

# enflasyon raporu

2012-III



# İçindekiler

<b>1. GENEL DEĞERLENDİRME</b>	<b>1</b>
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar	2
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar	5
1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü	9
1.4. Riskler ve Para Politikası	10
<b>2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER</b>	<b>13</b>
2.1. Küresel Büyüme	14
2.2. Emtia Fiyatları	18
2.3. Küresel Enflasyon	21
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri	23
2.5. Sermaye Akımları	26
2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	27
<b>3. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	<b>33</b>
3.1. Enflasyon	33
3.2. Beklentiler	43
<b>4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ</b>	<b>57</b>
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	58
4.2. Dış Talep	61
4.3. Emek Piyasası	65
<b>5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK</b>	<b>81</b>
5.1. Finansal Piyasalar	81
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	92
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>	<b>109</b>
6.1. Bütçe Gelişmeleri	109
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	113
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	<b>117</b>
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	117
7.2. Orta Vadeli Görünüm	121
7.3. Riskler ve Para Politikası	124
<b>KUTULAR</b>	
Kutu 2.1. ABD Konut Piyasası Dinamikleri	30
Kutu 3.1. TÜFE'de Mevsimlik Ürünler ve Öngörülemeyen Oynaklık	45
Kutu 3.2. Türkiye'de Enflasyonun Yüksek Seyrinde Öne Çıkan Alt Gruplar	51
Kutu 4.1. İktisadi Faaliyetin İkinci Çeyrekteki Ana Eğilimi	70
Kutu 4.2. İhracatta Bölgesel ve Sektörel Çeşitlenme	73
Kutu 4.3. 2001 ve 2008 Krizleri Sonrası İşsizlik Oranı Gelişmelerinin, İşgücü,İstihdam ve Büyüme Dinamikleri İtibarıyla İncelenmesi	77
Kutu 5.1. Çapraz Kur Takası ve Bono Piyasaları Arasındaki İlişki	100
Kutu 5.2. Türkiye'nin Net Finansal Döviz Pozisyonu	105

# 1. Genel Değerlendirme

2012 yılının ikinci çeyreğinde Euro Bölgesi'ne dair gelişmeler küresel iktisadi görünüm üzerinde belirleyici olmaya devam etmiştir. Bu doğrultuda, Nisan Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bugüne kadar risk algılamalarını etkileyen önemli gelişmeler olmuştur. Yunanistan'da Mayıs ayında yapılan genel seçim sonuçları bu ülkenin kısa vadede parasal birlikten çıkış olasılığını zayıflatarak risk algılamalarını kısmen iyileştirmiştir. Ne var ki, son dönemde İspanya'da kamu borcu ve bankacılık sektöründeki bütünleşik sorunların derinleşmesi risk iştahındaki iyileşmeyi sınırlamıştır. Alınan tedbirler ve önde gelen merkez bankalarının destekleyici söylemleri Haziran ayından itibaren küresel risk algılamasında düzelmeye yol açsa da, Euro Bölgesi'ne dair sorunlar küresel ekonomiye dair orta ve uzun vadeli ciddi bir risk olarak varlığını korumaktadır.

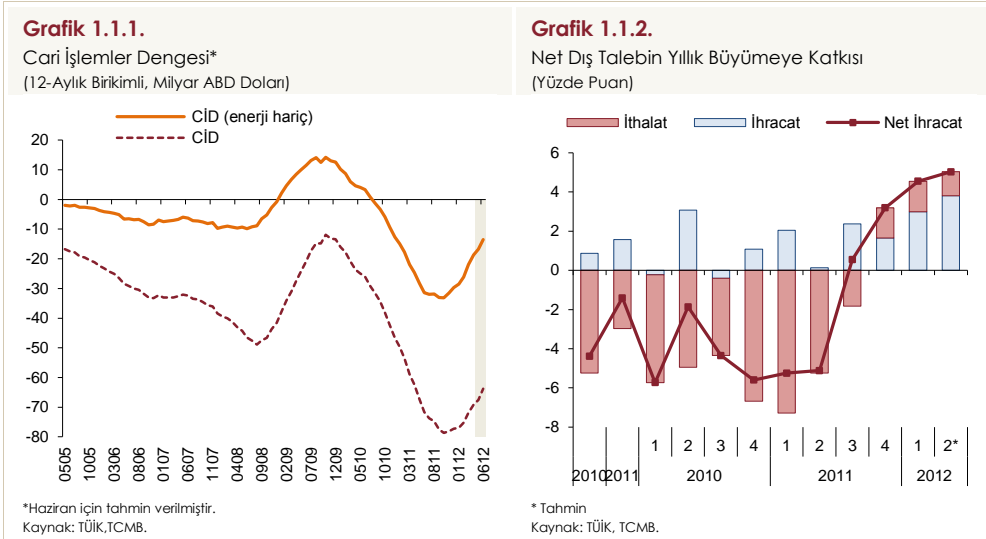
Küresel ekonomide istikrarın henüz tesis edilememesi ve süregelen dengesizlikler iktisadi görünümü olumsuz etkilemektedir. Nitekim, geçtiğimiz üç aylık dönemde gerek ABD gerekse Çin ekonomisinde iktisadi faaliyetin ivme kaybettiği görülmektedir. Bu çerçevede, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere dair büyüme tahminleri de aşağı yönlü güncellenmektedir. Küresel iktisadi faaliyetin zayıf görünümüne bağlı olarak enflasyon riskleri azalırken büyüme ve finansal istikrara ilişkin kaygılar önemini korumaktadır. Bu gelişmelere paralel olarak, merkez bankaları da genişletici para politikalarını sürdürmektedir.

Küresel ekonomiye dair süregelen kırılganlıklar ve dengesizlikler risk iştahındaki oynaklığı yüksek seviyelerde tutmaya devam etmektedir. Krizin başlangıcının üzerinden dört yıl geçmesine rağmen iktisadi birimlerin bilanço düzeltme süreci devam etmektedir. Euro Bölgesi'ne dair sorunlar, ABD ve Çin ekonomilerine ilişkin belirsizlikler ve enerji fiyatlarına dair arz yönlü riskler sürmektedir. Bu durum, merkez bankalarının sağladığı olağanüstü düşük maliyetli likidite olanaklarıyla birleştiğinde, gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye akımlarında önemli derecede oynaklığa yol açmaktadır. Böyle bir konjunktürde, gelişmekte olan ülke merkez bankaları kısa vadeli sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın olumsuz etkilerini sınırlamaya yönelik tedbirlere öncelik vermektedir. Bütün bu gelişmeler, esnek bir para politikası çerçevesine sahip olmanın önemini teyid etmektedir.

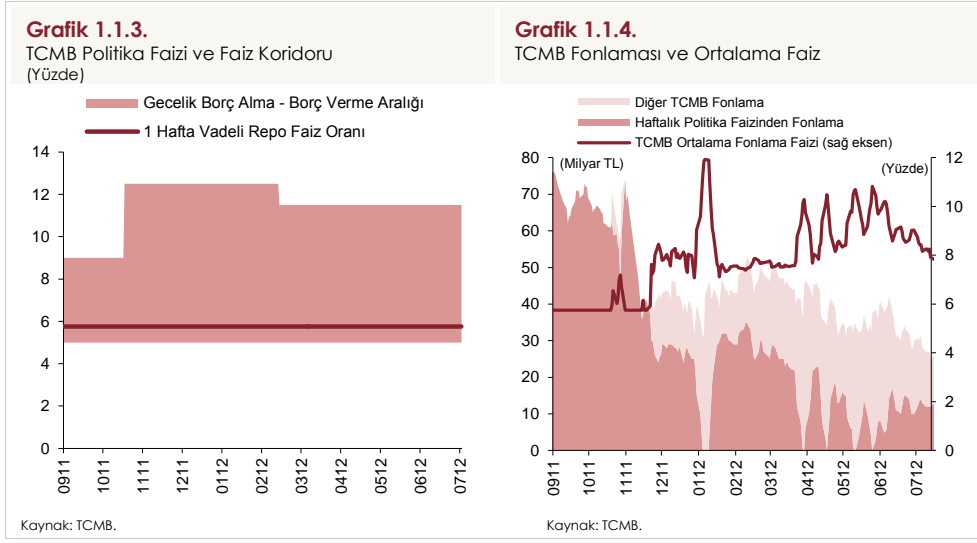
## 1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetilen yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi gözden geçirilerek finansal istikrar destekleyici bir amaç olarak benimsenmiş ve bu amaca yönelik ek politika araçları geliştirilmiştir. Uygulanan politikalar orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden kısa vadede makro finansal riskleri dengelemeyi amaçlamıştır. Bu doğrultuda, kredi büyümesi kontrol altına alınırken döviz kurunun iktisadi temellerle daha uyumlu hareket etmesi sağlanmıştır.

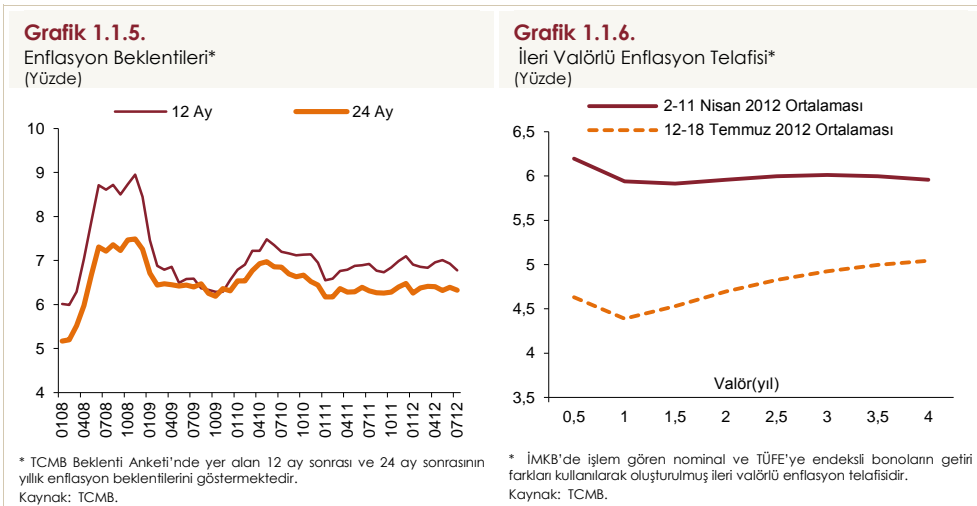
2012 yılının ilk yarısına dair açıklanan veriler uygulanan politikaların büyük ölçüde amacına ulaştığını göstermektedir. Büyüme kompozisyonu giderek daha sağlıklı bir görünüme kavuşurken ekonomideki dengelenme süreci belirginleşmektedir. Nitekim bu dönemde, cari işlemler dengesindeki iyileşmenin sürdüğü (Grafik 1.1.1) ve net ihracatın büyümeye katkısının belirgin şekilde arttığı görülmektedir (Grafik 1.1.2).



Makro finansal risklerin azaltılması konusunda arzu edilen sonuçların alınmaya başlamasıyla para politikası Ekim 2011 döneminden itibaren fiyat istikrarına odaklanmıştır. Bu doğrultuda TCMB, faiz koridorunu yukarı yönlü genişleterek etkin likidite operasyonlarıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiştir (Grafik 1.1.3). Nitekim, Ekim ayını takip eden dönemde ortalama fonlama maliyeti politika faizinin üzerinde seyretmiştir (Grafik 1.1.4).



Para Politikası Kurulu (Kurul), küresel risk iştahındaki dönemsel iyileşmeye bağlı olarak yılın ilk aylarında kısa vadeli faizleri görece olarak daha yatay bir konumda tutmuştur. Nisan ve Mayıs aylarında ise geçici unsurların enflasyon görünümünü bozmasını engellemek ve fiyatlandırma davranışlarına dair riskleri sınırlamak amacıyla sık aralıklarla ek parasal sıkılaştırma uygulanmıştır. Bu şekilde bir yandan kredilerin artış hızı makul oranlarda tutulurken diğer yandan döviz kurunun oynaklığı sınırlanarak enflasyon belirsizliği azaltılmıştır. Uygulanan bu politikalar, arz yönlü olumsuz etkilerin belirginleştiği ve enflasyonun çift hanelere çıktığı bir ortamda beklentilerin bozulmasını engellemiştir (Grafik 1.1.5 ve 1.1.6).

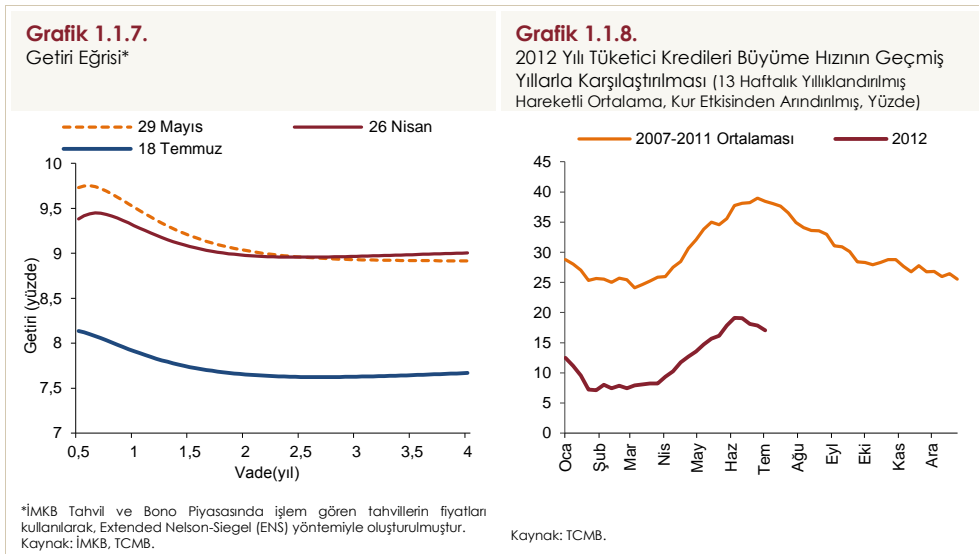


Haziran ayında gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının canlanması ve emtia fiyatlarındaki düşüşün hızlanması enflasyon risklerini azaltmıştır. Ayrıca, bu dönemde enflasyon ve cari dengeye ilişkin açıklanan verilerin piyasa beklentilerinden olumlu gerçekleşmesi Türkiye'ye yönelik risk

algılamalarını iyileştirmiştir. Bütün bu gelişmeler sonucu TCMB, Haziran başından itibaren ortalama fonlama maliyetini kademeli olarak düşürmüştür (Grafik 1.1.4). Bununla birlikte Kurul, Temmuz ayı toplantısında enflasyonun bir süre daha yüksek seviyelerde seyredecek olmasının halen fiyatlandırma davranışlarına dair risk oluşturduğuna vurgu yaparak temkinli duruşun devam edeceğini belirtmiştir. Ayrıca, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin devam ettiğine dikkat çekilerek para politikasında esnekliğin korunmasının uygun olacağı belirtilmiştir. Bu çerçevede, alınan tedbirlerin krediler, yurt içi talep ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerinin dikkatle takip edileceği ve bu doğrultuda Türk lirası fonlama miktarının gerekli görüldüğünde aşağı veya yukarı yönlü ayarlanacağı tekrar vurgulanmıştır.

TCMB'nin ek parasal sıkılaştırma uygulamalarına sıkça başvurduğu Mayıs ayında getiri eğrisinin aşağı yönlü eğimi daha da belirginleşmiştir. Haziran ayından bu yana ise enflasyon beklentilerindeki düşüşü ve risk primindeki azalışı takiben piyasa faizlerinin her vadede daha düşük seviyelerde oluştuğu gözlenmektedir (Grafik 1.1.7).

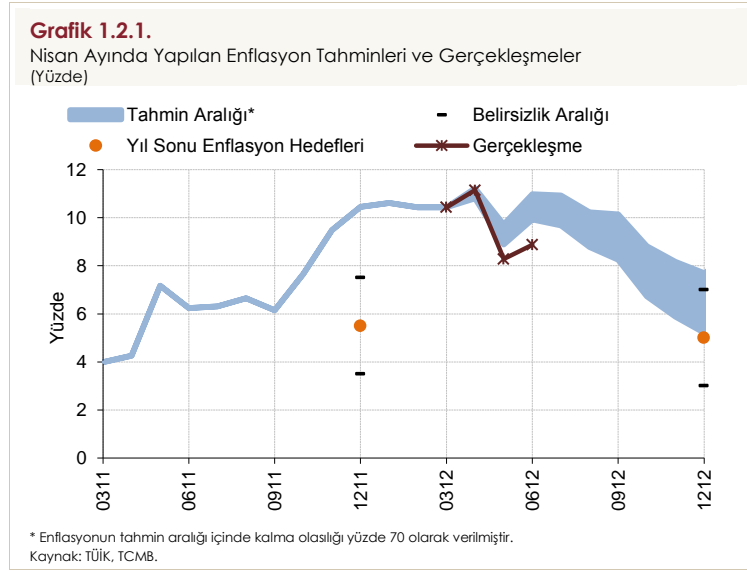
Kredi koşulları ise görece olarak daha sıkı bir konumda seyretmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde kredilerin büyüme hızında gözlenen artış kalıcı bir ivmelenme eğiliminden ziyade mevsimsel unsurları yansıtmaktadır. Bu dönemde özellikle tüketici kredilerinin geçtiğimiz yılların aynı dönemlerinin ortalamasına göre çok daha sınırlı bir artış sergilediği gözlenmektedir (Grafik 1.1.8). Önümüzdeki dönemde iç talepteki ılımlı artış öngörüsüyle uyumlu olarak kredilerin de makul ve sağlıklı oranlarda artmaya devam etmesi beklenmektedir.



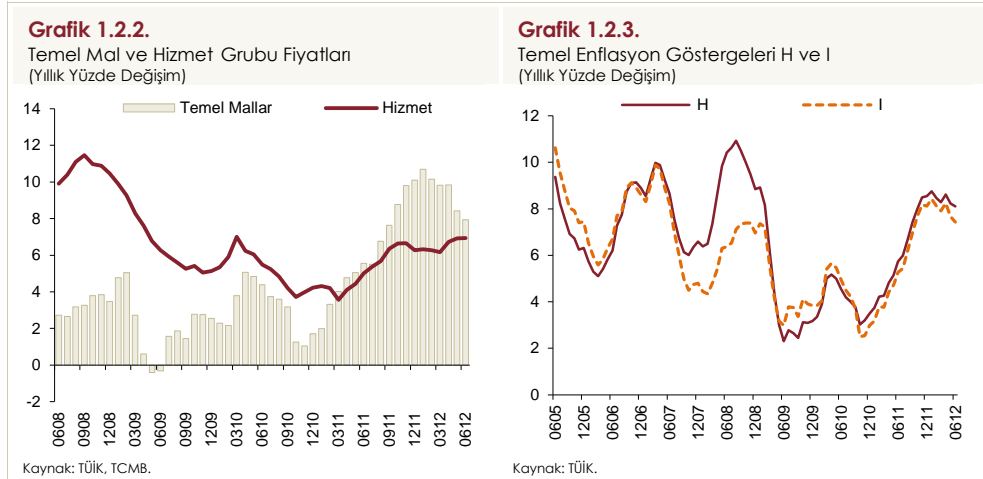
## 1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

### Enflasyon

2012 yılının ikinci çeyreğinde enflasyon Nisan Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlerin belirgin olarak altında seyrederek Haziran sonu itibarıyla yüzde 8,9 seviyesine gerilemiştir (Grafik 1.2.1). Bu gelişmede petrol ve işlenmemiş gıda fiyatlarının varsayımlardan daha olumlu bir seyir izlemesi belirleyici olmuştur.

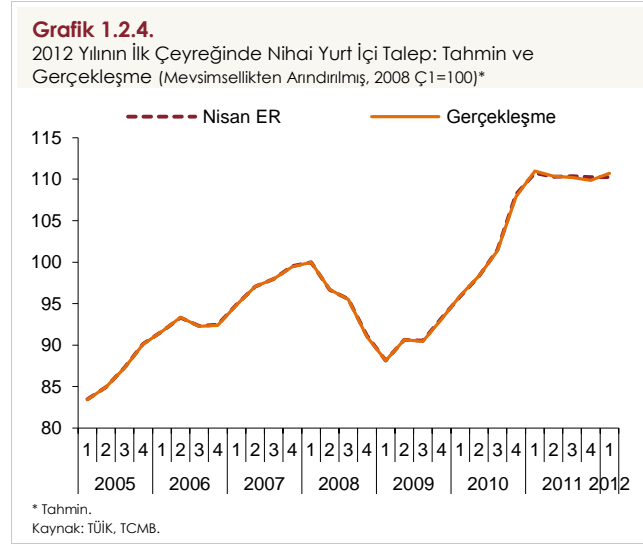


2011 yılındaki döviz kuru hareketlerinin yurt içi fiyatlar üzerindeki birikimli etkilerinin azalmasıyla temel mal fiyatlarının yıllık artış oranı da gerileme eğilimini sürdürmüştür. Hizmet fiyatları ise bir miktar ivmelenmekle birlikte ılımlı bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.2). Bu gelişmeler çerçevesinde temel enflasyon göstergelerindeki düşüş eğilimi devam etmiştir (Grafik 1.2.3).



## Arz ve Talep

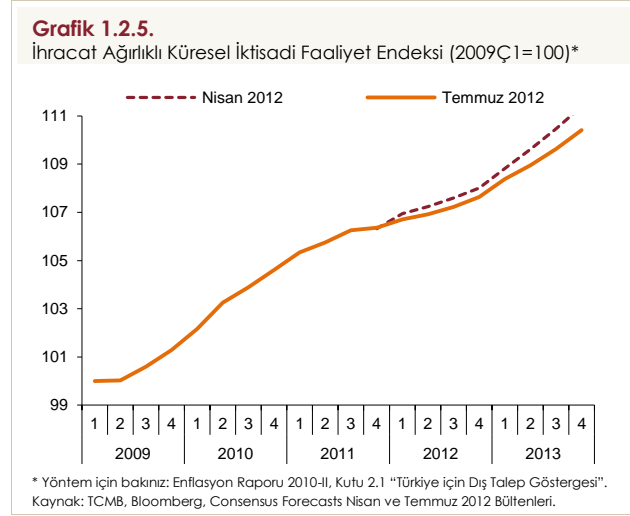
2012 yılının ilk çeyreğine ilişkin milli gelir verileri talep koşullarının Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüm ile büyük ölçüde uyumlu seyrettiğine işaret etmiştir (Grafik 1.2.4). Yurt içi nihai talep zayıf seyrini korurken net ihracatın yıllık büyümeye pozitif katkısı artarak devam etmiştir (Grafik 1.1.2).



Yakın dönemde açıklanan veriler ikinci çeyrekte nihai yurt içi talebin ılımlı oranda büyüdüğünü, ihracatın artmaya devam ettiğini ve talep kompozisyonundaki dengelenmenin sürdüğünü göstermektedir. Her ne kadar ikinci çeyrekte iktisadi faaliyetin dönemlik bazda nispeten yüksek bir artış sergilemesi beklense de, bu durumun büyük ölçüde yılın ilk aylarındaki düşük bazın etkisini yansıttığı ve iktisadi faaliyetteki canlanmanın ılımlı olduğu değerlendirilmektedir.

Tahminler üretilirken, küresel ekonomideki sorunlara bağlı olarak yılın ikinci yarısında dış talebin ilk yarıya kıyasla daha zayıf bir seyir izleyeceği ve bu durumun toplam talebi sınırlayacağı varsayılmıştır. Nitekim, son üç ay içinde gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelere ilişkin büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenirken (Grafik 1.2.5) özellikle Euro Bölgesi'ne dair büyüme görünümü zayıf seyrini korumaktadır.

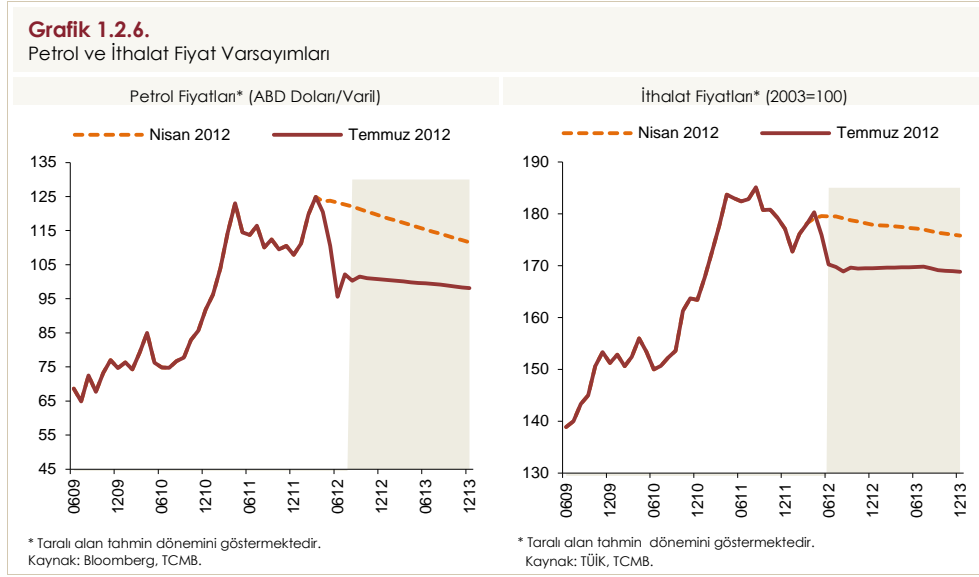




Özetle, yurt içi iktisadi faaliyetin öngörülerle uyumlu seyretmesi nedeniyle yılın ilk yarısı için çıktı açığı tahminlerinde önemli bir güncelleme yapılmamıştır. İkinci yarı için ise küresel iktisadi faaliyetin görünümündeki zayıflamaya bağlı olarak toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının bir önceki rapora kıyasla sınırlı oranda artacağı bir görünüm esas alınmıştır. Bu gelişmenin 2012 yılı enflasyon tahmini üzerinde belirgin bir etkisi olmamıştır.

### Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Nisan Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından itibaren geçen süre zarfında petrol fiyatları öngörülerin altında seyretmiştir (Grafik 1.2.6). Bu çerçevede, son dönemde oluşan vadeli fiyatlar da dikkate alınarak, petrol fiyatları varsayımı, 2012 yılı ortalaması için 120 ABD dolarından 110 ABD dolarına, 2013 yılı için ise 115 ABD dolarından 100 ABD dolarına düşürülmüştür. Genel emtia fiyatlarındaki düşüşe paralel olarak ithalat fiyat projeksiyonu da aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.6). İkinci çeyrekte Türk lirasındaki dalgalanmalar ithalat fiyatlarındaki düşüşün yurt içi fiyatlar üzerindeki olumlu etkisini kısmen sınırlasa da, söz konusu unsurlar toplamda 2012 yılsonu tahminini 0,15 puan aşağı yönlü etkilemiştir.



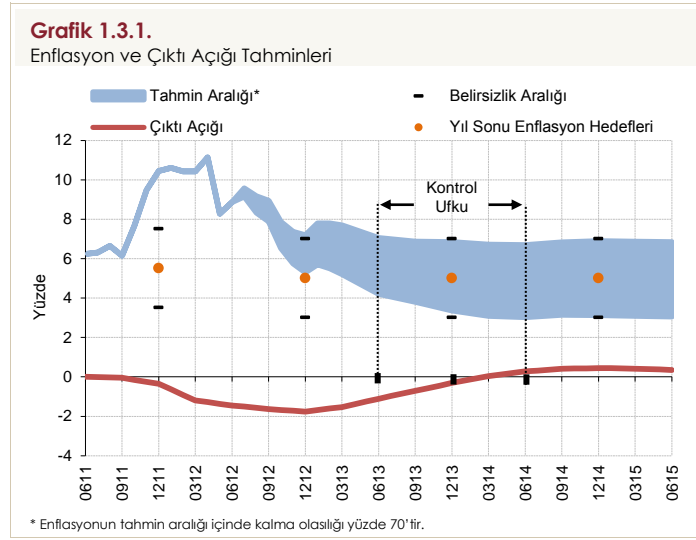
Gıda fiyatları varsayımı 2012 yıl sonu için sınırlı oranda aşağı yönlü güncellenmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarının ilk yarıdaki olumlu seyrine bağlı olarak gıda fiyatları da tarihsel ortalamalara kıyasla daha düşük bir artış sergilemiştir. Ancak, tahminler üretilirken temkinli bir yaklaşım sergilenecek gıda fiyatlarının ilk yarıdaki olumlu seyrinin ikinci yarıda önemli oranda tersine döneceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, bir önceki raporda yüzde 7,5 olan gıda fiyatlarının yıllık artış oranı varsayımı bu raporda sadece 0,5 puan aşağı yönlü güncellenerek yüzde 7 düzeyine çekilmiştir. Bu gelişmenin 2012 yılsonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi yaklaşık 0,15 puan düşürücü yönde olmuştur.

#### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Tahminler oluşturulurken kamu maliyesinin görünümü için Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, 12 aylık birikimli faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının yılın ikinci yarısında önemli bir değişim göstermeyeceği varsayılmıştır. 2011 yılının son çeyreğinde tütün ürünlerinden alınan vergilere ilişkin yapılan düzenlemeler çerçevesinde, tütün fiyatlarının 2012 yılı boyunca sabit kalacağı, 2013 yılının ilk ayında ise 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerinin ima ettiği oranlarda artacağı öngörülmüştür. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır.

### 1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyon tahminleri üretilirken, para politikasının temkinli ve esnek duruşunu koruyacağı, kredilerin büyüme oranının ise geçtiğimiz raporda olduğu gibi yıl sonunda yüzde 14 civarında gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 5,3 ile yüzde 7,1 aralığında (orta noktası yüzde 6,2), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile yüzde 6,8 aralığında (orta noktası yüzde 5,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Özetle, temelde enerji ve gıda fiyatlarına ilişkin varsayımların aşağı yönlü güncellenmesinin etkisiyle yıl sonu enflasyon tahmini 0,3 puan düşürülerek yüzde 6,2 düzeyine çekilmiştir (Grafik 1.3.1). Güncellenen tahminler, enflasyonun Temmuz ayında sınırlı bir miktar yükseldikten sonra düşüşe geçeceğine işaret etmektedir. Yılın son çeyreğinde yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki vergi ayarlamasından kaynaklanan baz etkisinin ortadan kalkmasıyla beraber enflasyondaki düşüşün belirginleşeceği öngörülmektedir. Çekirdek enflasyon göstergelerinin ise yılın kalan döneminde aşağı yönlü eğilimini koruması beklenmektedir.

