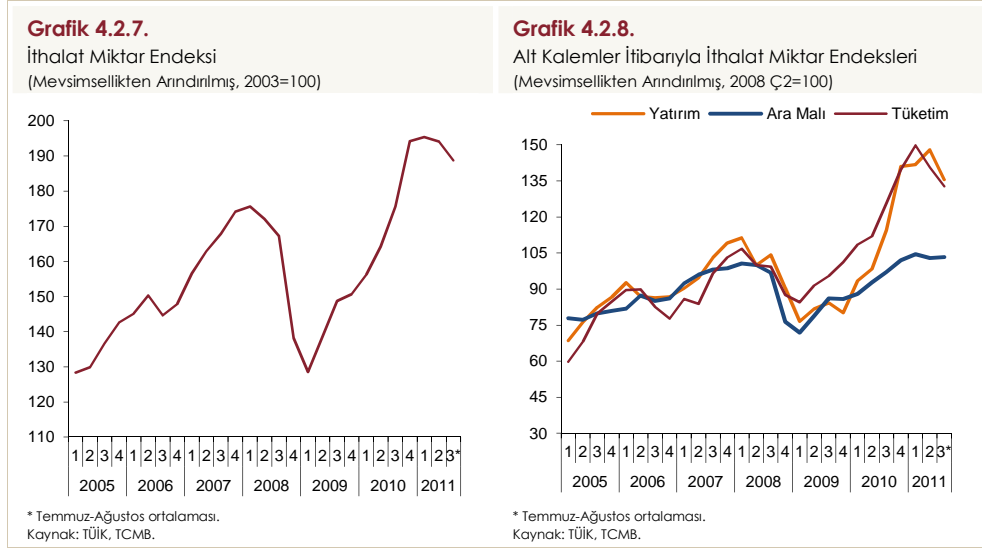


Uluslararası piyasalarda son dönemde yaşanan gelişmeler küresel iktisadi faaliyete ilişkin belirsizliklerin artmasına yol açmaktadır. Yunanistan'ın temerrüde düşme olasılığının güçlenmesi, Avrupa Birliği'nin lokomotif ekonomilerinden biri olan İtalya'nın sorunlu ülkeler arasına katılması, ABD ekonomisi büyüme hızının durma noktasına gelmesi ve Japon ekonomisinin zayıf seyri iktisadi faaliyetin küresel ölçekte yavaşlamasına neden olmaktadır. Nitekim, küresel PMI endeksleri incelendiğinde, Eylül ayında imalat sanayiye ilişkin endeks yirmi yedi ayın en düşük seviyesine gerileyerek nötr düzeyi olan 50 seviyesinin altında gerçekleşmiştir. Hizmetler sektörüne ilişkin PMI endeksi ise üçüncü çeyrek genelinde zayıf bir seyir izlemiştir (Grafik 4.2.5). Ayrıca, küresel düzeyde yaşanan sorunların gerek yatırımcı gerekse tüketici güvenini bozması ve kısa vadede çözüme kavuşmayacağı algısının artması orta vadeli büyüme görünümünün de bozulmasına yol açmıştır. Gerek ihracat ağırlıklı gerekse GSYİH ağırlıklı küresel üretim endekslerinin aşağı yönlü güncellenmesi olumsuz görünümü teyid etmektedir (Grafik 4.2.6). Bu gelişmeler çerçevesinde, döviz kuru hareketlerinin sağladığı rekabet avantajına rağmen küresel sorunların dış talebi sınırlamaya devam edeceği öngörülmektedir.

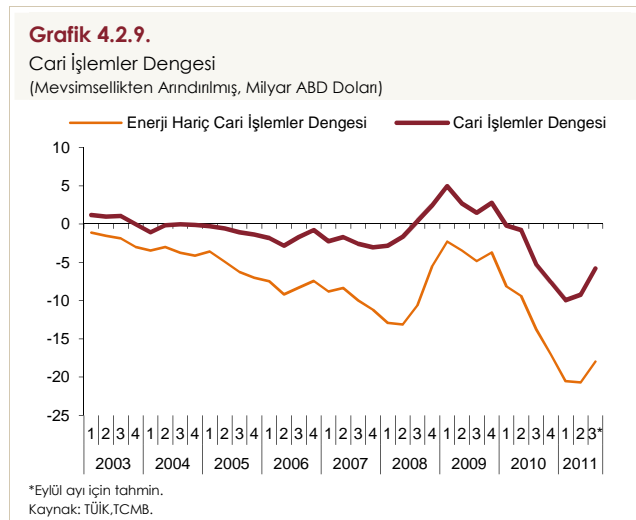


2011 yılı başından itibaren zayıf bir seyir izleyen ithalat miktar endeksi Temmuz-Ağustos döneminde bir önceki çeyrek ortalamasının altında gerçekleşmiştir (Grafik 4.2.7). İthalat miktar endeksi alt kalemler itibarıyla incelendiğinde ara malları ithalatı sınırlı bir oranda artarken tüketim ve yatırım malları ithalatı gerilemiştir (Grafik 4.2.8). Türk lirasındaki değer kaybına paralel olarak başta taşımacılık araçları olmak üzere binek otomobilleri ve dayanıklı tüketim malları ithalatı dönemlik bazda önemli oranda azalma göstermiştir. Reel

kurdaki değer kaybı, kredilerin yavaşlaması ve yurt içi talepteki gevşeme ile birlikte mal ve hizmet ithalatının üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla gerilediği tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.2).

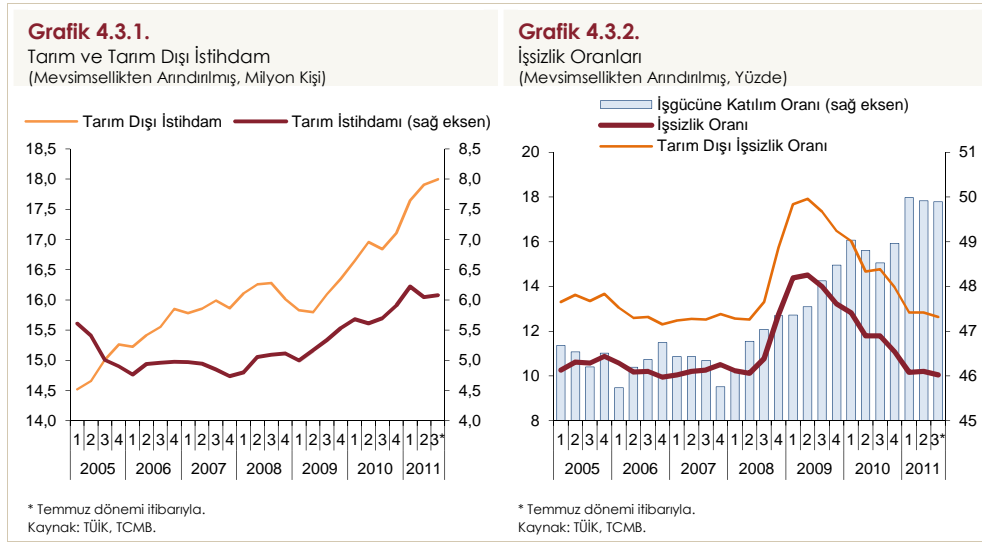


Özetle, yılın üçüncü çeyreğinde dönemlik bazda net dış talebin büyümeye olumlu katkı yapacağı öngörülmektedir. İç ve dış talebin dengelenmesi cari işlemler dengesinin iyileşmesine katkıda bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde ithalat ile ihracat arasındaki farkın kapanmaya devam edeceği ve cari işlemler dengesindeki düzelmeye süreceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, cari işlemler dengesinin kalıcı olarak makul düzeylere çekilebilmesi için verimliliği ve tasarrufları artırıcı yapısal önlemlerin alınması büyük önem taşımaktadır.

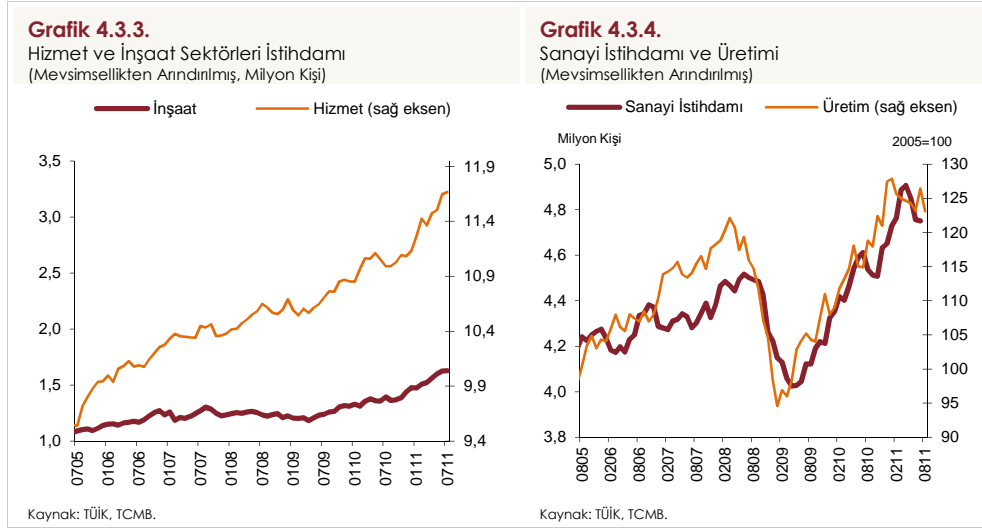


### 4.3. Emek Piyasası

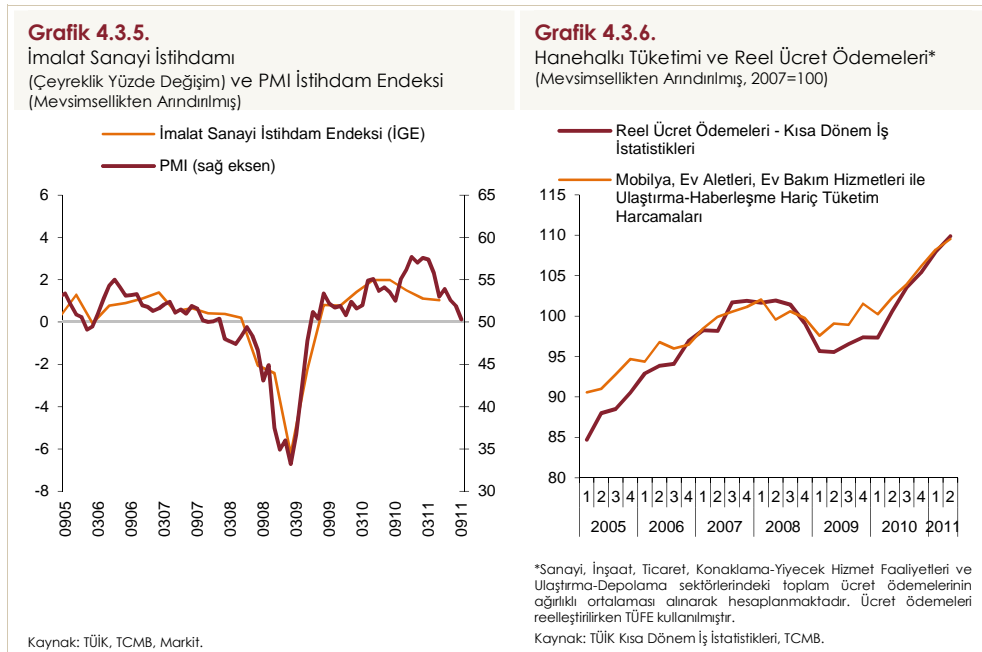
2011 yılı ikinci çeyrek istihdam gelişmeleri Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüm doğrultusunda gerçekleşmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılmış sanayi istihdamında beklentiler çerçevesinde gerileme gözlenirken, tarım dışı istihdam artış hızı geçtiğimiz çeyreğe kıyasla yavaşlamıştır. Ayrıca bu dönemde, 2010 yılı ikinci yarısından itibaren artış gösteren tarım istihdamı gerilemiş ancak kriz öncesi döneme göre yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 4.3.1). Bu çerçevede, 2011 yılı ilk çeyreğinde kriz öncesi düzeyine dönen işsizlik oranı, yılın ikinci çeyreğinde yatay seyretmiş, Temmuz dönemi itibarıyla sınırlı bir miktarda gerilemiştir (Grafik 4.3.2).

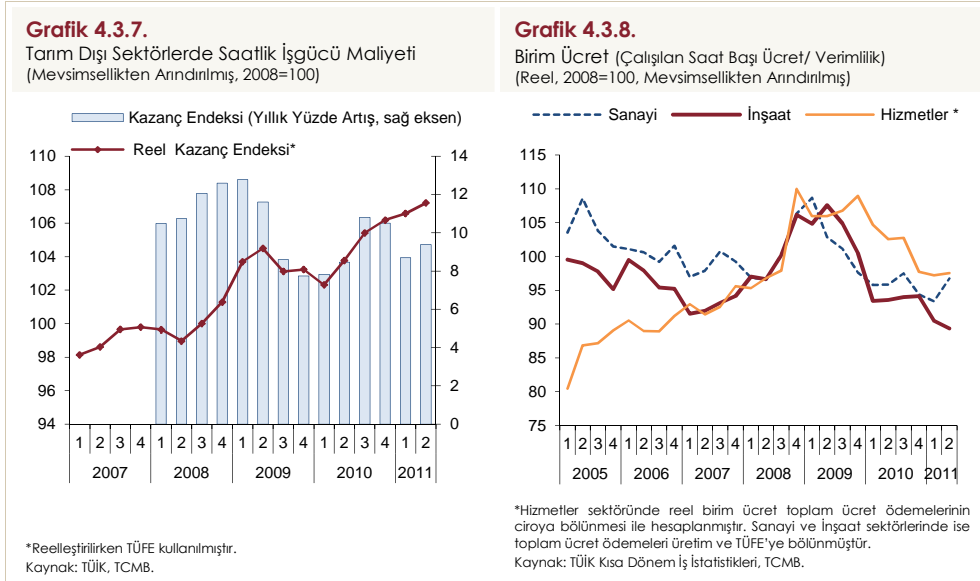


2011 yılı ikinci çeyreğinde, mevsimsellikten arındırılmış tarım dışı istihdama hizmet ve inşaat sektörleri olumlu katkı sağlarken sanayi istihdamı gerilemiştir (Grafik 4.3.3 ve Grafik 4.3.4). Haziran döneminde bu görünüm değişmezken, Temmuz döneminde hizmet ve inşaat sektörlerinde gözlenen istihdam artışları yavaşlamış, sanayi istihdamındaki azalma eğilimi ise zayıflamıştır. Çalışan sayısı açısından sektör ölçeği göz önüne alındığında, inşaat istihdamında 2011 yılı başından itibaren gözlenen ivmelenme dikkat çekmektedir.

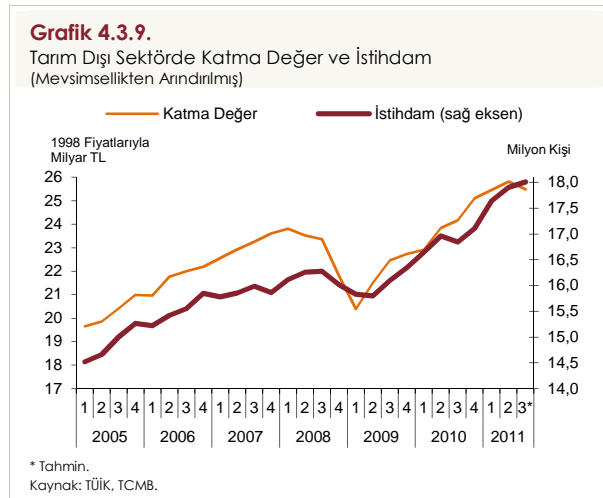


Son dönem sanayi sektörü gelişmelerine bakıldığında, mevsimsel etkilerden arındırılmış sanayi üretimi beş ay üst üste geriledikten sonra Temmuz ayında bir önceki aya göre artmış ancak Ağustos ayında tekrar azalmıştır. Gerek sanayi istihdam gelişmeleri için öncü gösterge niteliğinde olan PMI istihdam endeksinin Ağustos ve Eylül dönemlerinde de azalmaya devam etmesi, gerekse son dönemde ABD ve Euro Bölgesi'ndeki iktisadi görünüme ilişkin bozulma dikkate alındığında, sanayi sektöründe istihdam koşullarının iyileşmesinin zaman alabileceği düşünülmektedir (Grafik 4.3.5).





İşgücü piyasası gelişmeleri iç talebe verdiği katkı açısından değerlendirildiğinde, 2011 yılı ikinci çeyreğinde ücret ödemelerinin yurt içi talebi desteklemeye devam ettiği düşünülmektedir (Grafik 4.3.6). Diğer taraftan ücretlere maliyet unsuru olarak bakıldığında, 2011 yılı ikinci çeyreğinde İşgücü Maliyeti Endeksleri kapsamında yayımlanan tarım dışı saatlik kazanç endeksinde bir önceki çeyreğe göre reel olarak bir miktar artış gözlenmektedir (Grafik 4.3.7). Ancak söz konusu dönemde, verimlilik gelişmelerini de dikkate alan reel birim ücretler sadece sanayi sektöründe yükselmiştir (Grafik 4.3.8). Bu artış ise üretimdeki gerilemeyi yansıtmakta ve bu nedenle fiyatlar üzerinde işgücü kaynaklı maliyet baskısına işaret etmemektedir.

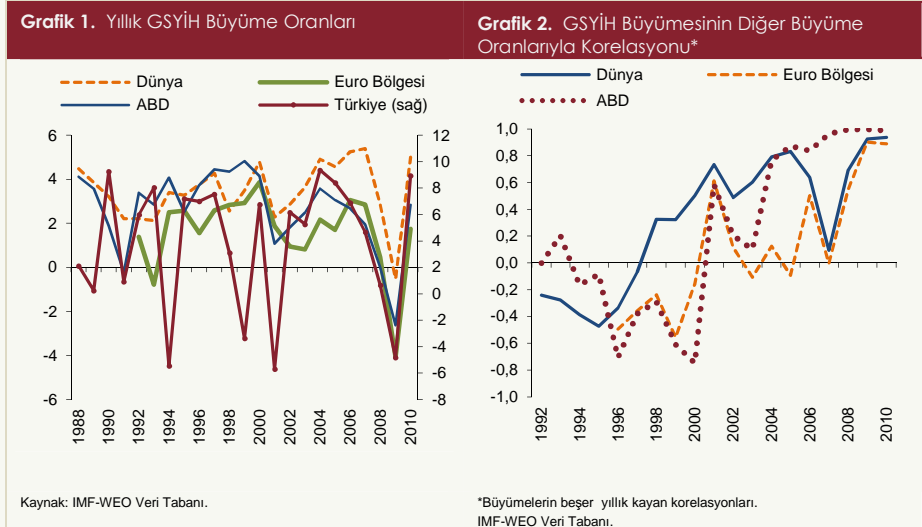


Özetle, 2011 yılı Nisan-Temmuz döneminde sanayi istihdamındaki kötüleşmenin etkisiyle ortalama tarım dışı istihdam artış hızı yavaşlamıştır. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin öncü göstergeler sanayi istihdamındaki durağan görünümün sürdüğüne işaret etmektedir. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde, küresel sorunların istihdam imkânlarını sınırlayabileceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, tarım dışı istihdam artış oranının yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki döneme göre hız keseceği düşünülmektedir (Grafik 4.3.9).

Kutu  
4.1

## Türkiye Ekonomisi İş Çevrimlerinin Küresel Ekonomi ile İlişkisi

Küresel büyüme ile Türkiye ekonomisinin büyümesi arasındaki ilişki incelendiğinde, 2001 öncesinde ekonomimizin daraldığı dönemlerde küresel büyümenin sürdüğü gözlenmektedir (Grafik 1). Bu durum, 2001 öncesinde ülkemize özgü unsurların krizlerde daha belirleyici olduğuna işaret etmektedir. 2001 sonrası dönemde ise ülkemizdeki büyüme küresel gelişmeler ile daha yakından ilişkilidir. Öte yandan söz konusu dönemde, ticaretimizin Euro Bölgesi'ne kıyasla sınırlı olduğu ABD ekonomisi ile olan ilişkinin Euro Bölgesi ile olan ilişkiye nazaran daha güçlü olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 2). Bu gözlem, ekonomimizin ABD ekonomisindeki gelişmelere duyarlı olan faiz oranları, likidite koşulları, sermaye akımları ve güven algılamaları gibi ticaret dışındaki kanallardan da etkilendiğini düşündürmektedir. Bu çerçevede, bu kutuda milli gelirimiz ve bileşenlerinin Euro Bölgesi ve ABD ekonomileri milli gelir çevrimleri ile olan ilişkileri incelenmiştir.