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

## 1.4. Riskler ve Para Politikası

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi para politikasında esnek yaklaşımın devamını gerektirmektedir. Gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının uzun bir müddet düşük seviyelerde kalacağı beklentisi alternatif getiri arayışını canlı tutmaktadır. Öte yandan, Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne dair atılan adımlara rağmen finansal sistemde süregelen kırılganlıklar, yüksek seyreden borçlanma maliyetleri ve büyüme görünümündeki zayıflama küresel risk iştahının yeni haberlere duyarlılığının yüksek kalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığın sürmesi yüksek bir olasılık olarak görülmektedir. Böyle bir konjonktürde, para politikasının her iki yönde de esnekliğini koruması önem taşımaktadır.

Küresel büyüme görünümünün daha da zayıflaması durumunda gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişlemeye gitme olasılığı bulunmaktadır. Böyle bir gelişme Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için makro finansal riskleri besleyebilecektir. Söz konusu durumda kısa vadeli sermaye akımlarında yaşanabilecek ivmelenme, hızlı kredi genişlemesi ve yerli para üzerinde oluşabilecek değerlenme baskısı ekonomimizdeki dengelenme sürecini yavaşlatabilecektir. Bu riskin gerçekleşmesi halinde TCMB, kısa vadeli faizleri düşük düzeylerde tutarken zorunlu karşılıklar aracılığı ile sıkılaştırmaya gidebilecek ve zorunlu karşılıklara ilişkin oluşturduğu mekanizmayı aktif olarak kullanarak Türk lirası zorunlu karşılıklar için döviz tutma imkânını daha yüksek katsayılarla uygulayabilecektir.

Euro Bölgesi'nde bankacılık, hane halkı ve kamu kesiminde aynı anda devam eden bilanço düzeltme süreci ve çözüme yönelik kurumsal mekanizmaların yeterince hızlı işlememe riski, bölgedeki sorunların daha da derinleşmesi olasılığını canlı tutmaktadır. Bu riskin gerçekleşmesi ve küresel finans piyasalarında yeni bir çalkantının ortaya çıkması durumunda, ilk planda sermaye hareketlerini dengelemek amacıyla faiz koridoru aracılığıyla etkin bir likidite yönetimi uygulanabilecek; izleyen aşamalarda ise zorunlu karşılıklar ve diğer likidite araçları kullanılarak bankacılık sistemini rahatlatıcı tedbirler alınabilecektir.

Öte yandan, küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde toplam talep ve emtia fiyatlarında öngörülenden daha hızlı bir artış ortaya çıkabilecektir. Böyle bir durumda orta

vadeli enflasyon baskıları söz konusu olabileceğinden bütün politika araçları sıkılaştırıcı yönde kullanılabilir.

Önümüzdeki döneme dair bir diğer risk unsuru emtia fiyatlarına ilişkin belirsizliklerdir. Her ne kadar küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyri genel olarak emtia fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıları sınırlasa da, jeopolitik ve arz yönlü sorunların devam etmesi enerji fiyatlarının görünümüne ilişkin kısa vadede yukarı yönlü bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun yanı sıra, son dönemde tarımsal emtia fiyatlarında gözlenen hızlı artışlar işlenmiş gıda fiyatlarına dair risk oluşturmaktadır. Emtia fiyatlarından kaynaklanan risklerin gerçekleşmesi halinde TCMB, geçici fiyat hareketlerine tepki vermeyecek, ancak beklentilerin ve fiyatlama davranışlarının kalıcı olarak bozulmasına müsaade etmeyecektir.

İşlenmemiş gıda fiyatları ise Nisan Enflasyon Raporu'nda da vurgulandığı gibi 2012 yılı enflasyon görünümü üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Tahminler üretilirken, temkinli bir yaklaşımla, bu grupta yılın ilk yarısında gözlenen olumlu fiyat hareketlerinin ikinci yarıda büyük ölçüde geri alınacağı varsayılmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarında varsayılandan daha olumlu bir gelişme gözlenmesi halinde, enflasyon yıl sonunda baz senaryoda öngörülenden daha düşük seviyelere inebilecektir.

Enflasyonun bir süre daha hedefin üzerinde seyredecek olması fiyatlama davranışlarına dair temkinli bir duruş gerektirmektedir. TCMB'nin Ekim ayından itibaren gerçekleştirdiği parasal sıkılaştırma ve toplam talepteki ılımlı görünüm ikincil etkilerin ortaya çıkma olasılığını azaltmış olsa da, önümüzdeki dönemde fiyatlama davranışları dikkatle izlenecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmektedir. Rapor'da baz senaryoda oluşturulan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almaktadır. Dolayısıyla bütçe dengesinde yılın ikinci yarısında ek bir bozulma olmayacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. 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.

Son yıllarda uygulanan ihtiyatlı maliye politikalarının önümüzdeki dönemde de devam etmesi küresel konjonktürdeki belirsizliklere karşı ekonomimizin dayanıklılığının korunması açısından kritik önem taşımaktadır. Orta

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

## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Euro Bölgesi'ndeki iktisadi ve politik gelişmeler son üç aylık dönemde küresel ekonomik görünüm üzerinde belirleyici unsur olmuştur. Bu dönemde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere büyüme oranları genel olarak gerilerken, risk iştahı yüksek seviyede oynaklık göstermiştir. Önümüzdeki dönem beklentileri ise küresel ekonomideki yavaşlamanın devam edeceği yönündedir.

Nisan Enflasyon Raporu değerlendirme dönemi sonrasında Yunanistan'da genel seçimler sonuçlanmış ve seçim sonuçları ülkenin AB'den çıkışına yönelik algılamaları zayıflatmıştır. Öte yandan, İspanya'da yüzde 7 sınırını da aşan kamu borçlanma faiz oranları ile bankacılık sektöründeki sorunların derinleşmesi bu ülkenin AB ve IMF kaynaklı finansal destek ihtiyacını belirginleştirirken, muhtemel yardım talebinin diğer ülkelere kıyasla daha yüksek tutarda olması, hâlihazırdaki kaynakların yeterliliği konusunda kaygı oluşturmaktadır. İlgili dönemde İtalya kamu borçlanma faizlerinin de borç çevrimini zorlayacak seviyelere yaklaşması, bölge ülkelerine yönelik riskleri arttıran diğer bir unsur olmuştur. Bu gelişmelere paralel olarak geçtiğimiz üç ayda, Euro Bölgesi genelinde iktisadi faaliyet yavaşlamaya devam etmiş, yılın ikinci yarısı ile ilgili beklentilerde de bozulmalar gözlenmiştir. Olumsuz iktisadi gelişmelere karşılık politika yapıcıları ve Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB) tarafından atılan adımların piyasa oyuncuları tarafından yetersiz olarak algılanması ise AB ekonomisine yönelik aşağı yönlü risklerin daha uzun süre geçerliliğini koruyacağını düşündürmektedir.

Geçtiğimiz üç aylık dönemde ABD ekonomisine ilişkin açıklanan veriler iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yavaşladığına işaret etmektedir. Her ne kadar birinci çeyrekte ABD ekonomisi diğer gelişmiş olan ülkelere kıyasla yüksek oranda büyümüş olsa da işgücü piyasası verileri işsizlik oranlarındaki düşüşün durduğuna ve istihdamdaki artışın yavaşladığına işaret etmektedir. Öte yandan, iktisadi faaliyete ilişkin beklentilerin de belirgin bir toparlanmaya işaret etmemesi sonucunda ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) Haziran ayı toplantısında, piyasadaki uzun vadeli tahvilleri kısa vadeli tahvillerle değiştirme politikasına devam etme kararı alırken, iktisadi faaliyetteki gelişmelere bağlı olarak üçüncü miktarsal genişleme olasılığını da gündemde tutmuştur.

Bahsi geçen dönemde gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyetleri de gelişmiş ülkelere bağlı olarak yavaşlamıştır. Örneğin, 2010 yılından beri çift haneli büyüme oranları yakalayan Çin ekonomisinin 2012 ikinci çeyrek büyüme oranı,

küresel ekonomik krizden sonraki en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin genelinde düşük gerçekleşen çeyreklik büyüme oranlarına paralel olarak yılsonu büyüme beklentileri de aşağı yönlü güncellenmiştir.

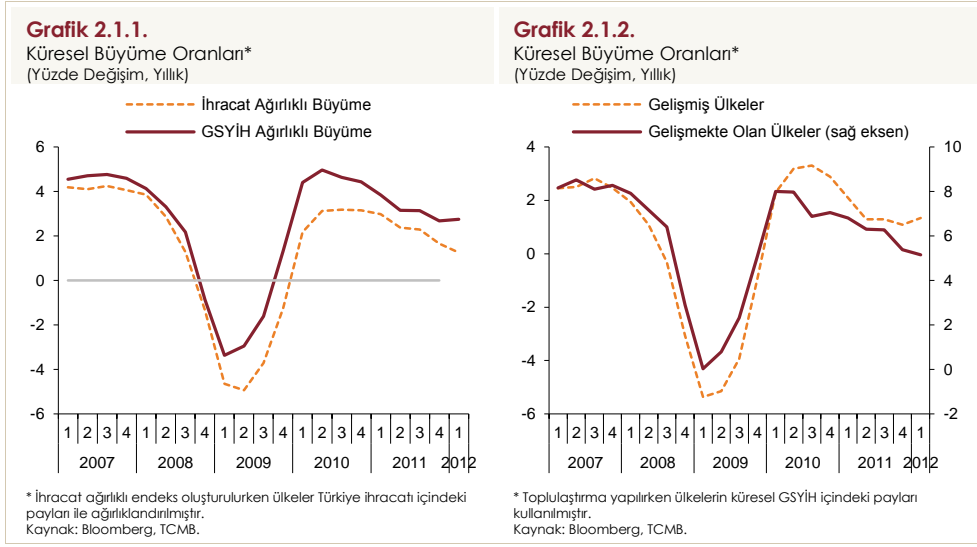
Son dönemde enflasyonun gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin genelinde düşüş eğiliminde olması ve büyümede risklerin aşağı yönlü seyretmesi merkez bankalarının büyüme odaklı para politikaları izlemelerine olanak tanımıştır. Bu çerçevede, bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları iktisadi faaliyeti desteklemek amaçlı politika faizlerinde indirim gitmişlerdir. Beklentiler para politikası duruşundaki gevşemenin yılın geri kalanında da devam edeceği yönündedir.

Küresel iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya bağlı olarak yılın ikinci çeyreğinde emtia fiyatları genelinde yüksek oranlı düşüşler gözlenirse de son dönemde arz yönlü gelişmelere bağlı olarak enerji fiyatlarının tekrar yukarı yönlü hareketlendiği gözlenmektedir. Bunun yanı sıra, tarımsal emtia fiyatlarında Amerika kıtasındaki kuraklık nedeni ile gözlenen artışın önümüzdeki dönemde işlenmiş gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabileceği düşünülmektedir.

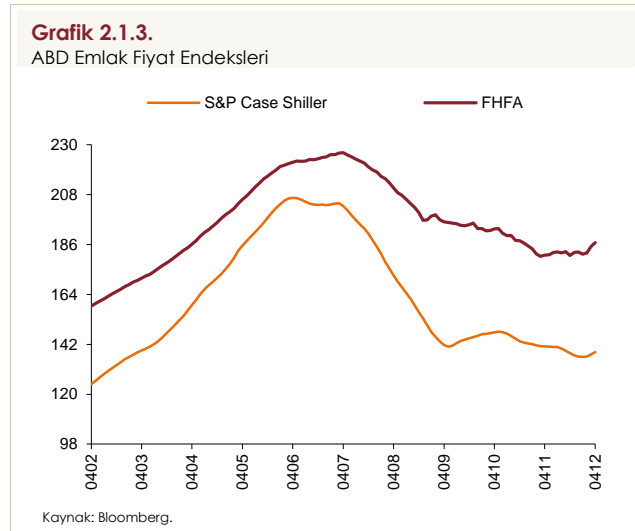
## 2.1. Küresel Büyüme

ECB'nin ikinci üç yıl vadeli likidite operasyonu ve Yunanistan'ın düzensiz iflasının önüne geçilmesiyle Euro Bölgesi borç krizine ilişkin algılamaların düzelmesi, yılın ilk çeyreğinde piyasalarda geçici bir iyimserliğe neden olmuştur. Bunun neticesinde GSYİH ağırlıklı küresel büyüme endeksi söz konusu dönemde bir miktar yukarı yönlü hareket ederken, dünya ticaretindeki değişim sınırlı kalmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.1). Ancak, yılın ikinci çeyreğinde İspanya'da bankacılık sektörünün finansman ihtiyacının daha da belirginleşmesi ile ağırlaşan Euro Bölgesi borç krizine bağlı olarak, önümüzdeki döneme ilişkin küresel büyüme görünümünün bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre daha olumsuz olduğunu söylemek mümkündür.

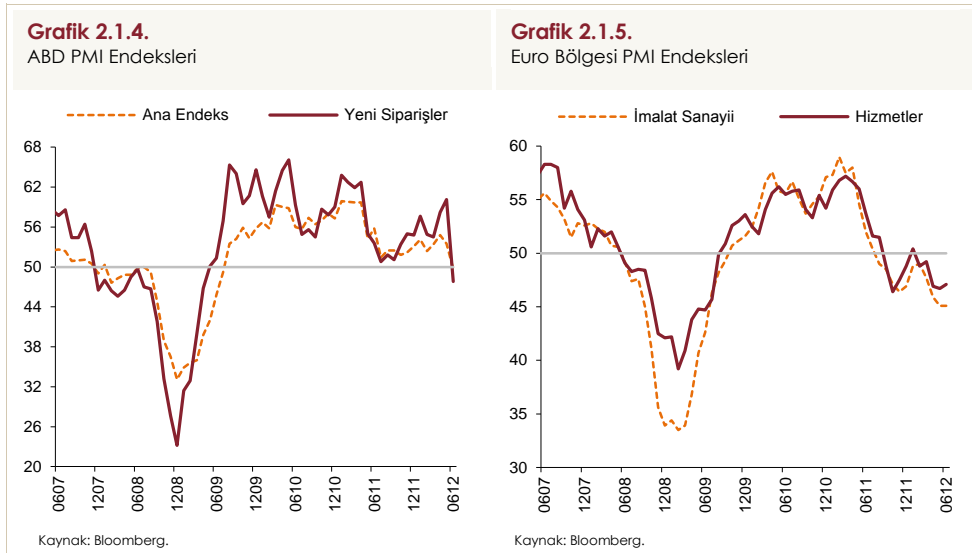




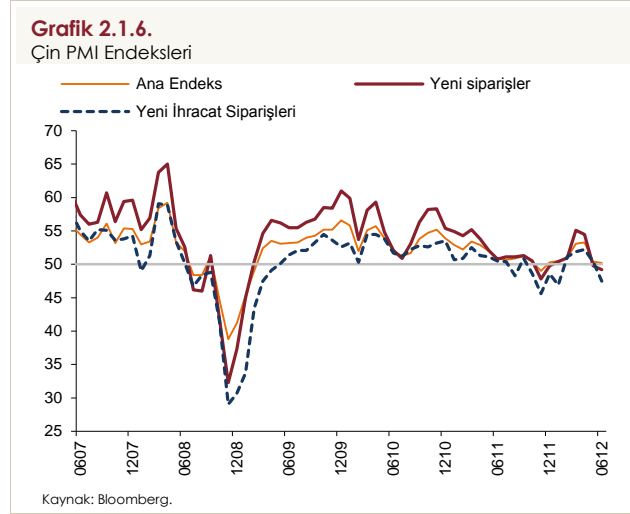
Toplulaştırılmış endeksler, 2012 yılının ilk çeyreğinde, iktisadi faaliyetin artış hızının gelişmiş ülkelerde sınırlı bir miktar arttığına, gelişmekte olan ülkelere ise gerilediğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.2). ABD ve Japonya, gelişmiş ekonomiler büyümesine pozitif katkıda bulunurken; Euro Bölgesi ve İngiltere'de yılın ilk çeyreğine ait büyüme oldukça düşük gerçekleşerek gelişmiş ekonomiler büyümesini aşağı çekmiştir. Gelişmekte olan ekonomiler itibarıyla bakıldığında ise Çin ve Hindistan ekonomilerindeki yavaşlama söz konusu ülke grubunun iktisadi faaliyetindeki gerilemenin temel belirleyicisi olmuştur.



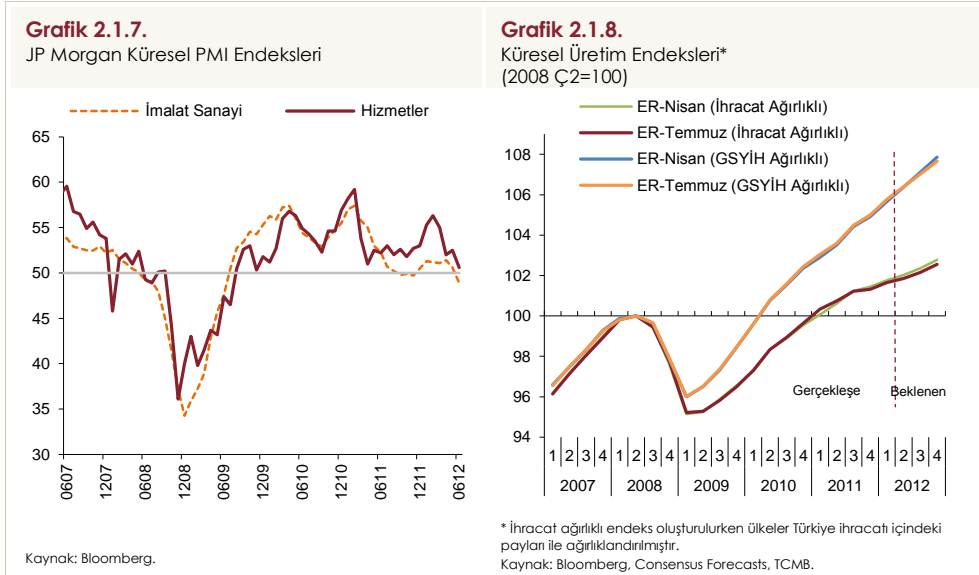
ABD GSYİH büyümesinin 2012 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre (yıllıklandırılmış) yüzde 1,9 artış göstermiş olması ve aynı dönemde konut piyasasına ilişkin verilerin olumlu seyretmesi, tüketici ve yatırımcı güvenini artırarak ABD ekonomisinin görünümüne pozitif yönde katkıda bulunmuştur. Ancak, konut sektöründe toparlanma sinyallerine karşın (Grafik 2.1.3 ve Kutu 2.1) işgücünde bir iyileşmenin gözlenmemiş olması ve Euro Bölgesi borç krizinin daha da ağırlaşarak küresel büyüme üzerinde belirsizlik oluşturmaya devam etmesi, ABD'nin önümüzdeki dönem büyümesi üzerinde belirgin bir aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Nitekim, yılın ikinci çeyreğine ilişkin PMI rakamlarındaki düşüş dikkat çekicidir (Grafik 2.1.4). 2011 yılının son çeyreğinde olduğu gibi, 2012 yılının ilk çeyreğinde de çeyreklik bazda daralma kaydeden Euro Bölgesi'nde de, ağırlaşan sorunlara paralel olarak, büyümenin yılın ikinci çeyreğinde sınırlı kalmaya devam edeceği öngörülmektedir (Grafik 2.1.5).



Küresel kriz sonrası toparlanma sürecinde, gelişmekte olan ekonomiler büyümesine en büyük katkıyı veren Çin'in büyüme oranındaki düşme eğilimi 2012 yılının ikinci çeyreğinde de devam etmiş ve GSYİH büyümesi yıllık bazda yüzde 7,6 olarak gerçekleşmiştir. Temelde tüketim kaynaklı gerçekleşen büyümeye dış talebin katkısı sınırlı olmuştur. Önümüzdeki döneme ilişkin PMI göstergeleri büyümenin sınırlı kalmaya devam edeceğini göstermektedir (Grafik 2.1.6).



Nisan Enflasyon Raporu döneminden bugüne geçen sürede açıklanan veriler, önümüzdeki döneme ilişkin küresel büyüme görünümünün kötüleştiğine işaret etmektedir. Küresel PMI rakamları incelendiğinde, imalat sanayii alt endeksi ve hizmetler alt endeksinin yılın başında sınırlı bir miktar artış gösterdiği, ancak Mart ayından itibaren bu hareketin tersine döndüğü ve endekslerin düşüş kaydettiği görülmektedir (Grafik 2.1.7).



Yılsonuna ilişkin küresel büyüme tahminlerine bakıldığında da, Temmuz ayı Consensus Forecasts bülteninde sunulan tahminlerin Nisan Enflasyon Raporu dönemindeki tahminlere göre daha olumsuz büyüme görünümüne işaret ettiği görülmektedir. Temmuz ayında, ABD ekonomisine ilişkin yılsonu büyüme tahminleri sınırlı bir miktar aşağı yönlü güncellenmiş; Euro Bölgesi'ne ilişkin

tahminler de; İtalya, İspanya ve Yunanistan kaynaklı olarak aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 2.1.1). Temmuz ayı Consensus Forecasts tahminleri ile güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksleri de bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre aşağı yönlü revize edilmiştir. Bu durum, yukarıda sunulan görünüm ile paralel olarak, dış ekonomilerde önümüzdeki dönemde belirgin bir toparlanmanın beklenmediğini, dolayısıyla küresel sorunların dış talebi baskılamaya devam edeceğini teyid eder niteliktedir (Grafik 2.1.8).

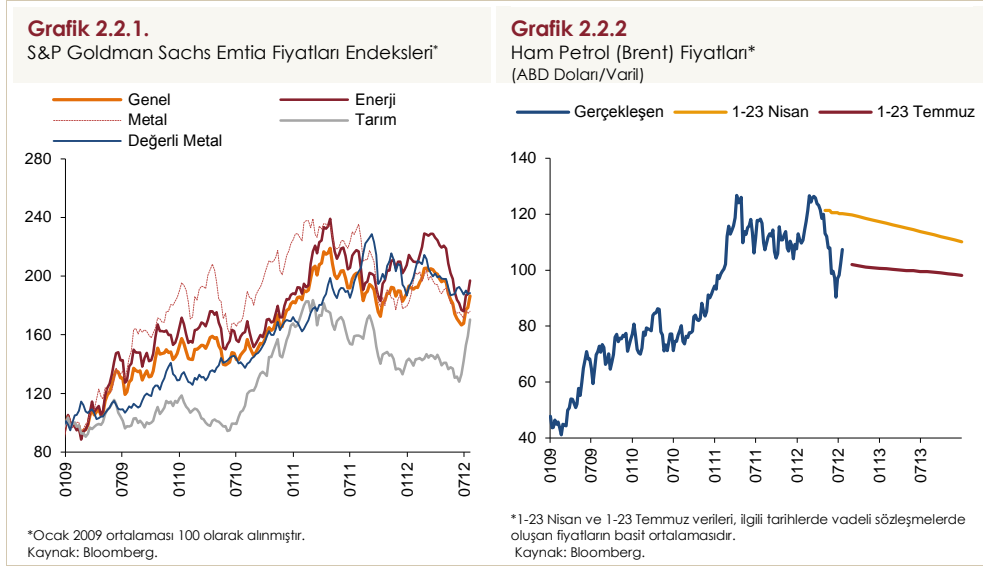
**Tablo 2.1.1.**  
2012 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

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

Kaynak: Consensus Forecasts.

## 2.2. Emtia Fiyatları

Emtia genel endeksi 2012 yılının ikinci çeyreğinde, 2010 yılı son çeyreğinden bu yana gözlenen en düşük seviyelere geriledikten sonra büyük ölçüde arz yönlü sorunlar nedeniyle yeniden yükseliş eğilimine girmiştir. Enerji fiyatları olumsuz küresel büyüme görünümü sonucu gerilerken, Temmuz ayının ilk günlerinden itibaren Ortadoğu'da beliren jeopolitik sorunlar nedeniyle artış sergilemiştir. Tarım ürünleri fiyatlarında gözlenen gerileme eğilimi ise Haziran ayı ortalarından itibaren ABD'de belirginleşen kuraklığın getirdiği arz yönlü sorunlar nedeniyle kesintiye uğramış ve yerini sert yükselişlere bırakmıştır. Endüstriyel metal fiyatlarında küresel iktisadi faaliyete ilişkin endişeler baskın çıkmış ve sınırlı düşüş eğilimi korunmuştur. Öte yandan, başta ABD istihdam rakamları olmak üzere Euro Bölgesi ve Çin ekonomisine ilişkin açıklanan olumsuz veriler sonrasında söz konusu ülkelerce yeni bir parasal genişlemeye gidilme ihtimalinin belirmesi, değerli metal fiyatlarının hareketinde belirleyici olmaktadır (Grafik 2.2.1 ve Grafik 2.2.2).

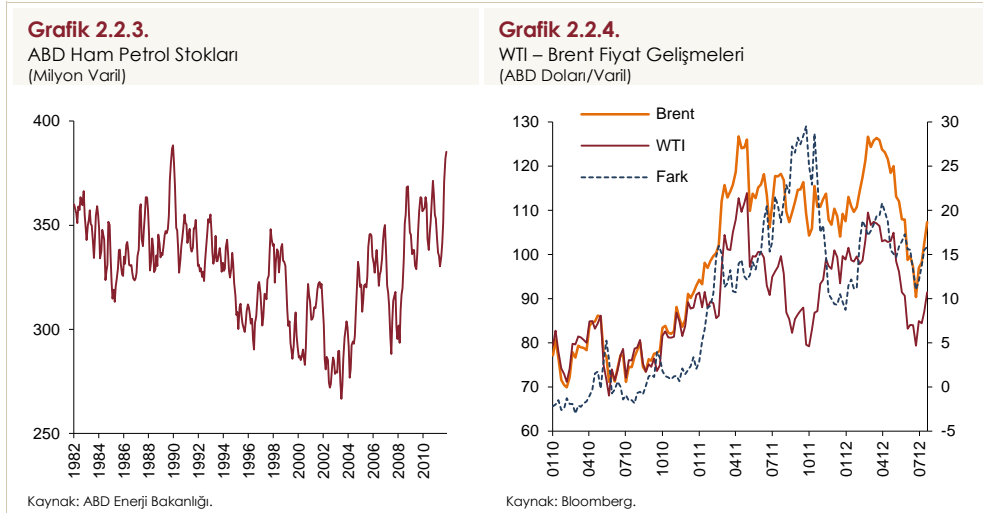


Bu dönemde talep yönlü gelişmeler petrol fiyatlarının aşağı yönlü hareketi üzerinde belirleyici olmuştur. ABD'den gelen olumsuz istihdam rakamları, yoğun emtia kullanımı olan Çin sanayi üretiminin zayıf seyri ve Euro Bölgesi'nde Yunanistan'dan sonra İtalya ve İspanya ekonomilerine ilişkin endişelerin artması küresel büyüme görünümünü olumsuz yönde etkilemiş ve petrol fiyatları ikinci çeyrek sonlarında son on sekiz ayın en düşük seviyelerine gerilemiştir. Euro Bölgesi liderlerinin Haziran ayı sonunda yaptığı toplantı ve ECB'nin faiz indirim kararı sonrasında olumlu bir görünüm oluşmuş olsa da, bölge ekonomisine ilişkin kaygıların giderilememiş olması petrol fiyatlarını aşağı yönlü baskı altında tutmaktadır.

Diğer taraftan, petrol fiyatlarının aşağı yönlü hareketinde arz yönlü gelişmeler de etkili olmuştur. Küresel büyüme görünümündeki bozulmaya rağmen, Suudi Arabistan'ın ham petrol üretimini rekor seviyelerde devam ettirmesi ham petrol piyasası açısından olumlu bir gelişme olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca ABD ve Kanada'da geleneksel olmayan yöntemlerle yapılan ham petrol üretimindeki artış neticesinde ABD ham petrol stokları 1990 yılından bu yana görülen en yüksek seviyeye ulaşmıştır (Grafik 2.2.3).

İran'la yaşanan nükleer krizi aşmak için yapılan müzakerelerin sonuçsuz kalması neticesinde, Avrupa tarafından Ocak ayında alınan ambargo kararı 1 Temmuz 2012 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiştir. Söz konusu ambargo kararıyla gerek İran'dan Avrupa ülkelerine yapılan petrol ihracatının gerekse İran'dan petrol ithal eden diğer ülkelerin ham petrol ticaretinde sigortacılık hizmetlerinden faydalanmalarının önüne geçilmektedir. Bu gelişmeler neticesinde, deniz yoluyla

yapılan ham petrol ticareti için büyük öneme sahip olan Hürmüz Boğazı üzerinde İran ile ABD arasında tekrar anlaşmazlık yaşanması bölgedeki politik riskleri arttırmıştır. Suriye’de yaşanan siyasi gerginliklerin tırmanması, Irak’ta belirginleşen iç sorunlar petrol fiyatlarında artışa neden olan diğer jeopolitik gelişmeler olarak dikkat çekmektedir. Ayrıca dünya ham petrol ihracatı sıralamasında beşinci olan Norveç’te ham petrol endüstrisinde yer alan işçi ve işveren sendikaları arasında yaşanan anlaşmazlıktan sonra üretimin durdurulması kısa vadede petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskleri arttırmaktadır. Hükümetin üretim kesintisini önlemek için anlaşmazlığa müdahalede bulunması olumlu bir gelişme olarak görülürken, sorunun tam olarak çözüme kavuşmamış olması özellikle Brent tipi ham petrol fiyatları için bir risk unsuru olarak ön plana çıkmaktadır (Grafik 2.2.4).



Latin Amerika ve Rusya'nın ardından son dönemde ABD'de de gözlenen kuraklıkla tarım ürünlerinde arz yönlü sorunlar daha da belirgin hale gelmiştir. ABD'de ekim alanlarındaki artışlara bağlı olarak rekor düzeyde olması beklenen tahıl ürünleri üretiminin ülkedeki aşırı sıcak havalardan etkisiyle beklenen seviyenin önemli ölçüde altında kalacağı ihtimalinin güçlenmesi tarım ürünleri fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaktadır (Tablo 2.2.1).

Sonuç olarak, küresel büyümedeki durgunluk emtia fiyatlarının üzerindeki baskıyı hafifletirken, ham petrol ve tarım ürünlerinde gözlenen arz yönlü sorunlar risk unsuru olarak ön plana çıkmaktadır. Bununla birlikte, Ortadoğu'da giderek yoğunlaşan jeopolitik sorunlar arz kanalı ile kısa ve orta vadede petrol fiyatlarında yukarı yönlü riskleri canlı tutmaya devam etmektedir.

**Tablo 2.2.1.**

Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri\*

	2010/2011	2011/2012	2012/2013	
			Mayıs Tahminleri**	Temmuz Tahminleri
<b>BUĞDAY (milyon ton)</b>				
Başlangıç Stoku	200,6	197,2	197,0	197,2
Üretim	651,1	694,7	677,6	665,3
Tüketim	654,5	694,7	686,5	680,1
Dönem Sonu Stoku	197,2	197,2	188,1	182,4
<b>MISIR (milyon ton)</b>				
Başlangıç Stoku	144,1	124,3	127,6	129,4
Üretim	829,1	873,7	945,8	905,2
Tüketim	848,9	868,6	921,0	900,5
Dönem Sonu Stoku	124,3	129,4	152,3	134,1
<b>PAMUK (milyon balya)</b>				
Başlangıç Stoku	47,8	49,5	66,9	66,7
Üretim	116,4	122,7	116,7	113,8
Tüketim	114,7	106,6	110,0	109,0
Dönem Sonu Stoku	49,5	66,7	73,8	72,4

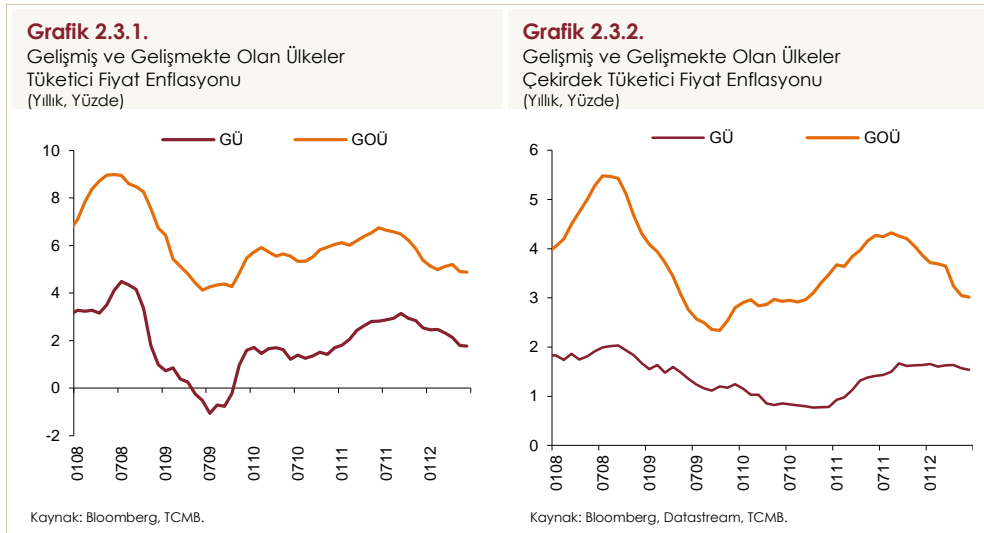
\* Dünya toplam ihracat ve ithalat rakamlarının ülkeler arası farklılıklardan dolayı dengede olmaması ve pazarlama aşında meydana gelen kayıp ve tahrip sebebiyle verilerde uyumsuzluklar görülebilmektedir.

\*\* 2012/2013 sezonu için ilk tahminler Mayıs ayı raporunda açıklanmıştır.

Kaynak: ABD Tarım Bakanlığı.

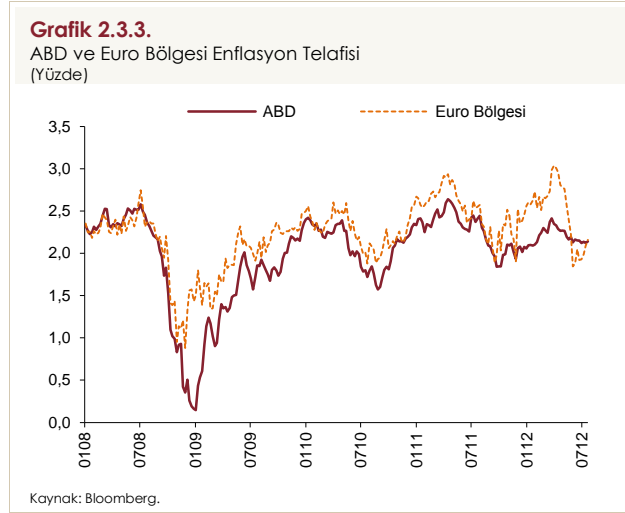
### 2.3. Küresel Enflasyon

2012 yılının ikinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyon oranları gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde aşağı yönlü bir eğilim sergilemeye devam etmiştir (Grafik 2.3.1). Bu dönemde emtia fiyatlarında gözlenen düşüş enflasyon oranlarındaki gerilemeyi destekleyen en önemli unsur olmuştur. Öte yandan, yıllık çekirdek enflasyon oranları gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde gerilemiş, gelişmiş ülkelerde ise yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 2.3.2).



2012 yılı ikinci çeyreğinde, başta İspanya'da ortaya çıkan bankacılık sektörü finansman ihtiyacı olmak üzere, Euro Bölgesi'ndeki olumsuz ekonomik gelişmeler, bölgenin büyüme görünümüne ilişkin endişelerin artmasında ve

enflasyon telafisinin belirgin biçimde düşmesinde etkili olmuştur (Grafik 2.3.3). Aynı dönemde ABD enflasyon telafisindeki düşüş ise sınırlı kalmıştır.



2012 ve 2013 yıllarına ilişkin küresel enflasyon tahminleri geçen Rapor dönemine kıyasla sınırlı oranda gerilemiştir (Tablo 2.3.1). Ancak, tarım fiyatlarında Haziran ayından bu yana gözlenmekte olan yüksek oranlı artışlar önümüzdeki dönemde küresel ölçekte enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecek bir risk unsuru olarak görülmektedir. Buna ek olarak, ECB'nin Euro Bölgesi'nde ekonomiyi canlandırmaya yönelik aldığı son kararların bölge ülkelerinde enflasyon oranlarının yükselmesine neden olabileceği düşünülmektedir. Öte yandan, son aylarda enerji fiyatlarında gözlenen düşüş eğiliminin önümüzdeki dönemde kesintiye uğraması, bahsi geçen olası yukarı yönlü etkileri artırmada rol oynayabilecektir.

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

	2012		2013	
	Nisan	Temmuz	Nisan	Temmuz
Dünya	3,0	2,9	2,9	2,8
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				
ABD	2,3	2,0	2,1	1,9
Euro Bölgesi	2,3	2,3	1,7	1,7
Almanya	2,0	2,0	1,8	1,8
Fransa	2,1	2,0	1,8	1,6
İtalya	3,0	3,0	2,4	2,0
İspanya	1,8	1,8	1,6	1,5
Yunanistan	0,9	0,6	0,5	1,9
Japonya	-0,2	0,1	0,0	0,0
İngiltere	2,8	2,7	2,0	2,0
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>				
Asya Pasifik	3,8	3,8	4,0	4,0
Çin	3,3	3,0	3,6	3,5
Hindistan *	7,0	8,4	6,6	7,6
Latin Amerika	6,0	5,9	6,3	6,4
Brezilya	5,1	4,9	5,4	5,4
Doğu Avrupa	6,4	6,4	5,3	5,3

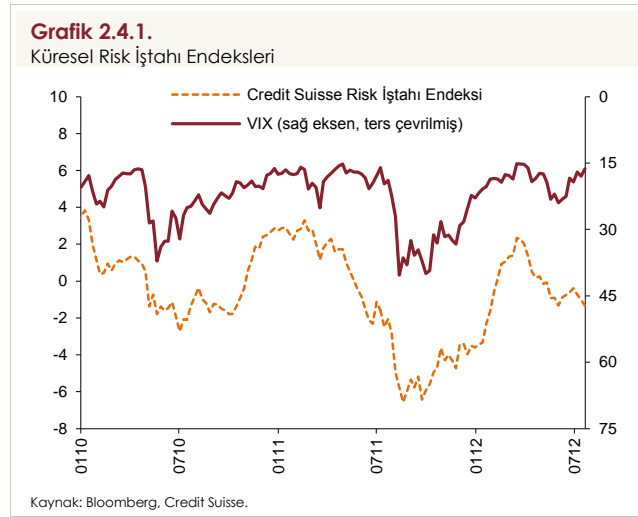
\* Nisan ayında başlayan mali yıla göre.

Kaynak: Consensus Forecasts.

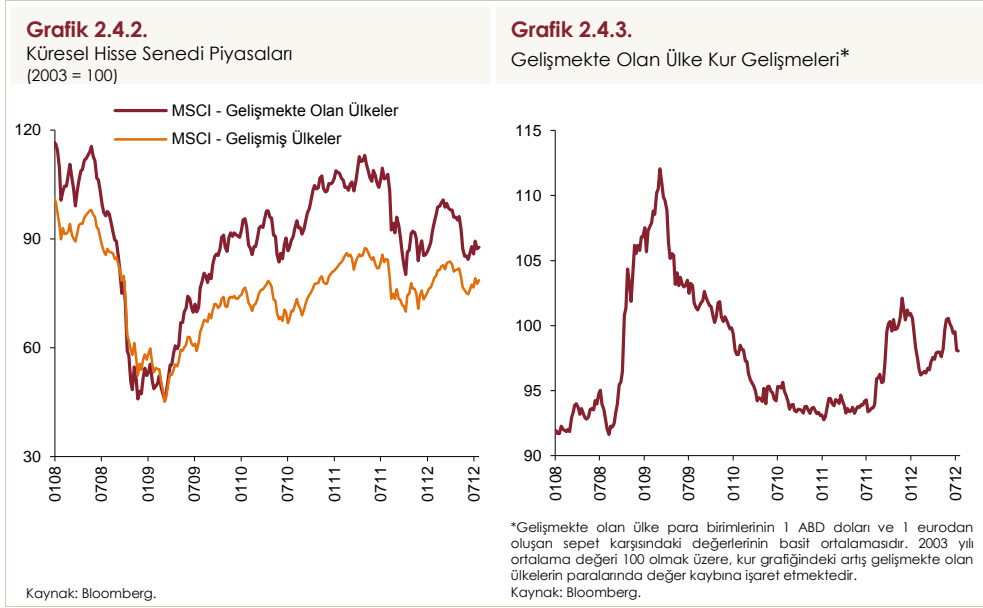


## 2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

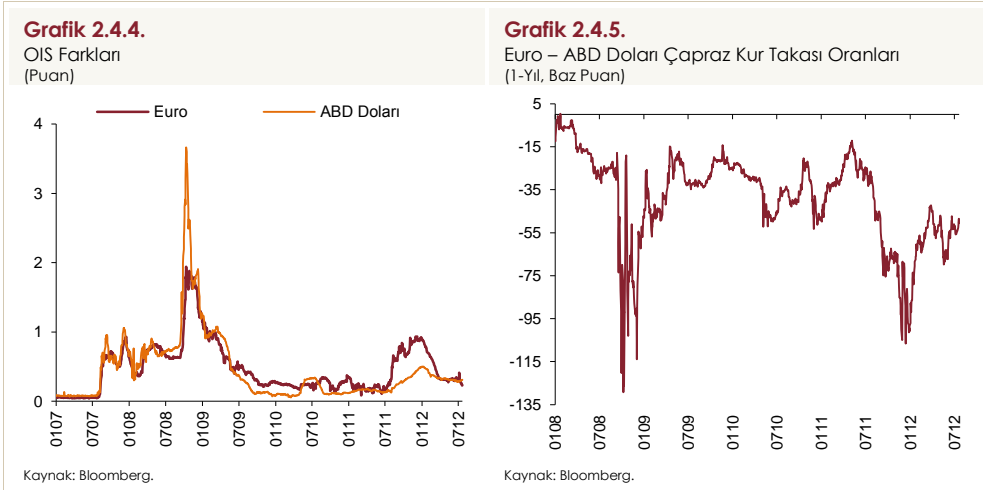
Son üç aylık dönemde, bankacılık sektörü kaynaklı sorunlar nedeniyle İspanya'ya ilişkin endişelerin artması ve Yunanistan'da yaşanan siyasi belirsizlikler Euro bölgesi borç krizini canlı tutan başlıca gelişmeler olmuştur. Euro Bölgesi'ne ait sorunların yanı sıra başta Çin ve ABD ekonomilerine ait olmak üzere iktisadi faaliyete ilişkin verilerin beklentilerin altında kalmasıyla Nisan ve Mayıs aylarında küresel risk iştahında düşüşler gerçekleşmiştir. İspanya bankacılık sektörünün yeniden sermayelendirilmesi için dış destek sağlanması ve Yunanistan'da seçim sonuçlarının olumlu karşılanması, Haziran ayından itibaren risk iştahındaki bozulmayı durduran gelişmeler olmuştur. 28–29 Haziran tarihli AB zirvesinde İspanya bankacılık sektörüne yardım kararı çıkması ve Euro Bölgesi'nde bankacılık birliğine gidileceğine dair kararlar alınmasına rağmen, uygulamaya ve içeriğine ilişkin belirsizliklerin ortadan kalkmaması nedeniyle risk iştahında belirgin bir toparlanma gerçekleşmemiştir. Temmuz ayı ortalarından itibaren İspanya'da getirilerin borç sürdürülebilirliği endişelerini tetikleyecek seviyelere yükselmesi ve Yunanistan'ın mevcut istikrar programını uygulamada zorluk yaşadığı algılamasının güçlenmesi risk iştahını baskılamaya devam eden unsurlar olarak öne çıkmaktadır (Grafik 2.4.1).



Küresel risk iştahı gelişmeleriyle uyumlu olarak, hisse senedi piyasalarında önemli değer kayıpları yaşandıktan sonra kısmi bir toparlanma gerçekleşmiştir. Benzer şekilde, değer kayıpları yaşayan gelişmekte olan ülke kurları, risk iştahının toparlanması ile kayıplarını kısmen telafi edebilmiştir (Grafik 2.4.2 ve Grafik 2.4.3).

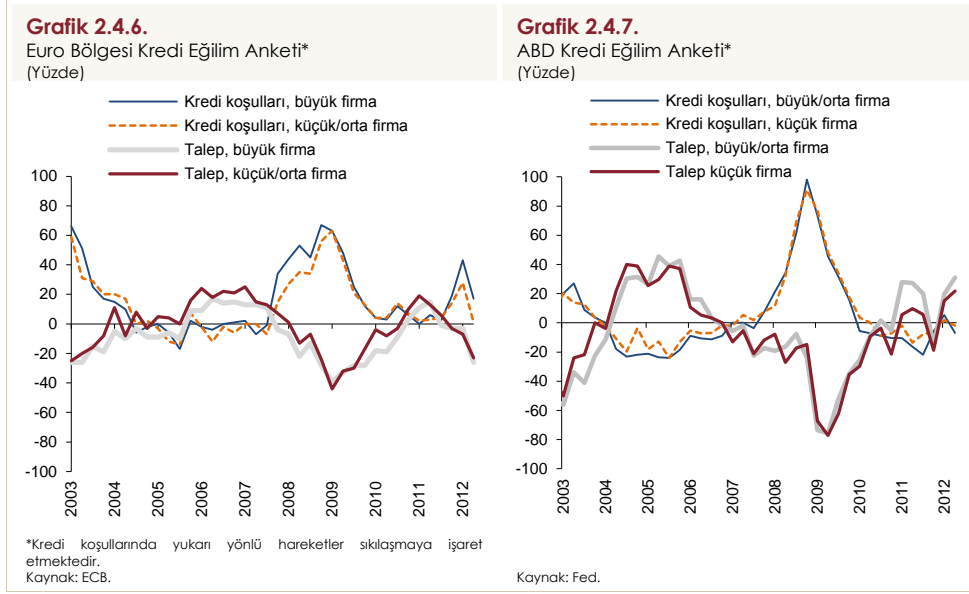


Para piyasaları gelişmeleri incelendiğinde, OIS farkı serilerinde son üç aylık dönemde belirgin bir değişiklik gerçekleşmediği gözlenmektedir. Merkez bankalarının gevşek politikalarına rağmen sektördeki karşı-taraf riski baskın kalmaya devam etmektedir (Grafik 2.4.4). Euro – ABD doları çapraz kur takas oranları İspanya bankacılık sektörü kaynaklı sorunlar nedeniyle son üç aylık dönemde de, euro aleyhine, yüksek seviyelerini korumuştur (Grafik 2.4.5).

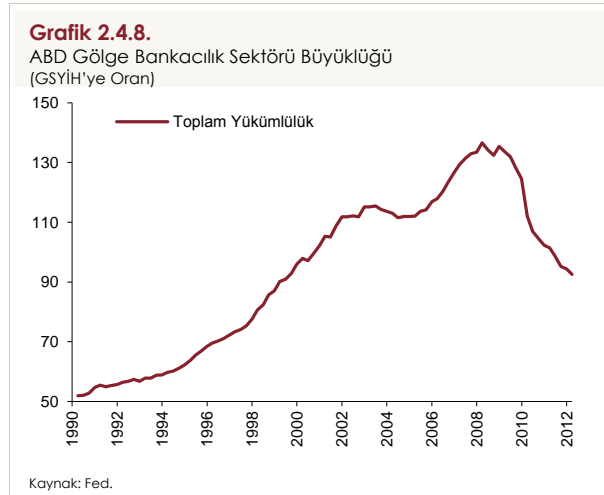


Euro Bölgesi borç krizi kredi piyasalarını da olumsuz etkilemeye devam etmektedir. ECB'nin yayımladığı son kredi eğilim anketi 2012 yılının ilk aylarında kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın önemli ölçüde azalmasına rağmen, kredi talebindeki gerilemenin belirginleştiğine işaret etmektedir (Grafik 2.4.6). Diğer yandan Fed'in yayımladığı son kredi eğilim anketi, ABD'de bankacılık

sektörünün kredi koşullarını bir miktar gevşettiğini ortaya koyarken, kredi talebinin 2011 yılı son çeyreğindeki kesintinin ardından toparlandığını ve küresel finansal kriz sonrası en yüksek değerlere ulaştığını yansıtmaktadır (Grafik 2.4.7).



Küresel krize dek hızlı bir şekilde büyüyen ve başta emlak sektöründe olmak üzere köpüklere neden olduğu gerekçesiyle eleştirilen gölge bankacılık sektörü faaliyetleri<sup>1</sup> gerilemeye devam etmektedir (Grafik 2.4.8).



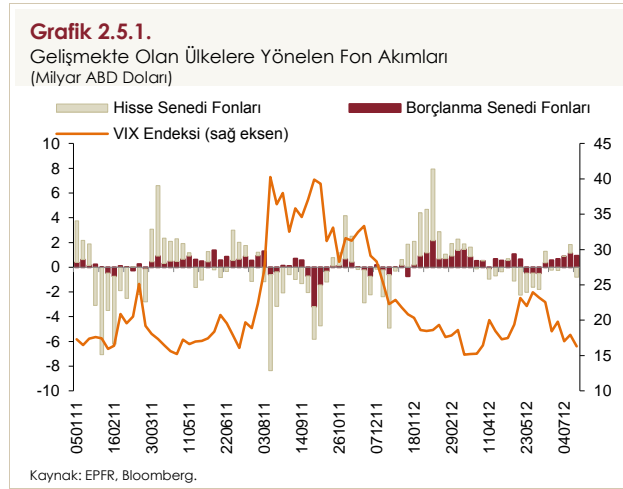
Son üç aylık dönemde küresel piyasalarda yaşananlar, kırılganlıkların canlı olduğuna ve Euro Bölgesi borç krizine ilişkin gelişmelerin ise gündemi belirlemeye

<sup>1</sup> Pozsar, Adrian, Ashcraft ve Boesky (2010) çalışması baz alınarak gölge bankacılık büyüklüğü yükümlülükler üzerinden hesaplanmıştır. Daha detaylı bilgi için bakınız: [http://www.ny.frb.org/research/staff\\_reports/sr458.pdf](http://www.ny.frb.org/research/staff_reports/sr458.pdf).

devam edeceğine işaret etmektedir. 28–29 Haziran tarihli zirvede alınan kararların uygulamasında beliren görüş ayrılıklarının giderilip giderilemeyeceği bu bağlamda büyük önem arz etmektedir. İspanya bankacılık sektörü kaynaklı gelişmeler başta olmak üzere, İtalya ile İspanya'nın borçlanma maliyetlerini etkileyecek gelişmelerin küresel piyasalarda belirleyici olmaya devam etmesi beklenmektedir.

## 2.5. Sermaye Akımları

Küresel risk iştahında 2012 yılı ikinci çeyreğinde gözlenen bozulma eğilimi, yılın ilk çeyreğinde önemli oranda portföy yatırımı çekmiş olan gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarını beraberinde getirmiştir (Grafik 2.5.1). Gelişmekte olan Asya ülkeleri en yüksek miktarda fon çıkışları yaşayan ülke grubu olurken, portföy yatırımları açısından görece olarak en iyi performansı Latin Amerika ülkeleri sergilemiştir. Yükselen Avrupa ülkelerinde ise hisse senedi piyasalarından çıkışlar büyük oranda borçlanma senedi piyasalarına girişler ile telafi edilmiştir.



Çeyreklik olarak bakıldığında fon çıkışları ağırlıklı olarak hisse senedi piyasalarında gözlenmiş, ancak bu çıkışlar yılın ilk çeyreğinde gelişmekte olan ülke hisse senetlerine yönelen fonların yüzde 40'ından daha az bir bölümü ile sınırlı kalmıştır (Tablo 2.5.1). Borçlanma senedi piyasalarına yönelik yatırımlar ise yılın ilk çeyreğine kıyasla azalarak da olsa devam etmiştir.

**Tablo 2.5.1.**  
Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımları  
(Milyar ABD Doları)

	Toplam	Hisse Senedi Fonları	Borçlanma Senedi Fonları
2012 1.Çeyrek	32,9	22,7	10,2
2012 2.Çeyrek	-4,7	-8,7	4,0

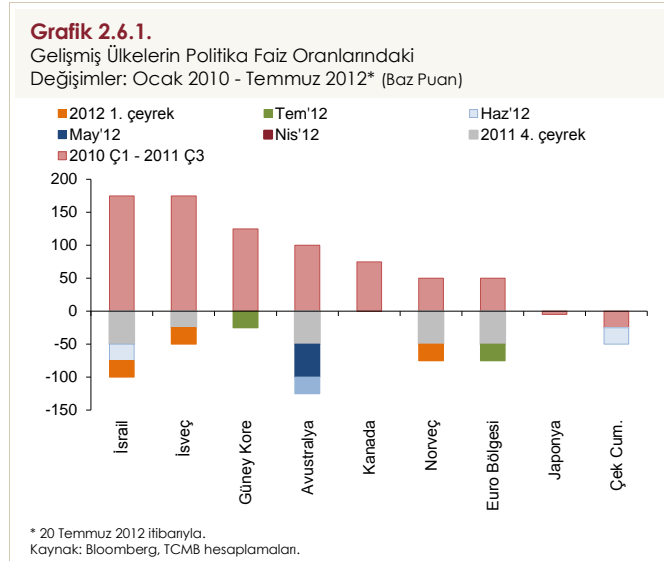
Kaynak: EPFR

Önümüzdeki dönemde Euro Bölgesi'ne dair belirsizliklerin, yatırımcıların risk iştahını olumsuz yönde etkilemek suretiyle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını sınırlayabilecek en önemli risk unsuru olduğu düşünülmektedir.

## 2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

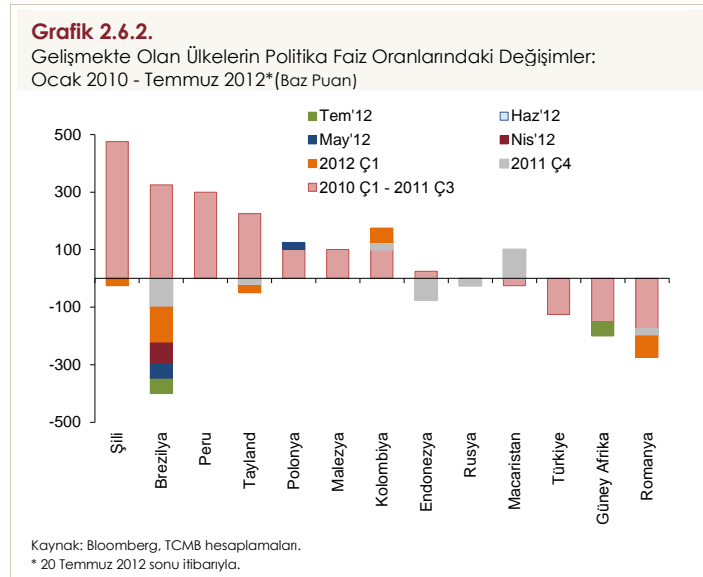
2012 yılı ikinci çeyreğinde para politikası kararlarını büyük ölçüde küresel büyüme görünümü belirlemiştir. Bu çerçevede, bir önceki çeyrek ile kıyaslandığında daha olumsuz bir görünüm arz eden küresel büyüme görünümüne bağlı olarak gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde para politikasının belirgin olarak gevşediği görülmektedir.

Yılın ikinci çeyreğinde bazı gelişmiş ülkelerin politika faizlerini düşürmek suretiyle para politikalarını gevşettikleri görülmektedir. Euro Bölgesi'ndeki sorunları gidermeye yönelik önlemler paketinin giderek genişlemesi ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) fonlarının daha yaygın kullanılmaya başlanmasına karşın, Euro Bölgesi büyüme öngörülerini olumsuzya doğru bir seyir izlemiş, buna bağlı olarak ECB politika faizini Temmuz ayında, beklentilerle uyumlu olarak, 25 baz puan düşürmüştür. Öte yandan, Kore Merkez Bankası'nın Temmuz ayında politika faizini 25 baz puan indirmesi piyasada sürpriz olarak değerlendirilmiştir. Çek Cumhuriyeti, Avustralya ve İsrail de yılın ikinci çeyreğinde faiz düşürmek suretiyle para politikalarını gevşetmiştir (Grafik 2.6.1).



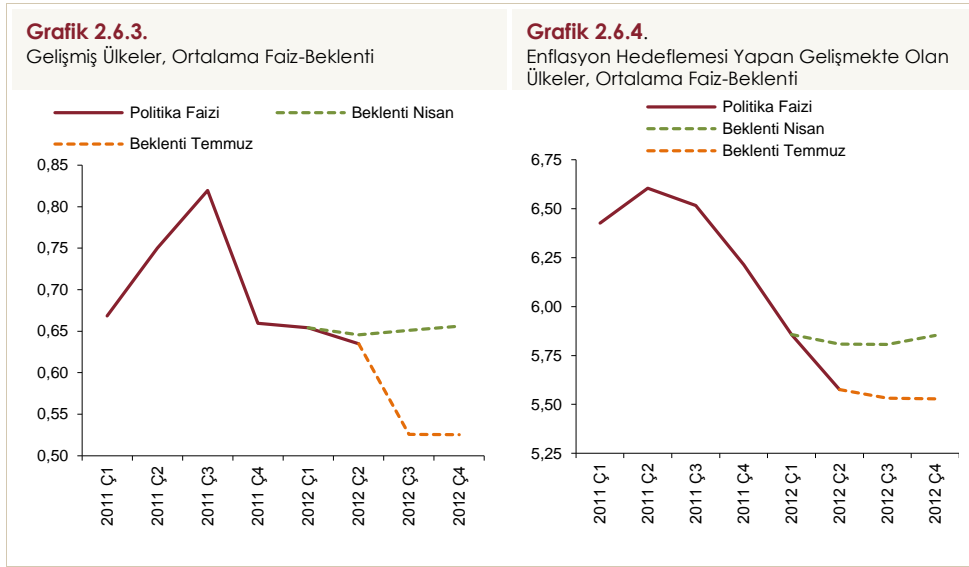
Yılın ikinci çeyreğinde, ABD Merkez Bankası (Fed) ve İngiltere Merkez Bankası'nın niceliksel genişleme araçları kullanarak para politikası duruşlarını gevşettikleri gözlenmiştir. Sözgelimi, Fed, 19 – 20 Haziran tarihli toplantısı sonrasında, Temmuz başında sona ermesi beklenen, piyasadaki uzun vadeli tahvilleri kısa vadeli tahvillerle değiştirme uygulamasını (Operation Twist) yılsonuna kadar uzattığını açıklamıştır. Buna gerekçe olarak hem orta vadeli istihdam öngörülerini hem de küresel mali piyasalardaki riskleri gösteren Fed, büyümenin öngörülerinin altında gerçekleşmesi ve enflasyon eğiliminin orta vadeli tahminlerinin altında kalması durumunda tekrar parasal genişlemeye gidebileceğinin de sinyallerini vermiştir. İngiltere Merkez Bankası da, Temmuz ayı toplantısında varlık alım programını 50 milyar sterlin artırdığını duyurmuştur.