İktisadi yazında zaman serileri analizinde eğilim bileşenlerinin (trend) ayrıştırılmasıyla elde edilen çevrimler (cycle) sıkça kullanılmaktadır. Bu çerçevede, ülkelerin ekonomileri arasındaki ilişki incelenirken milli gelir çevrimlerinin korelasyonlarına bakılabilmektedir. Korelasyonun işareti ilişkinin yönünü, korelasyonun mutlak değeri ise ilişkinin gücünü göstermektedir.

Öte yandan, ekonomik büyüklükler arasındaki etkileşimler farklı vadelerde ortaya çıkabilmektedir. Örneğin, bazı şokların etkisi kısa vadede gözlemlenebilirken, bazılarının etkisi uzun vadede ortaya çıkmaktadır. Bu doğrultuda, çevrimlerin farklı frekans aralıkları (2-4 çeyrek, 4-8 çeyrek gibi) için elde edilmesi, ilişkilerin daha ayrıntılı bir şekilde incelenmesine olanak sağlayacaktır. Nitekim, Baxter ve King (1999) ile Christiano ve Fitzgerald (2003) tasarladıkları bant-geçirgen filtreleri kullanarak bir serinin farklı frekans aralıklarındaki çevrimlerini elde etmiş ve daha ayrıntılı analizlere olanak sağlamışlardır. Akkoyun ve diğerleri (2011), Türkiye ekonomisinin 2001 sonrası dönemde geçirdiği dönüşümü dikkate alarak bant-geçirgen filtrelere göre yapısal değişimleri ve geçici şokları algılama açısından bazı üstünlüklere sahip olan dalgacık (wavelet) yöntemini kullanarak Türkiye ekonomisi ile Euro Bölgesi ve ABD milli gelir çevrimleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir.<sup>1</sup>

Dalgacık yöntemi kullanılarak her seri eğilim ve farklı frekans bandındaki çevrim bileşenine ayrılmıştır (Tablo 1). Ölçek 1 (D1) en yüksek frekansa sahip (kısa süreli) çevrimleri içermektedir. Ölçek büyüdükçe çevrimlerin periyotları uzamaktadır. Ölçek 2 (D2) ve ölçek 3 (D3) orta vadeli değişimleri içerirken, ölçek 4 (D4) daha uzun vadeli dalgalanmaları göstermektedir.

**Tablo 1.** Eğilim ve Çevrimlerin Frekans Aralıkları

Ölçekler	Frekans Aralığı
Ölçek 1 (D1)	2-4 çeyrek
Ölçek 2 (D2)	1-2 yıl
Ölçek 3 (D3)	2-4 yıl
Ölçek 4 (D4)	4-8 yıl
Eğilim (A4)	8 yıl ve üzeri

Euro Bölgesi ve ABD milli gelir çevrimleri ile ilişki hem milli gelir bazında hem de milli gelirler arası ilişkinin alt kalemlerdeki kaynaklarını görmek için harcama bileşenleri bazında incelenmiştir (Tablo 2). Türkiye ekonomisinin 2001 sonrası geçirdiği yapısal dönüşüm göz önünde bulundurularak örneklem 1995Ç1-2001Ç3 ve 2001Ç4-2010Ç4 olmak üzere iki kısma bölünmüştür. Daha sonra, 2008 yılından itibaren küresel daralmaya neden olan krizin etkilerini dışlamak amacıyla analizler 2001Ç4-2007Ç4 dönemi için tekrar edilmiştir. Sonuçlar, 2001 sonrası dönemde dış ekonomilerdeki gelişmeler ile olan ilişkinin özellikle 2-8 yıl arasındaki frekanslarda her bir alt kalem için kayda değer ölçüde artışına işaret etmektedir.

<sup>1</sup> Kullanılan filtrelerin seçimi ve uygulanması ile ilgili detaylar için Akkoyun, Atuk, Koçak ve Özmen (2011) ile Akkoyun, Doğan ve Günay (2011) çalışmalarına bakılabilir.



İhracat çevrimleri ile Euro Bölgesi ve ABD çevrimleri arasındaki korelasyonlar 0-2 yıl aralığında diğer bileşenlerden düşük olsa da ihracatın 2-8 yıl arası frekansta yurt dışı gelişmelerle olan ilişkisinin oldukça güçlü olduğu görülmektedir.

**Tablo 2.** GSYİH ile Harcama Bileşenleri Çevrimlerinin Euro Bölgesi ve ABD Milli Gelir Çevrimleri ile Korelasyonları

	1995Ç1-2001Ç3		2001Ç4-2010Ç4		2001Ç4-2007Ç4	
	Euro Bölgesi	ABD	Euro Bölgesi	ABD	Euro Bölgesi	ABD
<b>Milli Gelir</b>						
D1 (0-1 Yıl)	-0,20	0,28	0,47	-0,02	0,12	0,22
D2 (1-2 yıl)	-0,32	0,42	0,96	0,81	0,84	0,63
D3 (2-4 yıl)	0,77	0,24	0,84	0,89	0,74	0,87
D4 (4-8 yıl)	0,60	0,50	0,85	0,99	0,87	1,00
<b>İhracat (Mal ve Hizmet)</b>						
D1 (0-1 Yıl)	-0,14	-0,07	0,04	0,15	-0,02	0,42
D2 (1-2 yıl)	0,33	-0,20	0,57	0,52	0,43	0,21
D3 (2-4 yıl)	0,74	0,13	0,95	0,94	0,94	0,92
D4 (4-8 yıl)	0,25	0,42	0,94	0,92	0,90	0,97
<b>Özel Tüketim</b>						
D1 (0-1 Yıl)	-0,09	0,17	0,34	-0,05	0,13	0,06
D2 (1-2 yıl)	-0,71	0,33	0,65	0,61	0,61	0,42
D3 (2-4 yıl)	0,71	0,52	0,72	0,82	0,62	0,83
D4 (4-8 yıl)	0,63	0,58	0,66	0,94	0,66	0,94
<b>Özel Makine-Teçhizat</b>						
D1 (0-1 Yıl)	0,30	-0,41	0,12	0,11	0,12	0,21
D2 (1-2 yıl)	0,31	0,24	0,61	0,74	0,71	0,77
D3 (2-4 yıl)	0,76	0,29	0,77	0,84	0,55	0,72
D4 (4-8 yıl)	0,78	0,68	0,63	0,92	0,65	0,94
<b>İthalat (Mal ve Hizmet)</b>						
D1 (0-1 Yıl)	-0,24	-0,10	0,10	0,17	0,37	0,16
D2 (1-2 yıl)	-0,06	-0,07	0,81	0,83	0,62	0,80
D3 (2-4 yıl)	0,52	0,24	0,75	0,84	0,64	0,82
D4 (4-8 yıl)	0,64	0,52	0,69	0,95	0,68	0,95

Özel tüketim ve özel makine-teçhizat yatırımlarının 2-8 yıl arası frekans bandında özellikle ABD ekonomisi ile olan yüksek korelasyonu, dış dünyadaki gelişmelerin sadece ihracat kanalı ile değil yurt içi talep kanalıyla da etkili olabildiğine işaret etmektedir. Küresel gelişmelere duyarlı olan sermaye akımları, risk iştahı, kur ve faizlerdeki hareketlerin finansal koşullar ve yurt içi güven üzerinde etkili olması iç talep göstergelerinin küresel gelişmelerden etkilenme kanallarından biri olarak değerlendirilmektedir. İthalat ile ABD ekonomisi arasındaki yüksek korelasyonlarda ise özel tüketim ve özel yatırımların ithal bileşenlerinin hareketlerinin önemli rol oynadığı düşünülmektedir.

Sonuç olarak, bu kutuda 2001 sonrası ekonomimizdeki yapısal dönüşüm dikkate alınarak milli gelir ve bileşenlerinin çevrimlerinin Euro Bölgesi ve ABD çevrimleriyle ilişkileri farklı frekans aralıklarında incelenmiştir. Yapılan analizler, 2001 sonrası dönemde Türkiye ekonomisinin küresel ekonomilerle ilişkisinin 2001 öncesine kıyasla kayda değer ölçüde arttığını ortaya koymaktadır. Ayrıca, 2001 sonrası dönemde Türkiye ekonomisinin küresel ekonomilerle ilişkisi incelendiğinde, orta ve uzun vadede (2-8 yıl arası) Türkiye iş çevrimlerinin ABD ekonomisi ile olan korelasyonunun Euro Bölgesi ile olan korelasyondan daha yüksek olduğu görülmüştür. Bu durum, ticaret dışındaki kanalların etkilerinin ekonomimiz açısından önemine işaret etmektedir.

**Kaynakça:**

Akkoyun, H. Ç., Atuk, O., Koçak, N. A., Özmen, M.U. (2011), "Filtering Short Term Fluctuations in Inflation Analysis", TCMB Çalışma Tebliği 2011/20.

Akkoyun, H. Ç., Doğan B.Ş., Günay, M. (2011), "Türkiye Ekonomisi İş Çevrimlerinin Küresel Ekonomi ile İlişkisi", TCMB Ekonomi Notu (yayımlanma aşamasında)

Baxter, M. , King, R. (1999), "Measuring business cycles: Approximate band-pass filters for economic time series", The Review of Economics and Statistics, 81 (4), 575–593.

Christiano, J.,Fitzgerald, T. (2003), "The band pass filter", International Economic Review, Vol. 44, No. 2.

Kutu  
4.2

## Yatırım Oranlarındaki Gelişmeler

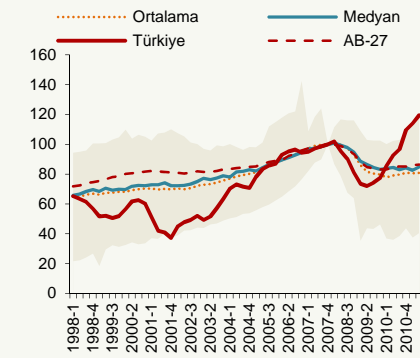
Sabit yatırımlarla gelen sermaye stoku birikimi bir yandan potansiyel üretimi yükseltirken diğer yandan sermaye dışındaki üretim faktörlerinin verimliliğini artırarak küresel rekabetçilik düzeyini yükseltmektedir. Dolayısıyla, kriz dönemlerinde sermaye kayıplarının sınırlı olması ya da sermaye stokunun artırılması orta vadede rekabetçiliğin korunması/artırılması açısından büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede Türkiye'nin yatırım performansı<sup>2</sup>, ticaret ortaklığı bağlamında Avrupa<sup>3</sup> ekonomileri ve yapısal benzerlikler bağlamında Latin Amerika<sup>4</sup> ekonomileri grupları ile karşılaştırmalı olarak incelenmiştir.

## Avrupa Ülkeleri ve Türkiye'de Sabit Yatırımlar

Avrupa ekonomileri ile karşılaştırmalı olarak incelendiğinde Türkiye'deki yatırımların küresel kriz döneminde güçlü bir toparlanma sergilediği gözlenmiştir. Nitekim, 2011 yılı ikinci çeyreği itibarıyla yatırımlar Avrupa Birliği'nde kriz öncesi düzeyinin altındayken, ülkemizde kriz öncesi düzeylerinin oldukça üzerinde seyretmektedir (Grafik 1). İncelenen 32 ülkeden sadece on birinin milli geliri 2007 yılı dördüncü çeyrek düzeyini aşabilmişken, yalnızca dört ülkede yatırımlar kriz öncesi düzeyini aşmıştır. Lüksemburg, İsviçre ve Polonya ile beraber bu dört ülkeden biri olan Türkiye, kriz öncesine göre yatırımları en fazla artan ülke olmuştur (Grafik 2).

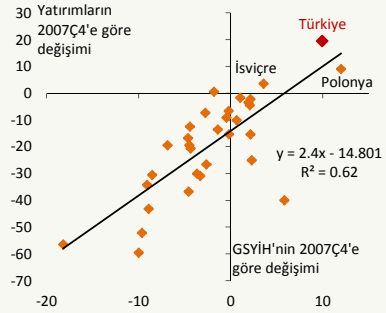
Grafik 1. Sabit Yatırımlar\*

(Reel, 2007Ç4=100, 1998Ç1-2011Ç2)



\*Tarımlı alan en küçük ve en yüksek değerler arasında kalan bölgeyi göstermektedir.  
Kaynak: Eurostat, TCMB.

Grafik 2. Sabit Yatırımlar ve Milli Gelirin 2011Ç2'de 2007Ç4'e Göre Değişimi\*



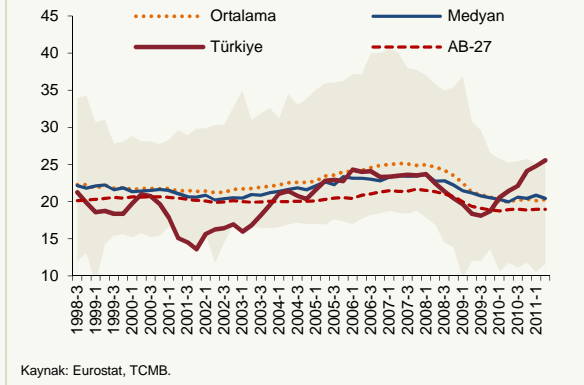
\* İngiltere, Hırvatistan ve Yunanistan için 2011Ç1 verileri kullanılmıştır.  
Kaynak: Eurostat, TCMB.

<sup>2</sup> Sabit yatırımlar, kamu ve özel sektörün inşaat ve makine-teçhizat yatırımlarını kapsamaktadır.

<sup>3</sup> Analizlerde AB-27 ülkeleri, Hırvatistan, İsviçre, İzlanda ve Norveç için Eurostat veri tabanından mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik ve 2000 yılı ölçüt alan reel veriler kullanılmıştır. Türkiye için Eurostat'ta bulunan 2000 bazlı veriler Demetra programı ile TRAMO-SEATS yöntemi kullanılarak mevsimsellikten arındırılmıştır.

<sup>4</sup> Analizlerde EMBI+ endeksi hesaplanan Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Ekvator, Meksika, Panama, Peru ve Venezuela ile Şili için IMF'nin WEO veri tabanından yıllık cari verilerle yatırım oranları ve Dünya Bankası'nın WDI veri tabanından yıllık reel sabit yatırım verileri kullanılmıştır.

**Grafik 3. Avrupa'da Sabit Yatırım/GSYİH Oranları**  
(Reel, Yüzde)



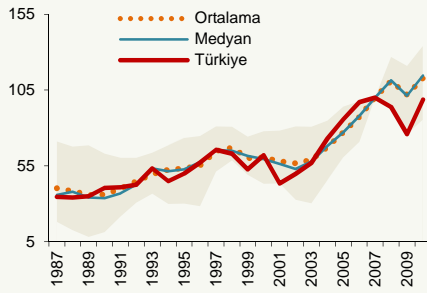
Yatırımlar beklenen kârlılık oranlarının değişmesi, geri dönüşümü olmayan maliyetlerin karşılanması ve finansmanın erişilebilirliği gibi bileşenlere bağlı faaliyetler olup, konjonktürel dalgalanmalar çerçevesinde milli gelirden daha fazla oynaklık sergilemektedir. Nitekim, Avrupa ekonomileri grubunda, milli gelir ve yatırımların kriz öncesi seviyelerine göre değişimleri incelendiğinde milli gelirdeki değişimler ülkeler arasında yüzde 12 artış ile yüzde 18 azalış arasında seyrederken, yatırımlardaki değişimler yüzde 20 artış ile yüzde 60 azalış arasında olmuş ve yatırımların milli gelire görece yüksek oynaklığı tespiti küresel kriz örneğinde de doğrulanmıştır (Grafik 2). Türkiye'de yatırımların kriz sonrası güçlü seyri, 2011 yılı ikinci çeyreği itibariyle kriz dönemine göre yüksek büyüme sergilenmiş olmasına rağmen yatırım/GSYİH oranlarının artmasını sağlamıştır (Grafik 3). Öte yandan bu artış Türkiye'ye özgü etkenlerden ortaya çıkan 2001 krizi ile 2007'de başlayan küresel kriz arasındaki dönemde Türkiye'nin yatırım oranlarının Avrupa ekonomileri (aritmetik) ortalamasına göre düşük seyrettiği göz önünde bulundurulduğunda dikkat çekici olmaktadır.

#### Latin Amerika Ülkeleri ve Türkiye'de Yatırımlar

Türkiye'de yatırımların küresel krizin derinlemesine hissedildiği Avrupa bölgesine görece güçlü seyri, bu olgunun Türkiye ile yapısal benzerlikler gösteren başka bölgelere görece de geçerli olup olmadığı sorusunu gündeme getirmektedir. Bu bağlamda, yükselen piyasalar grubunda Türkiye ile beraber seçilmiş Latin Amerika ülkelerindeki yatırım gelişmelerini incelemek aydınlatıcı olacaktır. Küresel krizin Türkiye'deki yatırımlar üzerindeki olumsuz etkisi yatırım eğiliminin yön değiştirdiği Avrupa'ya benzerlik gösterirken yatırım eğiliminde değişme gözlenmeyen Latin Amerika'da farklı bir tablo göze çarpmaktadır (Grafik 1 ve Grafik 4).

Bu durum (cari fiyatlarla hesaplanan) yatırım/GSYİH oranlarında da Türkiye'nin Latin Amerika'nın gerisinde kalmasına yol açmıştır (Grafik 5). Ancak, reel verilerle hesaplanan yatırım/GSYİH oranı gelişmeleri karşılaştırıldığında, Türkiye'deki gerileme, Avrupa'ya görece çok iyi performans sergileyen Latin Amerika grubu ortalamasına yakın olmuştur<sup>5</sup> (Grafik 3 ve Grafik 6). Bu olgu, aynı zamanda küresel krizin etkilerinin bölgesel bileşenlerine dair önemli ipuçları vermektedir.

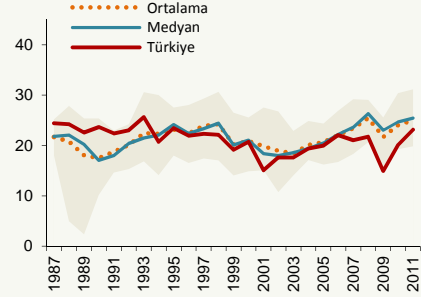
**Grafik 4.** Latin Amerika ve Türkiye'de Sabit Yatırımlar  
(Reel, 2007=100) \*



\*Ortalama (aritmetik) ve medyan hesaplanırken Türkiye verileri dahil edilmiştir. Taralı alan en küçük ve en büyük değerler arasında kalan bölgeyi göstermektedir.

Kaynak: Dünya Bankası, WDI Veri Tabanı, CEIC, TÜİK.

**Grafik 5.** Latin Amerika ve Türkiye'de Yatırım\*/GSYİH Oranları  
(Cari Fiyatlarla, Yüzde)\*\*

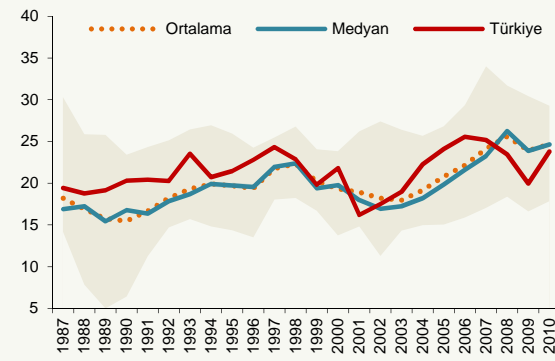


\* Sabit yatırım ve stok değişimlerinin toplamını içermektedir.

\*\*2011 yılı IMF-WEO tahminleridir.

Kaynak: IMF WEO Veri Tabanı

**Grafik 6.** Latin Amerika ve Türkiye'de Sabit Yatırım/GSYİH Oranları \*  
(Sabit Fiyatlarla, Yüzde)



\*Taratlı alan en küçük ve en büyük değerler arasında kalan bölgeyi göstermektedir.

Kaynak: Dünya Bankası, WDI Veri Tabanı, CEIC, TÜİK.