Yılın ikinci çeyreğinde bazı gelişmekte olan ekonomilerde de politika faizlerinin düşmüş olduğu görülmektedir. Brezilya faiz düşürme eğilimini geçtiğimiz çeyrekte de sürdürmüştür. Güney Afrika 2010 yılı sonlarından itibaren ilk kez faiz indirimine başvurmuş ve politika faizini 50 baz puan düşürmüştür. Çin ve Hindistan merkez bankalarınınca yapılan 56 ve 50 baz puanlık indirimler de, söz konusu ülkelerin, düşen GSYİH büyüme oranları konusundaki kaygılarını ortaya koymaktadır (Grafik 2.6.2).



Euro Bölgesi krizinin küresel büyüme görünümü üzerindeki olumsuz etkisinin beklenenin ötesinde olacağına dair algılamaların güçlenmesine bağlı olarak, yılın ikinci çeyreğinde küresel para politikası, bir önceki Enflasyon Raporu döneminde beklenenin üzerinde gevşemiştir. Buna ilaveten, bir önceki Enflasyon

Raporu döneminde gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ekonomilerde politika faizlerinin bir süre daha paralel seyrettikten sonra yılsonuna doğru artma eğilimine girmesi beklenirken, yılın ikinci çeyreği itibarıyla, faizlerdeki düşme eğiliminin yılın geri kalanında da devam etmesi beklenmektedir. Gelişmekte olan ekonomiler ile kıyaslandığında, gelişmiş ülkelerde, yılsonuna ilişkin faiz beklentilerinin Nisan Enflasyon Raporu'na göre çok daha belirgin olarak aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir. Bunun, büyük ölçüde, ECB'nin tekrar faiz indirimine gideceğine dair algılamaların güçlü olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir (Grafik 2.6.3 ve Grafik 2.6.4).



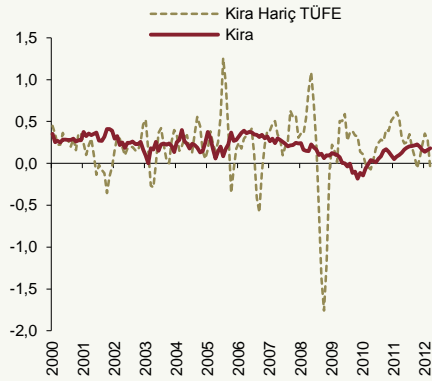
Kutu  
2.1

## ABD Konut Piyasası Dinamikleri

Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde 2007 yılı sonrası dönemde konut fiyatlarında gözlenen düşüşler hem konut kredilerindeki temerrüt oranlarını arttırmış hem de yeni konut yapımının azalmasına sebep olmuştur. Krizden çıkışta da ev fiyatlarının artmaya başlamasına bağlı olarak konut yapımının artmasının etkili olacağı düşünülmektedir. Bu çerçevede, bu kutuda uzun ve kısa dönem görelî kira hareketleri ve ipotekli konut kredisi faiz oranları kullanılarak ABD konut piyasası analiz edilmekte, ayrıca yüksek seviyedeki konut stokunun muhtemel etkileri tartışılmaktadır.

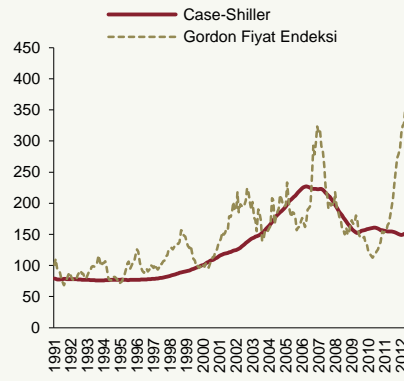
ABD ekonomisinde krizin başladığı 2007 yılından bu yana kira enflasyon oranı kira dışı enflasyon oranından genel olarak düşük seyretmiştir. Uzun dönem görelî fiyat hareketleri göz önüne alındığında, sağlıklı bir konut piyasasında, kira enflasyonunun kira hariç enflasyondan yüksek olması beklenmektedir (Arslan ve Kanık (2012)). Son dönemde kira enflasyonunun uzun dönem seviyelerine yaklaşması, ABD konut piyasasının normale dönmeye başladığının ilk işareti olarak algılanmaktadır (Grafik 1).

**Grafik 1.** ABD Enflasyon Oranları  
(Mevsimsellikten Arındırılmış Kira ve Kira Dışı TÜFE-Üç Aylık Hareketli Ortalamalar)



Kaynak: Bureau of Labor Statistics.

**Grafik 2.** Case-Shiller (Ocak 2000 = 100) ve Gordon Konut Fiyat Endeksleri (Ocak 2000=100)



Kaynak: standardandpoors.com, Arslan ve Kanık (2012).

Konut piyasasında kiranın yanında ipotekli konut kredisi faiz oranları da önemli bir etkiye sahiptir. Faiz oranları kredinin maliyetini etkilediğinden, kredi talebini, dolayısıyla da konut talebini etkilemektedir. Tüketiciler tarafından en çok tercih edilen 30 yıl vadeli ipotekli kredinin faiz oranları 1986 yılından günümüze kadar azalan bir eğilim göstermiş, 2001 yılında Fed'in uyguladığı genişleyici para politikası neticesinde yüzde 6 seviyesine kadar gerilemiştir. 2007 yılında başlayan ekonomik



krizin etkilerini azaltmak maksadı ile Fed'in uyguladığı gerek çok düşük faiz, gerekse ipotekli konut kredilerine dayalı varlık alımı politikaları sayesinde 30 yıl vadeli ipotekli konut kredi faizleri yüzde 5 seviyesine kadar düşmüş, son aylarda ise yüzde 4 seviyelerinin de altına inmiştir.<sup>2</sup> Tarihsel düşük seviyelerde seyreden konut kredisi faiz oranları konut piyasasında toparlanmaya yardımcı olacak bir faktör olarak öne çıkmaktadır.

Kira ve faiz oranlarının etkilerini bir çeşit indirgenmiş nakit akımları modeli olan Gordon büyüme modeli kullanılarak beraber incelemek de mümkündür. Gordon fiyatlama formülü aşağıdaki denklemde gösterilmektedir:

$$P = \frac{K}{r - g}$$

Denklemde  $P$  Gordon fiyatını,  $K$  bir dönem sonraki konut kirasını,  $g$  konut kirasının büyüme oranını (sabit kira enflasyonu),  $r$  ise konut kredi faiz oranlarını ifade etmektedir. Denklem, konut finansmanının konut kredisi ile yapıldığı varsayımı altında, Gordon fiyatlarının faizlerin azalması ve kira enflasyonunun artması ile yükseleceğini tahmin etmektedir.

Gordon fiyatlama formülünden elde edilen Gordon Konut Fiyat Endeksi (KFE), Case-Shiller KFE ile birlikte Grafik 2'de gösterilmektedir. Gordon KFE'nin uzun dönemde gayrimenkul piyasasındaki fiyatlarla benzer eğilimde hareket ettiği görülmektedir. Öte yandan, son dönemde Gordon KFE Case-Shiller KFE'den oldukça ayrılmış ve Nisan 2012 itibarıyla Gordon KFE'nin Case-Shiller KFE'ye oranı 2,36 seviyesine çıkmıştır. Bu değer, Case-Shiller KFE'nin Gordon KFE'den oldukça düşük bir seviyede olduğunu ve yükselme potansiyeli taşıdığını düşündürmektedir.

Sonuç olarak, yapılan analizler önümüzdeki dönemde faiz oranları ve kira dinamiklerinin ABD'de konut piyasasında toparlanmaya katkıda bulunacağına işaret etmektedir. Bununla birlikte, toparlanma üzerinde halen belirgin aşağı yönlü riskler bulunmaktadır. Nitekim satışa hazır bekleyen konut stokunun kriz sonrasında artması, düşük faiz oranlarından sadece sınırlı sayıda tüketicinin faydalanabilmesi ve Euro Bölgesi borç krizinin daha da derinleşme olasılığı analizde yapılan tahminler açısından aşağı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır. Öte yandan, Gordon fiyatlama formülünün risk ve beklenti gibi önemli unsurları içermemesi tahminleri etkileyebilecek diğer önemli bir faktör olarak düşünülmektedir.

#### Kaynakça

Arslan, Y. ve B. Kanık (2012). "ABD Kira Enflasyonu ve Konut Fiyat Dinamikleri," TCMB Ekonomi Notları, 12/03.

<sup>2</sup> Benzer hareketler diğer vadelerdeki konut kredisi faiz oranlarında da gözlenmektedir.



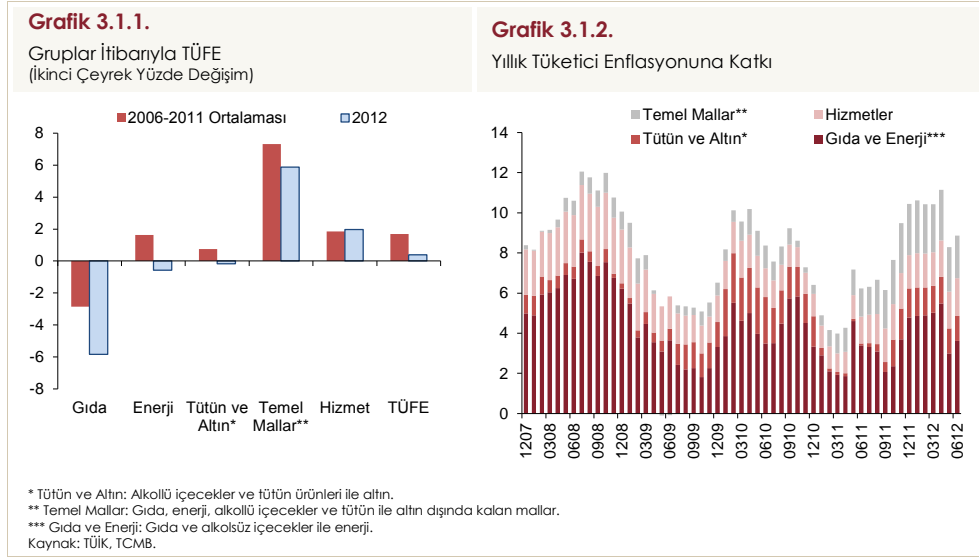
## 3. Enflasyon Gelişmeleri

### 3.1. Enflasyon

2012 yılının ikinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 1,6 puan azalarak yüzde 8,87 oranına gerilemiştir. Bu gelişmede olumlu seyrini sürdüren işlenmemiş gıda fiyatları ile uluslararası emtia fiyat gelişmeleri paralelinde gerileyen petrol fiyatları belirleyici olmuştur. Bu dönemde temel mal grubu yıllık enflasyonu yavaşlama eğilimini sürdürürken, hizmet enflasyonunda sınırlı bir oranda artış gözlenmiştir. Yavaşlayan ekonomik faaliyet enflasyon görünümüne olumlu katkı sunmuş, aynı dönemde maliyet yönlü baskıların da hafiflemesi ile temel enflasyon göstergeleri aşağı yönlü bir eğilim göstermiştir. Sonuç olarak, yılın ikinci çeyreğinde enflasyon, temelde işlenmemiş gıda ve enerji fiyatlarının öngörülenin de üzerinde azalması sonucunda Nisan Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminin altında gerçekleşmiştir.

Alt gruplar detayında bakıldığında, yılın ikinci çeyreğinde hizmet grubu haricindeki ana harcama gruplarında çeyreklik fiyat değişim oranları geçmiş yıl ortalamalarına kıyasla daha olumlu bir görünüm sergilemiştir (Grafik 3.1.1). Bu dönemde yıllık enflasyondaki gerilemede gıda fiyatlarındaki yüksek oranlı azalış belirleyici olmuştur. İkinci çeyrekte yıllık enflasyonu 3,87 puan azalan gıda grubunun enflasyona yaptığı katkı ilk çeyrek sonuna kıyasla 1,08 puan gerilemiştir (Grafik 3.1.2). Aynı dönemde enerji grubunun enflasyona yaptığı katkı Nisan ayında elektrik ve doğalgaz tarifelerinde yapılan yüksek oranlı ayarlamalara rağmen, akaryakıt fiyatlarında gözlenen belirgin gerileme ile 0,33 puan azalmıştır. Diğer taraftan, hizmet grubunun enflasyona yaptığı katkı ise yemek ve haberleşme hizmetleri enflasyonundaki yükseliş paralelinde 0,22 puan artmıştır.

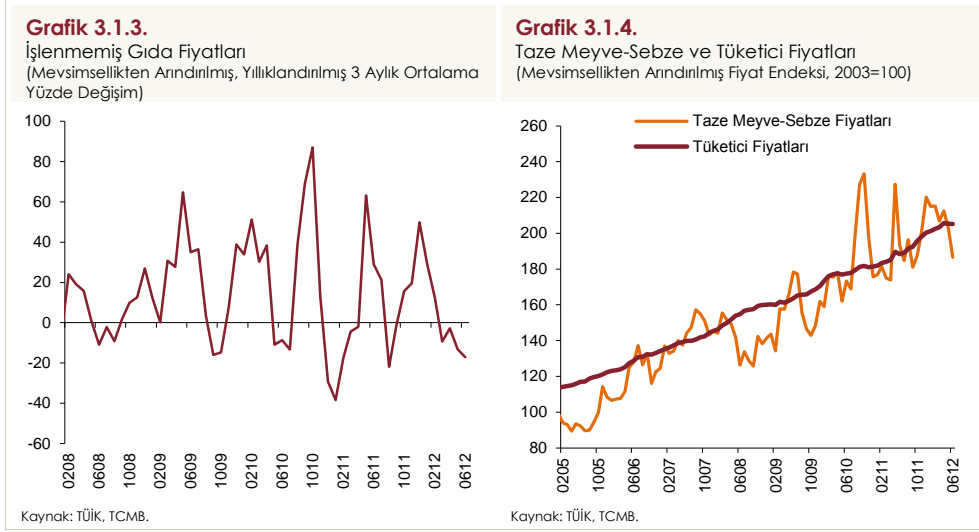
Sonuç olarak, son dönemde tüketici enflasyonunda kaydedilen yavaşlamada işlenmemiş gıda ve petrol fiyatlarının seyri belirleyici olmuştur. İşlenmemiş gıda fiyatlarının yılın geri kalan döneminde de ılımlı seyrini sürdürmesi beklenmektedir. Diğer taraftan, işlenmiş gıda fiyatları ekmek fiyatlarındaki gelişmelere ve son dönemde uluslararası gıda emtia fiyatlarındaki eğilime bağlı olarak yukarı yönlü risk taşımaktadır. Ayrıca, petrol fiyatlarında ulaşılan düşük seviyeler sonrasında Haziran ayı sonunda gözlenen artış eğilimi, kısa vadede enflasyon görünümüne ilişkin yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.



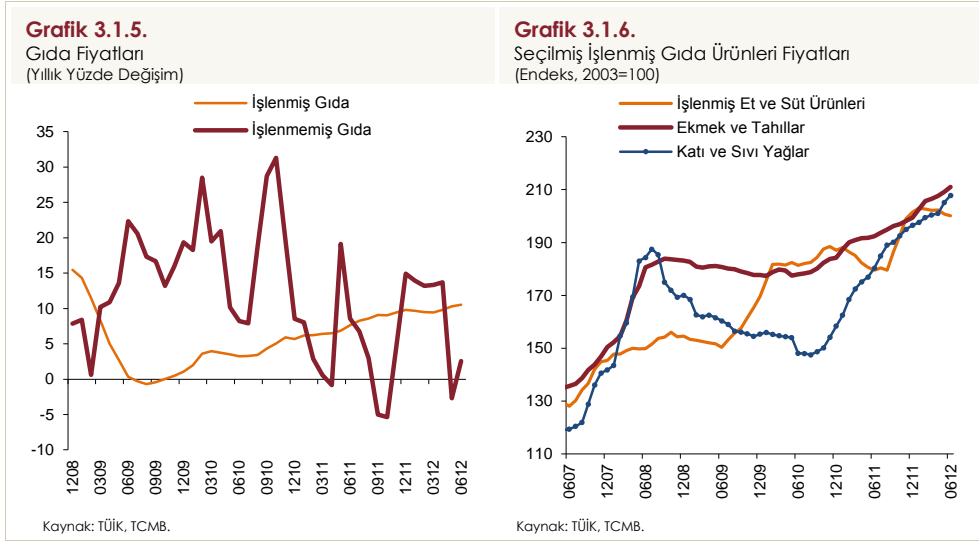
İşlenmemiş gıda fiyatlarında ilk çeyrekte gözlenen olumlu seyir ikinci çeyrekte güçlenerek devam etmiştir (Grafik 3.1.3). Mevsimsel etkilerle fiyatların azalış eğiliminde olduğu ikinci çeyrekte fiyatların yüzde 14,76 oranında gerilemesi ile endeks tarihindeki en büyük çeyreklik düşüş kaydedilmiştir. Bu dönemde sebze fiyatları tarihsel ortalamalara yakın bir oranda gerilerken, meyve fiyatlarının mevsimsel artış eğiliminin aksine azalış kaydetmesi bu gelişmede temel belirleyici olmuştur. Böylelikle, meyve ve sebze fiyatlarında tüketici fiyatları genel seviyesine kıyasla belirgin bir düşüş kaydedilmiştir (Grafik 3.1.4). Meyve fiyat artışları daha detaylı incelendiğinde ikinci çeyrek artış oranının önceki yıllara kıyasla daha az oynak bir yapı sergilediği görülmektedir. Bunda, yeni mevsim ürünlerinin endeks kapsamına alınma dönemlerinde yapılan ayarlamaların da etkisi hissedilmektedir.<sup>1</sup> Kutu 3.1'de taze meyve ve sebze fiyatlarındaki güçlü mevsimsellikten kaynaklanan TÜFE oynaklığının etkileri tartışılmıştır.

Bu dönemde meyve ve sebze dışında kalan işlenmemiş gıda kalemlerinde de fiyatların azalış göstermesiyle, işlenmemiş gıda grubu fiyatları Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha olumlu bir seyir izlemiştir. Böylelikle bu grupta yıllık enflasyon Haziran sonu itibarıyla yüzde 2,55 oranına gerilemiştir (Grafik 3.1.5).

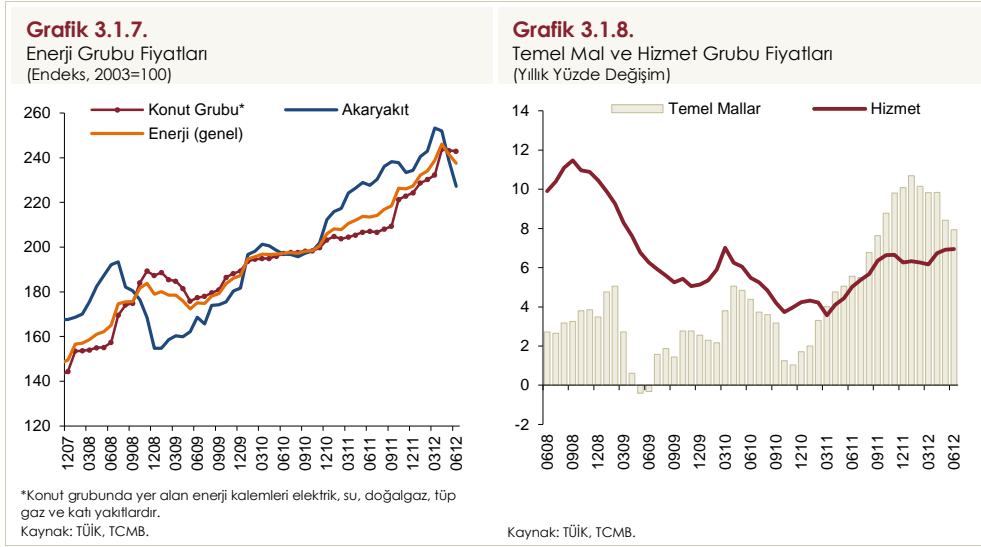
<sup>1</sup> Örneğin, 2011 yılının Mayıs ayında geçmiş yıllardaki tüketim kalıplarına dikkate alınarak endeks hesaplamalarına dahil olan ve yaşanan arz sıkıntısı ile meyve ve tüketici enflasyonunda belirgin artışlara neden olan bazı ürünler endekse bu yıl Haziran ayında dahil edilmiştir. Böylelikle olası bir arz sıkıntısından kaynaklanabilecek ve tüketim miktarları ile ayarlanan aşırı ve kısa süreli fiyat hareketlerinin TÜFE'ye yansımaları sınırlanmıştır.



İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki bu olumlu görünüme karşılık işlenmiş gıda fiyatları öngörülere kıyasla daha yüksek bir oranda artış kaydetmiştir. Bu çerçevede, işlenmiş gıda fiyatları yıllık artış oranı bir önceki çeyrek sonuna kıyasla yaklaşık 1 puan artarak yüzde 10,51 seviyesine ulaşmıştır (Grafik 3.1.5). Bu dönemde ekmek ve tahıl ürünleri fiyatlarındaki yukarı yönlü seyir devam etmiştir (Grafik 3.1.6). Bilhassa ekmek fiyatlarındaki ilk altı aydaki birikimli artış yüzde 8 oranına yaklaşmış, bu gelişmede Türk Gıda Kodeksi Ekmek ve Ekmek Çeşitleri Tebliği'ndeki gramaja dair düzenlemelerin etkisi hissedilmiştir. Bu çerçevede ekmek fiyatlarındaki artışın üçüncü çeyrekte de devam etmesi söz konusudur. Bu durum yılın ikinci yarısı için işlenmiş gıda fiyatlarına dair yukarı yönlü belirgin bir risk oluşturmaktadır. Bunun yanında, 2010 yılı son çeyreğinden itibaren hem yurt içi hem de uluslararası gelişmeler paralelinde ivmelenen katı ve sıvı yağ fiyatları bu çeyrekte de yüksek bir oranda artarak olumsuz görünümünü sürdürmüştür (Grafik 3.1.6). Diğer taraftan, 2011 yılının ikinci yarısında ivmelenen işlenmiş et ve süt ürünleri fiyatlarının bu çeyrekte azalış kaydetmesi işlenmiş gıda fiyatlarındaki artışı sınırlamıştır. Sonuç olarak, gıda grubu yıllık enflasyonu yaklaşık 4 puan azalarak yüzde 7,38 seviyesine gerilemiş ve işlenmemiş gıda fiyatlarında süregelen olumlu görünüme bağlı olarak Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin altında gerçekleşmiştir.



Enerji fiyatları yılın ikinci çeyreğinde, elektrik ve doğalgaz tarifelerinde yapılan yüksek oranlı ayarlamalara rağmen, yüzde 0,57 oranında azalmıştır (Tablo 3.1.1). Bu dönemde uluslararası petrol fiyatlarındaki keskin düşüş paralelinde akaryakıt fiyatları yüzde 10,27 oranında azalarak 2011 yılı Haziran ayı seviyelerine gerilemiştir (Grafik 3.1.7). Öte yandan, konut grubunda petrol fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak yüzde 8,63 oranında gerileyen tüp gaz haricindeki tüm kalemlerde yılın ikinci çeyreğinde fiyatlar yükselmiştir. Su tarifelerinde fiyat artışları yılın ilk çeyreğine kıyasla hız kesmekle birlikte sürerken, elektrik ve doğalgazda Nisan ayında kayda değer artışlar (sırasıyla yüzde 9,28 ve 16,24) kaydedilmiştir. Neticede enerji grubu yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 2,16 puan azalarak yüzde 11,23 olmuştur. Bu dönemde enerji grubunun yıllık enflasyona katkısı 1,65 puana gerilerken, bu katkının tamamı konut grubuna yönelik enerji kalemlerinden gelmiştir. Enerji enflasyonu ikinci çeyrekte yavaşlasa da halen yüksek bir seviyede olup, tüketici enflasyonunun görece yüksek seyrinde öne çıkan başlıca alt gruplar arasında gelmektedir (Kutu 3.2). Uluslararası petrol fiyatlarının ikinci çeyreğin ardından Haziran ayı sonunda yükseliş eğilimine girmesi tüketici fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.



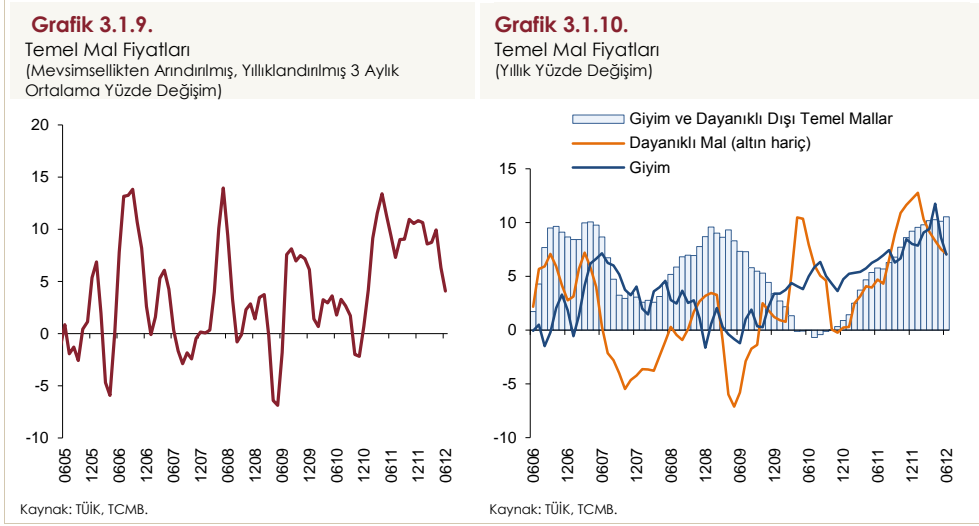
**Tablo 3.1.1.**  
Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları  
(3 Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2011					2012	
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II
<b>TÜFE</b>	<b>1,57</b>	<b>1,83</b>	<b>1,07</b>	<b>5,66</b>	<b>10,45</b>	<b>1,55</b>	<b>0,39</b>
<b>1. Mallar</b>	<b>1,53</b>	<b>2,05</b>	<b>0,73</b>	<b>7,29</b>	<b>11,97</b>	<b>1,54</b>	<b>-0,19</b>
Enerji	2,27	1,37	2,34	4,03	10,36	5,08	-0,57
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	3,77	-2,46	1,18	9,57	12,21	2,89	-5,85
İşlenmemiş Gıda	5,08	-5,79	-1,00	17,23	14,89	3,66	-14,76
İşlenmiş Gıda	2,61	0,57	3,03	3,30	9,82	2,25	1,55
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	-0,68	6,32	-0,36	6,93	12,51	-1,14	4,78
Temel Mallar	-1,08	7,73	-1,55	4,92	10,09	-1,32	5,88
Dayanımlı Mallar (Altın Hariç)	4,26	1,85	3,69	1,90	12,19	1,41	-0,05
Alkollü İçecek, Tütün ve Altın	0,81	1,05	4,38	14,46	21,70	-0,33	-0,17
<b>2. Hizmetler</b>	<b>1,67</b>	<b>1,22</b>	<b>2,02</b>	<b>1,22</b>	<b>6,27</b>	<b>1,57</b>	<b>1,96</b>
Kira	1,08	0,99	1,35	1,21	4,71	0,89	1,27
Lokanta ve Oteller	1,65	1,80	2,37	2,14	8,20	1,99	2,62
Ulaştırma	2,28	2,10	3,07	1,73	9,49	2,12	1,79
Haberleşme	1,96	-1,71	0,35	0,47	1,04	0,06	2,07
Diğer Hizmetler*	1,61	2,14	2,56	0,65	7,12	2,24	2,00

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

Şubat ayından itibaren gerileme eğiliminde olan temel mal grubu yıllık enflasyonu, yılın ikinci çeyreğinde 1,89 puan azalarak yüzde 7,93 olmuştur (Grafik 3.1.8). Söz konusu gerilemede emtia fiyatlarındaki azalışlar ile Türk lirasında kaydedilen değerlenmenin etkileri hissedilmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış veriler de temel mal grubu enflasyonunun ana eğiliminin ikinci çeyrek sonu itibarıyla önemli ölçüde yavaşladığına işaret etmektedir (Grafik 3.1.9). Alt gruplar bazında incelendiğinde, temel mal grubu yıllık enflasyonunda gözlenen gerilemede dayanıklı tüketim malları enflasyonunda kaydedilen azalış etkili olmuştur (Grafik 3.1.10). Giyim fiyatları hem yıllık bazda hem de mevsimsel etkilerden arındırılmış eğilim olarak son iki ayda yavaşlayarak bu görünüme destek veren bir diğer unsur olmuştur. Giyim ve dayanıklı mallar dışında kalan

temel mal fiyatları ise yüksek oranlı artış eğilimini ikinci çeyrekte de korumuştur (Tablo 3.1.2).



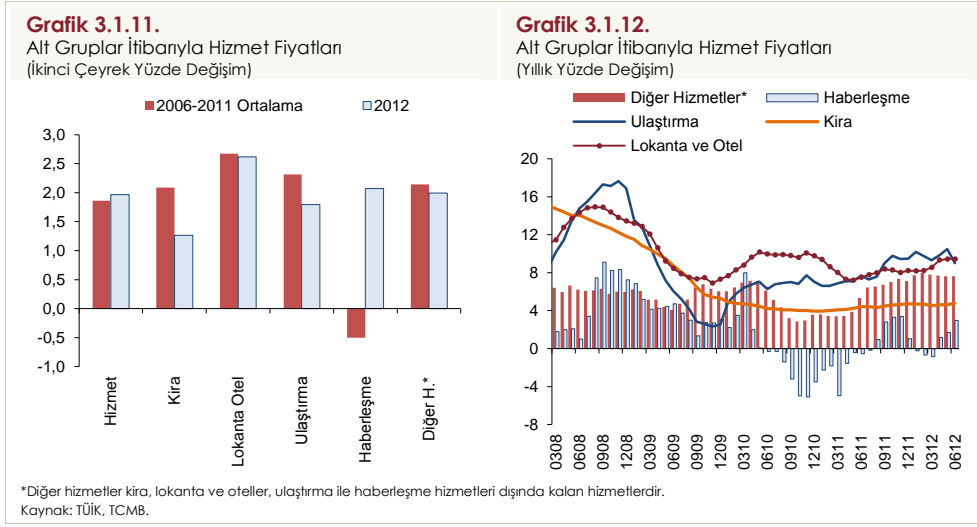
**Tablo 3.1.2.**  
Temel Mal Fiyatları  
(3 Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2011					2012	
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II
<b>Temel Mallar</b>	-1,08	7,73	-1,55	4,92	10,09	-1,32	5,88
<b>Giyim ve Ayakkabı</b>	-12,04	25,08	-12,13	11,72	8,01	-10,90	22,34
<b>Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)</b>	4,26	1,85	3,69	1,90	12,19	1,41	-0,05
Mobilya	0,75	5,04	2,88	4,01	13,25	3,19	1,76
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	2,87	-1,26	0,34	3,29	5,27	0,94	-2,75
Otomobil	6,31	2,29	5,68	0,52	15,52	1,09	0,42
Diğer Dayanıklı Mallar	2,15	2,71	1,85	3,00	10,06	1,22	3,13
<b>Diğer</b>	1,82	2,09	1,54	3,44	9,18	2,76	2,42

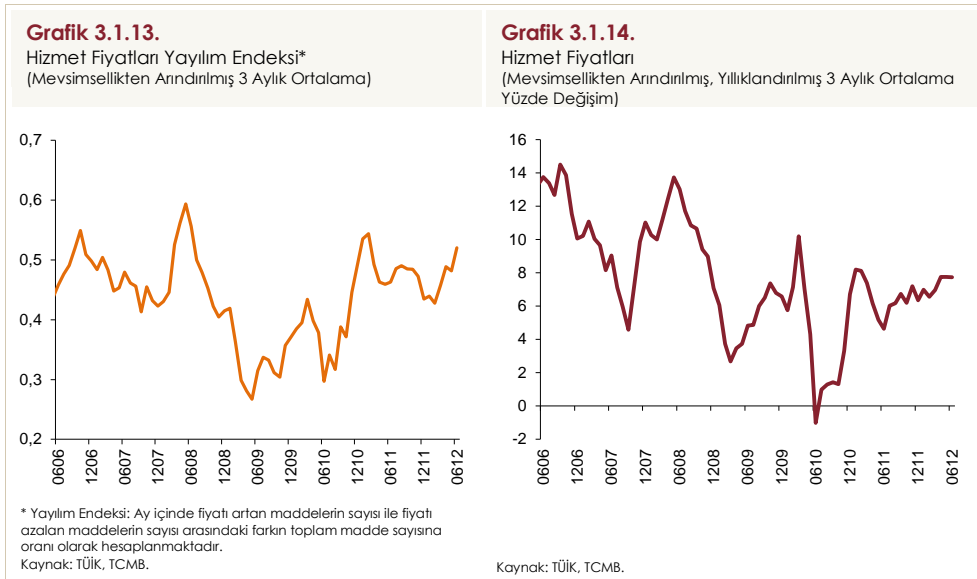
Kaynak: TÜİK, TCMB.

2012 yılı ikinci çeyreğinde hizmet grubu yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 0,78 puan artmış ve kademeli olarak yüzde 6,94 seviyesine yükselmiştir (Grafik 3.1.8). Böylelikle, hizmet fiyatları ikinci çeyrek artışı geçmiş yıl ortalamalarının sınırlı bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.11). Nisan ve Mayıs aylarında hizmet fiyatları büyük ölçüde ulaştırma ve yemek hizmetleri gruplarındaki artışlarla yükselmiştir (Grafik 3.1.12). Bu gelişmede akaryakıt fiyatlarındaki geçmiş dönemde kaydedilen birikimli artışlar ile işlenmiş gıda fiyatlarındaki yükselişin etkisi hissedilmiştir. Çeyreğin son ayında ise kira ile sabit telefon görüşme ücretlerine bağlı olarak haberleşme hizmetleri fiyatları yıllık enflasyonun artışında etkili olmuştur. Özetle, hizmet fiyatlarında yakın dönemdeki girdi maliyeti yansımalarının etkileri hissedilmiştir. Bu görünüme uygun olarak ikinci çeyrekte hizmet fiyatlarındaki artış eğiliminin grup geneline önceki dönemlere kıyasla daha çok yayıldığı gözlenmiştir (Grafik 3.1.13).

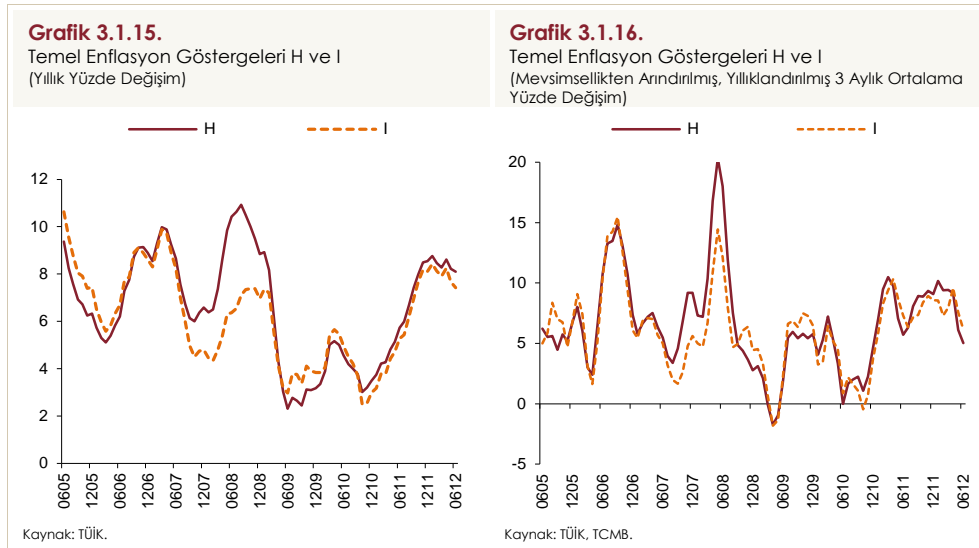




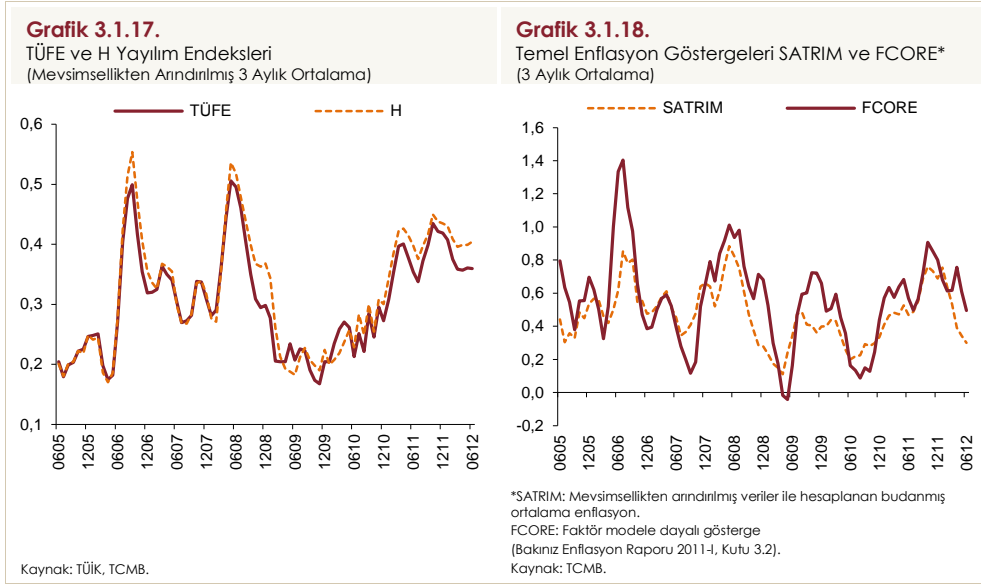
Mevsimsel etkiler çıkarıldığında 2012 yılının ilk çeyreğinde yatay seyreden hizmet enflasyonu ikinci çeyrek başında sınırlı bir miktar yükselmiş, dönem boyunca da sabit bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.14). Mevsim etkilerinden arındırılmış hizmet fiyatlarının ima ettiği enflasyon eğiliminin kriz sonrası toparlanma dönemlerindeki eğilimlerin altında kalması ılımlı olarak nitelendirilmektedir. 2011 yılı boyunca Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki keskin yükseliş ile güçlü iktisadi faaliyetin gecikmeli etkileri neticesinde yükselen enflasyonun hizmet fiyatlarına yansımalarının sınırlı kaldığı gözlenmektedir. Nitekim, söz konusu nedenlerle tüketici enflasyonunun yüzde 10 düzeylerinde seyrettiği yılın birinci yarısında, hizmet grubunun yıllık enflasyona ortalama katkısı gıda, enerji ve temel mal gruplarının altında kalmıştır.



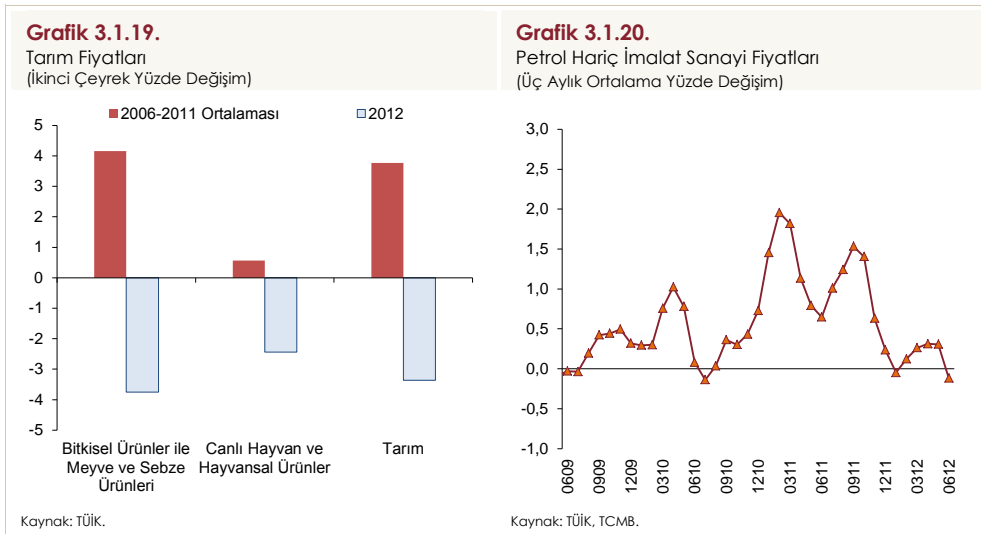
Temel enflasyon göstergelerinden H ve I'nın yıllık enflasyonları yılın ikinci çeyreğinde bir miktar azalarak sırasıyla yüzde 8,10 ve 7,43'e gerilemiştir (Grafik 3.1.15). Hizmet grubunda yıllık enflasyonunun yükseldiği bu dönemde, temel mal enflasyonundaki yavaşlama bu gelişmede belirleyici olmuştur. Mevsimsellikten arındırılmış veriler yılın ikinci çeyreğinde ana eğilimin her iki gösterge için de yavaşladığına işaret etmektedir (Grafik 3.1.16). Özellikle giyim fiyatlarında mevsimsel ortalamaların altında gerçekleşen ikinci çeyrek artışı bu yavaşlamada önemli bir rol oynasa da giyim fiyatları dışında bakıldığında da aynı eğilim korunmaktadır.



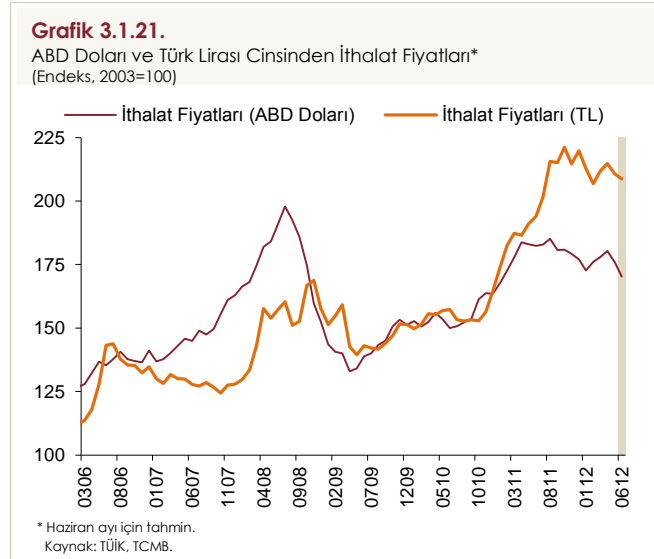
TÜFE ve H göstergesine ilişkin yayılım endeksleri yılın ikinci çeyreğinde yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.17). Öte yandan, TCMB bünyesinde takip edilen alternatif çekirdek enflasyon göstergeleri, H ve I'nın mevsimsellikten arındırılmış ana eğilimlerine paralel bir görünüm arz ederek gerilemiştir (Grafik 3.1.18). Mevsimsellikten arındırılmış fiyat artışlarının daha düşük bir eğilime işaret ettiği bu dönemde yayılım endekslerinin yatay seyretmesi, ekonomide fiyat artırma eğiliminin sürdüğü ancak artış büyüklüklerinin azalmakta olduğu şeklinde değerlendirilebilir. Nitekim, yayılım endeksleri halen tarihsel ortalamaların üzerinde seyrederken, temel enflasyon göstergelerinin mevsimsellikten arındırılmış artışları son iki ayda tarihsel ortalamaların altında gerçekleşmiştir.



Üretici fiyatları ikinci çeyrekte hem tarım hem de imalat sanayi fiyatlarının gerilemesiyle yüzde 0,89 oranında azalırken, üretici fiyatları yıllık enflasyonu 1,78 puan gerileyerek yüzde 6,44 olmuştur (Tablo 3.1.3). Tarım fiyatlarındaki çeyreklik değişim, hem canlı hayvan ve hayvansal ürün fiyatları hem de görece daha belirgin olmak üzere taze meyve-sebze fiyatlarındaki gerilemeyle, önceki çeyrek ortalamalarının oldukça altında gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.19). Mevsimsel etkilerden arındırıldığında da korunan söz konusu gerileme eğilimi eşanlı olarak tüketici gıda fiyatlarına da yansımış ve tüketici enflasyonundaki yavaşlamada önemli rol oynamıştır.



2012 yılı ikinci çeyreğinde imalat sanayi fiyatları ılımlı bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.20). Bu görünümde Türk lirasının güçlü seyrinin etkisi hissedilse de uluslararası emtia fiyatlarındaki düşüşün katkısı daha belirleyici olmuştur (Grafik 3.1.21). İmalat sanayi fiyatları anılan dönemde temelde petrol ve ana metal fiyatlarındaki gerileme kaynaklı olarak yüzde 0,83 oranında gerilemiştir (Tablo 3.1.3). Buna bağlı olarak ara malı imalatı fiyatları da ikinci çeyrekte azalmıştır. Bu dönemde petrol ve ana metal dışında kalan imalat sanayi fiyatları yatay seyrederken, grup fiyatları sınırlı bir oranda olmakla birlikte 2005 yılı Mart ayından bu yana ilk defa çeyreklik bazda gerilemiştir. Bu dönemde dayanıklı tüketim malları üretici fiyatlarının artış hızı geçen çeyreklere kıyasla önemli ölçüde yavaşlamıştır. İmalat sanayi için girdi teşkil eden tarım ürünlerinden ayçiçeği fiyatlarında kaydedilen artışlar işlenmiş gıda tüketici enflasyonundaki yukarı yönlü eğilime destek verirken, gıda ürünleri imalatı enflasyonu mevsimsel ortalamalarına yakın gerçekleşerek belirgin bir değişim göstermemiştir. Diğer taraftan, pamuk fiyatlarının bir yıldır süregelen eğilimini sürdürerek önemli ölçüde gerilemesinin de etkisiyle tekstil ürünleri fiyatları gerilemiştir. Dolayısıyla bu dönemde giyim grubu tüketici fiyatları üzerinde yurtiçi maliyet baskıları da kısmen hafiflemiştir. Sonuç olarak, ikinci çeyrekteki üretici fiyat gelişmeleri tüketici fiyatları üzerindeki maliyet etkilerinin bu dönemde zayıf seyrettiğine işaret etmiştir.



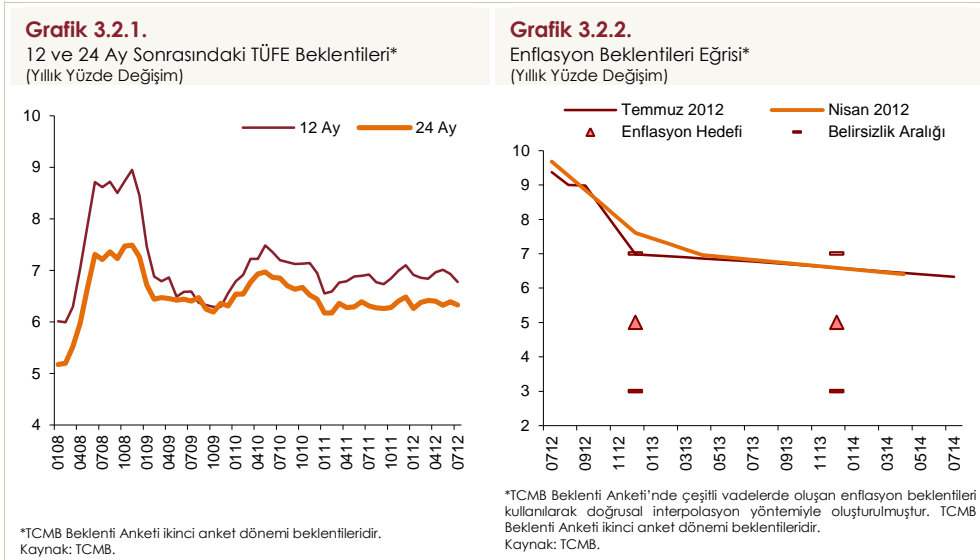
**Tablo 3.1.3.**  
ÜFE ve Alt Kalemler  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2011					2012	
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II
<b>ÜFE</b>	<b>5,40</b>	<b>0,77</b>	<b>3,31</b>	<b>3,28</b>	<b>13,33</b>	<b>0,65</b>	<b>-0,89</b>
<b>Tarım</b>	<b>5,84</b>	<b>-1,73</b>	<b>-6,03</b>	<b>13,09</b>	<b>10,53</b>	<b>1,65</b>	<b>-3,36</b>
Bitkisel, Meyve ve Sebze Ürünleri	6,81	-2,67	-9,84	17,18	9,83	0,76	-3,75
Canlı Hayvanlar ve Hayvansal Ürünler	-1,26	-0,39	2,68	5,51	6,56	-0,28	-2,44
<b>Sanayi</b>	<b>5,31</b>	<b>1,30</b>	<b>5,24</b>	<b>1,48</b>	<b>13,92</b>	<b>0,45</b>	<b>-0,37</b>
Madencilik	9,70	1,08	4,94	2,93	19,76	0,90	2,24
<b>İmalat</b>	<b>6,27</b>	<b>1,98</b>	<b>4,98</b>	<b>0,72</b>	<b>14,59</b>	<b>1,06</b>	<b>-0,83</b>
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	5,55	1,95	4,67	0,70	13,42	0,79	-0,36
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	4,85	1,53	4,12	1,39	12,38	0,93	-0,09
Elektrik, Gaz ve Su	-4,08	-4,73	7,89	7,91	6,38	-4,64	2,57

Kaynak: TÜİK, TCMB.

### 3.2. Beklentiler

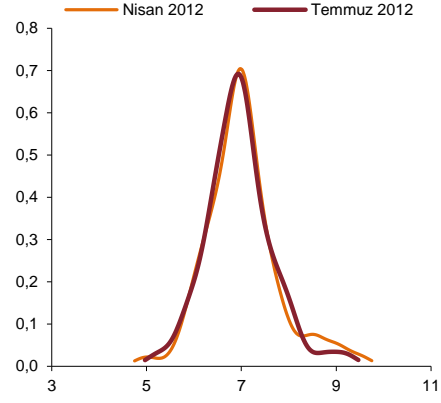
2012 yılı ilk çeyreğinde yatay bir seyir izleyen enflasyon beklentilerinde yılın ikinci çeyreğinde de belirgin bir değişim gözlenmemiştir (Grafik 3.2.1). Öte yandan, çekirdek enflasyon göstergelerinin azalış eğiliminin istikrar kazanması ile yılın üçüncü çeyreği başı itibarıyla orta vadeli beklentiler bir önceki çeyreğe kıyasla sınırlı da olsa daha düşük bir seviyeye gerilemiştir. Nisan ve Temmuz dönemi enflasyon beklentileri vadeler bazında kıyaslandığında, kısa vadeye ilişkin beklentilerin bir miktar aşağı yönlü güncellendiği, daha uzun vadeye dair beklentilerde ise bir değişim olmadığı gözlenmiştir (Grafik 3.2.2).



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

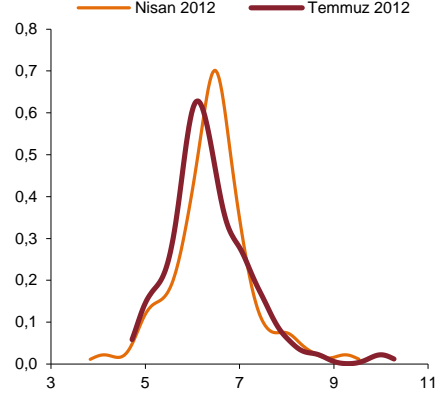
**Grafik 3.2.3.**

Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı\*



**Grafik 3.2.4.**

Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı\*



\* Yatay eksen enflasyon değerlerini, dikey eksen Kernel tahminini ifade etmektedir. TCMB Beklenli Anketi ikinci anket dönemi beklentileridir. Kaynak: TCMB.

Kutu  
3.1

## TÜFE’de Mevsimlik Ürünler ve Öngörülemeyen Oynaklık

Bu kutuda tüketici fiyat endeksinde yer alan mevsimlik ürünlerin yol açtığı oynaklığın kaynakları ve büyüklüğü üzerinde durulmaktadır. Öncelikle mevsimlik ürün fiyatlarının diğer fiyatlardan ayrışmasını niteleyen temel özellik olan güçlü mevsimsellik kavramı tanıtılmaktadır. Daha sonra güçlü mevsimselliğin öngörülemez fiyat oynaklığına etkisinin ürün grupları arasında gösterdiği heterojen yapı ile mevsimsel düzensizliklerin yaşam maliyetinin ölçüm kalitesine etkileri sunulmaktadır. Son olarak, güçlü mevsimsellikten kaynaklanan oynaklığın enflasyon hedeflemesi çerçevesinde para politikasına etkileri tartışılmaktadır.<sup>2</sup>

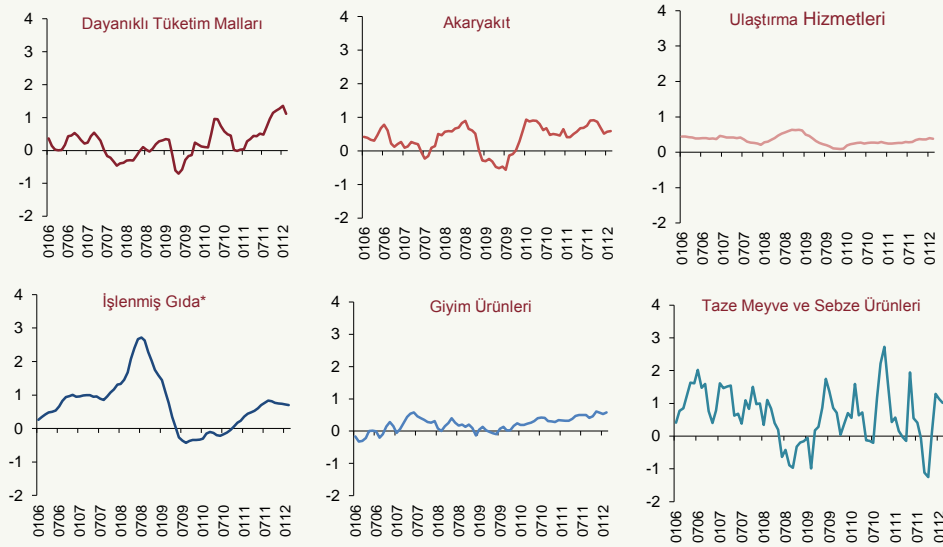
Birçok ürün fiyatı belirgin mevsimsel yapı sergileyebilir. Bu tür ürünlerin fiyat değişimleri büyük ölçüde mevsimsel etkilerden bağımsız olan maliyet unsurları tarafından belirlenir. Bu nedenle de bu ürünlerdeki fiyat oynaklığı yalnızca maliyet şokları yoğunlaştığında yükselip, diğer dönemlerde daha istikrarlı seyretmektedir. Diğer taraftan, bazı ürünlerde mevsimselliğin oynaklık üzerindeki etkisi daha belirgin ve sürekli. Fiyatları mevsim koşullarına göre belirlenen ve bu nedenle yılın yalnızca belirli dönemlerinde piyasada bulunan ürünler güçlü mevsimsellik özelliğine sahiptir. Örneğin yılın her dönemi ulaşılabilen domates mevsimsellik ihtiva eden bir fiyat yapısına sahip iken, genellikle yalnızca yaz aylarında bulunan şeftali güçlü mevsimsellik gösteren bir ürün olarak sınıflandırılmaktadır. Dolayısıyla, güçlü mevsimsellik gösteren ürünler fiyat endekslerine yılın yalnızca belirli aylarında dahil edilebilmektedir.

Güçlü mevsimsellik gösteren ürünler ile diğer ürünlerin gösterdiği fiyat oynaklığı arasında yapısal bir fark söz konusudur. Mevsimsel yapı sergileyemeyen ürünlere gelen şoklar girdi fiyatlarından veya talepteki değişimlerden kaynaklanırken, güçlü mevsimsel ürünlerin fiyatları ise yoğun olarak iklim koşullarından etkilenmektedir. Diğer ürünlerdeki fiyat değişimleri daha seyrek aralıklarla gözlenirken, güçlü mevsimsellik gösteren ürünlerin fiyatlarında ani yükseliş veya düşüşler birkaç hafta sonra yerini ters yönlü hareketlere bırakmaktadır (Özmen ve Sevinç, 2011). Ancak bu, güçlü mevsimsellik gösteren ürün fiyatlarının arz ve talep koşullarına göre belirlenmediği şeklinde yorumlanmamalıdır. Tam tersine, söz konusu ürünler yapısal özellikleri göz ardı edilerek endekse dahil edildiklerinde temel iktisadi davranışın ima ettiğinin dışında bir oynaklık yaratılmaktadır. Dolayısıyla, fiyat hareketlerinin doğru analiz edilmesinde güçlü mevsimsel ürün fiyatlarında gözlenen düzensiz dalgalanmaların dikkate alınması büyük öneme sahiptir. Bu bağlamda, çalışmaya konu olan durumun fiyatların mevsimsel eğilimler göstermesi değil, fiyatlarda aşırı oynaklığa yol açan ve beraberinde ölçüm problemi getiren “mevsimselliğin özel bir hali” olduğu vurgulanmalıdır.

<sup>2</sup> Bu çalışmada sunulan analiz Atuk, Özmen ve Sevinç (2012) çalışmasından alınmıştır.

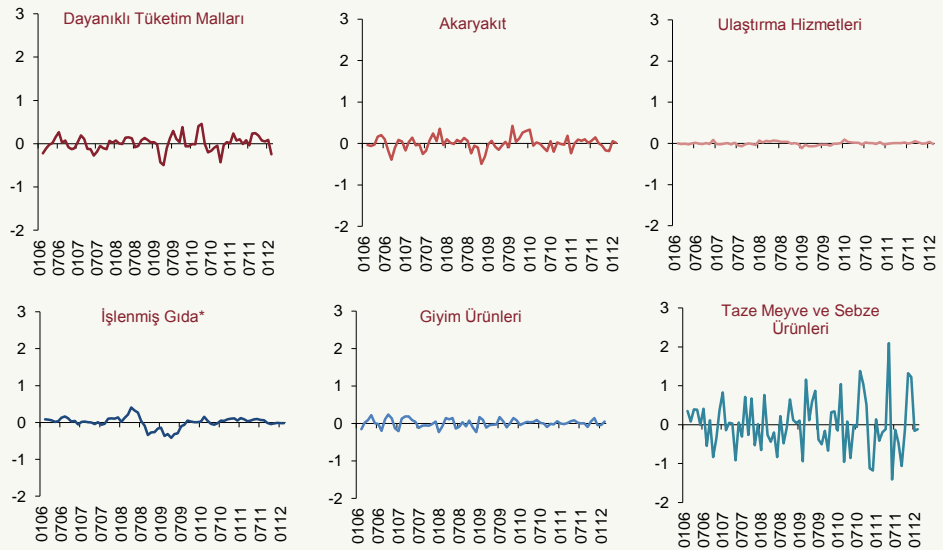
Çalışmada güçlü mevsimsellik gösteren ürünler olarak giyim ile taze meyve sebze fiyatları ele alınmıştır. Güçlü mevsimsellikten gelen fiyat oynaklığının büyüklük ve seyir açısından diğer unsurlarla karşılaştırılması amacıyla, temsiliyet gücü yüksek ve güçlü mevsimsellik gösteren gruplarla mukayese edilebilir tüketim ağırlığına sahip ürün grupları seçilmiştir. Bu gruplar dayanıklı tüketim malları, akaryakıt, ulaştırma hizmetleri ile işlenmiş gıda ürünleridir. Karşılaştırmalar yıllık enflasyona katkılar üzerinden yapılmıştır. Buna göre seçilmiş grupların yıllık enflasyona dönemlik katkıları ile aylık net katkıları Grafik 1 ve Grafik 2'de gösterilmiştir.