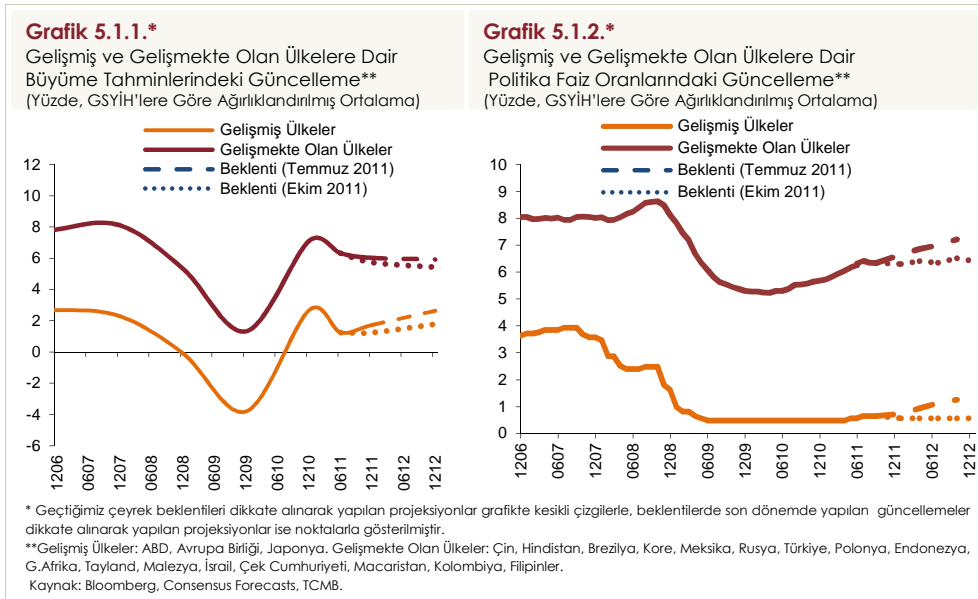
<sup>5</sup> Enflasyon raporu 2011-III'de belirtildiği üzere, 2005'in birinci çeyreğinden itibaren yatırım malları ithalat birim değer endeksi genel ithalat birim değer endeksinden aşağı yönlü ayrılmaktadır. Bu olgu ile beraber sabit ve cari yatırım oranlarının Latin Amerika'ya göre farklı performans sergilemesi, Türkiye ile Latin Amerika ülkeleri arasında yatırımın ithal girdilere bağımlılığının farklılık gösterip göstermediği sorusunu gündeme getirmektedir.

Sonuç olarak, Türkiye’de 2001-2007 döneminde Avrupa ülkelerine kıyasla düşük seyreden yatırım oranları küresel kriz ile birlikte Avrupa ekonomileri ile beraber (Latin Amerika ekonomilerinin aksine) düşüş eğilimi göstermiştir. Ancak Türkiye’de yatırım oranları 2009’un üçüncü çeyreğinden itibaren Avrupa’ya görece istisnai bir toparlanma sergilemiş ve krizden şiddetli etkilenmeyen Latin Amerika ülkelerinin düzeyine yaklaşmıştır. Bu durum Türkiye ekonomisinin sermaye stokunu ve milli gelirini büyütme potansiyeline sahip olduğuna işaret etmekte ve Türkiye ekonomisinin kriz sonrası dönemde aşırı ısındığı yönündeki değerlendirmeleri tartışılır hale getirmektedir. Öte yandan, yatırım oranlarındaki bu ayrışmanın küresel likidite koşullarının sıkılaştığı ve talep belirsizliğinin arttığı bir dönemde gerçekleşmesi dikkat çekicidir. Son olarak, “yatırım oranları”ndaki güçlü eğilimin kısa vadede makro finansal riskler doğurma potansiyeline sahip olduğu gözlenirse de orta ve uzun vadede Türkiye’nin rekabet ve verimlilik düzeyini artıracakları düşünülmektedir.

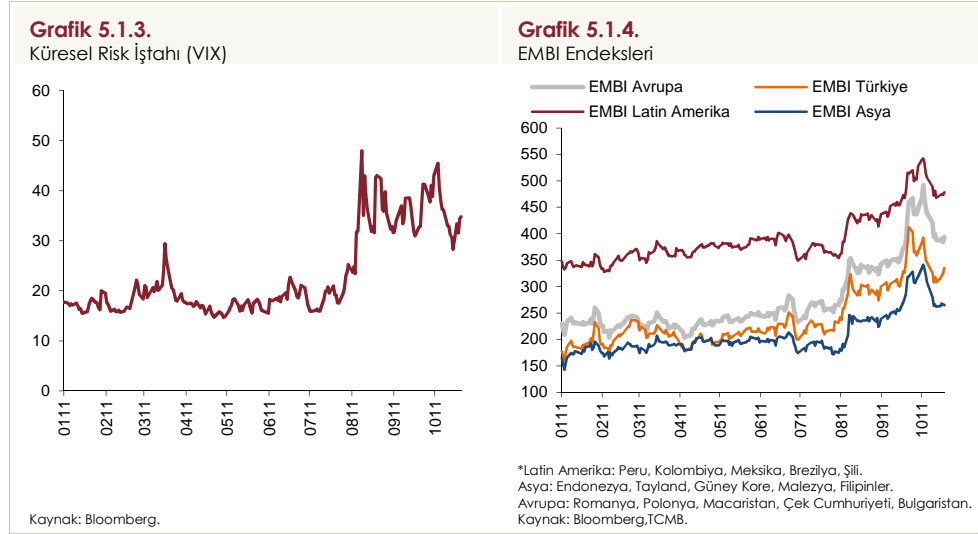
## 5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

### 5.1. Finansal Piyasalar

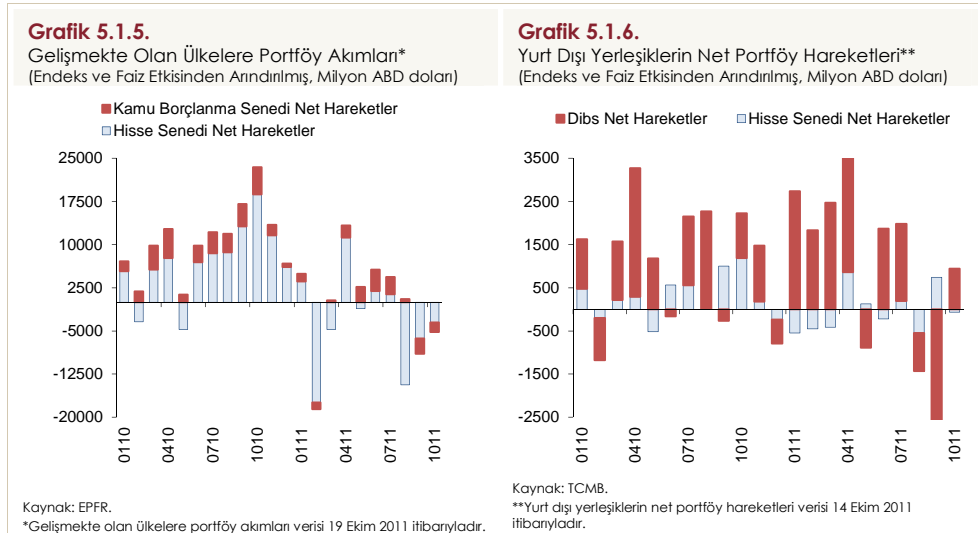
Yılın üçüncü çeyreğinde açıklanan veriler küresel ekonomide büyümenin yavaşladığına ve aşağı yönlü risklerin arttığına işaret etmektedir. Bu dönemde Euro Bölgesi'ndeki kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişelerin yoğunlaşması ve sorunların bankacılık sektörüne de yayılmaya başlaması aşağı yönlü risklerin belirginleşmesine yol açmıştır. Euro Bölgesi'ndeki sorunların yanı sıra gelişmiş ülkelerde büyümeye ilişkin açıklanan olumsuz veriler de küresel ekonomiye dair endişeleri artırmaktadır. Bu gelişmeler sonrasında küresel ekonomide büyüme beklentilerinin düşüş gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.1). Aşağı yönlü risklerin belirgin hale gelmesinin ardından gelişmiş ülkelerde genişletici yönde ek önlemler alınmaya başlanmıştır. Gelişmiş ülkelerin durgunluğa girme olasılığının artması gelişmekte olan ülkelerde de aşağı yönlü risklerin oluşmasına yol açmıştır. Buna paralel olarak gelişmekte olan ülkelerin politika faiz beklentilerinde de düşüş gözlenmiştir (Grafik 5.1.2).



Son dönemde Euro Bölgesi ülkelerindeki kamu borç sorunlarına ilişkin endişelerin artarak devam etmesinin etkisiyle küresel risk algılamaları bozulma eğilimini sürdürmüştür (Grafik 5.1.3). Aşağı yönlü risklerin belirginleşmesi gelişmekte olan ülke risk primlerinde yüksek oranlı artışların gözlenmesine neden olmuştur. Türkiye'nin risk primi göstergeleri de diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte hareket etmiştir (Grafik 5.1.4).



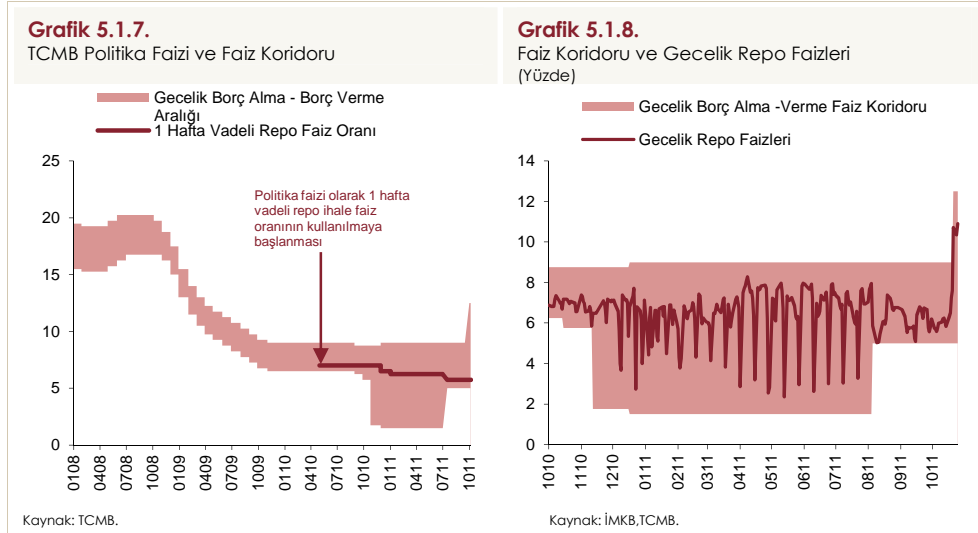
Küresel risk algılamalarındaki olumsuz seyir gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımı biçimindeki sermaye girişleri üzerinde de etkili olmuştur (Grafik 5.1.5). Özellikle büyüme beklentilerindeki düşüş ve risk algılamalarındaki bozulmanın etkisiyle hisse senedi piyasasında belirgin olmak üzere portföy yatırımlarında azalış gözlenmiştir. Türkiye'de de küresel risk iştahındaki azalış sebebiyle DİBS piyasasından Ağustos ve Eylül aylarında çıkış gözlenmiştir. Hisse senedi piyasasında ise, risk iştahındaki azalışa rağmen Türkiye'nin büyüme beklentilerinin diğer birçok gelişmekte olan ülkeye kıyasla daha yüksek olmasının etkisiyle sınırlı da olsa giriş gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.6).



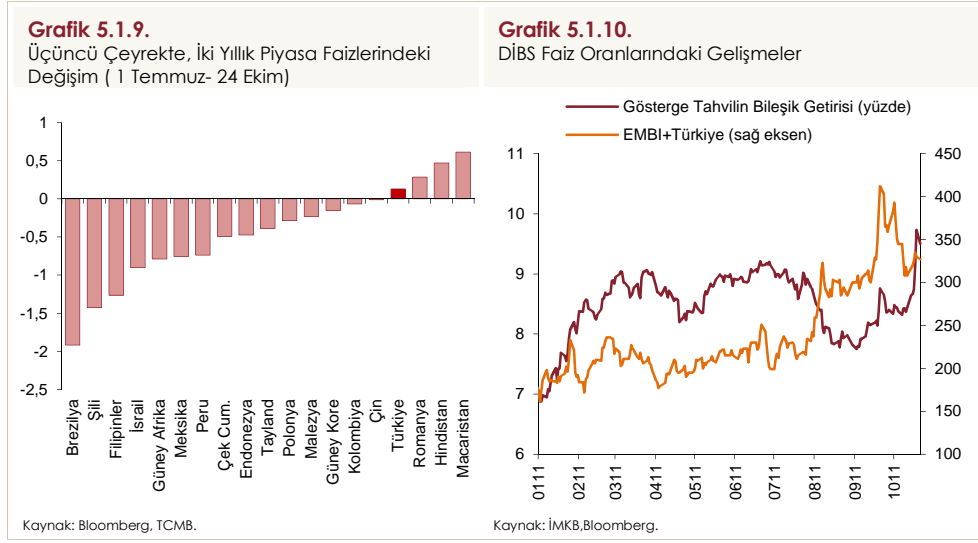
Küresel ekonomideki aşağı yönlü risklerin yurt içindeki iktisadi faaliyet üzerinde durgunluğa yol açma riskini azaltmak amacıyla TCMB 4 Ağustos tarihinde takvim dışı Para Politikası Kurulu toplantısı düzenleyerek politika faizini



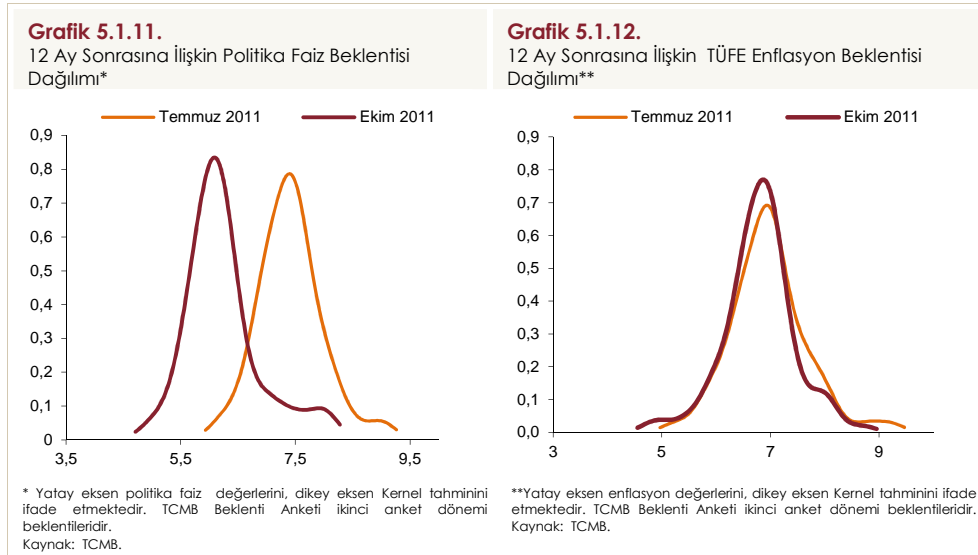
50 baz puan düşürmüştür (Grafik 5.1.7). Politika faiz indiriminin yanı sıra kısa vadeli faizlerde oluşabilecek aşağı yönlü oynaklığı azaltmak amacıyla gecelik borçlanma faizi 350 baz puan artırılarak faiz koridoru daraltılmıştır (Grafik 5.1.8). Ayrıca bankalara, Türk lirası yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların önce yüzde 10 sonra yüzde 20'sine kadar olan kısmını ABD doları veya euro cinsinden tesis edebilme imkânı getirilmiştir. Bunun yanı sıra repo işlemlerinden sağlanan fonlara ilişkin zorunlu karşılıkların, 14 günde bir Cuma günleri yerine iki yükümlülük dönemi arasındaki tüm günlerin ortalaması alınmak suretiyle hesaplanmasına karar verilmiştir. Ekim ayında ise, Türk lirasındaki değer kaybının orta vadeli enflasyon beklentilerini ve görünümünü olumsuz yönde etkilemesine engel olmak amacıyla TCMB gecelik borç verme faiz oranını 350 baz puan artırarak faiz koridorunu genişletmiştir.



Küresel piyasalarda büyüme beklentilerine ve para politikası uygulamalarına paralel olarak faizlerin azalma eğiliminde olduğu yılın üçüncü çeyreğinde, Türkiye'de de piyasa faizleri diğer gelişmekte olan ülkelerle benzer eğilim göstermiştir. Bu dönemde piyasa faizlerindeki düşüşte TCMB'nin Ağustos ve Eylül aylarında aldığı faiz ve likiditeye yönelik politika kararları ve para politikasına ilişkin duruşunun etkili olduğu düşünülmektedir. Alınan önlemlerin etkisiyle piyasa faizleri Ağustos ayında risk primi ile ters yönde hareket etmiş, ancak sonraki dönemde küresel risk iştahındaki bozulmanın derinleşmesine paralel olarak artan ülke risk primi ile birlikte yükseliş göstermiştir. Ayrıca TCMB gecelik borç verme faiz oranının 350 baz puan artırılmasını takiben piyasa faizlerindeki yükseliş belirgin hale gelmiştir (Grafik 5.1.9 ve Grafik 5.1.10).

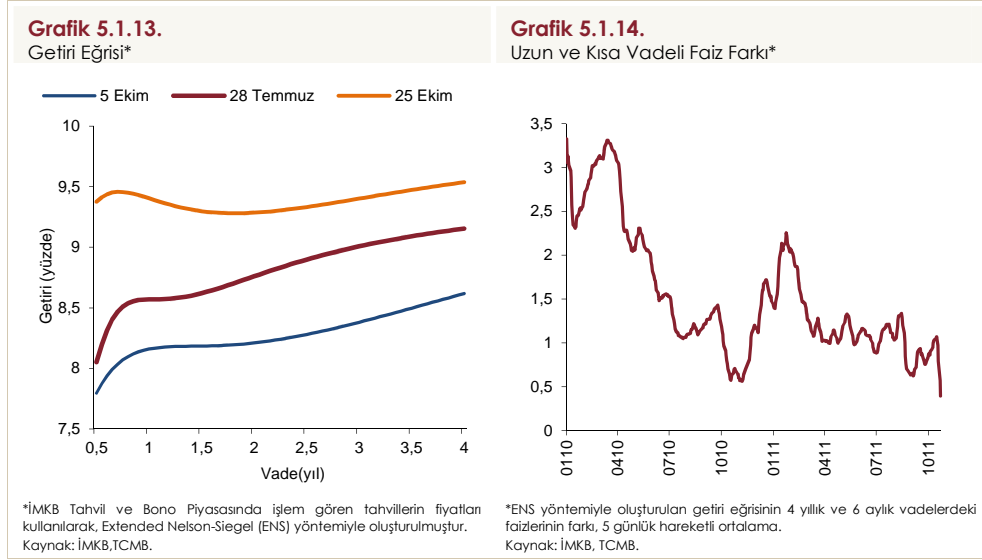


Piyasa faizleri üzerinde belirleyici rol oynayan politika faiz beklentilerinde Temmuz Enflasyon Raporu öncesine göre belirgin bir gerileme gözlenmiştir (Grafik 5.1.11). Bu gerilemede TCMB'nin Ağustos ayında aldığı faiz indirim kararı ve gelecekteki para politikasına dair söylemleri etkili olmuştur. Öte yandan, 12 ay sonrası enflasyon beklentilerinde ise TCMB Beklenti Anketi sonuçlarına göre önemli bir değişiklik gözlenmemiştir (Grafik 5.1.12).

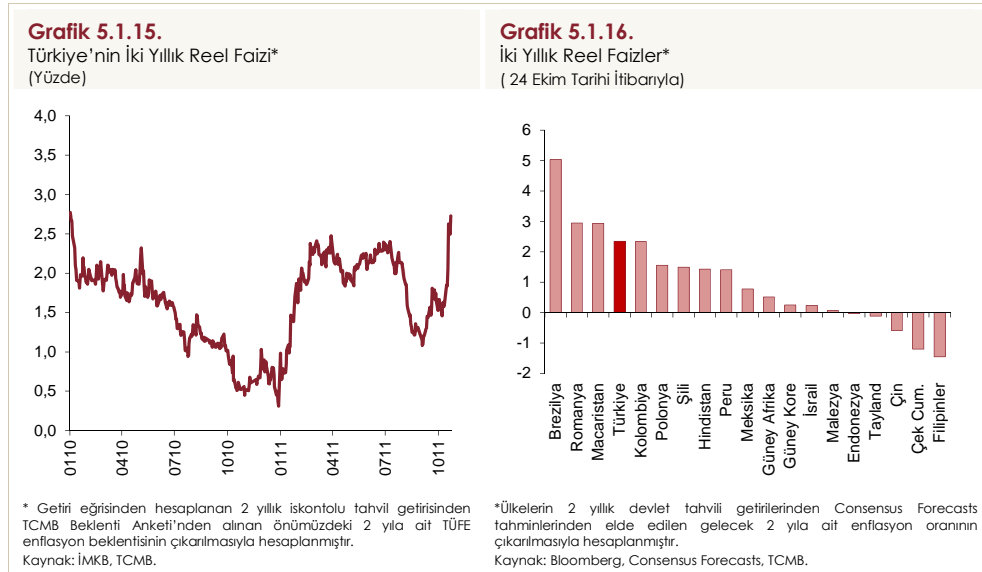


Piyasa faizleri Eylül ayı sonuna değin tüm vadelerde düşüş eğilimi göstermiş ve kısa vadeli faiz oranlarındaki gerileme daha sınırlı olmuştur (Grafik 5.1.13). Uzun vadeli faizlerin aşağı yönlü hareketinde, büyüme ve küresel faiz beklentilerindeki düşüşün etkili olduğu düşünülmektedir. Ancak küresel risk algılamalarındaki bozulma ve Ekim ayında TCMB'nin gecelik borç verme faiz

oranını artırmasının etkisiyle kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere piyasa faizleri tüm vadelerde artış göstermiştir. Sonuç olarak, üçüncü çeyrekte uzun ve kısa vadeli faiz farkı azalmıştır (Grafik 5.1.14).