**Grafik 1. Seçilmiş Grupların Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkıları (Yüzde Puan)**



Not: İşlenmiş gıda burada ekmeç, tahil ve yağları içermektedir.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

**Grafik 2. Seçilmiş Grupların Yıllık Enflasyona Aylık Net Katkıları (Yüzde Puan)**



Not: İşlenmiş gıda burada ekmeç, tahil ve yağları içermektedir.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.



Grafik 1'e bakıldığında, enflasyona katkıların zaman içinde değiştiği gözlenmektedir. Bu değişimi sektörel özellikler ile açıklamak mümkündür. Güçlü mevsimsellik göstermeyen ürün grupları arasında dayanıklı tüketim malları ve akaryakıt sektörlerinin ortak özelliği üretimde ithal girdi oranlarının yüksekliği iken, işlenmiş gıda ürünleri fiyatları, ithalat bağımlılığı çok yüksek olmasa da, dış fiyat şoklarından hızla etkilenebilmektedir (Başkaya, Gürgür ve Öğünç, 2008). Bu çerçevede, bu grupların dönem içindeki katkısını uluslararası fiyat ve kur gelişmeleri doğrultusunda açıklamak mümkündür. Diğer taraftan, girdi fiyatlarının nihai ürün fiyatındaki oranı daha düşük olan ve daha rekabetçi koşullarda çalışan ulaştırma hizmetleri grubunda ise fiyatlar zaman zaman akaryakıt fiyatlarındaki artıştan olumsuz etkilense de, seçilmiş gruplar içinde en düzgün ilerleyen katkıyı bu grup sunmaktadır.<sup>3</sup>

Güçlü mevsimsellik gösteren ürünler tarafında ise dikkate değer bir farklılaşma söz konusudur. Güçlü mevsimsellik nedeniyle ürün fiyatlarının oldukça değişken olduğu bilinen giyim grubunun yıllık enflasyona katkısı düşük seviyelerde ilerlemektedir. Diğer taraftan, taze meyve ve sebze grubu en büyük oynaklığa sahip grup olarak ön plana çıkmaktadır. Bu durum, güçlü mevsimselliğin tek başına yıllık enflasyondaki aşırı değişkenlikle ilişkilendirilemeyeceğine işaret etmektedir.

Güçlü mevsimsel ürün grupları arasındaki farklılaşma sektörlerin piyasa yapılarındaki farklardan kaynaklanmaktadır. Giyim ürünlerini üreten birçok firmanın bulunması ve üretimin sezondan önce yapılması stok biriktirmeyi mümkün kılmaktadır. Bu durum da olası talep şoklarının arzla dengelenmesine yol açmaktadır. Diğer taraftan, taze meyve sebze ürünleri dönemlik üretildiğinden, olası bir arz şokunun denge fiyatını oldukça yüksek seviyelere çıkarması mümkündür. Bu nedenle, sektörel yapıya bağlı olarak güçlü mevsimsellik sadece taze meyve ve sebze sektöründe büyük bir enflasyon oynaklığına dönüşebilmektedir.<sup>4</sup>

Taze meyve ve sebze grubunun yıllık enflasyona katkısı hem büyüklük hem de oynaklık bakımından incelendiğinde diğer gruplara kıyasla yüksektir. Taze meyve ve sebze fiyat oynaklığının yapısal olarak farkı, katkıların değişimleri incelendiğinde belirginleşmektedir. Yıllık enflasyonlara katkıların aylık değişimleri ilgili ayda belirli bir grubun yıllık enflasyona yaptığı net katkı olarak yorumlanabilir (Atuk ve Sevinç, 2012). Aylık net katkılar incelendiğinde, taze meyve ve sebze grubu haricinde kalan ürünlerin yıllık enflasyona katkısının oldukça sınırlı düzeyde kaldığı gözlenmektedir. Diğer taraftan, taze meyve ve sebze fiyatlarının yıllık enflasyona katkısı bir aydan diğerine yaklaşık 2 puan kadar değişebilmektedir.

<sup>3</sup> Katkılara ilişkin tanımlar Atuk, Özmen ve Sevinç (2012)'de yer almaktadır.

<sup>4</sup> Atuk, Özmen ve Sevinç (2012)'de daha detaylı tartışılmaktadır.

**B**u temel analiz tüketici fiyatlarının oynaklığının çeşitli ürün grupları için yapısının ne ölçüde ve nasıl değiştiğine ışık tutmaktadır. Güçlü mevsimsellik tüketici fiyatlarını sektör yapısına bağlı olarak etkileyebilmektedir. Bu doğrultuda taze meyve ve sebze fiyatları TÜFE üzerinde mevsimsel desenler dikkate alındığında bile öngörülemez ve kayda değer bir oynaklık oluşturmaktadır.

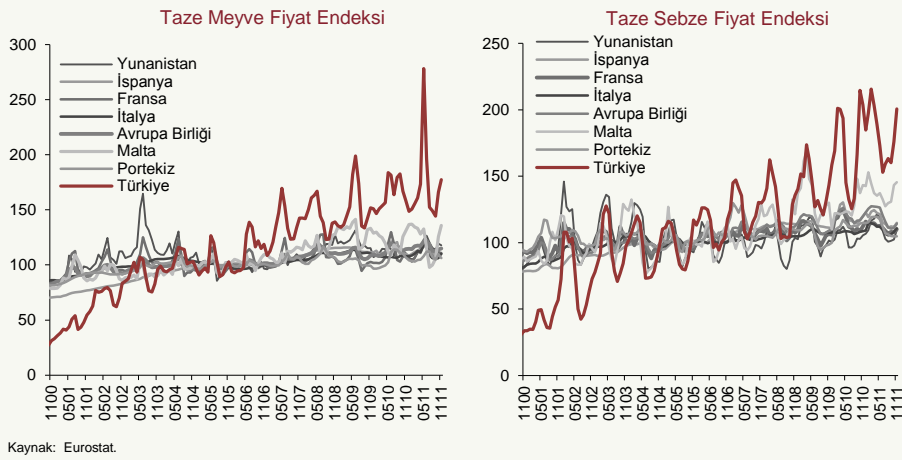
**G**iyim fiyatları gibi güçlü mevsimsellik gösteren ürün fiyatları her yıl öngörülebilir bir mevsimsel yapı sergilediklerinde (her yılın aynı döneminde benzer büyüklükte değişikliklerinde) yıllık tüketici enflasyonunu olumsuz etkilememektedir. Dolayısıyla, yılın her ayına ilişkin istikrarlı bir fiyat seyri önceki yıllarda gözlenen tüketim ağırlıklarının bir sonraki yılda da geçerli olabileceğine işaret etmektedir. Diğer taraftan, taze meyve sebze ürünlerinde gözlemlendiği gibi güçlü mevsimsellik (özellikle ürünlerin giriş aylarında) düzensiz bir yapı gösterdiğinde ise, fiyatları oldukça yüksek oranlarda artan ürünlere cari yılda yapılan harcamalarının önceki yıl ortalamalarında olacağı varsayımı gerçeklikten uzaklaşmaktadır. Önceki yıllar fiyatlarına göre ölçülmüş tüketim ağırlıklarının cari yıldaki yüksek fiyat seviyesinde de aynı kabul edilmesi, ürünlerdeki büyük fiyat oynaklığının TÜFE geneline yansımaya olanak tanımaktadır. Bu nedenle değişken ağırlık gibi önceki yılların mevsimsel ortalamalarına göre hesaplanmış tüketim ağırlıkları, kısa süreli ve aşırı fiyat hareketlerine karşı tüketicinin tüketim miktarını ayarlayabileceğini göz ardı etmektedir. Tüketici fiyatları derlenirken mevcut durumda hem miktar hem de fiyat bilgisini gösteren anlık bir veri seti bulunmadığından, yaşam maliyetini daha doğru yansıtabilmek için güçlü mevsimsellik gösteren ürünlerin endeksleştirilmesinde ağırlık seçimine ilişkin yapılan varsayımlar önem kazanmaktadır.

**E**nflasyon ülkedeki genel fiyat seviyesi hareketlerini yansıtmaktadır. Taze meyve ve sebze fiyatlarındaki güçlü mevsimsellikten kaynaklanan sürekli ve yüksek oynaklık fiyat endeksinin genel fiyat düzeyine dair bilgi içeriğini doğrudan etkilemektedir. Bu oynaklığın tahmin edilemez oluşunun para politikası açısından bir takım etkileri söz konusudur. Birincisi, para politikasının iletişimi bakımından temel/çekirdek göstergelere daha sık vurgu yapılmak zorunda kalınmaktadır. İkincisi, rassal hava koşullarına bağlı mevsimsel düzensizliklerin öngörülemez oluşu enflasyon hedefleyen bir merkez bankası için yüksek hedef riski teşkil etmekte ve bu da enflasyon hedefinin etrafında daha geniş belirsizlik aralığı gerektirmektedir. Üçüncüsü ise ekonomide gözlenen endeksleme etkisi sebebiyle kontratlarda yapılan güncellemelerdeki dönemler arası farkın yaratacağı belirsizlik unsurudur.

**S**öz konusu risklerin ülkeye özgü olması da politika ve iletişim üzerindeki yükü artırabilmektedir. Grafik 3'te sunulan Türkiye'nin taze meyve ve sebze fiyat endeksleri ilgili sektörlerdeki fiyatların gerek Avrupa Birliği ülkeleri genelinden,

gerekse iklim koşulları bakımından ülkemizle aynı sınıfta değerlendirilebilecek Akdeniz ülkelerinin tümünden farklı bir yapıda olduğunu göstermektedir.<sup>5</sup> Enflasyon oynaklığını belirgin olarak etkileyen döviz kuru ve emtia fiyat hareketleri gibi benzer ülkelerin de etkilendiği şoklar karşısındaki politika tutumunun iletişimi daha etkin yapılabilmektedir. Ancak, para politikasına duyarlılığı düşük olan ülkeye özgü gıda şoklarının ülkemizde daha belirgin olması, enflasyonda diğer ülkelere kıyasla daha yüksek belirsizliğe işaret ederek beklentiler üzerinde olumsuz bir etki oluşturabilmektedir.

**Grafik 3.** Avrupa'da Taze Meyve ve Sebze Tüketici Fiyatları  
(Harmonize Tüketici Fiyat Endeksi, 2005=100)



Sonuç olarak, güçlü mevsimsellik gösteren gruplar olan giyim ile taze meyve ve sebze fiyatları incelendiğinde, güçlü mevsimselliğin tek başına yıllık enflasyondaki aşırı oynaklığın belirleyicisi olmadığı görülmektedir. Güçlü mevsimsellik, sektörel özelliklerle birlikte değerlendirildiğinde, yalnızca taze meyve ve sebze grubu kanalıyla yüksek bir enflasyon oynaklığına yol açmaktadır. Ülkemizdeki taze meyve ve sebze fiyatlarının benzer yapıdaki ülkelerle kıyaslandığında bile oldukça farklı bir yapıda olması, tüketici fiyatlarında mevsimsel ürünlerin dahil edilmesi için yöntemler geliştirilirken fiyat oynaklığında gözlenen bu belirgin farkın dikkate alınmasının önemini ortaya koymaktadır.

<sup>5</sup> Bu bulgu daha önce Ögünç (2010) çalışmasında dile getirilmiştir.

**Kaynakça:**

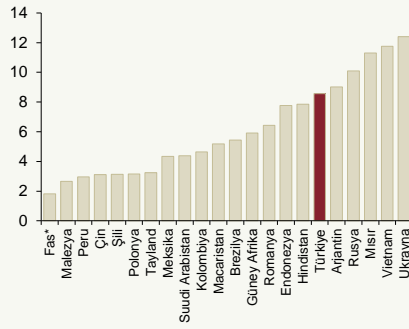
- Atuk O. ve O. Sevinç (2010). "TÜFE'de Sabit ve Değişken Ağırlık Sistemi Yaklaşımları: Türkiye Taze Meyve-Sebze Fiyatları Üzerine Bir Uygulama," TCMB Ekonomi Notları, 10/15.
- Atuk, O., Özmen, U. ve O. Sevinç (2012). "Mevsimlik Ürünler ve Fiyat Oynaklığı: Güçlü Mevsimsellik ve Öngörülemeyen Oynaklık," TCMB Ekonomi Notları, 12/16.
- Atuk, O. ve O. Sevinç (2012). "Enflasyona Katkı Hesaplamaları," TCMB Ekonomi Notları, 12/06.
- Başkaya, Y. S., Gürgür, T. ve F. Öğünç (2008). "Küresel Isınma, Küreselleşme ve Gıda Krizi - Türkiye'de İşlenmiş Gıda Fiyatları Üzerine Ampirik Bir Çalışma," Central Bank Review, 8(2), 1-32.
- Öğünç, F. (2010). "Türkiye'de İşlenmemiş Gıda Enflasyonunda Oynaklık: Durum Tespiti," TCMB Ekonomi Notları, 10/05.
- Özmen, U. ve O. Sevinç (2011). "Price Rigidity in Turkey: Evidence From Micro Data," TCMB Çalışma Tebliği, 11/25.

Kutu  
3.2

## Türkiye'de Enflasyonun Yüksek Seyrinde Öne Çıkan Alt Gruplar

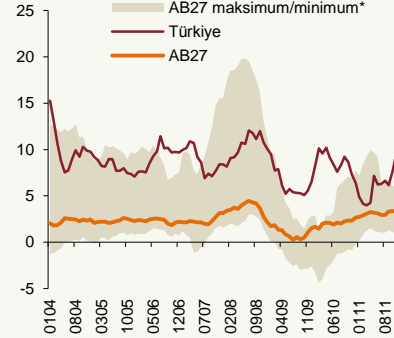
Türkiye'de enflasyon 2000'li yıllarda tek haneli düzeylere gerilemiş olsa da gelişmekte olan ülkelere kıyasla hala yüksek bir seviyededir. 2004-2011 döneminde seçilmiş başlıca gelişmekte olan ülkelerde yıllık enflasyon ortalama yüzde 6 düzeyindeyken, Türkiye'de yıllık enflasyon ortalama yüzde 8,6 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 1). Benzer şekilde, Türkiye'nin AB'ye uyum sürecinden hareketle, tüketici enflasyonunun zaman içindeki gelişimi AB ülkeleri ile kıyaslandığında, genel olarak enflasyonun AB ülkelerindeki en yüksek enflasyon oranına yakın ya da bunun üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 2). Bu kutuda Türkiye'de enflasyonun yüksek seyri alt gruplar bazında incelenmekte ve yüksek seyre yol açan bazı faktörlere dair gözlemler sunulmaktadır.<sup>6</sup>

**Grafik 1.** Gelişmekte Olan Ülkeler Ortalama Yıllık Tüketici Enflasyonu (2004-2011)



\*Fas'ın 2004-2010 arasındaki ortalama yıllık enflasyon oranıdır.  
Kaynak: Bloomberg.

**Grafik 2.** AB27 ve Türkiye'de Enflasyonun Gelişimi (Yıllık Yüzde Değişim)

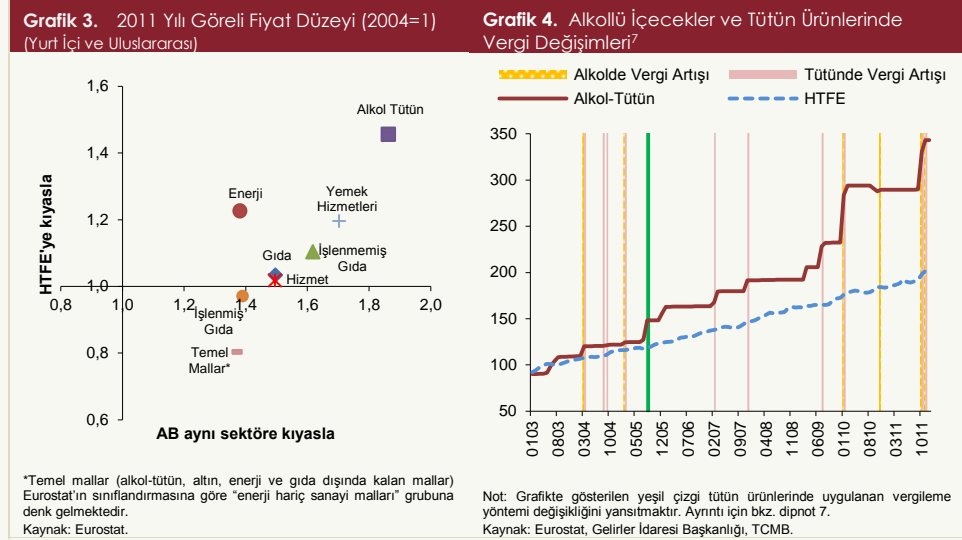


\*Avrupa Birliği'ne üye 27 ülke arasında aylık frekansta en düşük yıllık enflasyon ile en yüksek yıllık enflasyonu temsil etmektedir.  
Kaynak: Eurostat.

**M**añşet enflasyonda yüksek seyre yol açan alt grupları belirlemek için görelî fiyat gelişmeleri hem yurt içi hem de uluslararası boyutta (AB ülkelerine kıyasla) incelenmiştir (Grafik 3). Görelî fiyatların uluslararası boyutta incelenmesinin nedeni, yurt içinde fiyat artışı gösteren alt kalemlerin aslında yurt dışında da benzer bir seyir izleyebilmesidir. Böyle bir durumda yurt içi alt kalemdeki enflasyon gelişmeleri yapısal bir durumdan ziyade görece dışsal bir gelişmenin etkisini yansıtabilecektir. Bir alt grup fiyat endeksinin genel fiyat endeksine oranı yurt içi görelî fiyatı, AB ilgili alt grup endeksine oranı ise yurt dışı görelî fiyatı vermektedir. Karşılaştırmalarda fiyatlar genel düzeyi ve alt kalemleri için TÜFE yerine Harmozine Tüketici Fiyat Endeksi (HTFE) kullanılmıştır. Bunun başlıca nedeni ülke karşılaştırmalarında hesaplama yöntem ve alt grup tanım farklılıklarından kaynaklanabilecek olası etkileri ortadan kaldırmaktır. Bir alt kalemin Grafik 3'te sağ üst köşede yer alması,

<sup>6</sup> Daha detaylı analiz ve tartışma için bakınız Başer, Kösem ve Ögünç (2012).

bu kalemdede fiyatların hem yurt içi genel fiyatlar düzeyine hem de yurt dışı ilgili sektör fiyatlarına kıyasla daha yüksek bir oranda arttığına, dolayısıyla bu sektörün tüketim payına da bağlı olarak Türkiye'de enflasyonun yüksek seyrinde önemli bir rol oynayabileceğine işaret etmektedir.



Grafik 3'ten 2011 yılı itibarıyla fiyat artışları manşet enflasyona kıyasla en hızlı olan sektörlerin alkol-tütün, enerji ve yemek hizmetleri grupları olduğu izlenmektedir. Öte yandan, gıda ve hizmet grupları fiyat endekslerinin fiyatlar genel düzeyinden belirgin bir şekilde farklılaşmadığı ve temel mallarda fiyat artışlarının genel tüketici fiyatlarına kıyasla daha düşük olduğu gözlenmektedir. Tüm alt kalemlerde fiyatlar söz konusu dönemde AB'ye kıyasla daha hızlı artarken, enerji, işlenmiş gıda ve temel mallarda söz konusu artış diğer sektörlerle göre daha yavaştır. Alt kalemler detayında yapılan incelemelerde, hizmet alt kalemleri arasında heterojen bir yapı olduğu ve yemek hizmetleri kaleminin hem yurt içi genel fiyat düzeyine hem de AB ilgili alt kalemine kıyasla hızlı arttığı gözlenmektedir. Bu çerçevede, 2004 yılı baz alındığında hem yurt içi genel fiyat düzeyine hem de uluslararası sektörel fiyatlara oranla fiyatları belirgin olarak daha fazla artan grupların **alkol-tütün**, **enerji**, **işlenmemiş gıda** ve **yemek hizmetleri** olduğu izlenmektedir. Bu kalemlerden ilk ikisi ilgiyi yönetilen/yönlendirilen nitelikteki mallara, diğer ikisi de gıda ve dolayısıyla tarım-hayvancılık uygulamalarına çekerek, bu alanlarda orta-uzun vadeli bir perspektifle geliştirilecek kamu politikalarının önemine işaret etmektedir.

<sup>7</sup> 9.8.2004 tarihli ve 2004/7674 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı (BKK) ile nispi ÖTV oranı ve maktu ÖTV tutarlarında değişiklik yapılmıştır. Bu çerçevede, nispi ÖTV oranı yüzde 55,3'ten yüzde 28'e indirilmiş, sigaralardan alınan maktu vergi şark tipi tütün içeriğine göre belirlenmiştir. Ancak, bu uygulamaya 25.7.2005 tarihli ve 2005/9145 sayılı BKK ile 28.7.2005 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere son verilmiş ve maktu vergi oranı adet başına belirlenmeye başlanmıştır. Bu dönemde nispi ÖTV oranı yüzde 28'den yüzde 58'e yükseltilmiş ve paket başına maktu vergiden az olmamak koşuluyla yüzde 58 üzerinden hesaplanan nispi vergi tutarının ödenmesi esası getirilmiştir. 28.7.2005'te yürürlüğe konulan ve mevcut durumda vergileme yöntemi açısından geçerliliğini koruyan bu değişiklik Grafik 4'te dik yeşil çizgi ile gösterilmiştir.

### Öne Çıkan Alt Kalemlere Dair Gözlem ve Değerlendirmeler

**(i) Alkollü İçecekler ve Tütün Ürünleri Fiyatları:** Türkiye'de alkollü içecek ve tütün ürünlerinde vergi oranları sıklıkla değiştirilmekte, bu alt kalem maliye politikası-enflasyon ilişkisinde önemli bir yer tutmaktadır. Son yıllarda vergi gelirlerini artırma konusunda alınan önlemlerin başında alkollü içecek ve tütün mamullerinde ÖTV ayarlamalarının geldiği gözlenmektedir, bu durum tüketici enflasyonunu olumsuz yönde etkilemektedir (Grafik 4). Özellikle, 2010 ve 2011 yıllarında alkollü içecekler ve tütün ürünleri tüketici enflasyonuna sırasıyla 1,31 ve 1,09 puan katkıda bulunmuş, bu katkılar ilgili yıl enflasyon hedeflerinin yaklaşık yüzde 20'sini oluşturmuştur. Bu çerçevede, özellikle tütün ürünlerinde bir vergi düzenlemesine gidileceğinde bunun enflasyonist etkisinin daima göz önünde bulundurulması büyük önem taşımaktadır.

**(ii) Enerji Fiyatları:** Türkiye'nin özellikle petrol ve doğal gazda dışa bağımlılığı bu ürünlerde yurt dışı fiyatlarına ve döviz kuru gelişmelerine duyarlılığı da beraberinde getirmektedir. Analiz edilen dönemde dolar bazında yükselen petrol ile doğal gaz fiyatları ve otomatik fiyatlandırma mekanizmaları çerçevesinde yurt içi enerji fiyatlarına olan kur geçişkenliğinin yüksek boyutu enflasyonun yüksek seyrinde etkili olan bir unsur olarak belirmektedir.

Enerji grubu aynı zamanda önemli bir bütçe gelir kaynağı olarak öne çıkmaktadır. Türkiye'de vergiler akaryakıt fiyatlarının önemli bir kısmını oluşturmakta, vergi oranlarında genelde yukarı yönlü ayarlamalar olmaktadır.<sup>8</sup> Nitekim, uluslararası karşılaştırmalarda akaryakıtın dolar bazında litre fiyatının yüksekliğinde Türkiye Norveç ile birlikte ilk sıralarda gelmektedir (IEA, 2012).<sup>9</sup> Ancak uluslararası karşılaştırmalarda vergi kadar dikkat çekici olan bir diğer nokta 2011 yılı son çeyreği itibarıyla vergi hariç litre başına akaryakıt (kurşunsuz benzin) fiyatında Türkiye'nin en yüksek fiyata sahip olmasıdır (IEA, 2012). Bu durum akaryakıt üzerindeki vergi yüküne ek olarak; arz zincirindeki basamaklara ve bunların fiyatlandırma davranışlarının önemine dikkat çekmektedir.<sup>10</sup>

Son olarak, enerji grubu fiyat gelişmelerinde etkili olan bir diğer faktör sektörün rekabet yapısıdır. Kamu teşebbüslerinin hâkim olduğu enerji sektöründe planlanan özelleştirmelerin tamamlanması ve böylece sektörün daha rekabetçi bir yapıya kavuşması yurt içi enerji üretiminin ve etkinliğinin artması açısından önem taşımaktadır.

<sup>8</sup> Hanehalkı baz alındığında elektrik ve doğal gaz fiyatlarındaki vergi oranları açısından Türkiye diğer OECD ülkeleri arasında orta sıralarda yer almaktadır (IEA, 2012).

<sup>9</sup> Karşılaştırma Avustralya, Kanada, G. Kore, Japonya, Meksika, Yeni Zelanda ve ABD için normal kurşunsuz, diğer OECD ülkeleri içinse 95 oktan kurşunsuz benzin fiyatları kullanılarak yapılmıştır.

<sup>10</sup> IEA (2010) vergi hariç akaryakıt fiyatları ile CIF ithalat fiyatları arasındaki fark olarak ölçülen dağıtım marjının Türkiye'de AB ortalamasının yaklaşık iki katı olduğuna değinmektedir.

**iii) Gıda Fiyatları:** Enflasyonun yüksek seyrinde dikkati çeken bir diğer sektörün gıda olduğu ve bu sektörde özellikle meyve-sebze gibi işlenmemiş gıda fiyatlarına dair gelişmelerin ön planda olduğu gözlenmektedir. IMF (2011) çalışması Türkiye'nin işlenmemiş gıda ürünleri ihraç ederken, ithalatın sınırlı olduğunu ve dolayısıyla uluslararası ticaretin yurt içi fiyatları yumuşatıcı etkisinden faydalanamadığına değinmekte, ayrıca yüksek ithalat gümrük vergisi ve sıkı kotalar ile çiftçilerin desteklendiği eleştirisinde bulunmaktadır. OECD (2011) ithal korumacılığına ek olarak tarımsal verimliliğin düşük ve verimlilik artışlarının oldukça yavaş olduğunu belirtmektedir. WTO (2012)'ya göre ise anılan etkilerle Türkiye'de tarımsal ürün fiyatları dünya ortalamasının üzerinde seyretmektedir. Genel olarak söz konusu çalışmalar tarım ve gıda sektörlerinde yurt içi rekabetin geliştirilmesi gerektiği noktasında birleşmektedir.

**(iv) Yemek Hizmetleri Fiyatları:** Kişi başı gelir artışına paralel olarak yemek hizmetlerinin tüketici fiyat endeksi içindeki payı 1994 yılında yüzde 2,8 iken, 2003 yılında yüzde 3,3'e, 2007-2012 yılları arasında ise ortalama yüzde 5,3 seviyesine yükselmiştir. Bu durum sektördeki fiyat artışlarının bir kısmının tüketim tercihlerindeki değişimle de bağlantılı olabileceğini düşündürmektedir.

Yemek hizmetleri sektöründe maliyet yapısını anlamaya yönelik olarak 2002 yılı girdi-çıkıtı kullanım tablosu incelendiğinde, gıda ve tarım sektörlerinden temin edilen girdilerin toplam girdi içinde yaklaşık yüzde 52 ile en yüksek paya sahip olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, gıda fiyatlarındaki artışlar yemek hizmetleri fiyatları üzerinde de yoğun olarak hissedilmektedir. Çalışanlara yapılan ödemelerin yüzde 15 ile ikinci en yüksek payı alması nedeniyle, sektörde istihdam edilen işgücünün yapısı da dikkate alındığında, asgari ücret gelişmeleri fiyatların seyrine etki edebilecek bir başka unsur olarak belirlemektedir. Maliyete dair diğer önemli kalemler ise elektrik başta olmak üzere enerji, kira ve mali aracı kuruluşlara yapılan ödemelerdir. Bu durum yemek hizmetleri sektörüne girdi teşkil eden sektörlerdeki, bir kısmı da yukarıda ifade edilen, yapısal düzenlemelerin önemini daha da artırmaktadır.

Özetle, enflasyonun görece yüksek seyrinde Türkiye'ye özgü yapısal faktörlerin rolü dikkat çekmektedir. Alkol-tütün ürünlerinde vergi politikası; enerjide dışa bağımlılığa bağlı etkiler, sektörün rekabet yapısı ve akaryakıt ürünlerinde vergi, üretim ve dağıtım zinciri; tarım ve gıda sektörlerinde ise yurt içi rekabet ve verimlilikteki düşük seviye gibi noktalar ön plana çıkmaktadır.



**Kaynakça:**

Başer, S., S. Kösem ve F. Öğünç (2012). "Türkiye'de Enflasyon: Sektörel ve Uluslararası Bazda Karşılaştırmalı bir Analiz ve Öne Çıkan Noktalar," TCMB Ekonomi Notları, yayın için değerlendirme aşamasında.

IEA (2010). "Energy Policies of IEA Countries: Turkey 2009 Review," International Energy Agency, OECD/IEA, 2010.

IEA (2012). "Energy Prices and Taxes, Quarterly Statistics, First Quarter 2012," International Energy Agency.

IMF (2011). "Staff Report for the 2011 Article IV Consultation," IMF Country Report No. 12/16.

OECD (2011). "Evaluation of Agricultural Policy Reforms in Turkey," OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264113220-en>.



## 4. Arz ve Talep Gelişmeleri

2012 yılının ilk çeyreğine ilişkin milli gelir verilerine göre iktisadi faaliyet Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüm ile uyumlu seyretmiştir. Bu dönemde yurt içi talep ılımlı bir artış sergilerken net dış talebin yıllık büyümeye öngörülenden daha yüksek bir katkı yapması dengelenmenin güçlenerek sürdüğünü göstermiştir. Bu dönemde milli gelir dönemlik bazda gerilese de dış belirsizlikler ve olumsuz hava koşulları gibi geçici unsurlar nedeniyle bu daralmanın iktisadi faaliyetteki ana eğilimi yansıtmadığı düşünülmektedir.

Nitekim, 2012 yılının ikinci çeyreğine ilişkin göstergeler ilk çeyrekteki olumsuz seyrin kalıcı bir eğilime işaret etmediği ve takip eden dönemde ekonominin ılımlı büyüme patikasına yeniden döneceği yönündeki öngörülerimizi doğrulamıştır. Sanayi üretiminin Nisan-Mayıs döneminde bir önceki çeyreğe göre güçlü bir artış kaydetmesi ilk çeyrekteki daralmanın ardından iktisadi faaliyette hızlı bir geri dönüşe işaret etmiştir. Bu toparlanmanın, olumsuz geçen ilk çeyreğin telafisini de içerdiği, dolayısıyla güçlü toparlanmaya rağmen iktisadi faaliyetteki ana eğilimin ılımlı seyrettiği düşünülmektedir (Kutu 4.1).

Nisan Enflasyon Raporu'ndan bu yana geçen süre zarfında başta Yunanistan ve İspanya olmak üzere Avrupa ekonomilerine ilişkin sorunlar belirsizlik algılamalarını artırırken, Çin ve ABD ekonomilerinde iktisadi faaliyet ve işgücü piyasası eğilimlerinin küresel büyüme görünümü açısından yeterince güçlü olmadığı görülmüştür. Özellikle Mayıs ve Haziran aylarında iktisadi faaliyete dair yavaşlama sinyallerinin küresel ölçekte giderek yayılması, yılın ikinci yarısına ilişkin dış talep görünümü üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

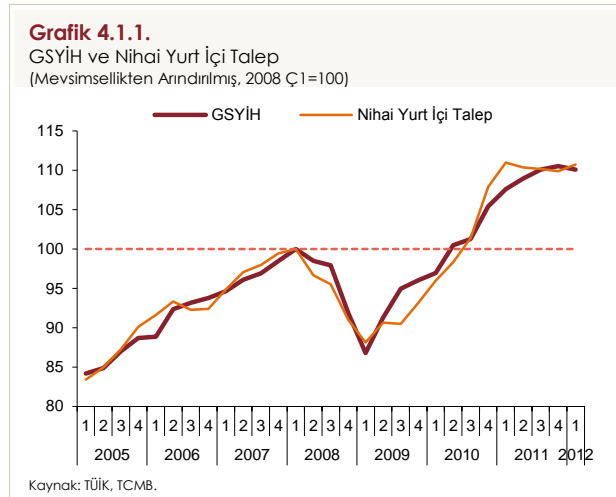
Bahsedilen sorunlara rağmen ihracatın 2011 yılının ikinci yarısından bu yana kriz öncesinden daha güçlü bir ana eğilim içermesi gerek dengelenmeye yönelik politikaların birikimli etkilerinin giderek belirginleştiğini gerekse dış piyasalarda pazar çeşitlendirmesinin başarılı bir şekilde sürdürüldüğünü göstermektedir. Nitekim, ekonomideki dengelenmenin ikinci çeyrekte güçlenerek sürdüğü görülmekte, bu da makroiktisadi temelleri ve dolayısıyla Türkiye ekonomisine ilişkin algılamaları iyileştirmektedir. Son dönemde imalat sanayi sipariş ve perakende sektörü satış beklentilerinde bir miktar bozulma gözlenirse de, istihdam ve yatırım plânları ile tüketici güveni gibi orta/uzun vadeli beklentilere yönelik göstergelerde belirgin bir bozulma olmaması önümüzdeki dönem büyümesine ilişkin olumlu sinyaller içermektedir.

Bu çerçevede 2012 yılının ikinci yarısında ekonomideki ılımlı büyüme eğiliminin korunacağı ve toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının süreceği tahmin edilmektedir. Cari dengedeki iyileşmenin ise yavaşlayarak da olsa devam etmesi beklenmektedir.

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

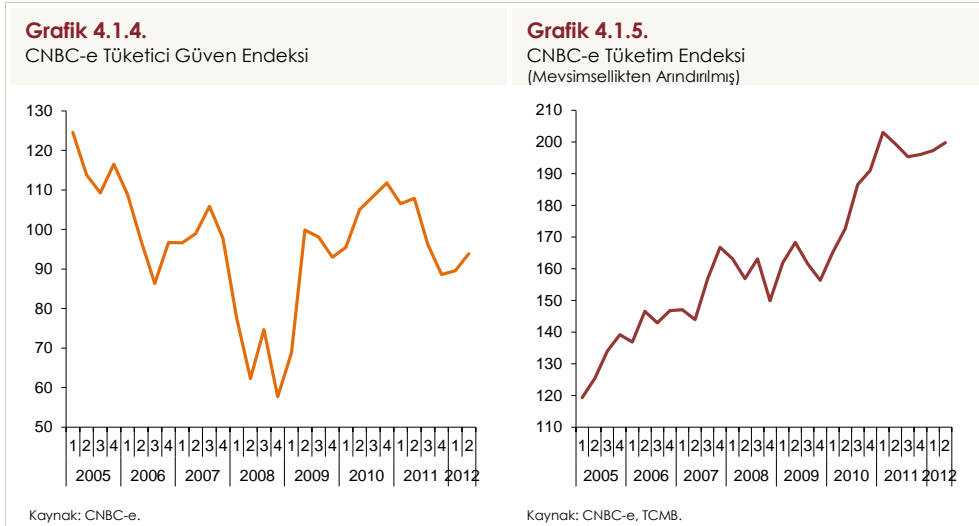
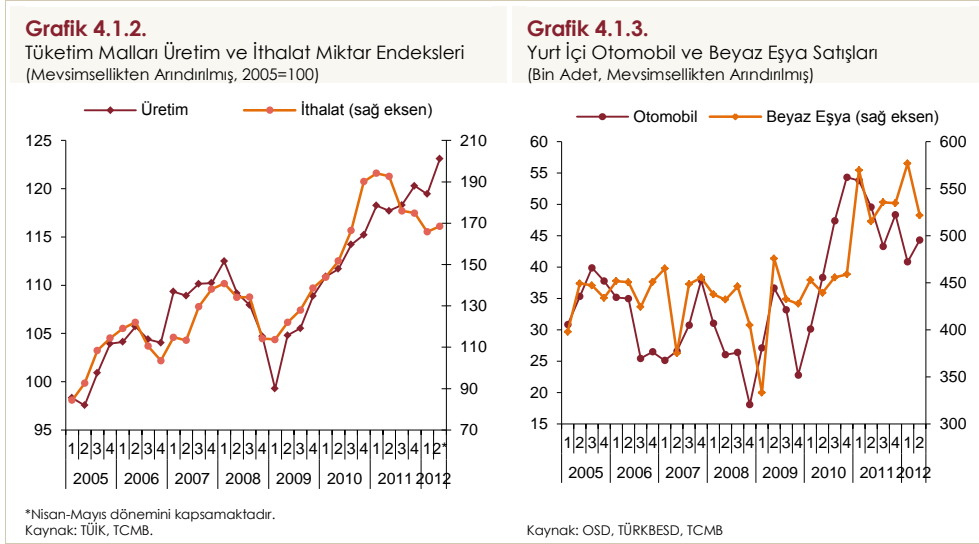
TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre GSYİH 2012 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 3,2 oranında artış kaydetmiştir. Talep bileşenlerindeki dengelenme bu dönemde daha da belirginleşmiştir. Yıllık büyümeye katkılar incelendiğinde net dış talebin katkısının kuvvetlenerek devam ettiği, yurt içi talebin temel sürükleyicilerinin ise kamu tüketimi ve özel yatırımlar olduğu görülmektedir.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, GSYİH'nin yılın ilk çeyreğinde dönemlik bazda yüzde 0,4 oranında gerilediği görülmektedir. Böylece, krizden çıkış sürecinde artış eğilimi gösteren GSYİH, 2009 yılı ilk çeyreğinden sonra ilk defa dönemlik bazda gerilemiştir. Talep bileşenleri incelendiğinde Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle uyumlu bir seyir gözlenmektedir. Yurt içi talep sınırlı bir oranda artarken dönemlik büyümeye en yüksek katkıyı kamu harcamaları ve özel yatırımlar sağlamıştır (Grafik 4.1.1).



Yılın ikinci çeyreğine ilişkin veriler, nihai yurt içi talepte ilk çeyrekte görülen ılımlı artışın devam edeceğine işaret etmektedir. Özel tüketim talebine ilişkin göstergelerden tüketim malları üretimi ve ithalatı Nisan-Mayıs döneminde artmıştır (Grafik 4.1.2). Yurt içi otomobil satışları ikinci çeyrekte artmakla beraber

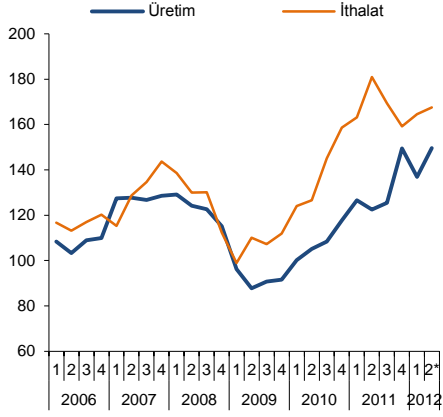
hâlâ 2011 yılı son çeyrek seviyesinin altındadır. Aynı dönemde beyaz eşya satışları ise gerilemiştir (Grafik 4.1.3). Tüketim endeksi ve tüketici güven endeksi 2011 yılındaki seviyelerinin altında olmakla beraber ikinci çeyrekte dönemlik bazda artmıştır (Grafik 4.1.4 ve Grafik 4.1.5).



Yakın dönem göstergeleri, tüketim talebinin yanı sıra yatırım talebinin de ikinci çeyrekte arttığına işaret etmektedir. Sermaye malları üretimi ve ithalatı Nisan-Mayıs döneminde artmıştır (Grafik 4.1.6). İç piyasaya yapılan hafif ve ağır ticari araç satışlarında da ikinci çeyrekte artış görülmektedir (Grafik 4.1.7).

**Grafik 4.1.6.**

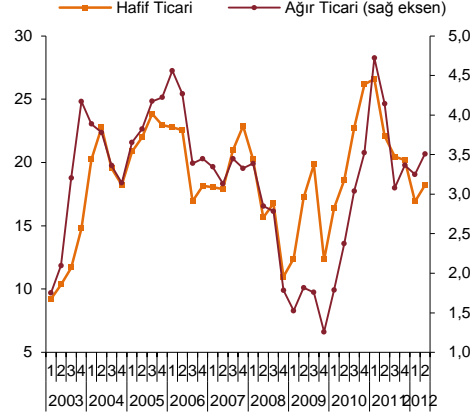
Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri  
(Taşımacılık Araçları Hariç, Mevsimsellikten Arındırılmış,  
2005=100)



\*Nisan-Mayıs dönemini kapsamaktadır.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

**Grafik 4.1.7.**

Yurt İçi Ticari Araç Satışları  
(Bin Adet, Mevsimsellikten Arındırılmış)

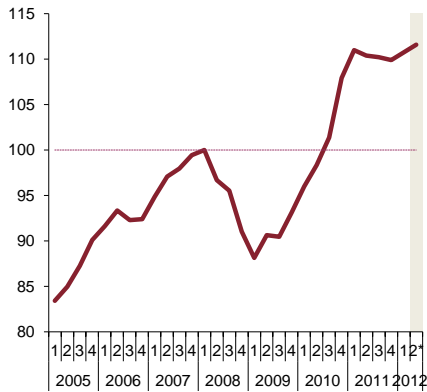


Kaynak: OSD, TCMB.

Özetle, yılın ikinci çeyreğine ilişkin göstergeler yurt içi talepteki ılımlı artış eğiliminin devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 4.1.8). Ekonomideki toparlanma eğilimi üretim göstergeleri tarafından da teyid edilmektedir. Nitekim, sanayi üretimi olumsuz hava koşulları ve dış belirsizliklerin etkisiyle Ocak ayında gözlenen sert düşüşün ardından Mayıs ayıyla birlikte dört ay üst üste artış göstermiştir. Bu istikrarlı artış eğilimi, iktisadi faaliyetteki ılımlı artış eğilimini yansıttığı gibi aynı zamanda ilk çeyreğin telafisini de içermektedir (Grafik 4.1.9).

**Grafik 4.1.8.**

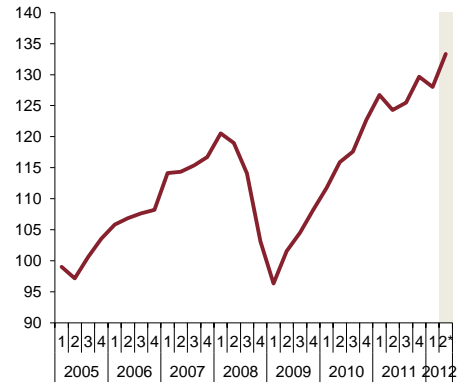
Nihai Yurt İçi Talep  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2008 Ç1=100)



\* Tahmin  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

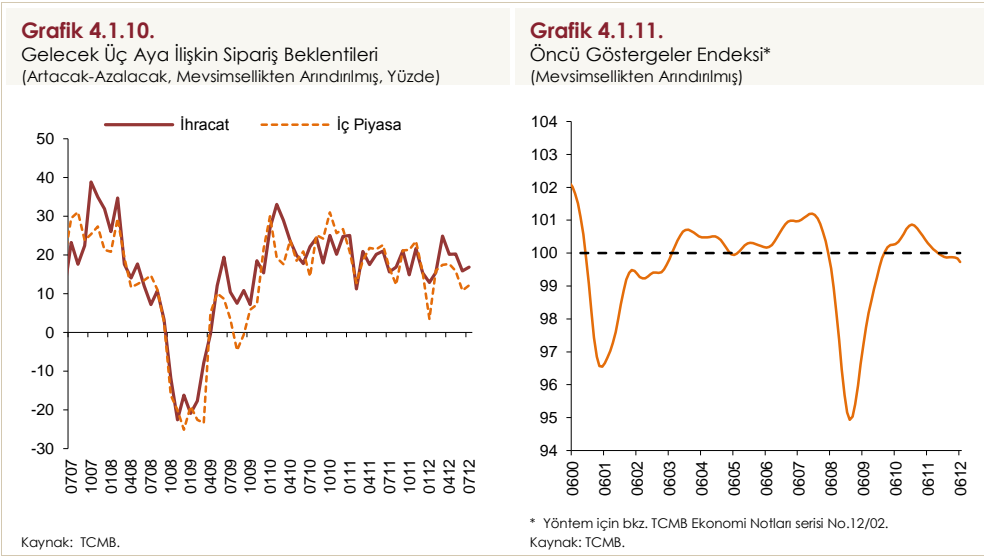
**Grafik 4.1.9.**

Sanayi Üretim Endeksi  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)



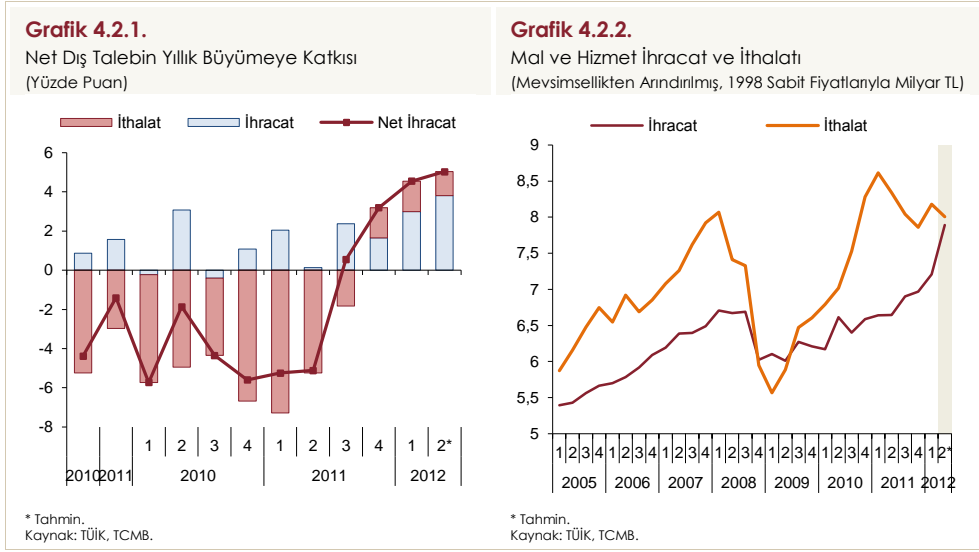
\* Haziran ayı tahmin.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Göstergeler ikinci çeyrekte iktisadi faaliyette artışa işaret ederken son dönemde küresel ekonomiye ve finansal piyasalara dair artan belirsizliklerin etkisiyle anketlerden elde edilen geleceğe yönelik beklentilerde kötüleşme dikkat çekmektedir. İYA'dan alınan gelecek üç ay iç ve dış piyasa sipariş beklentileri Mayıs-Haziran döneminde gerilerken Temmuz ayında bir miktar artmıştır (Grafik 4.1.10). Üçüncü çeyreğe ilişkin sipariş beklentilerinde artış görülürken ilk çeyrek sonunda artış eğilimi sergileyen öncü göstergeler endeksinin ikinci çeyrekte azalması yılın ikinci yarısındaki büyüme görünümüne ilişkin belirsizliklerin arttığına işaret etmektedir (Grafik 4.1.11).



## 4.2. Dış Talep

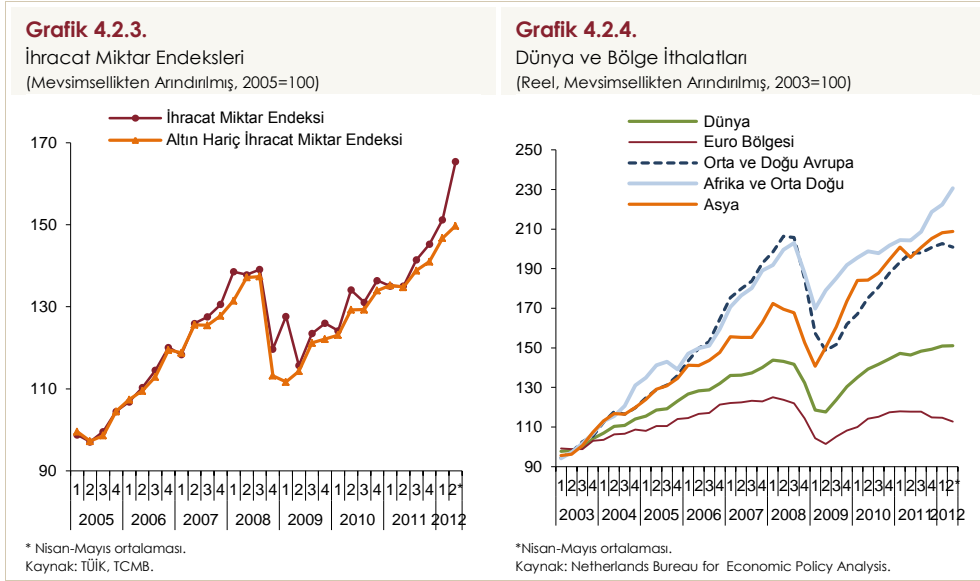
2012 yılı ilk çeyreğine ilişkin milli gelir verileri talep bileşenlerindeki dengelenmenin güçlenerek sürdüğüne işaret etmektedir. Bu dönemde mal ve hizmet ihracatı yıllık yüzde 13,2 oranında artarken, mal ve hizmet ithalatı yüzde 5,0 oranında gerilemiştir. Böylece, net dış talep gerek ihracat gerekse ithalatın pozitif katkısı sonucu büyümeye en yüksek katkı yapan harcama bileşeni olmaya devam etmiştir (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle mal ve hizmet ihracatı küresel ölçekte devam eden sorunlara rağmen son üç çeyrekte önemli bir ivme yakalamıştır. Mal ve hizmet ithalatı ise üç çeyrek üst üste düşüş gösterdikten sonra yılın ilk çeyreğinde artış kaydetmiştir (Grafik 4.2.2).



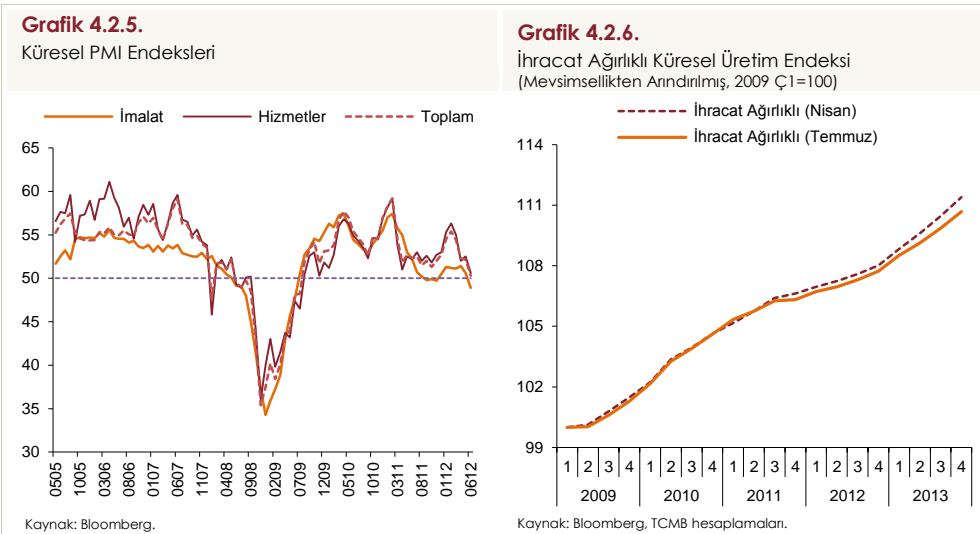
Derinleşen küresel sorunlara rağmen ihracatın olumlu seyri dikkat çekici boyuttadır. Nitekim, mal ihracatını içeren ihracat miktar endeksi Nisan-Mayıs döneminde altın ihracatındaki hızlanmanın da etkisiyle bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 9,4 gibi oldukça güçlü bir artış kaydederek kriz öncesi eğilimin ima ettiği düzeylere yaklaşmıştır (Grafik 4.2.3). 2011 yılı genelinde 1,5 milyar ABD doları olarak gerçekleşen altın ihracatı 2012 yılının ilk 5 aylık döneminde 4 milyar ABD dolarını aşmıştır. Bu durumun dönemsel olduğunun düşünülmesi, ihracatın ana eğilimini takip edebilmek amacıyla altın ihracatının dışlanmasını gerekli kılmıştır. Altın ihracatı dışlanarak oluşturulan çekirdek endeks bu dönemde genel ihracata oranla daha sınırlı bir artış kaydetmiştir. Bu çerçevede, ihracattaki ana eğilimin ılımlı bir artış patikası sergilediği not edilmelidir.

Dünya geneli ithalat talebinin seyri ihracat üzerinde önemli bir risk unsuru oluşturmaya devam etmektedir. Bölgeler itibarıyla incelendiğinde ana ticaret ortaklarımızdan Euro Bölgesi'nin ithalat talebi zayıf seyrini sürdürmektedir. Bir önceki çeyrekte ithalat talebi artış gösteren bölgelerden Asya'nın talep düzeyinin yataya yakın bir seyir izlemesi ve Orta ve Doğu Avrupa'nın ithalat talebinin zayıflaması dikkat çekmektedir. Öte yandan, Afrika ve Orta Doğu pazarında görülen canlanma ihracat talebini desteklemeyi sürdürmektedir (Grafik 4.2.4) (Kutu 4.2).

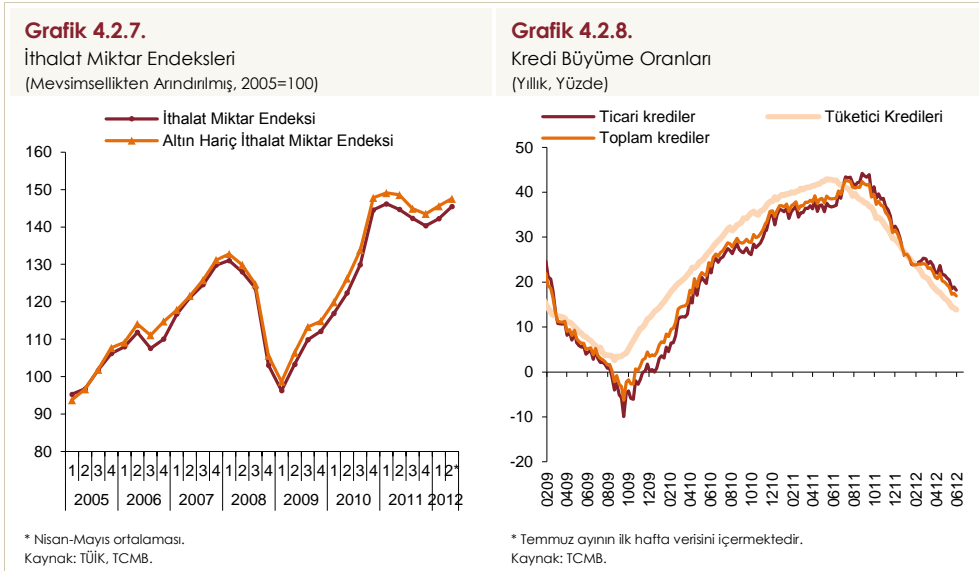




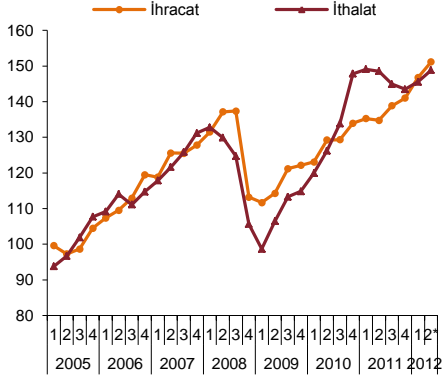
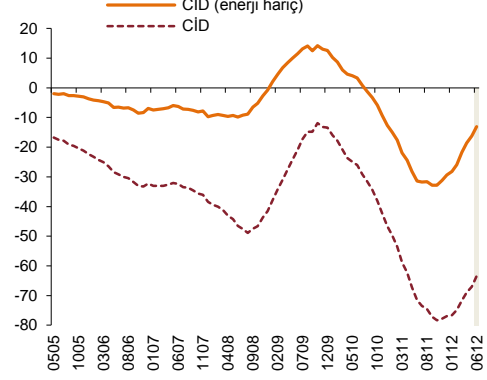
İhracata ilişkin kısa ve orta vadeli diğer göstergeler dış pazarlarda olumsuz bir görünüme işaret etmektedir. İmalat sanayine ilişkin küresel PMI endeksi Haziran ayında 50 seviyesinin altına gerileyerek son üç yıllık dönemde en düşük düzeyine inmiştir. Bununla birlikte, hizmetler endeksi de nötr seviyeye yaklaşmıştır (Grafik 4.2.5). Krizden çıkış sürecinde büyümenin lokomotifi olan gelişmekte olan ülkelerin de yavaşlama sinyalleri vermesi dış talep açısından daha olumsuz bir tablo ortaya koymaktadır. Nitekim, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksi bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre daha zayıf bir büyüme patikasına işaret etmektedir (Grafik 4.2.6).



İthalat miktar endeksi 2012 yılı ilk çeyreğinin ardından Nisan-Mayıs döneminde de ılımlı artış eğilimi sergilemiştir. Buna karşın, ithalat miktarı 2011 yılı ilk çeyreğindeki zirve değerinin altında gerçekleşmiştir. Son dönemde altın ihracatının hızla artması ve ihracatın önemli bir kısmının ithalat tarafından karşılanması altın ithalatını artırmaktadır. İthalatın ana eğilimini daha iyi değerlendirebilmek amacıyla altın ithalatı dışlanarak oluşturulan endeks Nisan-Mayıs döneminde toplam ithalata oranla daha ılımlı bir artış kaydetmiştir (Grafik 4.2.7). Yurt içi talepte görülen ılımlı seyrin yanı sıra kredilerdeki yavaşlama da ithalatı sınırlamaya devam etmektedir (Grafik 4.2.8).

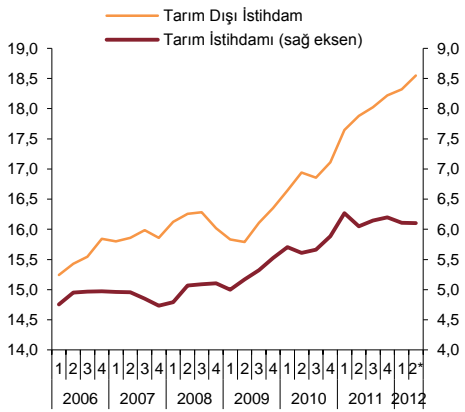
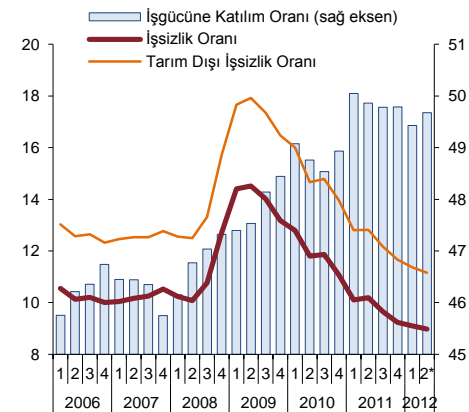


Özetle, yakın dönem göstergeleri net dış talebin yılın ikinci çeyreğinde yıllık büyümeye olumlu katkı yapmaya devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 4.2.1). Altın hariç miktar endeksleri bu dönemde reel dengelenme sürecinin yavaşladığına işaret etse de (Grafik 4.2.9), toplam mal ve hizmetlerin ihracat ve ithalat katma değeri tahminleri dengelenmenin devam ettiğini göstermektedir (Grafik 4.2.2). Bu çerçevede, 12 aylık birikimli cari açığa görülen düzeltme sürmektedir (Grafik 4.2.10). Cari işlemler dengesinin uzun dönemde arzulanan boyutlara ulaşması için yurt içi tasarrufların artırılması, bu bağlamda yapısal önlemlerin alınması gerekmektedir.