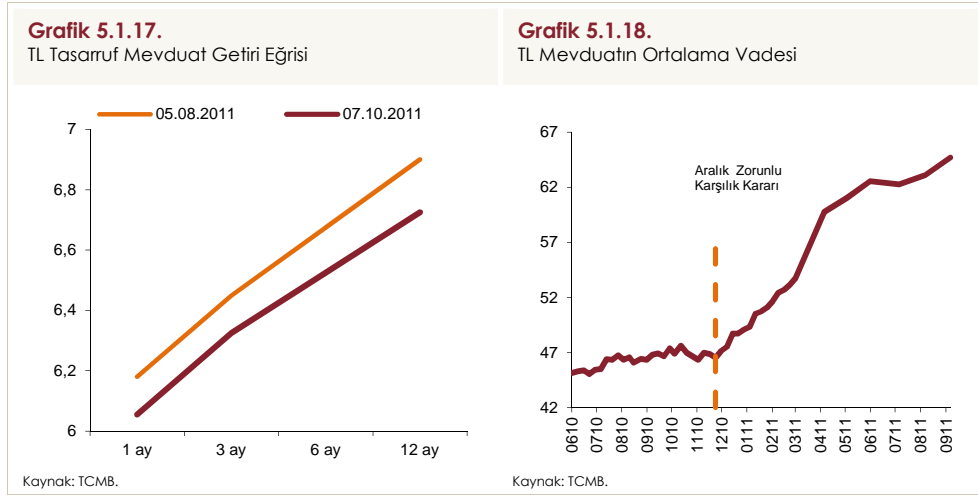


Piyasa faizlerindeki azalış eğilimi üçüncü çeyrek boyunca reel faizlere de yansımış, ancak son dönemde faizlerdeki artışın daha belirgin hale gelmesiyle reel faizler tekrar yükselişe geçmiştir (Grafik 5.1.15). Türkiye'nin reel faizinin diğer gelişmekte olan ülkeler arasındaki konumunda ise sınırlı bir gerileme gözlenmiştir (Grafik 5.1.16).

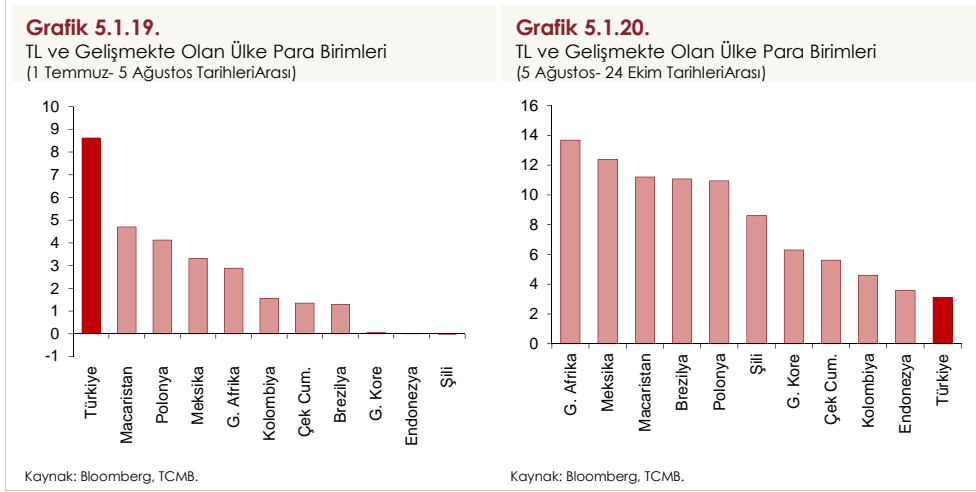


Üçüncü çeyrekte mevduat faizleri politika faizinin düşürülmesi ve alınan likidite önlemlerinin etkisiyle bir miktar gerilemiştir (Grafik 5.1.17). Mevduat

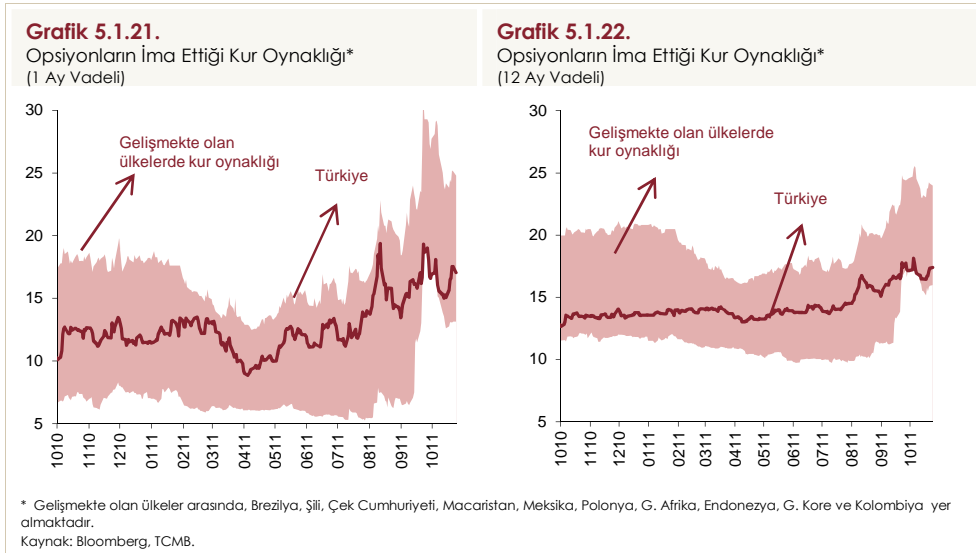
faizlerinin gerilemesinde etkili olan önemli bir faktör son çeyrekte kredi artış hızının yavaşlamasıyla birlikte mevduat piyasasındaki rekabetin azalmasıdır. Alınan politika önlemleri bankacılık sektörü yükümlülüklerinin vadesi üzerinde de etkili olmaya devam etmektedir. Mevduatın ortalama vadesi üçüncü çeyrekte de artışını sürdürmüştür (Grafik 5.1.18). Ayrıca, Türk lirası mevduat ve katılım fonu dışı diğer yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları vade uzadıkça daha düşük olacak şekilde değiştirilmiştir. Bu önlemlerle bankalar tarafından ihraç edilen Türk lirası tahvillerin vadelerinin uzaması teşvik edilmiştir. Bunun yanı sıra, Türk lirasının kredi notunun artırılmasının da söz konusu tahvillerin vadelerinin uzamasına katkıda bulunması beklenmektedir.



Küresel piyasalarda yaşanan belirsizlik ortamının etkisiyle üçüncü çeyrekte gelişmekte olan ülke para birimleri ABD doları karşısında değer kaybına uğramıştır. Türk lirası 1 Temmuz- 5 Ağustos döneminde diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla daha fazla değer kaybetmiştir (Grafik 5.1.19). Döviz kurlarında gözlenmekte olan aşırı oynaklığın ve düzensiz hareketlerin ekonomik ve finansal istikrar açısından olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla TCMB, 4 Ağustos tarihinde yapılan takvim dışı Para Politikası Kurulu toplantısında açıklanan strateji doğrultusunda döviz satım ihalelerine başlamış ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarında bu tarihten itibaren kademeli indirimlere gitmiştir. Piyasada döviz likiditesine yönelik bir diğer önlem ise döviz ve efektif piyasasında TCMB tarafı işlemlerde borç verme faiz oranının hem ABD doları hem de euro için düşürülmesidir. Alınan önlemlerin etkisiyle son dönemde Türk lirasındaki değer kaybı diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla sınırlı kalmıştır (Grafik 5.1.20).

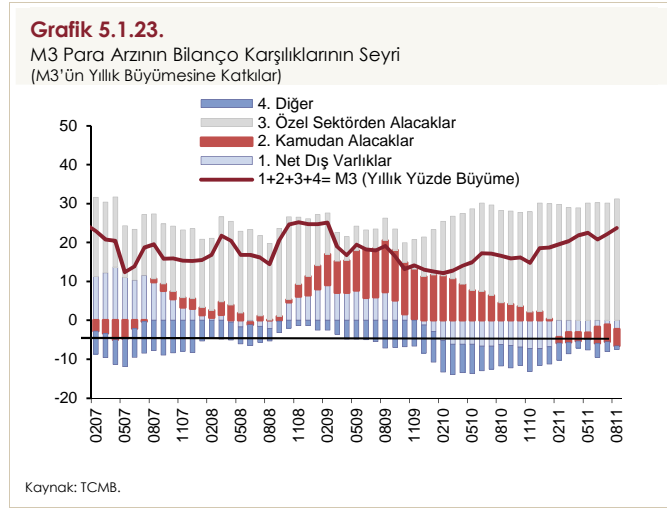


Son dönemde Türk lirasında gözlenen değer kaybının yanı sıra ima edilen kur oynaklığı, diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla üçüncü çeyreğin başlarında hızlı bir artış göstermiştir. Ancak Ağustos ayından itibaren, TCMB'nin aldığı önlemlerin etkisiyle kur oynaklığındaki artış sınırlı kalmış ve hem kısa hem de uzun vadede görece olarak düşük seviyelere gerilemiştir (Grafik 5.1.21 ve Grafik 5.1.22). Türk lirasının ima edilen kur oynaklığı son dönemde diğer gelişmekte olan ülkeler arasında oldukça düşük seviyelerde yer almaktadır.

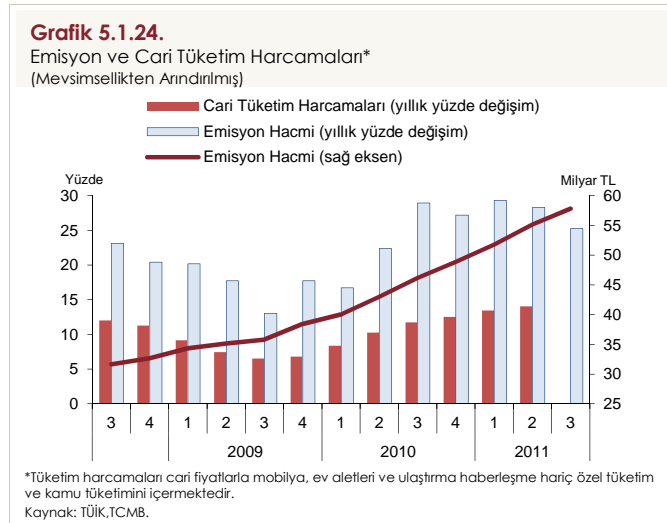


Finansal piyasalarda dalgalı seyir sürerken, iç ve dış konjonktürün etkileri parasal göstergelerde de gözlenmeye devam etmiştir. Nitekim M3 geniş para arzının bilanço karşılıkları incelendiğinde, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finansal kesim dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki güçlü artış eğiliminin son aylarda durduğu dikkat

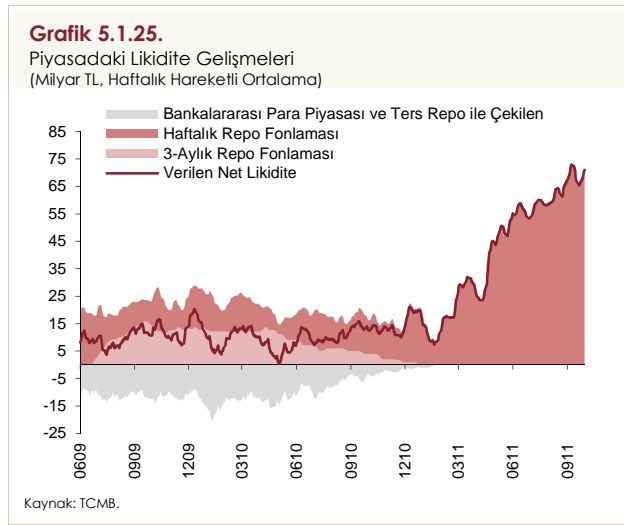
çekmektedir. Öte yandan, Kamudan Alacaklar kalemi M3 büyümesine negatif katkı vermeye devam etmektedir. Net Dış Varlıklar kaleminde gözlenen azalışın ise, özellikle ticari bankaların yurt dışından kullandıkları kredilerin artış eğiliminin sona ermesi sonucu yavaşladığı görülmüştür. Son olarak, parasal sektörün mevduat dışı fon kaynaklarını gösteren Diğer kaleminin M3 büyümesine verdiği negatif katkı, geçen yıla göre banka karlılıklarında gözlenen gerilemenin etkisiyle azalmıştır (Grafik 5.1.23).



İktisadi faaliyetteki yavaşlamanın etkisiyle mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacminin artış hızı üçüncü çeyrekte düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.24). Özellikle Euro Bölgesi kaynaklı sorunların çözüme kavuşturulamamasının iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkilerinin önümüzdeki dönemde de devam edeceği beklentisi, emisyon hacminin artış hızındaki yavaşlamanın kalıcı olabileceğine işaret etmektedir.



Türk lirasında gözlenen aşırı oynaklığı azaltmak amacıyla Ağustos ayında başlayan döviz satım ihaleleri vasıtasıyla piyasaya 20 Ekim itibarıyla 7,2 milyar ABD doları döviz likiditesi sağlanmıştır. Döviz satım ihaleleri bankalararası para piyasasındaki TL likiditesi açığını artırıcı, TL zorunlu karşılık oranlarının yüzde 20'lik kısmının yabancı para cinsinden tutulabilmesine olanak sağlanması ise TL likiditesi açığını azaltıcı yönde etki etmiştir. Bu etkiler netleştirildiğinde üçüncü çeyrekte likidite açığı bir önceki çeyreğe kıyasla artış göstermiştir (Grafik 5.1.25). Ayrıca, bu dönemde Hazine'nin TCMB nezdindeki ortalama hesap bakiyesi de artarak likidite açığının yükselmesine katkıda bulunmuştur.

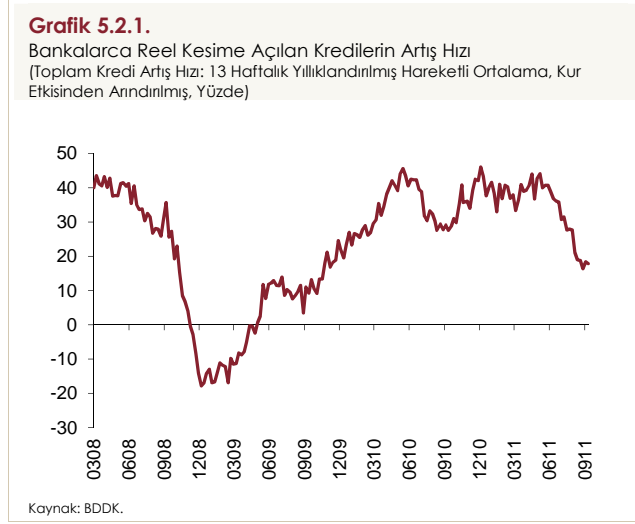


TCMB'nin döviz satım ihaleleri ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarında yaptığı indirimler döviz rezervlerini azaltıcı, Türk lirası zorunlu karşılıkların yüzde 20'lik kısmının yabancı para cinsinden tutulabilmesine olanak sağlanması ve reeskont kredilerinin kullanımının kolaylaştırılması ise döviz rezervlerini artırıcı yönde etkilemiştir.

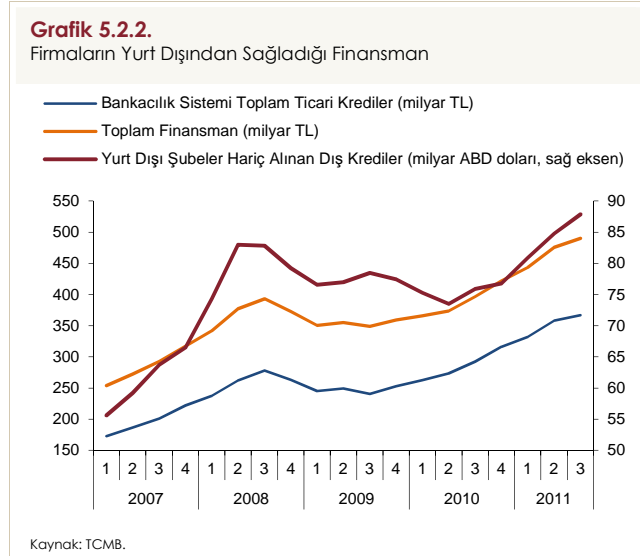
## 5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Banka kredileri 2011 yılı üçüncü çeyreğinde belirgin bir yavaşlama eğilimi sergilemiştir (Grafik 5.2.1). Hızlı kredi büyümesi, makro ve finansal istikrar açısından yaratabileceği risklerden ötürü otoritelerce yakından takip edilmektedir. Bu doğrultuda, 2010 yılı sonlarından itibaren, TCMB ve BDDK tarafından kredi büyümesini sınırlamaya yönelik çeşitli tedbirler uygulamaya konmuştur. Gerek TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarında yaptığı artışlar ve izlediği likidite politikalarının, gerekse de BDDK'nın çeşitli kredi türlerine yönelik yaptığı düzenlemelerin kredi büyümesinde üçüncü çeyrekte görülen yavaşlamada

belirleyici rol oynadığı düşünülmektedir. Bu düzenlemelerin etkisiyle, yılın ilk iki çeyreğinde yıllıklandırılmış bazda yüzde 40'ın üzerinde büyüyen bankacılık kesiminin reel sektöre açtığı kredilerde, üçüncü çeyrekteki artış oranı yüzde 18 düzeyine gerilemiştir (Grafik 5.2.1).



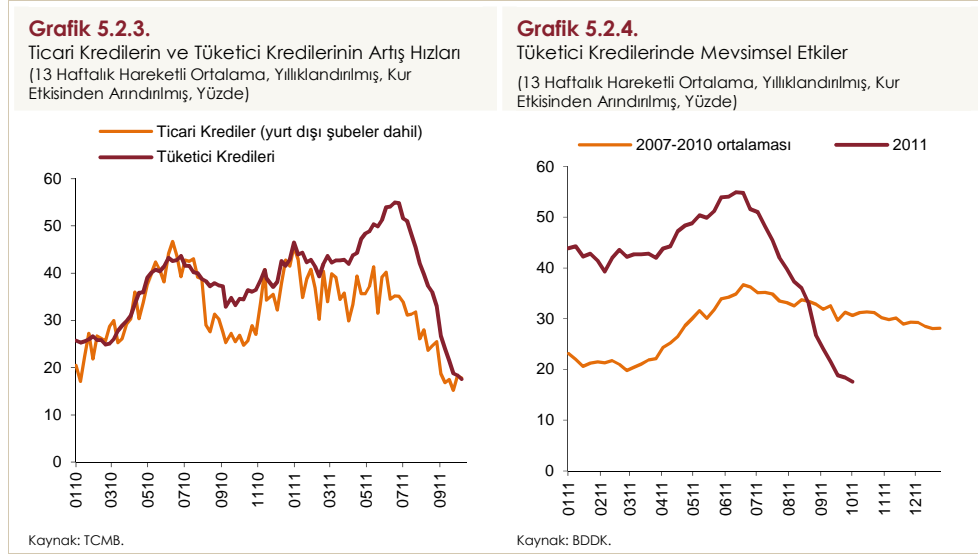
Reel kesimin yurt içi bankalardan aldığı kredilerin büyüme hızı önemli ölçüde gerilerken, yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlardan sağladığı kredilerin büyüme hızında ise Ağustos ayı itibarıyla henüz belirgin bir yavaşlama eğilimi gözlenmemektedir (Grafik 5.2.2).



Reel sektöre açılan kredilerde üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlama eğiliminde hem ticari krediler hem de tüketici kredilerindeki gelişmeler belirleyici olmuştur. Yılın ikinci ve üçüncü çeyreğine dair yıllıklandırılmış verilere bakıldığında



tüketici kredilerinin büyüme eğiliminin, yüzde 52'den yüzde 18'e, ticari kredilerin büyüme eğiliminin ise yüzde 34'ten yüzde 19'a gerilediği görülmektedir (Grafik 5.2.3). Her ne kadar bu gelişmede mevsimsel unsurların rolü olsa da geçmiş yıllarla yapılan kıyaslamalar gözlenen yavaşlamanın mevsimsel normallerden daha belirgin olduğuna işaret etmektedir (Grafik 5.2.4)

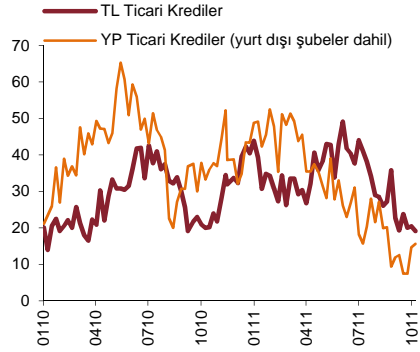


Ticari kredilerin büyüme hızındaki yavaşlama eğilimi hem TL cinsi hem de YP cinsi krediler için geçerli olmakla birlikte, YP cinsi kredilerdeki yavaşlamanın daha sert olduğu görülmektedir (Grafik 5.2.5). Ayrıca, son dönemde ticari kredilerin büyüme hızındaki yavaşlamanın geçmiş yılların aynı döneminde gözlenen eğilime kıyasla çok daha belirgin olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 5.2.6).

Büyük bir bölümü uzun vadeli olan ve ağırlıklı olarak yatırım harcamalarının finansmanı için kullanılan YP cinsi ticari kredilerdeki yavaşlamanın büyük ölçüde talep taraflı gelişmelerden etkilendiği düşünülmektedir. Nitekim, yılın ilk çeyreğinden bu yana yatırım harcamalarında kayda değer bir yavaşlama gözlenmektedir. Kredi eğilim anketi ikinci çeyrek sonuçları da yatırım finansmanına bağlı kredi talebinin, toplam kredi talebi üzerindeki etkisinin önemli ölçüde azaldığına işaret etmektedir. YP kredilerde arz tarafını etkileyebilecek en önemli etken yurt dışı kaynaklara erişimdeki gelişmelerdir. Gerek ikinci çeyrekte gerekse üçüncü çeyrekte bankaların yurt dışı kaynaklara erişimde zorluk yaşadıklarına işaret eden somut bir gösterge bulunmamaktadır.

**Grafik 5.2.5.**

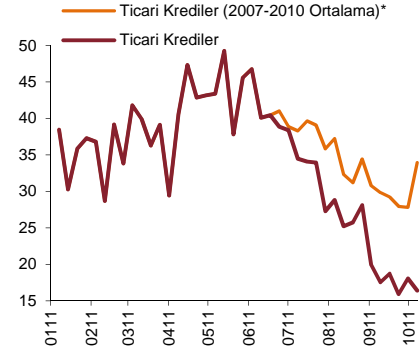
TL ve YP Ticari Kredilerin Artış Hızları  
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

**Grafik 5.2.6.**

Ticari Kredilerdeki Mevsimsel Etkiler  
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)

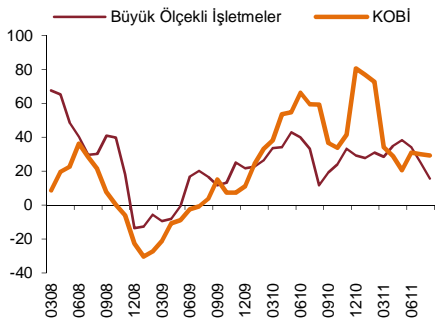


\* 2007-2010 yılları üçüncü çeyrek ortalama kredi artış hızlarındaki değişimler 2011 yılı Haziran sonu artış hızlarına eklenecek türetilmiştir.  
Kaynak: BDDK.

Ticari krediler işletme ölçeği bazında incelendiğinde, Ağustos ayı itibarıyla açıklanan veriler son dönemdeki yavaşlamanın temelde büyük ölçekli işletme kredilerinden kaynaklandığını göstermektedir (Grafik 5.2.7 ve Grafik 5.2.8). Öte yandan büyük ölçekli işletme kredilerindeki gerilemede YP cinsi kredilerin artış hızındaki düşüşün daha belirgin olduğu görülmektedir. Ticari kredilerdeki yavaşlamanın temelde KOBİ'lerden ziyade büyük ölçekli işletme kredilerinden kaynaklanması, söz konusu yavaşlamanın taleple ilişkili olabileceği görüşünü desteklemektedir.

**Grafik 5.2.7.**

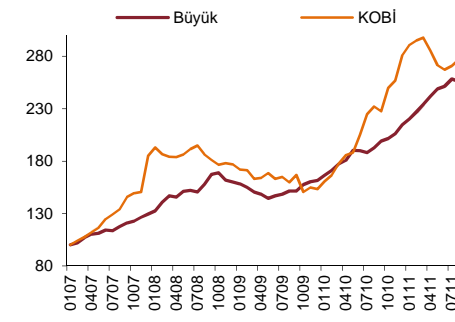
Ölçeklere Göre İşletme Kredileri Büyüme Hızları\*  
(Nom., Kurdan Arındırılmış, Yıllıklandırılmış Aylık Büyüme, 3 Aylık Hareketli Ortalama, Yüzde)



Kaynak: BDDK.

**Grafik 5.2.8.**

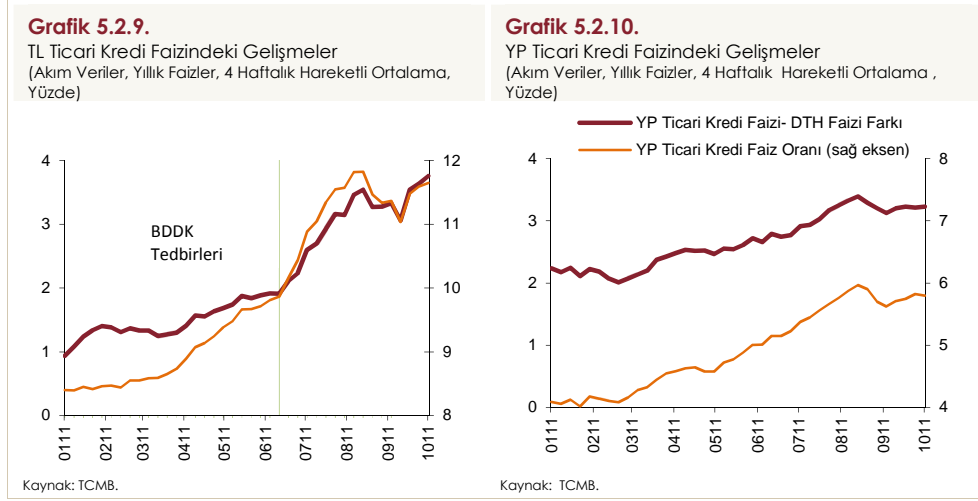
Ölçeklere Göre YP İşletme Kredileri\*  
(Nominal, Ocak 2007=100)



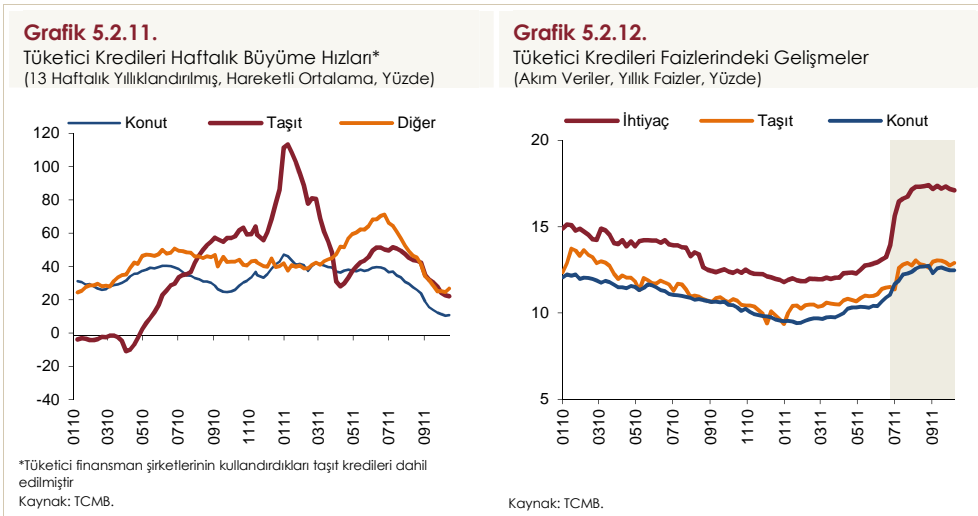
Kaynak: BDDK.

Ticari kredilerde gözlenen yavaşlamada talep yanlı faktörlerin etkileri daha belirgin olmakla birlikte, politika yapıcılarının aldığı tedbirlerin de katkısı olduğu düşünülmektedir. Kredi ve mevduat faiz oranlarında yılbaşından bu yana gözlenen artış eğilimi zorunlu karşılıklardaki kademeli artışlardan ve likidite yönetiminin sıkılaştırıcı nitelikteki duruşundan kaynaklanmaktadır (Grafik 5.2.9

ve 5.2.10). TCMB'nin politika önlemlerine ek olarak BDDK'nın kısıtlayıcı düzenlemeleri de krediler üzerinde doğrudan etkili olmaktadır.



BDDK'nın aldığı kararların tüketici kredileri üzerinde de etkili olduğu görülmektedir. Üçüncü çeyrekte, tüketici kredilerinin tüm alt kalemlerindeki büyüme önemli ölçüde hız kaybetmiştir. Özellikle, tüketici kredilerinin yarısına yakınına oluşturan ve ikinci çeyrekte oldukça yüksek oranda büyüyen diğer tüketici kredileri alt kalemindeki yavaşlama belirgin olmuştur (Grafik 5.2.11). Diğer tüketici kredilerindeki yavaşlamanın büyük ölçüde BDDK'nın Haziran ayı sonunda genel karşılık oranlarına ilişkin düzenlemelerde yaptığı değişikliklerden kaynaklandığı düşünülmektedir. Zira, diğer tüketici kredilerindeki büyüme hızının, bankaların düzenleme değişiklikleri sonucunda artan maliyetlerini kredi faizlerine yansıtılmalarının hemen ardından yavaşlama eğilimine girdiği gözlenmektedir (Grafik 5.2.11 ve Grafik 5.2.12).



BDDK tarafından yapılan düzenleme değişikliklerinin temelinde diğer tüketici kredileri alt kalemine yönelik olmasına karşın, aynı dönemde konut ve taşıt kredilerinin faizlerinde de artışlar gözlenmiş ve söz konusu kredi türlerinde de büyüme hızları yavaşlama eğilimine girmiştir (Grafik 5.2.11). Bu durumun kamu otoritelerinin duruşuna ilişkin sinyal etkisinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Yılın ilk yarısında yüksek seyreden kredi büyüme hızının yüzde 25 civarına gerilemesi için gerekli önlemlerin alınacağına ilişkin algılamaların güçlenmesiyle bankaların gerek kredilerdeki yavaşlamayı temin edecek gerekse kredilerden elde edecek karlılığı artıracak olması nedeniyle kredi faizlerini artırmayı tercih etmiş oldukları düşünülmektedir. Tüketici kredilerinde gözlenen yavaşlamada etkili olabilecek bir diğer faktör, yılın ikinci yarısında yeni önlemlerin alınacağı beklentisiyle bankacılık kesiminin kredi arzını öne almış olması ihtimalidir. Kredi arzına ilişkin koşullara en fazla duyarlı kredi türü olan diğer tüketici kredilerinin BDDK düzenlemeleri öncesinde en hızlı artan kredi türü olması, bu görüşü destekler niteliktedir (Grafik 5.2.10).

Tüketici kredilerindeki yavaşlamada arz yönlü faktörlerin etkisi belirgin olmakla birlikte söz konusu gelişmelerde talep tarafının da rol oynadığına işaret eden göstergeler bulunmaktadır. Üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyetin yavaşladığına ilişkin açıklanan veriler ve tüketici güvenindeki zayıf seyir bu bağlamda öne çıkan göstergelerdir.

Sonuç olarak, üçüncü çeyrekte yıllık kredi büyüme hızı makro ve finansal istikrar açısından arzu edilen seviyelere yakınsamıştır. Bu dönemde, ticari kredilerde talep yönlü faktörler baskın bir rol oynarken tüketici kredilerinde otoritelerin aldıkları tedbirlere bağlı olarak arz yönlü faktörlerin etkili olduğu görülmektedir. İlgili veriler alınan tedbirlerin doğrudan etkilerinin yanı sıra sinyal etkisi yoluyla da kredi arzı üzerinde belirleyici olduğuna işaret etmektedir.

Önümüzdeki dönemde küresel ekonomiden kaynaklanabilecek finansal çalkantılar ve söz konusu gelişmelerin kredi piyasaları üzerindeki olası etkileri yurt içi iktisadi faaliyeti olumsuz etkileyebilecektir. Böyle bir süreçte kredi piyasalarının iktisadi faaliyetin devamı için gereken fonları sağlayabilecek durumda olması son derece önemlidir. Son dönemde, TCMB'nin TL ve YP likiditeye yönelik olarak aldığı tedbirler, para piyasalarındaki olası dalgalanmaların kredi piyasasının işleyişi üzerindeki olası olumsuz etkilerini sınırlamayı hedeflemektedir. TCMB önümüzdeki dönemde de finansal piyasaları yakından takip ederek, kredi piyasasının işlerliğini temin için gerekli görülen önlemleri alacaktır.

Kutu  
5.1

## Enflasyon Telifisinin Para Politikası Analizlerinde Kullanılması

Enflasyon beklentilerine ilişkin doğru bilgi elde etmek tüm iktisadi birimler için daha sağlıklı ekonomik kararların alınabilmesi açısından önemlidir. Ekonomik birimlerin beklentilerinin, fiyatlama davranışlarını ve dolayısıyla enflasyon oranlarını doğrudan etkilemesi sebebiyle, para politikası aktarım mekanizması açısından enflasyon beklentilerinin sağlıklı bir şekilde ölçülmesi elzemdir. Türkiye'de uzun süredir enflasyon beklentileri, TCMB tarafından ayda iki kez düzenlenen Beklenti Anketi ile ölçülmektedir. Ancak yazında anketlerin yanı sıra, yüksek frekansta, katılımcı sayısı ankete göre daha fazla olan ve doğrudan finansal piyasa katılımcılarının enflasyon fiyatlamalarını yansıtan enflasyon telifisi de ek bir enflasyon beklentisi göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu kutuda Türkiye için finansal piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerine dair bilgi çıkarılmasını sağlayan ve bu sayede politika analizlerinde kullanabilecek bir araç olarak enflasyon telifisinin tanıtılması amaçlanmıştır.

**Enflasyon Telifisi**

Enflasyon telifisi, finansal piyasa katılımcılarının nominal tahvil ile enflasyona endekli tahvil arasında tercihlerinde kayıtsız kalmalarını sağlayan enflasyon oranı olarak tanımlanmaktadır (Gürkaynak ve diğerleri, 2010). Bu tanıma göre, tüm özellikleri ve vadeleri aynı olan nominal tahvil ile enflasyona endekli tahvilin getirileri arasındaki fark enflasyon telifisini vermektedir.

Nominal ve enflasyona endekli tahvil getirilerinin bileşenlerini aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür:

$$r_n = \bar{r} + \pi^e + \theta_r + \theta_\pi + \theta_c + \ell_n + \varepsilon_n$$

$$r_r = \bar{r} + \theta_r + \theta_c + \ell_r + \varepsilon_r$$

Burada  $r_n$  nominal tahvilin getirisini,  $r_r$  enflasyona endekli tahvilin getirisini,  $\bar{r}$  beklenen reel faiz oranını,  $\pi^e$  beklenen enflasyon oranını,  $\theta_r$  reel faiz oranı değişim riski fiyatlamasını,  $\theta_\pi$  enflasyon riski fiyatlamasını,  $\theta_c$  kredi (ödenmeme) riski fiyatlamasını,  $\ell_n$  ve  $\ell_r$  sırasıyla nominal ve enflasyona endekli tahvilin likidite primini,  $\varepsilon_n$  ve  $\varepsilon_r$  ise sırasıyla nominal ve enflasyona endekli tahvile has geçici faktörleri temsil etmektedir.

Tanımlı gereği yatırımcısını gerçekleştiren enflasyona karşı koruduğu için enflasyona endekli tahvilin, tahvil fiyatına ve dolayısıyla getirisine enflasyon beklentisi ve enflasyon riski fiyatlaması girmemektedir. Böylece, bonolara has faktörlerin küçük ve öngörülemez oldukları düşünüldüğünde, nominal ile enflasyona endekli tahvil getirilerinin farkı olarak enflasyon telafisi; enflasyon beklentisi, enflasyon belirsizliği ve likidite primi farkı bileşenlerinden oluşmaktadır.

$$ET = r_n - r_r = \pi^e + \theta_\pi + (\ell_n - \ell_r) + (\varepsilon_n - \varepsilon_r)$$

Bu kutuda enflasyon telafileri, İMKB'de işlem gören nominal ve enflasyona endekli tahvil verileri ile Duran ve diğerleri (2011a) çalışmasında uygulanan yöntem kullanılarak hesaplanmıştır.

### Enflasyon Telafisine İlişkin Vaka Analizleri

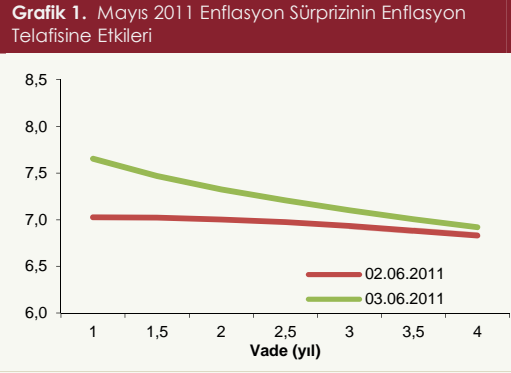
Enflasyon telafisi asıl olarak, enflasyon beklentileri, enflasyon belirsizliği ve likidite faktörlerinden etkilenmektedir. Duran ve diğerleri (2011a), bu faktörlerden likidite koşullarının enflasyon telafisinin hesaplanmasında kullanılan tahvillerin fiyatlamasına günlük frekansta kayda değer ölçüde yansımadağını göstermiştir. Bu nedenle kısa bir süre içerisinde enflasyon telafisinde gözlenen değişimler büyük ölçüde enflasyon beklentisi ve belirsizliğinin fiyatlanmasına atfedilebilmektedir. Para politikası açısından enflasyon beklentileri ve belirsizliğindeki değişimlerin her ikisinin de önemli olması nedeniyle, enflasyon telafisi kullanılarak yapılacak vaka analizlerinin bilgi değeri yüksek olacaktır. Elde edilen enflasyon telafilerindeki değişimlerin belirli vaka analizleri çerçevesinde incelenmesi, para politikası kararları ve enflasyon sürprizleri gibi gelişmelerin enflasyon beklentisi ve enflasyon belirsizliği üzerindeki etkilerinin incelenmesine de imkan tanımaktadır.<sup>1</sup> Bu durum bir örnekle daha açık bir biçimde ifade edilebilir.<sup>2,3</sup>

<sup>1</sup> Vaka analizlerinde kesin yargılara varmadan önce likidite koşullarına ve ilgili periyotta söz konusu olabilecek bazı önemli değişimlere dikkat etmekte fayda vardır. Ayrıca, her vaka analizinde, enflasyon telafisindeki değişimin ne kadarının nominal getirilerdeki değişimden, ne kadarının da reel getirilerdeki değişimden kaynaklandığının incelenmesi yerinde olacaktır.

<sup>2</sup> Vaka analizleri yorumlanırken herhangi bir vadedeki enflasyon telafisinin o vadeye kadar olan dönemin tamamına ilişkin ortalama enflasyon beklentisi ve belirsizliğini yansıttığı dikkate alınmalıdır. Bu nedenle kısa vadelerde gözlenen değişimler kısmen uzun vadelere de yansımaktadır.

<sup>3</sup> Kutuda yer alan vaka analizine ilişkin farklı örnekler için Duran ve diğerleri (2011a) ve Duran ve diğerleri (2011b) çalışmalarına bakılabilir. Bu kutuda gösterilen enflasyon telafisi davranışları geneli yansıtmaktadır.

Örneğin, yüzde 2,42 düzeyinde gerçekleşen 2011 yılı Mayıs ayına ilişkin aylık enflasyon oranı piyasalar tarafından yukarı yönlü bir sürpriz olarak nitelendirilmiştir. Bu sürpriz özellikle gıda fiyatlarındaki hızlı artışlardan kaynaklanmıştır. Grafik 1'de görülen kırmızı çizgi enflasyon verisinin açıklanmasından önceki son günün kapanış verileriyle hesaplanan enflasyon telafisini, yeşil çizgi ise enflasyon verisinin açıklandığı günün enflasyon telafisini göstermektedir.<sup>4</sup> Mayıs ayındaki yukarı yönlü enflasyon sürprizinin etkisiyle enflasyon telafisi tüm vadelerde yükselmiştir. Bu yükselişin kısa vadelerde daha belirgin olması, enflasyondaki söz konusu yükselişin piyasa katılımcıları tarafından geçici olarak algılandığına işaret etmektedir. Öte yandan, enflasyon telafisindeki değişimin ne ölçüde enflasyon beklentilerinden kaynaklanıp ne ölçüde enflasyon belirsizliğinden kaynaklandığını ayırtmak için enflasyon telafisi verisi tek başına yeterli değildir. Ancak hem enflasyon hem de enflasyon risk primi fiyatlamaları enflasyon dağılımı beklentilerine dayandıkları için enflasyonu hedefleyen bir merkez bankası için enflasyon telafisindeki değişimler bilgi içermektedir.



Sonuç olarak, nominal ve enflasyona endeksli tahvil getirilerinin farkı olarak ifade edilen enflasyon telafilerinden finansal piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerine ilişkin bilgi elde edilmesinin mümkün olduğu düşünülmektedir. Bu yönüyle enflasyon telafisi, beklenti anketlerine alternatif piyasa temelli bir göstergedir. Ancak enflasyon telafisinden enflasyon beklentileri elde edilirken enflasyon belirsizliği ve likidite koşulları gibi etkenlere de dikkat edilmesi gerekmektedir. Bu hususlar dikkate alındığında enflasyon telafisi kullanılarak Türkiye için finansal piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerine dair daha doğru ve yüksek frekansta bilgi çıkarılmasını sağlayan bir araç, para politikası kararları alınırken yararlanılan veri setine dahil edilmiş olacaktır. Bu yaklaşımın en önemli avantajlarından birisi, getiri verilerinin yüksek frekansta mevcut olması nedeniyle para politikasının etkinliğine veya enflasyon sürprizlerine yönelik vaka analizlerinin yapılmasına imkan tanınmasıdır.

<sup>4</sup> Enflasyon verileri TÜİK tarafından takip eden ayın 3. gününde sabah saat 10.00 itibarıyla açıklanmaktadır. Bu nedenle enflasyon verisinin açıklanmasının etkisi aynı günün kapanış verilerine yansımaktadır.

### **Kaynakça**

Duran, M., Gülşen, E. ve Gürkaynak, R. (2011). "Türkiye İçin Getiri Eğrileri Kullanılarak Enflasyon Telifisi Tahmin Edilmesi", *TCMB Çalışma Tebliği* (yayımlanma aşamasında).

Duran, M., Gülşen, E. ve Gürkaynak, R. (2011). "Türkiye'de Endeksli Bonolar Kullanılarak Enflasyon Telifisi Ölçülmesi", *TCMB Ekonomi Notları* No. 11/15.

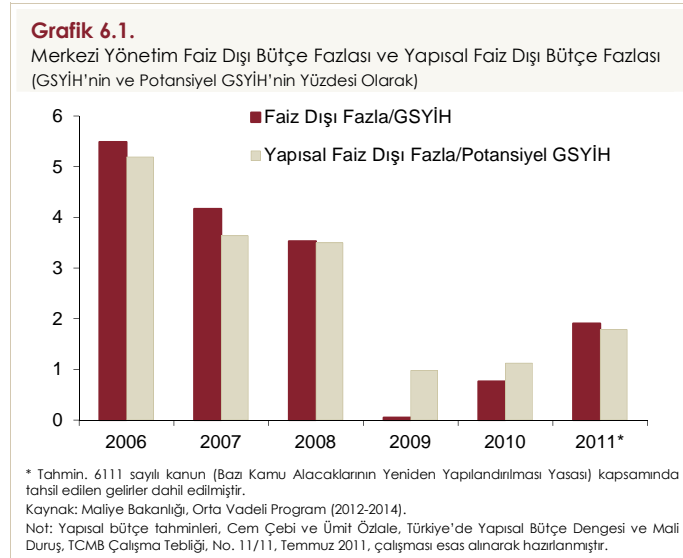
Gürkaynak, R., Sack, B. ve Wright, J. H. (2010). "The TIPS Yield Curve and Inflation Compensation," *American Economic Journal: Macroeconomics* 2(1), Ocak 2010, 70-92.



## 6. Kamu Maliyesi

Yılın üçüncü çeyreğinde kamu maliyesi dengelerindeki olumlu görünüm sürmüştür. Yılın ilk üç çeyreğinde vergi gelirlerinde gözlenen artış ve faiz ödemelerinde yaşanan gerileme bütçe performansındaki iyileşmenin temel kaynağını oluşturmuştur. Bunun yanı sıra, 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 olması beklenen ek bütçe geliri ve faiz dışı harcamaların artış hızının görece yavaşlaması da kamu maliyesi dengelerine olumlu katkıda bulunmuştur.

2012-2014 dönemini kapsayan OVP Ekim ayında kamuoyuna açıklanmıştır. Buna göre 2011 yılında merkezi yönetim faiz dışı fazlasının GSYİH'ye oranının 2010 yılına göre 1,1 puan artacağı tahmin edilmektedir. Öte yandan, konjonktürel etkilerden arındırılmış olarak hesaplanan yapısal faiz dışı fazlasının potansiyel GSYİH'ye oranının da bir önceki yıla göre 0,7 puan yükseleceği öngörülmektedir (Grafik 6.1). Diğer bir ifadeyle, OVP çerçevesindeki öngörülerin gerçekleşmesi halinde 2011 yılında maliye politikası sıkılaştırılmış olacaktır.



Özel tüketim talebindeki canlılığa bağlı olarak, ithalde alınan katma değer vergisi başta olmak üzere, dolaylı vergilerde gözlenen artışların ve kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması yasası çerçevesinde tahsil edilen gelirin bütçe performansında ortaya çıkan olumlu gelişmenin temel belirleyicisi olması, kamu mali dengelerindeki iyileşmenin büyük ölçüde devresel etkilerden ve yasal

düzenlemelerden kaynaklandığına işaret etmektedir. Nitekim, GSYİH'nin yaklaşık yüzde 1'i tutarı olarak tahmin edilen vergi ve sosyal güvenlik prim affı geliri dışlandığında, 2011 yılında faiz dışı fazlanın GSYİH'ye oranının 2010 yılına göre değişmediği, yapısal faiz dışı fazlanın potansiyel GSYİH'ye oranının ise gerilediği gözlenmektedir.

Kamu maliyesine ilişkin olarak OVP'de sunulan çerçeve, ekonominin güçlü bir biçimde toparlanmasının da katkısıyla 2011 yılında ortaya çıkan iyileşmenin, önümüzdeki dönemde de devam edeceğine işaret etmektedir. OVP'ye göre, faiz dışı bütçe harcamalarının 2012 yılından itibaren kademeli olarak azaltılması öngörülmektedir. Bunun yanı sıra, yasal ve idari düzenlemelerle artırılmasıyla birlikte vergi gelirlerinin ve toplam kamu faiz dışı fazlasının da aşamalı olarak yükseltilmesi amaçlanmaktadır. Toplam kamu finansman gereğindeki azalmaya bağlı olarak kamu borcunun GSYİH'ye oranının da orta vadede belirgin bir düşüş eğiliminde olacağı öngörülmektedir (Tablo 6.1).

**Tablo 6.1.**

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

	2009	2010	2011*	2012**	2013**	2014**
Bütçe Gelirleri	22,5	23,0	22,7	23,1	22,9	22,5
Bütçe Giderleri	28,0	26,6	24,4	24,6	24,2	23,6
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-5,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,0</b>
Bütçe Gelirleri (Program Tanımlı)	21,0	21,8	22,0	22,1	22,0	21,8
Faiz Dışı Harcamalar (Program Tanımlı)	22,5	22,2	21,1	21,1	20,9	20,4
<b>Faiz Dışı Denge (Program Tanımlı)</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>
<b>Toplam Kamu Faiz Dışı Dengesi (Program Tanımlı)</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,2***</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>
<b>AB Tanımlı Nominal Borç Stoku</b>	<b>46,1</b>	<b>42,2</b>	<b>39,8</b>	<b>37,0</b>	<b>35,0</b>	<b>32,0</b>

\* Tahmin.

\*\* Hedef.

\*\*\* Gerçekleşme tahmini.

Kaynak: Orta Vadeli Program (2012-2014).

OVP hedefleri önümüzdeki dönemde maliye politikasında sınırlı bir sıkılaşıma işaret etmektedir. Bu bağlamda, Rapor'un son bölümünde yer alan orta vadeli tahminler oluşturulurken, gerek konjonktürel etkilerle gerekse vergi barışı ve benzeri yasal düzenlemelerle ortaya çıkabilecek ek gelir artışlarının harcamaya dönüştürülmeden kamu borcunun azaltılmasında kullanılacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Bu çerçevede, enflasyon üzerinde kamu kesimi kaynaklı bir baskı öngörülmemekle birlikte, mali disiplinin kalıcılığının sağlanabilmesi ve Türkiye'nin diğer yükselen piyasa ekonomilerinden olumlu yönde ayrışmaya devam edebilmesi açısından, mali çerçevenin OVP'de öngörülen kurumsal ve yapısal iyileştirmelerle güçlendirilmesinin kritik önemini koruduğu vurgulanmalıdır.

## 6.1. Bütçe Gelişmeleri

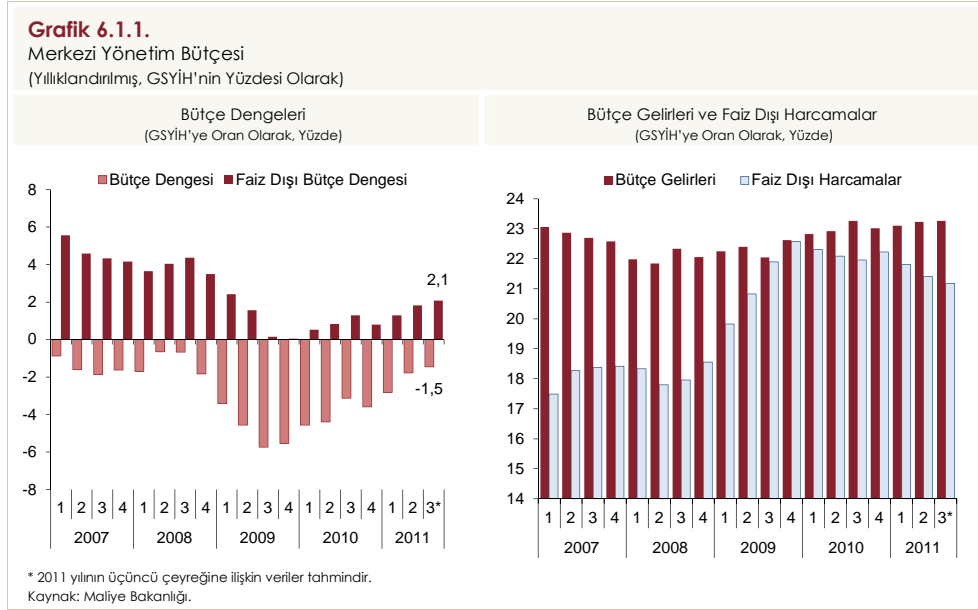
Merkezi yönetim bütçesi 2011 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla 0,2 milyar Türk lirası, faiz dışı denge ise 35 milyar Türk lirası fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). 2011 yılının ilk üç çeyreğinde bütçe performansında geçen yılın aynı dönemine göre gözlenen iyileşmede ekonomik canlanmaya paralel olarak artan vergi gelirleri ve faiz giderlerindeki azalmanın yanı sıra kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması yasası kapsamında Eylül ayı itibarıyla tahsil edilen yaklaşık 11,4 milyar Türk lirası tutarındaki gelir belirleyici olmuştur. Buna ilaveten, faiz dışı harcamalardaki artış hızının görece yavaşlaması da bütçe açığındaki düşüşe olumlu yönde katkıda bulunmuştur.

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

	Ocak-Eylül 2010	Ocak-Eylül 2011	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme / Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	208,8	220,9	5,8	70,7
Faiz Giderleri	39,3	34,8	-11,5	73,2
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	169,5	186,1	9,8	70,2
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	187,5	221,1	17,9	79,2
I. Vergi Gelirleri	153,8	188,4	22,5	81,1
II. Vergi Dışı Gelirler	27,9	25,8	-7,5	65,4
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-21,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>18,0</b>	<b>35,0</b>	<b>94,5</b>	<b>250,8</b>

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2010 yılının son çeyreğinde faiz dışı harcamalarda gözlenen hızlı artış sonucunda bir miktar bozulan merkezi yönetim bütçe dengesi ve faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranları, bütçe performansında 2011 yılının ilk üç çeyreği itibarıyla ortaya çıkan olumlu gelişmelerin etkisiyle iyileşme eğilimine girmiştir (Grafik 6.1.1). Merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının, 2011 yılının ilk üç çeyreği itibarıyla vergi gelirlerindeki yüksek performansa ve kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması yasası kapsamında elde edilen gelire bağlı olarak 2010 yılının sonuna göre sınırlı bir artış eğilimi sergilediği, merkezi yönetim faiz dışı harcamalarının GSYİH'ye oranının ise, 2011 yılının ilk üç çeyreğinde 2010 yılının sonuna göre azalma eğiliminde olduğu gözlenmektedir (Grafik 6.1.1).



Merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderleri 2011 yılının üçüncü çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 9,8 oranında artış göstermiştir. Faiz dışı harcamalarda görülen artışın sınırlı düzeyde kalmasında faiz dışı harcamalar içinde en önemli paya sahip olan cari transferlerde meydana gelen yüzde 4,1 oranındaki düşük sayılabilecek artışın etkili olduğu gözlenmektedir. Diğer yandan, faiz dışı harcamalar içindeki bir diğer ana harcama unsuru olan personel giderleri yüzde 17 oranında artmıştır. Sermaye giderlerinde gözlenen yüzde 18,9 düzeyindeki artış ise, 2011 yılının ilk üç çeyreğinde kamu yatırımlarının GSYİH büyümesine olumlu yönde katkı yaptığını işaret etmektedir (Tablo 6.1.2).

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

	Ocak-Eylül 2010	Ocak-Eylül 2011	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Faiz Hariç Bütçe Giderleri</b>	<b>169,5</b>	<b>186,1</b>	<b>9,8</b>	<b>70,2</b>
1. Personel Giderleri	47,4	55,5	17,0	76,7
2. SGK Devlet Primi Giderleri	8,0	9,4	17,8	74,1
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	17,0	20,5	21,2	68,4
a) Savunma-Güvenlik	5,6	6,0	7,4	59,7
b) Sağlık Giderleri	3,8	4,0	4,1	80,3
4. Cari Transferler	77,7	80,0	3,0	69,1
a) Görev Zararları	2,7	1,2	-53,8	24,6
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	43,1	39,9	-7,4	64,0
c) Tanımsal Destekleme Ödemeleri	5,0	5,7	15,8	95,6
d) Gelirden Ayrılan Paylar	19,8	22,8	15,0	79,6
5. Sermaye Giderleri	12,2	14,5	18,9	67,0
6. Sermaye Transferleri	2,8	2,7	-6,2	62,0

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

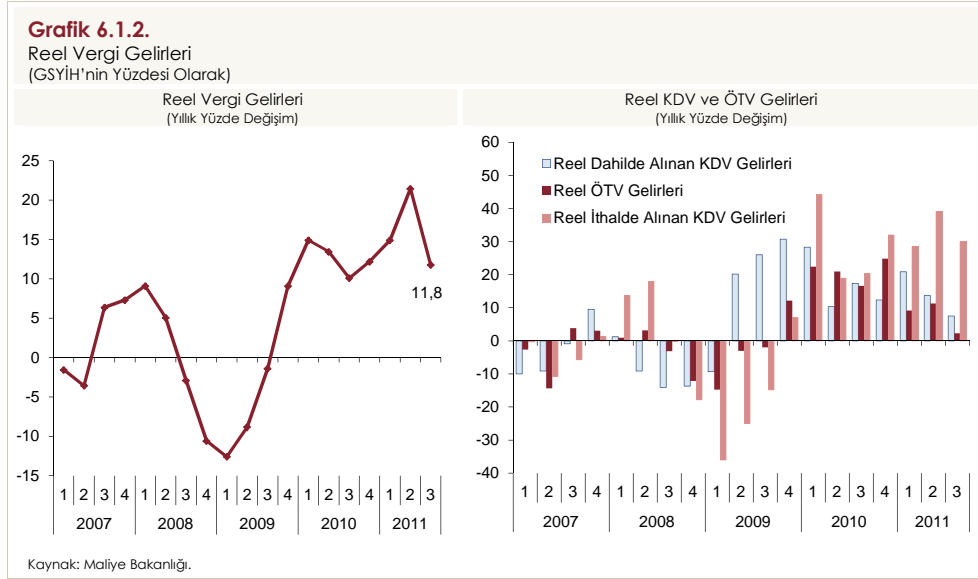
Merkezi yönetim genel bütçe gelirleri 2011 yılının ilk üç çeyreği itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 17,9 oranında artmıştır. Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüzde 22,5 oranında yükselirken, vergi dışı gelirler ise sermaye gelirlerindeki artışa karşın, teşebbüs ve mülkiyet gelirleri ile faizler, paylar ve cezalardaki gerilemeye bağlı olarak yüzde 7,5 oranında azalmıştır (Tablo 6.1.3). Yılın ilk yarısında tüketim talebindeki canlılığa bağlı olarak başta ithalde alınan katma değer vergisi olmak üzere tüketime dayalı vergilerde yüksek artışlar gözlenmiştir. Buna ilaveten, Şubat, Mayıs ve Ağustos aylarında kurumlar geçici vergisi 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 artış hızındaki yavaşlamalar etkili olmuştur.

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

	Ocak-Eylül 2010	Ocak-Eylül 2011	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>181,7</b>	<b>214,2</b>	<b>17,9</b>	<b>78,8</b>
<b>I-Vergi Gelirleri</b>	<b>153,8</b>	<b>188,4</b>	<b>22,5</b>	<b>81,1</b>
Gelir Vergisi	29,9	35,8	19,7	75,6
Kurumlar Vergisi	15,0	19,7	31,8	85,1
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	19,5	23,4	20,0	87,2
Özel Tüketim Vergisi	41,3	46,7	13,3	76,4
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	25,5	35,8	40,2	87,2
<b>II-Vergi Dışı Gelirler</b>	<b>27,9</b>	<b>25,8</b>	<b>-7,5</b>	<b>65,4</b>
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	8,3	7,5	-9,5	102,4
Faizler, Paylar ve Cezalar	15,8	14,7	-6,6	71,2
Sermaye Gelirleri	2,3	2,4	3,2	23,7

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

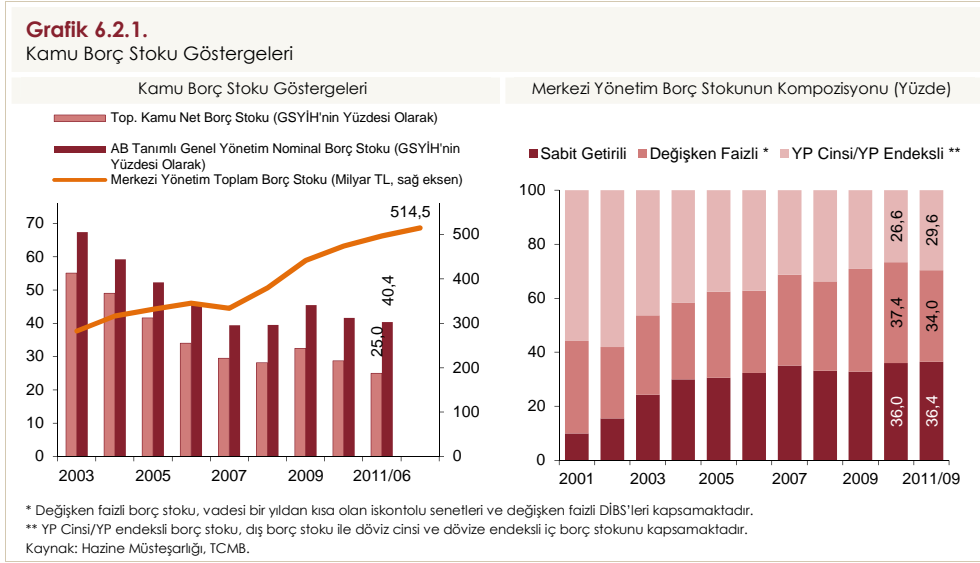
Özel tüketim talebindeki canlanmayla birlikte 2009 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren artış eğilimine giren reel vergi gelirlerinin yıllık artış oranı, 2010 yılının ikinci ve üçüncü çeyreklerinde baz etkisinin zayıflamasıyla birlikte bir miktar yavaşlamıştır. 2010 yılının son çeyreğinden itibaren tekrar belirgin bir yükselme eğilimine giren reel vergi gelirleri, 2011 yılının üçüncü çeyreğinde daha çok ithalde alınan KDV ve ÖTV'deki reel artış oranlarının hız kaybetmesine bağlı olarak belirgin bir şekilde yavaşlamış ve geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 11,8 oranında artmıştır (Grafik 6.1.2). Vergi gelirleri içinde önemli bir paya sahip olan ÖTV'deki reel artış oranı önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 2,3 olurken, ithalde alınan KDV tahsilatı reel olarak yüzde 29,9 oranında yükselmiştir. Dahilde alınan KDV'deki reel artış oranı ise yine aynı dönemde yüzde 7,5 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.1.2).



## 6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

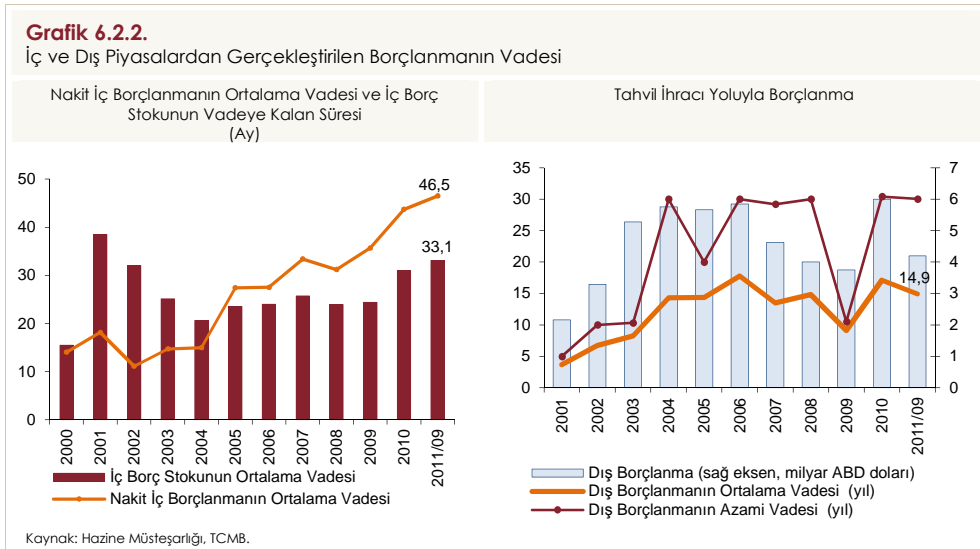
2010 yılında uygulanan basiretli para politikası ile uyumlu maliye ve borç yönetimi politikaları ve 2009 yılının son çeyreğinden itibaren iktisadi faaliyetin öngörülenden daha hızlı toparlanması, kamu maliyesi dengelerini ve dolayısıyla kamu borç stoku göstergelerini iyileştirici yönde etkilemiştir. 2010 yılında kamu borç oranları azalmış, borçlanmanın reel maliyeti önemli oranda düşmüştür, 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 dokuz ayı itibarıyla devam ettiği gözlenmektedir.

2011 yılı Eylül ayı itibarıyla, merkezi yönetim borç stoku, 2010 yılı sonuna göre yüzde 8,6 oranında artarak 514,5 milyar Türk lirası olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.1). Net iç borç değişiminin etkisi 13 milyar Türk lirası artırıcı yönde olurken, net dış borç değişiminin etkisi ise 1,6 milyar Türk lirası azaltıcı yöndedir. Diğer yandan, ABD dolarının euro karşısında değer kaybetmesi ve Türk lirası karşısında değer kazanması nedeniyle, parite ve kur değişimlerinin etkisi sırasıyla 5,0 ve 24,8 milyar Türk lirası artırıcı yönde olmuştur.



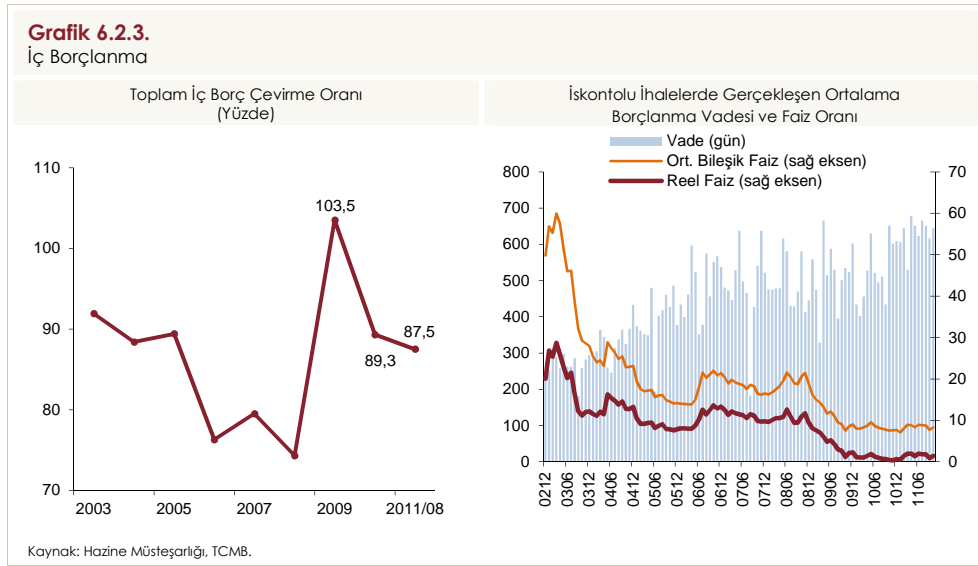
İktisadi faaliyetlerdeki canlanma eğiliminin ve bütçe performansındaki iyileşmenin sürmesiyle, borç oranları 2011 yılının ilk yarısında olumlu bir görünüm sergilemiştir. Toplam kamu net borç stokunun ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranları, 2010 yılı sonuna göre sırasıyla 3,8 ve 1,2 puan azalarak, yüzde 25,0 ve 40,4'e gerilemiştir (Grafik 6.2.1).

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



Likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan stratejinin, 2011 yılında da devam ettiği gözlenmektedir. Kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı, Eylül ayı itibarıyla yüzde 258,3 düzeyindedir. Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesinin 2010 yılı ortalamasına göre artmasıyla birlikte, toplam iç borç stokunun vadeye kalan süresi 2011 yılı Eylül ayı itibarıyla 33,1 aya çıkmıştır (Grafik 6.2.2). Öte yandan, 2011 yılının ilk dokuz ayında tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen uzun vadeli dış borçlanmanın tutarı 4,2 milyar ABD doları olup, söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 2010 yılına göre bir miktar azalarak 14,9 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, son aylarda bir miktar artmakla birlikte, halen düşük seviyelerde olduğu görülmektedir (Grafik 6.2.3). İç borçlanmanın ortalama vadesindeki artış ve maliyetinin düşük olması, kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin olumlu görünümü kuvvetlendirmektedir.



İç borç çevirme oranı 2011 yılının ilk sekiz ayı itibarıyla yüzde 87,5 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.3). Ancak Hazine Müsteşarlığının Ekim-Aralık 2011 dönemi için açıklamış olduğu iç borçlanma stratejisine göre, bu oranın 2011 yılı sonunda yüzde 86,1'e gerileyeceği öngörülmektedir.



## 7. Orta Vadeli Öngörüler

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

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

2011 yılının ikinci çeyreğine ilişkin olarak açıklanan GSYİH verileri, Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümde daha olumlu gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde yurt içi talep beklenenden daha sınırlı bir yavaşlama kaydetmiş ve büyümenin temel belirleyicisi olmuştur. Bunun yanında, dış talep zayıf seyrini korumuştur. Mevsimsellikten arındırılmış verilere bakıldığında ihracat yatay bir seyir izlerken ithalat bir önceki çeyreğe göre gerilemiştir. Böylece, yılın ikinci çeyreğinde net ihracatın katkısı dönemlik bazda pozitif olmuştur.

2011 yılının üçüncü çeyreğinde Türk lirasında yaşanan değer kaybı enflasyona etki eden başlıca unsur olmuştur. Bunun yanında, altın fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artışlar da tüketici enflasyonunu yükseltici etki yapmıştır. Döviz kurlarında yaşanan gelişmeler özellikle temel mal fiyatları üzerinde etkili olmuş, hizmet fiyatları ise ılımlı seyrini korumuştur. Öte yandan gıda grubu enflasyonunda baz etkisiyle belirgin bir azalış gözlenmiştir. Sonuç olarak, enflasyon yataya yakın bir seyir izlemiştir.

2011 yılının üçüncü çeyreğinde ithal girdi maliyetleri artmaya devam etmiştir. Bu dönemde, uluslararası piyasalarda petrol fiyatlarında bir önceki çeyreğe göre gözlenen gerilemeye karşın Türk lirasının değer kaybetmesi yurt içi akaryakıt, katı yakıt ve tüp gaz fiyatlarında artışa yol açmıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde söz konusu etkilerin temel mal fiyatları üzerine yansımaları da devam etmiştir. Temel mal fiyatlarındaki gelişmelere paralel olarak, söz konusu dönemde, H ve I temel fiyat göstergelerinin yıllık artış oranındaki yukarı yönlü eğilim sürmüştür (Grafik 3.1.15). TCMB bünyesinde takip edilen alternatif temel enflasyon göstergelerinde de bir önceki çeyreğe kıyasla daha yüksek bir ana eğilim görülmektedir (Grafik 3.1.18).

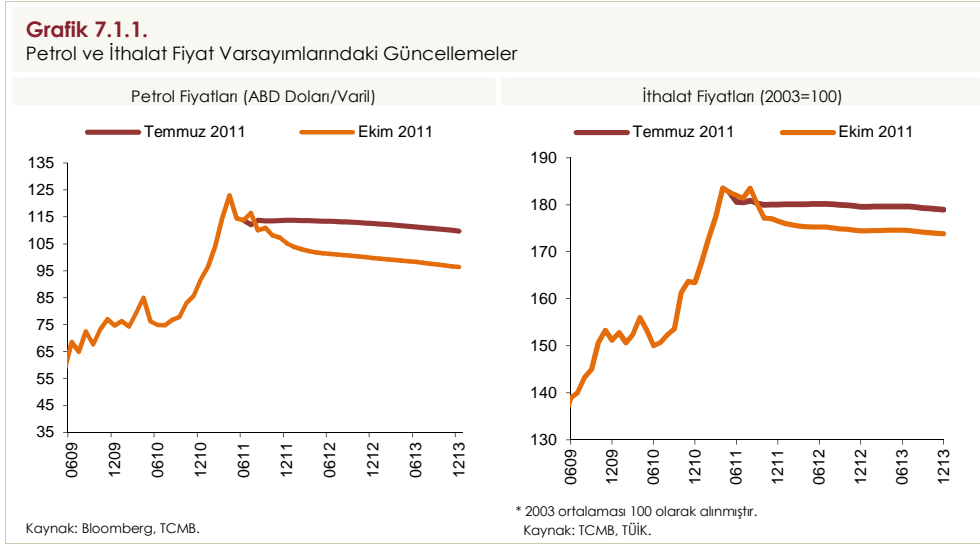
**Tablo 7.1.1.**  
Varsayımlardaki Güncellemeler

		Temmuz 2011	Ekim 2011
Çıktı Açığı	2011 Ç2	-1,1	-0,4
	2011 Ç3	-0,8	-0,7
	2012 Ortalama	-0,01	-1,08
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl sonu Yüzde Değişim)	2011-2013	7,5	7,5
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2011	15,4	15,2
	2012	0,6	-1,9
Petrol Fiyatları (Yıllık Ortalama, ABD doları)	2011	115	110
	2012	115	100
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2011	2,51	2,45
	2012	2,88	2,26

Temmuz Enflasyon Raporu'nda 2011 ve sonrası için vadeli piyasalarda oluşan emtia fiyatları referans alınarak petrol varil fiyatının 115 ABD doları olacağı varsayılmıştı. Yılın üçüncü çeyreğinde ham petrol fiyatlarının daha düşük bir seviyede seyrettiği göz önüne alınarak ham petrol varil fiyatı varsayımı 2011 yılı için 110 ABD doları olarak güncellenmiştir. Temmuz Enflasyon Raporu'nda ithalat fiyatlarının 2011 yılında bir önceki yıla göre ortalama yüzde 15,4 oranında artacağı öngörülmüştü. Vadeli fiyatlar baz alınarak yapılan güncel projeksiyonlarda, 2011 yılında ithalat fiyatlarının ortalama yüzde 15,2 oranında artacağı varsayılmıştır (Grafik 7.1.1). Gıda enflasyonu varsayımımız ise 2011 ve sonrasına ilişkin yüzde 7,5 düzeyinde korunmuştur (Tablo 7.1.1).

Temmuz Enflasyon Raporu'nda tütün ürünleri fiyatlarının enflasyon hedefi ile uyumlu olarak yüzde 5,5 oranında artacağı ve enflasyona katkısının 0,3 puan civarında olacağı varsayılmıştı. Ancak, tütün ürünleri zammının varsayılanın oldukça üzerinde gerçekleşmesi nedeniyle enflasyonu yaklaşık 0,9 puanlık yukarı yönlü etkileyeceği tahmin edilmektedir. Bu gelişme kısa dönemli enflasyon tahminlerine 0,6 puan yukarı yönlü etkide bulunmuştur (Tablo 1.3.1).

Daha önceki raporlarda doğalgaz ve elektrik fiyatlarında 2011 yılının ikinci yarısında artış görülebileceği belirtilmişti. Nitekim, 1 Ekim 2011 tarihinden itibaren doğalgaz ve elektrik tarifelerinde artışa gidilmiştir. Bu bağlamda, enerji grubu enflasyonunun Ekim ayında büyük oranda artış kaydedeceği ve bu artışın yıllık enflasyona yaklaşık 0,5 puan katkı yapacağı öngörülmektedir. Ancak, bu artış otomatik fiyatlama mekanizması dahilinde enflasyon tahminlerine daha önceden büyük ölçüde yansıtılmış olduğu için yıl sonu enflasyon tahminleri üzerinde önemli bir değişikliğe neden olmamıştır.

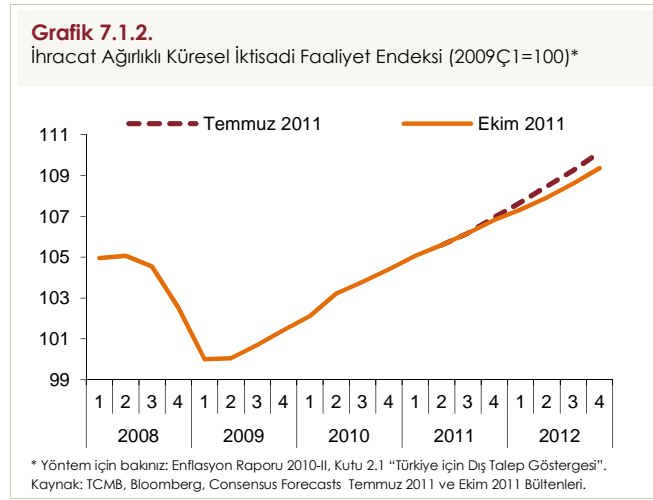


Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan veriler nihai yurt içi talepte ikinci çeyrekte başlayan yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir. Tüketim malları üretimi yatay bir seyir izlerken tüketim malları ithalatı gerilemiştir. Ayrıca, tüketici güven endeksi gelişmeleri de yılın üçüncü çeyreğinde yavaşlamaya işaret etmektedir.

Öncü göstergeler üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlamanın kalıcı bir eğilime dönüşmeyeceğine ve iktisadi faaliyetin ılımlı bir büyüme sürecine gireceğine işaret etmektedir. Gerek İYA sipariş göstergeleri gerekse PMI sipariş ve üretim göstergeleri önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyette ek bir daralma olmaksızın ılımlı artış eğiliminin devam edeceğine dair sinyaller içermektedir. İktisadi faaliyete ilişkin seçilmiş öncü göstergeler toplulaştırılarak oluşturulan endeksler de üçüncü çeyrekteki daralmanın kalıcı olmayacağına işaret etmektedir (Grafik 4.1.10).

2011 yılının ikinci çeyreğine ilişkin olarak açıklanan dış talep gelişmeleri, Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümünden daha olumsuz gerçekleşmiştir. ABD ekonomisine ilişkin öncü göstergeler, 2011 yılı ikinci çeyreğinde gözlenen ılımlı büyüme eğiliminin üçüncü çeyrekte de devam ettiğine işaret etmektedir. Buna karşın, yılın üçüncü çeyreğinde Euro Bölgesi ülkelerinde kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler daha da yoğunlaşmış ve söz konusu sorunların bankacılık sektörüne de yansımaları güven kaybına yol açmıştır. Euro Bölgesine ilişkin öncü göstergeler, yılın ikinci çeyreğinde büyümede gözlenen yavaşlama eğiliminin üçüncü çeyrekte belirginleşeceğine işaret etmektedir. Söz konusu durum, küresel risk iştahının

gerilemesine neden olmuş ve görece kısıtlı olmakla beraber, gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde olumsuz etkiler gözlenmeye başlamıştır. Dolayısıyla, son üç aylık dönemde, özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak, küresel iktisadi faaliyetin büyüme hızı önemli ölçüde yavaşlamış ve 2011-2012 yıllarına ilişkin küresel büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu doğrultuda, Türkiye için ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksine ilişkin projeksiyonlarda aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır. Dolayısıyla, baz senaryo tahminleri üretilirken dış talebin bir önceki rapor dönemine göre daha yavaş toparlanacağı öngörüsü çerçevesinde, dış talep görünümü aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.2).



Özetle, yılın ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetin beklenenden daha olumlu gerçekleşmesi nedeniyle, çıktı açığı kısa vadede yukarı yönlü, sonraki dönemler için ise aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu güncelleme 2011 yılsonu enflasyon tahmininde kayda değer bir değişikliğe yol açmazken, 2012 yılsonu tahmini üzerinde 0,2 puan aşağı yönlü etkide bulunmuştur.

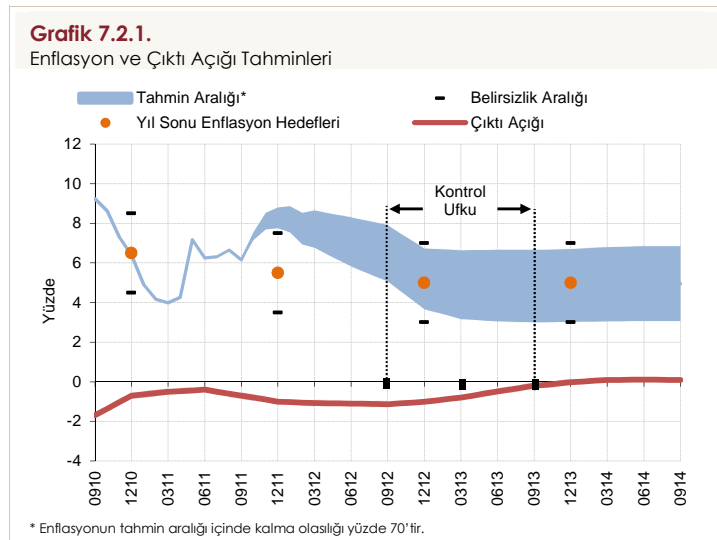
TCMB enflasyon hedeflemesi dahilinde orta vadeli enflasyon öngörülerini oluştururken yalnızca politika faiz oranlarını değil, aynı zamanda zorunlu karşılık oranlarını ve likidite yönetimi araçlarını da içeren bir politika bileşimini kullanmaktadır. Bu süreçte politika bileşiminin parasal ve finansal koşullar üzerindeki etkisi temelde krediler aracılığıyla gözlenmektedir. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri sunulurken kredi büyümesine ilişkin de belirli varsayımlar yapılmaktadır. Bu bağlamda, gerek TCMB'nin almış olduğu kararlar gerekse BDDK'nın çeşitli kredi türlerine yönelik yaptığı düzenlemeler, kredi büyümesinde yılın üçüncü çeyreğinde gözlenen yavaşlamada belirleyici olmuştur. Dolayısıyla, üçüncü çeyrekte yıllık kredi büyüme hızı makro ve finansal istikrar açısından arzu edilen seviyelere yakınsamıştır. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler üretilirken,

gerek süregelen para ve maliye politikalarının sıkılaştırıcı etkileriyle, gerekse BDDK'nın tüketici kredilerine ilişkin almış olduğu tedbirlerin yansımalarıyla, döviz kuru etkisinden arındırılmış olarak yıllık kredi artış hızının öngörüldüğü gibi yıl sonunda yüzde 25 seviyesine yaklaşacağı varsayılmıştır.

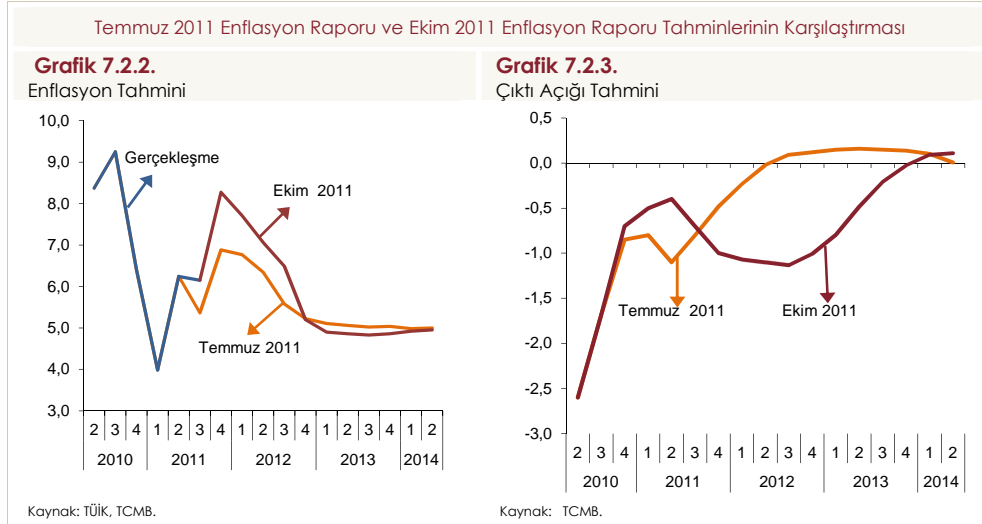
Son olarak, kamu maliyesinin görünümü için 2011 yılı Ekim ayında güncellenen OVP projeksiyonları temel alınmıştır. Bu doğrultuda, kamu harcamalarının iç talebe yaptığı katkının tedrici olarak azalacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Diğer bir ifadeyle, kamu kesiminin toplam talep üzerinde enflasyonist bir baskı yapmayacağı öngörülmektedir. Bunun yanında, tahminler üretilirken, risk priminde de önemli bir değişim olmayacağı varsayımı korunmuştur. Ayrıca, tahminler yapılırken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

## 7.2. Orta Vadeli Görünüm

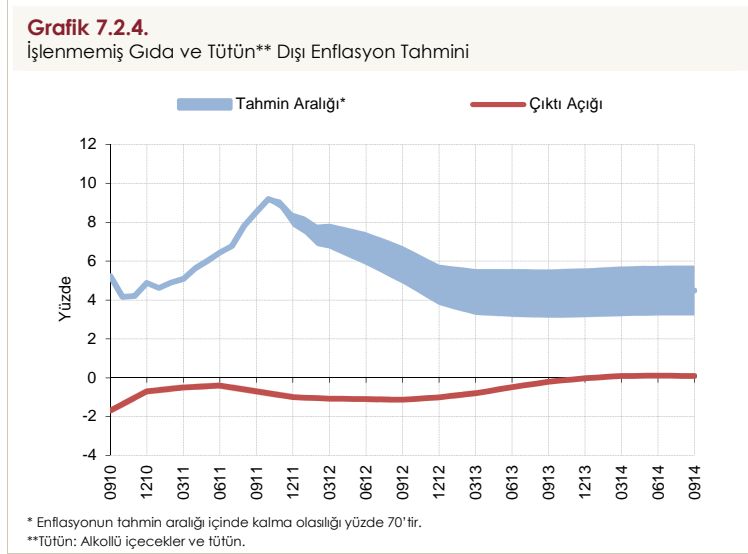
Bir önceki bölümde yer alan varsayım ve öngörüler doğrultusunda güncellenen tahminlere göre, tüketici kredilerinin yıllık büyüme hızının kademeli olarak yavaşlamaya devam ettiği ve Ekim ayında alınan politika tedbirleri çerçevesinde yılın son çeyreğinde parasal koşullarda belirgin bir sıkılaştırma yapıldığı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 7,8 ile yüzde 8,8 aralığında (orta noktası yüzde 8,3), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,7 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).



Özetle, 2011 yılsonu tahmini Temmuz Enflasyon Raporu'na kıyasla belirgin olarak yukarı çekilirken (Grafik 7.2.2), bu güncelleme temelde döviz kuru ile yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki vergi ayarlamasından kaynaklanmıştır (Tablo 1.3.1). Söz konusu etkilerin, kalıcı bir enflasyon artışından ziyade enflasyonu geçici süre etkileyecek bir görece fiyat hareketini yansıttığı vurgulanmalıdır. Zira, TCMB'nin son dönemde verdiği güçlü politika tepkisi dahilinde yılın son çeyreği için varsayılan parasal sıkılaştırma, ikincil etkilerin ortaya çıkmasını engelleyecektir. Bunun yanı sıra, küresel ekonominin zayıf görünümü dikkate alındığında emtia fiyatlarının genel seyrinin de enflasyondaki düşüşü destekleyeceği öngörülmektedir. Bu görünüm altında, enflasyonun 2012 yılının başından itibaren kademeli olarak düşüşe geçeceği ve 2012 yılının sonunda hedefe yakın gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.1).



İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının tamamen kontrolü dışındaki kalemlerdeki öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde 2011 yıl sonu enflasyonunun yüzde 6 düzeyinde, tütün ve alkollü içecekler grubu endeksi yıllık artış oranının ise 2011 yıl sonu için, son dönemdeki vergi ayarlamaları ile birlikte, yüzde 15,3 olacağı varsayılmıştır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2011 yılının son çeyreğinden itibaren kademeli bir düşüş eğilimi göstererek orta vadede yüzde 5 seviyesine yakın düzeylerde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir.



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

#### TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslaması

İktisadi birimlerin, geçici unsurların farkındalığıyla hareket ederek enflasyonun orta vadeli eğilimine odaklanmaları, sözleşme ve planlamalarında enflasyon hedeflerini esas almaları büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, referans teşkil etmesi açısından, TCMB'nin mevcut enflasyon tahminlerinin diğer iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri ile kıyaslanması önem taşımaktadır. Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin baz senaryodaki tahminlerimizin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.3.1).

**Tablo 7.3.1.**  
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2011 Yılı sonu	8,3	8,01	5,5
12 Ay Sonrası	6,1	6,84	5,1
24 Ay Sonrası	4,9	6,28	5,0

\*Ekim 2. dönem anketi.

\*\*2011-2013 dönemi yılsonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB.

### 7.3. Riskler ve Para Politikası

Enflasyonun kısa vadede hedefin üzerinde seyredecek olması enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaktadır. TCMB, Ekim ayı itibarıyla bu riskleri bertaraf etmeye yönelik bir politika duruşuna geçmiştir. Önümüzdeki dönemde de söz konusu riskler dikkatle takip edilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün bozulmaması için gerekli tedbirler alınacaktır.

Raporda orta vadeli görünüm sunulurken küresel iktisadi faaliyetin uzunca bir müddet zayıf seyredeceği ancak mevcut duruma kıyasla ek bir kötüleşme olmayacağı varsayılmıştır. Bununla birlikte, küresel ekonomiye dair belirsizlikler önemini korumaya devam etmektedir. Özellikle Euro Bölgesi ülkelerinin kamu borcuna ilişkin giderek artan sorunlar küresel ekonomiye dair riskleri canlı tutmaktadır. Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bugüne Euro Bölgesi ülkelerinde kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler daha da artmış ve sorunların bölge bankacılık sektörüne sirayet edeceği yönündeki algılamalar güçlenmiştir. Euro Bölgesi bankacılık sektöründeki sorunların giderilememesi ve bu durumun bir yayılma etkisiyle birlikte küresel sorunları daha da derinleşirmesi önemli bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. TCMB, küresel ekonomideki gelişmeleri yakından izleyerek 4 Ağustos 2011 tarihli ara toplantıda belirlenen strateji çerçevesinde, yurt içi piyasalardaki istikrarı sağlamak için gerekli politika tedbirlerini gecikmeksizin almaya devam edecektir.

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

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 sürdürülmesi 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, yeni açıklanan OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.



## Grafikler

### 1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1.1.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri	1
Grafik 1.1.1.2.	Kredi Artış Oranı	1
Grafik 1.1.1.3.	TCMB Politika Bileşiminin Seyri	3
Grafik 1.1.1.4.	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	3
Grafik 1.1.1.5.	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	3
Grafik 1.2.1.	Temmuz Ayında Yapılan Enflasyon Tahminleri ve Gerçekleşmeler	4
Grafik 1.2.2.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	5
Grafik 1.2.3.	Temel Mal ve Hizmet Fiyatları	5
Grafik 1.2.4.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	6
Grafik 1.2.5.	Toplam Nihai Yurt İçi Talep	6
Grafik 1.2.6.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi	6
Grafik 1.2.7.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	7
Grafik 1.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	8
Grafik 1.3.2.	TCMB'nin Tepki Vermediği Durumda Döviz Kuru Gelişmelerinin ve Tütün Ürünlerindeki Vergi Ayarlamasının Yıllık Enflasyona Olası Katkısı	10

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1.	Küresel Büyüme Oranları	15
Grafik 2.1.2.	Küresel Üretim Endeksleri	15
Grafik 2.1.3.	Gelişmiş Ülkeler İşsizlik Oranları	15
Grafik 2.1.4.	ABD Emlak Fiyat Endeksleri	15
Grafik 2.1.5.	JP Morgan Küresel PMI Endeksleri	16
Grafik 2.1.6.	PMI Endeksleri	16
Grafik 2.2.1.	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	17
Grafik 2.2.2.	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	17
Grafik 2.2.3.	OECD Ham Petrol Stokları	18
Grafik 2.3.1.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Tüketici Fiyat Enflasyonu	19
Grafik 2.3.2.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	19
Grafik 2.3.3.	ABD ve Euro Bölgesi Enflasyon Telifisi	19
Grafik 2.4.1.	Küresel Risk İştahı Endeksleri	21
Grafik 2.4.2.	Seçilmiş Ülke Tahvillerinin Alman Tahvilleriyle Getiri Farkı	21
Grafik 2.4.3.	İtraxx Avrupa Finans Sektörü Kıdemli Borçlar Endeksi	21
Grafik 2.4.4.	Euro için 3 Aylık TED ve OIS Farkları	21
Grafik 2.4.5.	Gelişmekte Olan Ülke Kur ve Risk Primi Göstergeleri	22
Grafik 2.4.6.	Küresel Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	22
Grafik 2.4.7.	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımları	22
Grafik 2.4.8.	ABD Kredi Eğilim Anketi	23
Grafik 2.4.9.	Euro Bölgesi Kredi Eğilim Anketi	23
Grafik 2.5.1.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 - Eylül 2011	24
Grafik 2.5.2.	Gelişmiş Ülkeler Politika Faiz Oranı	24
Grafik 2.5.3.	Gelişmiş Ülkelerde Politika Faizi Bekleyişleri	25
Grafik 2.5.4.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010-Eylül 2011	25
Grafik 2.5.5.	Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler Politika Faiz Oranı	25
Grafik 2.5.6.	Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Faizi Bekleyişleri	26

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1.	Gruplar İtibarıyla TÜFE	38
Grafik 3.1.2.	Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	38
Grafik 3.1.3.	İşlenmemiş Gıda Fiyatları	38
Grafik 3.1.4.	İşlenmemiş Gıda Alt Grupları ve Tüketici Fiyatları	38
Grafik 3.1.5.	Gıda Fiyatları	39
Grafik 3.1.6.	Seçilmiş İşlenmiş Gıda Ürünleri Fiyatları	39
Grafik 3.1.7.	Enerji Grubu Fiyatları	40
Grafik 3.1.8.	Enerji ve TL Cinsinden Petrol Fiyatları	40
Grafik 3.1.9.	Temel Mal Fiyatları	41
Grafik 3.1.10.	Temel Mal Fiyatları	41

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

#### 4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1.	GSYİH ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep	58
Grafik 4.1.2.	Talep Unsurlarının Çeyreklik Büyümeye Katkıları	58
Grafik 4.1.3.	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	59
Grafik 4.1.4.	Yurt İçi Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları	59
Grafik 4.1.5.	Tüketici Güven Endeksleri	59
Grafik 4.1.6.	Haftalık Bazda Tüketici Kredileri	59
Grafik 4.1.7.	Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	60
Grafik 4.1.8.	Yurt İçi Ticari Araç Satışları	60
Grafik 4.1.9.	İYA Gelecek 12 Ayda Yatırım Harcaması Beklentisi	60
Grafik 4.1.10.	Öncü Göstergeler Endeksi	60
Grafik 4.1.11.	Toplam Nihai Yurt İçi Talep	61
Grafik 4.2.1.	Net Dış Talebin Yıllık Büyümeye Katkısı	62
Grafik 4.2.2.	Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	62
Grafik 4.2.3.	İhracat Miktar Endeksi	62
Grafik 4.2.4.	TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kurları	62
Grafik 4.2.5.	Küresel PMI Endeksleri	63
Grafik 4.2.6.	İhracat ve GSYİH Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	63
Grafik 4.2.7.	İthalat Miktar Endeksi	64
Grafik 4.2.8.	Alt Kalemler İtibarıyla İthalat Miktar Endeksleri	64
Grafik 4.2.9.	Cari İşlemler Dengesi	64
Grafik 4.3.1.	Tarım ve Tarım Dışı İstihdam	65
Grafik 4.3.2.	İşsizlik Oranları	65
Grafik 4.3.3.	Hizmet ve İnşaat Sektörleri İstihdamı	66
Grafik 4.3.4.	Sanayi İstihdamı ve Üretimi	66
Grafik 4.3.5.	İmalat Sanayi İstihdamı ve PMI İstihdam Endeksi	66
Grafik 4.3.6.	Hanehalkı Tüketimi ve Reel Ücret Ödemeleri	66
Grafik 4.3.7.	Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik İşgücü Maliyeti	67
Grafik 4.3.8.	Birim Ücret	67
Grafik 4.3.9.	Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam	67

#### 5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1.1.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Dair Büyüme Tahminlerindeki Güncelleme	77
Grafik 5.1.2.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Dair Politika Faiz Oranlarındaki Güncelleme	77
Grafik 5.1.3.	Küresel Risk İştahı	78
Grafik 5.1.4.	EMBI Endeksleri	78
Grafik 5.1.5.	Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Akımları	78
Grafik 5.1.6.	Yurt Dışı Yerleşiklerin Net Portföy Hareketleri	78
Grafik 5.1.7.	TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru	79
Grafik 5.1.8.	Faiz Koridoru ve Gecelik Repo Faizleri	79
Grafik 5.1.9.	Üçüncü Çeyrekte, İki Yıllık Piyasa Faizlerindeki Değişim	80
Grafik 5.1.10.	DİBS Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	80

Grafik 5.1.11.	12 Ay Sonrasına İlişkin Politika Faiz Beklentisi Dağılımı	80
Grafik 5.1.12.	12 Ay Sonrasına İlişkin TÜFE Enflasyon Beklentisi Dağılımı	80
Grafik 5.1.13.	Getiri Eğrisi	81
Grafik 5.1.14.	Uzun ve Kısa Vadeli Faiz Farkı	81
Grafik 5.1.15.	Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi	81
Grafik 5.1.16.	İki Yıllık Reel Faizler	81
Grafik 5.1.17.	TL Tasarruf Mevduat Getiri Eğrisi	82
Grafik 5.1.18.	TL Mevduatın Ortalama Vadesi	82
Grafik 5.1.19.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri	83
Grafik 5.1.20.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri	83
Grafik 5.1.21.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	83
Grafik 5.1.22.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı	83
Grafik 5.1.23.	M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri	84
Grafik 5.1.24.	Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları	84
Grafik 5.1.25.	Piyasadaki Likidite Gelişmeleri	85
Grafik 5.2.1	Bankalarca Reel Kesime Açılan Kredilerin Artış Hızı	86
Grafik 5.2.2	Firmaların Yurtdışından Sağladığı Finansman	86
Grafik 5.2.3	Ticari Kredilerin ve Tüketici Kredilerinin Artış Hızları	87
Grafik 5.2.4	Tüketici Kredilerinde Mevsimsel Etkiler	87
Grafik 5.2.5	TL ve YP Ticari Kredilerin Artış Hızları	88
Grafik 5.2.6	Ticari Kredilerdeki Mevsimsel Etkiler	88
Grafik 5.2.7	Ölçeklere Göre İşletme Kredileri Büyüme Hızları	88
Grafik 5.2.8	Ölçeklere Göre YP İşletme Kredileri	88
Grafik 5.2.9	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	89
Grafik 5.2.10	YP Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	89
Grafik 5.2.11	Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları	89
Grafik 5.2.12	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler	89
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>		
Grafik 6.1.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Bütçe Fazlası ve Yapısal Faiz Dışı Bütçe Fazlası	95
Grafik 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçesi	98
Grafik 6.1.2.	Reel Vergi Gelirleri	100
Grafik 6.2.1.	Kamu Borç Stoku Göstergeleri	101
Grafik 6.2.2.	İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	101
Grafik 6.2.3.	İç Borçlanma	102
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>		
Grafik 7.1.1.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	105
Grafik 7.1.2.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi	106
Grafik 7.2.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	107
Grafik 7.2.2.	Enflasyon Tahmini	108
Grafik 7.2.3.	Çıktı Açığı Tahmini	108
Grafik 7.2.4.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini	109

## Tablolar

### 1. GENEL DEĞERLENDİRME

Tablo 1.3.1.	Yılısonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları	9
Tablo 1.3.2.	TCMB'nin Politika Tepkisi Vermediği Durumda Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları	10

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1.	Büyüme Tahminleri	16
Tablo 2.2.1.	Ham Petrol Talep ve Arz Tahminleri	17
Tablo 2.2.2.	Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri	18
Tablo 2.3.1.	Enflasyon Tahminleri	20

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1.	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	40
Tablo 3.1.2.	Temel Mal Fiyatları	41
Tablo 3.1.3.	ÜFE ve Alt Kalemler	45

## 6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi ve AB Tanımlı Borç Stoku	96
Tablo 6.1.1	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	97
Tablo 6.1.2.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	98
Tablo 6.1.3.	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	99

## 7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.1.1.	Varsayımlardaki Güncellemeler	104
Tablo 7.3.1.	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	109

## Geçmiş Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

### 2011-III

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

### 2011-II

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

### 2011-I

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

### 2010-IV

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

### 2010-III

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

### 2010-II

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

## 2010-I

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

## 2009-IV

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

## 2009-III

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

## 2009-II

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

## 2009-I

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

## 2008-IV

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

## 2008-III

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

## 2008-II

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

## 2008-I

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

## 2007-IV

- 5.1. Getiri Eğrileri ve Para Politikası Kararları

## 2007-III

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



2007-II

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

2007-I

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

2006-IV

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

2006-III

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

2006-II

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

2006-I

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

## Kısaltmalar

---

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>BDDK</b>	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>BESD</b>	Beyaz Eşya Sanayicileri Derneđi
<b>CDS</b>	Kredi İflas Takası
<b>CEEMEA</b>	Doğu Avrupa, Ortadođu ve Afrika
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>ECB</b>	Avrupa Merkez Bankası
<b>EFSF</b>	Avrupa Finansal İstikrar Fonu
<b>EMBI</b>	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
<b>EPFR</b>	Emerging Portfolio Fund Research
<b>Fed</b>	Amerikan Merkez Bankası
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>IIF</b>	Uluslararası Finans Enstitüsü
<b>IMF</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>İYA</b>	İktisadi Yönelim Anketi
<b>KDV</b>	Katma Değer Vergisi
<b>KOBİ</b>	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
<b>Kurul</b>	Para Politikası Kurulu
<b>MENA</b>	Ortadođu ve Kuzey Afrika
<b>OSD</b>	Otomotiv Sanayii Derneđi
<b>OECD</b>	Uluslararası İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
<b>OPEC</b>	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
<b>OVP</b>	Orta Vadeli Program
<b>ÖTV</b>	Özel Tüketim Vergisi
<b>PMI</b>	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
<b>SGK</b>	Sosyal Güvenlik Kurumu
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi
<b>TÜİK</b>	Türkiye İstatistik Kurumu
<b>TL</b>	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)		