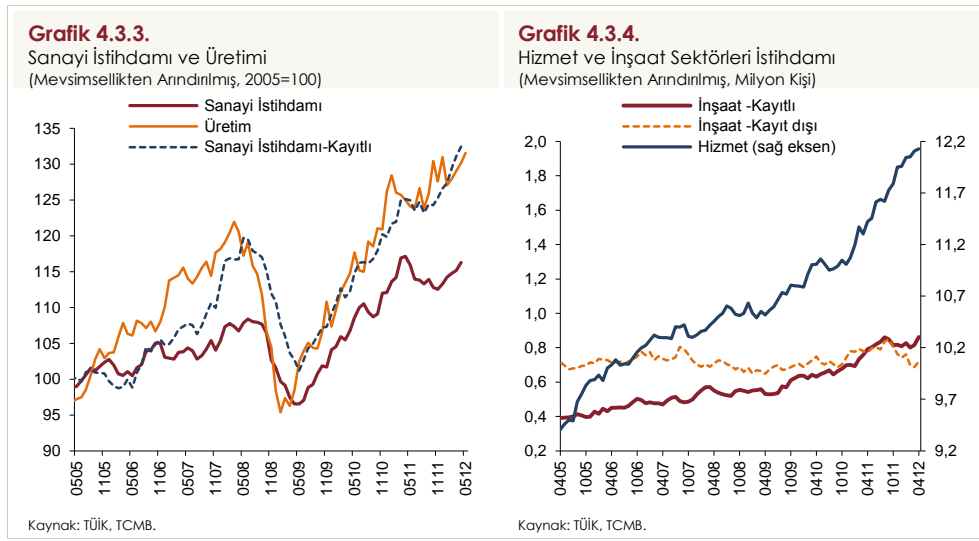
**Grafik 4.2.9.**Altın Hariç İthalat ve Altın Hariç İhracat  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)\* Haziran için tahmin.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.**Grafik 4.2.10.**Cari İşlemler Dengesi  
(12-Aylık Birikimli, Milyar ABD Dolan)\* Haziran için tahmin.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

### 4.3. Emek Piyasası

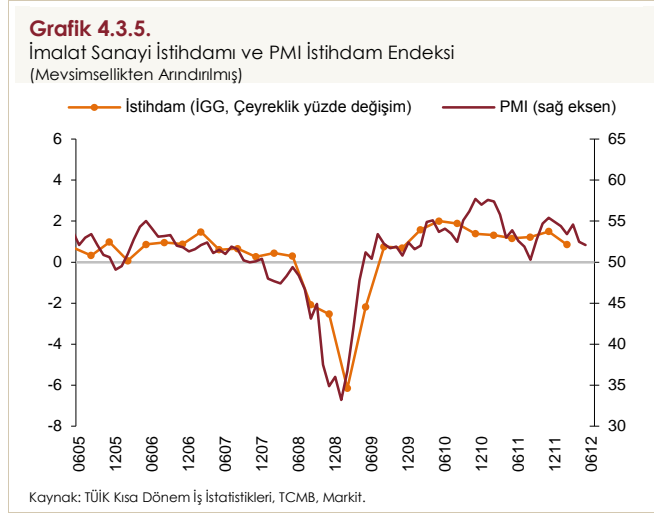
2012 yılı ilk çeyreğinde işsizlik oranı işgücüne katılımda gözlenen zayıf seyrin etkisiyle düşük bir oranda gerilemiştir. 2012 yılı Nisan döneminde ise, tarım dışı istihdam tüm sektörlerin katkısıyla artmıştır. Bu dönemde tarım istihdamı ve katılım oranları sınırlı oranda yükselirken, mevsimsel etkilerden arındırılmış toplam ve tarım dışı işsizlik oranları sırasıyla bir önceki döneme göre 0,1 ve 0,2 puan azalarak yüzde 9 ve yüzde 11,2 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 4.3.1 ve Grafik 4.3.2).

**Grafik 4.3.1.**Tarım ve Tarım Dışı İstihdam  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)\* Nisan dönemi itibarıyla.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.**Grafik 4.3.2.**İşsizlik Oranları  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde)\* Nisan dönemi itibarıyla.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

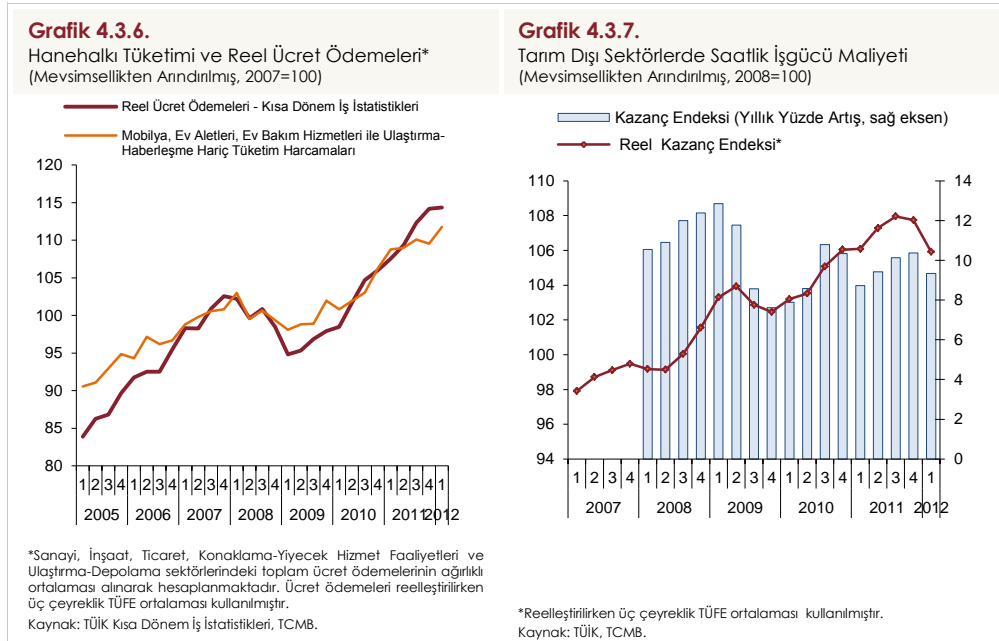
2012 yılının ilk çeyreğinde sanayi istihdamı bir önceki çeyreğe göre yüzde 2 oranında artmıştır (Grafik 4.3.3). İnşaat sektöründe ise bu dönemde istihdam kayıpları yaşanmıştır. Ancak, 2011 yılının Eylül ayından itibaren zayıf seyreden inşaat sektörü istihdamının, Mart döneminde sınırlı, Nisan döneminde ise yüksek artış göstermesi önümüzdeki döneme dair beklentileri iyimserleştirmiştir. Hizmet sektörü istihdamının artış hızı ise bu çeyrekte bir önceki çeyreğe göre azalmıştır. Nisan döneminde ise düşük oranlı bir istihdam artışı gözlenmiştir (Grafik 4.3.4). Bu çerçevede, 2012 yılı ilk çeyreğinde, mevsimsellikten arındırılmış tarım dışı istihdama inşaat sektörü hariç tüm sektörler olumlu katkı sağlamıştır.



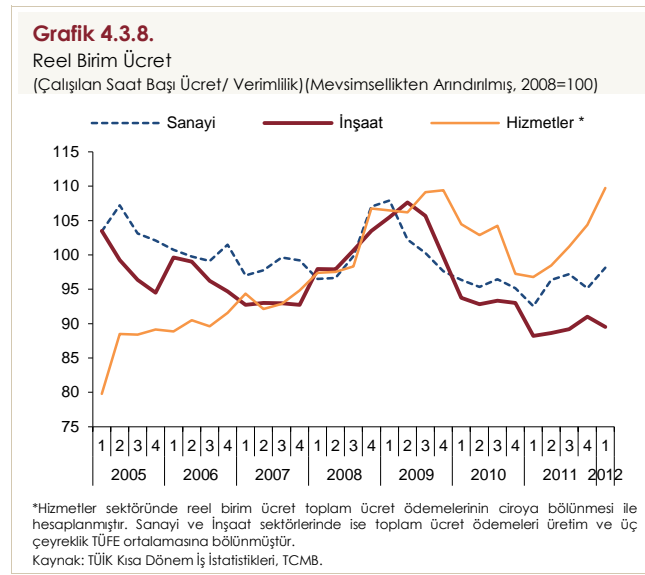
Sanayi üretiminde 2012 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre azalış olsa da, endeksin seviyesinin son dört aydır ılımlı artışını sürdürdüğü gözlenmektedir (Grafik 4.3.3). Kayıtlı sanayi istihdamı üretim gelişmelerine paralel hareket etmeye devam ederken, Nisan döneminde kayıt dışı istihdam azalış göstermiştir. PMI istihdam göstergesi 2012 yılı ikinci çeyreği itibarıyla bir önceki çeyreğe göre bir miktar gerilemekle birlikte söz konusu dönem için olumsuz bir eğilime işaret etmemektedir (Grafik 4.3.5). Bu çerçevede yılın ikinci çeyreğinde sanayi istihdamının sınırlı bir oranda artmaya devam edeceği, ancak küresel iktisadi görünüme ilişkin belirsizliklerin üretimi ve istihdam koşullarındaki iyileşmeyi sınırlayabileceği düşünülmektedir.



Emek piyasası gelişmeleri iç talep görünümü açısından değerlendirildiğinde, reel ücret ödemeleri 2012 yılı ilk çeyreğinde bir önceki döneme göre hız kesmiş olsa da, özellikle cari dönem gelire duyarlı gruplara yönelik harcamaların devam ettiği görülmektedir (Grafik 4.3.6). Ücretler maliyet unsuru olarak incelendiğinde ise, 2012 yılının ilk çeyreğinde İşgücü Maliyeti Endeksleri kapsamında yayımlanan tarım dışı saatlik reel kazanç endeksinin bir önceki çeyreğe göre gerilediği gözlenmektedir (Grafik 4.3.7).



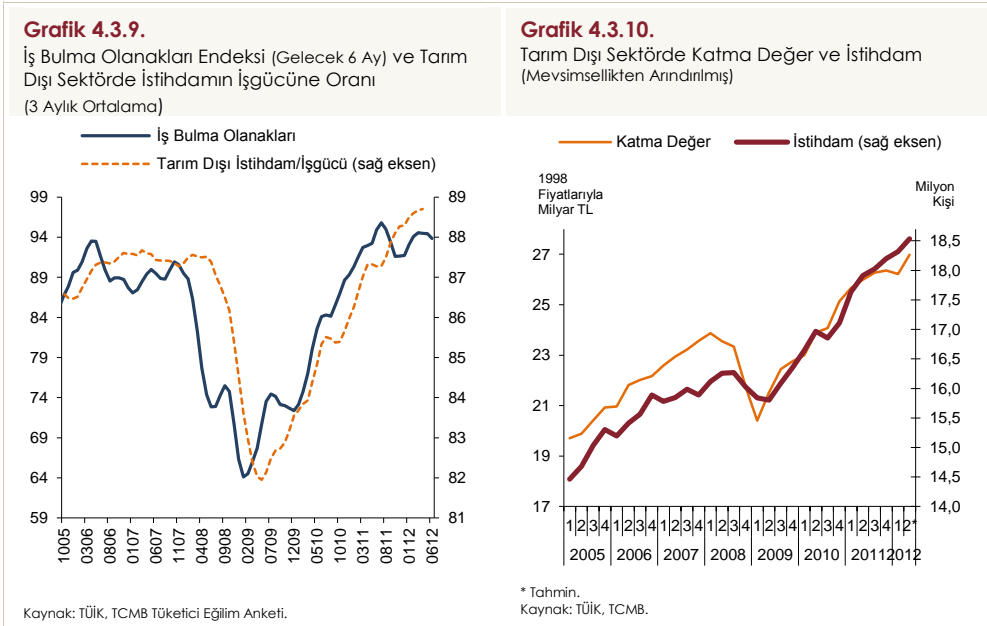
Verimlilik gelişmelerini de içeren reel birim ücretler ise 2012 yılının ilk çeyreğinde inşaat sektörü hariç artış göstermektedir (Grafik 4.3.8). Bu dönemde ekonominin büyüme hızının gerilemesi tarım dışı sektörlerde verimlilik kayıplarına yol açmıştır. Ayrıca, yılın ilk çeyreğinde çalışılan saat başı reel ücretler bir önceki dönem gerçekleşen düzeyini korumuştur. Belirtilen nedenlerle, söz konusu dönemde hem sanayi sektöründe hem de ticaret-hizmet sektöründe reel birim ücretler bir önceki döneme kıyasla belirgin bir biçimde yükselmiştir. Hizmet sektörü reel birim ücretlerinde gözlenen artış hizmet fiyatlarına ilişkin bir risk unsuru olarak görülmektedir.



Son dönemde gerçekleşen asgari ücret artışlarının ve kamu kesiminde memur maaşları düzenlemelerinin özel kesim maaş ve ücret artışları ile harcanabilir gelir için bilgi içerdiği düşünülmektedir. Brüt asgari ücret seviyesinin 16 yaşından büyükler için 2012 yılının ilk yarısında 886,5 TL ve yılın ikinci yarısında 940,5 TL olması öngörülmüştür. Böylece, cari veriler ile hesaplandığında yılın ilk ve ikinci yarılarında asgari ücret artışları bir önceki yılın aynı dönemlerine göre sırasıyla 11,3 ve 12,4 olmakta, 2012 yılı genelinde ise reel olarak yüzde 4,7 oranında artışa denk gelmektedir. Ayrıca, memur maaş artış oranları 2012 yılının ilk yarısı ve ikinci yarısı için yüzde 4 olarak belirlenmiştir. Bu durumda, 2012 yılı tamamı için memur maaş artış oranı yüzde 8,2 olarak gerçekleşmektedir. Söz konusu gelişmeler hane halkı harcanabilir gelirlerinde reel artışlara işaret etmektedir.

Özetle, 2012 yılı ilk çeyreğinde tarım dışı istihdam artışına en büyük katkı sanayi sektöründen gelmiş, inşaat istihdamı gerilerken, hizmetler sektörü

istihdamı sınırlı bir artış göstermiştir. 2012 yılı Nisan döneminde ise tarım dışı istihdamdaki artışa başta inşaat sektörü olmak üzere tüm sektörler katkıda bulunmuştur. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin öncü göstergeler sanayi istihdamında ılımlı artışın devam edeceğine işaret etmektedir. Ayrıca, Tüketici Eğilim Anketi'nde yer alan ve hane halkının iş bulma beklentisini yansıtan iş bulma olanakları endeksi de istihdam imkanlarının önceki dönemlere göre değişmediğini doğrular niteliktedir (Grafik 4.3.9). 2012 yılının ikinci çeyreğinde tüm sektörlerde sınırlı istihdam artışları ile beraber tarım dışı istihdamın ılımlı seyri koruyacağı tahmin edilmektedir (Grafik 4.3.10). Ancak, bu gelişmeler yorumlanırken, son yıllarda istihdamın yanı sıra işgücü arzına ilişkin dinamiklerin ve küresel iktisadi görünüme ilişkin belirsizliklerin de işsizlik üzerinde etkili olduğu göz önünde bulundurulmalıdır (Kutu 4. 3).



Kutu  
4.1

## İktisadi Faaliyetin İkinci Çeyrekteki Ana Eğilimi

İktisadi faaliyetin ana eğilimi değerlendirilirken baz etkilerini içeren yıllık değişim oranları yerine mevsimsellikten arındırılmış veriler kullanılarak hesaplanan çeyreklik değişim oranları esas alınmaktadır. Milli gelir verileri söz konusu olduğunda çeyreklik büyüme oranındaki bir düşüş (artış) ekonominin yavaşladığı (hızlandığı) şeklinde yorumlanmaktadır. Ancak mevsimsellikten arındırma sonuçları yöntem, örneklem uzunluğu, model tanımı, doğrudan/dolaylı yaklaşım gibi unsurlara duyarlı olup, yeni veri eklendiğinde geriye dönük önemli güncellemeler de içerebilmektedir (Tablo 1).<sup>1</sup> Bu farklılıklar nedeniyle kimi zaman iktisadi faaliyetteki ana eğilimin ne olduğu konusunda net bir değerlendirme yapmak zorlaşmaktadır. Örneğin, yüzde 3 oranındaki bir çeyreklik büyüme oranı, etrafında makul bir belirsizlik dahi olsa, iktisadi faaliyetin oldukça güçlü seyrettiği yönünde yapılacak bir değerlendirmeyi değiştirmeyecektir. Buna karşılık, potansiyele yakın yüzde 1-1,5 civarındaki bir çeyreklik büyüme oranı, içerdığı belirsizlik ölçüsünde çıktı açığındaki değişimi etkileyeceğinden, para politikası tepkisi açısından daha kritik bir değer olarak karşımıza çıkmaktadır.

**Tablo 1. Alternatif Başlangıç Noktalarına Göre GSYİH Dönemlik Büyüme Oranı (Yüzde)**

DÖNEM	1998 <sup>(1)</sup>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
2010-4	4,2	4,1	4,2	3,8	3,9	4,0	3,9	4,1	3,8
2011-1	1,6	2,1	2,0	2,2	2,2	2,1	2,2	1,9	1,8
2011-2	1,3	1,3	1,4	1,0	1,0	1,1	1,1	1,3	1,5
2011-3	1,3	1,0	0,9	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0
2011-4	0,6	0,4	0,5	0,2	0,2	0,3	0,2	0,4	0,2
<b>2011-2, 2011-3, 2011-4 Ortalaması</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
2012-1	-	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	-0,9
2012-2 <sup>(2)</sup>	-	2,0-2,4	-	-	-	-	-	-	-

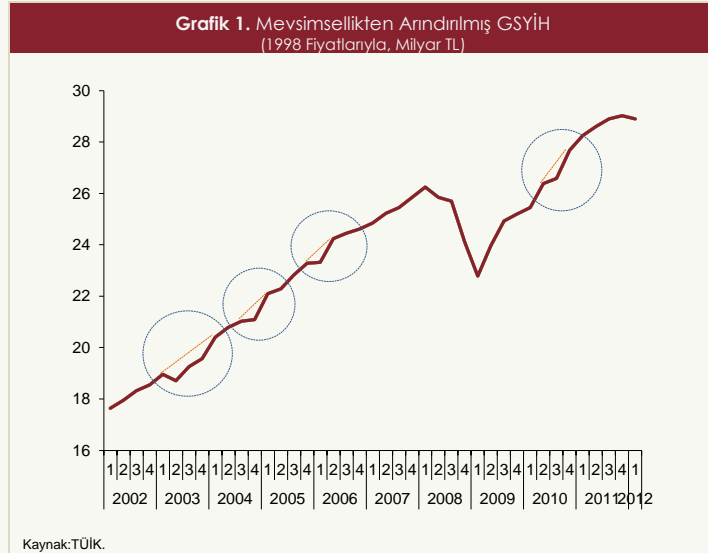
(1) 2011 yılının son çeyrek verisinin açıklandığı gerçek-zamanlı milli gelir verileri ile hesaplanmıştır.  
(2) 2011-2, 2011-3, 2011-4 ortalamasını değiştirmeyecek dönemlik büyüme oranı aralığını göstermektedir. Böylelikle, 2012 yılının ilk çeyreğinde gözlenen daralma geçici unsurlar içeriyorsa, ikinci çeyrekte ekonomi hangi oranda büyümeli ki iktisadi faaliyetin geçmiş eğiliminde bir bozulma olmaksızın geçmiş kayıp telafi edilebilsin sorusu cevaplanmaktadır.  
Kaynak:TÜİK, TCMB.

Fiyat istikrarına odaklanan para politikası uygulamasında potansiyele yakın büyüme oranları “ılımlı” olarak nitelenmektedir. Son bir yıllık döneme bu gözle baktığımızda ekonomiyi daha sağlıklı bir büyüme kompozisyonu dâhilinde yavaşlatmayı amaçlayan politika uygulamalarının sonucunda 2010 yılının son çeyreğini takiben büyüme oranlarının kademeli olarak gerilediği görülmektedir (Tablo 1). Bu dönemde ekonominin ılımlı bir büyüme patikasına yöneldiği açıkça görülürken çeyrekler itibarıyla ana eğilimi yansıtmayan hareketler de gözlenebilmektedir. Yukarıda değinilen etkenlerle çeyreklik büyüme oranlarının

<sup>1</sup> Bkz. Nisan 2012 Enflasyon Raporu, Kutu 4.1: İktisadi Faaliyetin Ana Eğilimi: Mevsimsellikten Arındırılmış Veriler, sf. 57-59.



içerdiği belirsizliği bir kenara bırakırsak, 2012 yılının ilk çeyreğindeki daralmanın ana eğilimden kopuk bir hareketi örneklediği söylenebilir. Ekonomide haddinden fazla bir yavaşlamaya işaret eden bu tip dönemlerde genellikle olumsuz hava koşulları, enerji sıkıntıları, iç/dış belirsizlikler, vb. geçici şokların etkili olduğu dikkat çekmektedir. Bunların etkisi ortadan kalktığında ise ekonomide ana eğilime doğru hızlı geri dönüşler görülebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, ana eğilimi yansıtmayan geçici bir yavaşlama veya daralma sonrasında gözlenen hızlı toparlanmalar geçmiş kayıpların telafisini de içermektedir. 2003 yılı başlarında Irak Savaşı, 2004 yılının ikinci yarısında ekonomiyi yavaşlatmaya yönelik tedbirler, 2006 yılının ilk çeyreğinde doğalgaz krizi, 2010 yılının üçüncü çeyreğinde Yunanistan kaynaklı küresel belirsizlik gibi geçici etkileri olan dönemleri takiben gözlenen hızlı toparlanmalar sözü geçen telafi etkisine örnek teşkil etmektedir (Grafik 1).



Yılın ikinci çeyreğine ilişkin verileri bu çerçevede değerlendirmekte fayda görülmektedir. Nisan-Mayıs dönemi itibarıyla bir önceki çeyrek ortalamasının yüzde 2,2 üzerinde seyreden sanayi üretimi, ikinci çeyrek milli geliri için hızlı bir dönemlik toparlanma sinyali içermektedir. Ekonomideki bu hızlı geri dönüşü iktisadi faaliyetin arzulan ölçüde yavaşlamadığı veya yeniden aşırı biçimde hızlandığı yönünde yorumlamaktansa, geçmiş politika metinlerinde de sıkça vurgulanan dış belirsizlikler ve olumsuz hava koşulları gibi sınırlayıcı etkenlerin ortadan kalkmasıyla birlikte ana eğilime doğru bir düzeltme hareketi şeklinde değerlendirmek daha sağlıklı bir yaklaşım olacaktır. Bunu sayısal olarak ifade etmenin en basit yolu, benzer dönemlerde çeyreklik büyüme oranlarının ortalamasını almaktır, ki bahsedilen iki dönemin büyüme ortalaması geçmiş çeyreklerde gözlediğimiz ana eğilimden çok da uzak değildir (Tablo 1).

Özetle, mevsimsellikten arındırılmış veriler kullanılarak iktisadi faaliyetin ana eğilimi değerlendirilirken temkinli bir yaklaşım benimsenmesi gereği tekrar vurgulanmalıdır. Salf son döneme odaklanıldığında, mevsimsellikten arındırılmış verilerin içerdığı belirsizlik göz ardı edilebileceği gibi, olumsuz şoklar ortadan kalktıktan sonraki tipik hızlı toparlanma hareketi, güçlü bir ana eğilim şeklinde yorumlanabilecektir. İkinci çeyreğe ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette hızlı bir geri dönüş sinyali verse de bunu, ekonomide uzun bir süredir gözlediğimiz ılımlı ana eğilime dönüş hareketi olarak okumak daha doğru olacaktır.

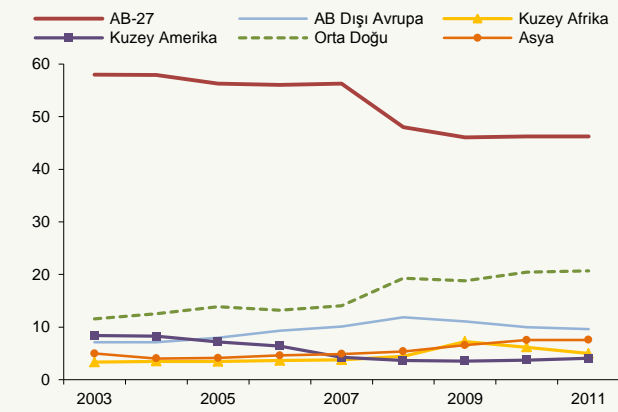
Kutu  
4.2

## İhracatta Bölgesel ve Sektörel Çeşitlenme

İhracatın belirli ürün ve ülkelere yoğunlaşması ihracat gelirlerinin bölgesel veya sektörel şoklara olan duyarlılığını artırmaktadır. Bu durum, uzun dönemli ihracat artışlarının sürdürülebilirliğini zorlaştırmaktadır. Bu doğrultuda ihracat ürün sepeti ve ülke gruplarının çeşitlendirilmesi, küresel görünümünden bağımsız olarak ekonominin dışsal şoklara duyarlılığını azaltıcı rol oynamaktadır. Bu noktadan hareketle, kutuda, 2003-2011 döneminde Türkiye ihracatının, pay ve yoğunlaşma oranları yoluyla, ağırlıklı olarak ihracat yapılan coğrafi bölge ve sektörler göre gelişimi ve çeşitlenmesi analiz edilmiştir.

AB ülkelerinin, krizin etkilerinin derinleştiği 2008 yılının 4. çeyreğinden itibaren toplam ihracat içindeki payı belirgin olarak düşse de, bu bölgenin Türkiye ihracatı için olan tarihsel önemi değişmemiştir. Türkiye ihracatında ikinci en önemli yeri alan Orta Doğu ülkelerinin payı ise 2003 yılından itibaren Türkiye'nin yeni pazarlara yönelme stratejisinin de etkisiyle artmaya başlamış, küresel krizin etkilerinin hissedilmeye başlandığı 2008 yılında dikkat çekici düzeylere ulaşmıştır. Toplam ihracat içindeki payı görece olarak düşük görünmekle birlikte, Kuzey Afrika ve Asya ülkeleri de bu dönemde yükselen pazarlar olmuşlardır (Grafik 1).

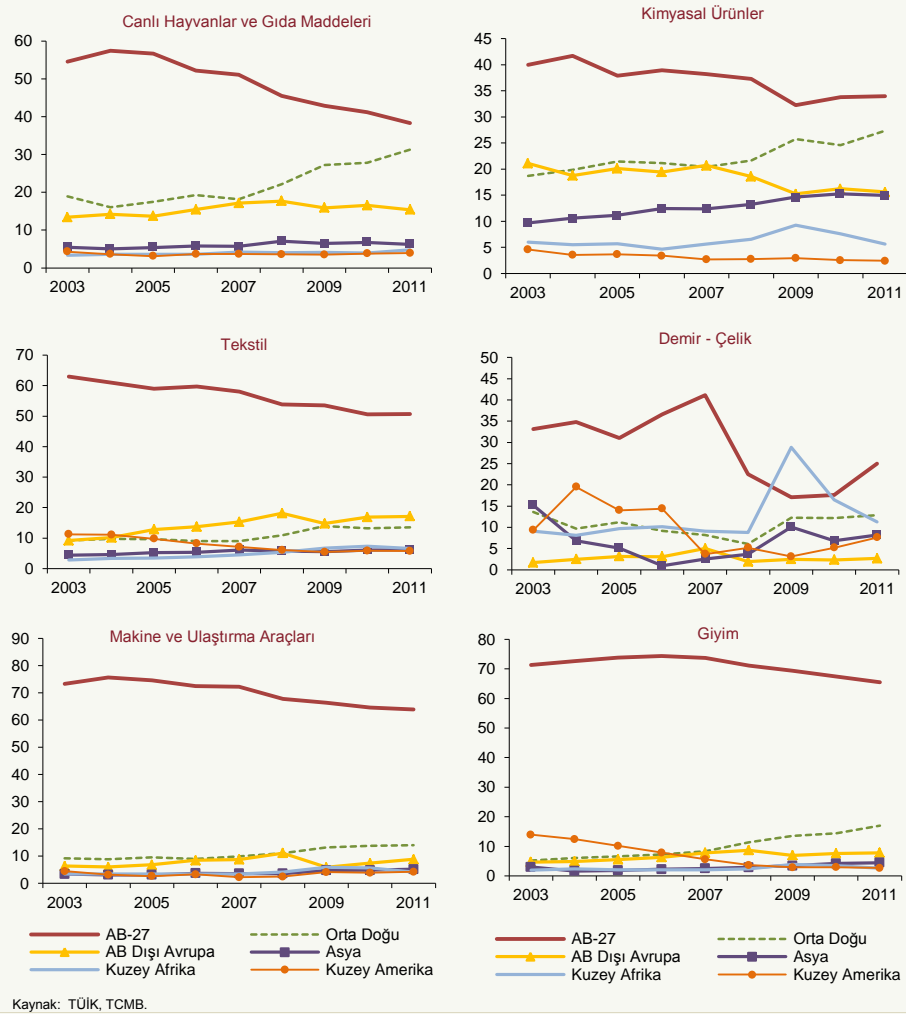
**Grafik 1.** Türkiye'nin İhracatının Bölgesel Dağılımı  
(Toplam İhracat İçindeki Pay- Yüzde)



Kaynak: TÜİK.

İhracatta gözlenen hedef ülke kompozisyonundaki değişimin sadece belirli ürünlerle sınırlı olup olmadığını anlamak için yukarıdaki analizi Türkiye'nin ihraç ettiği temel ürün grupları için tekrarlamak gerekmektedir. Bu bağlamda sektörel analiz yapıldığında, AB ülkelerine yapılan ihracatın payı, incelenen tüm ürün gruplarında azalış eğilimi gösterirken, toplam ihracat için önem arz etmeye başlayan Orta Doğu ülkelerinin payı, demir-çelik ürünleri dışındaki tüm ürün gruplarında artış eğilimi göstermiştir (Grafik 2).

**Grafik 2. Sektörel İhracatın Bölgelere Dağılımı (Bölge ihracatı içindeki pay, yüzde)**



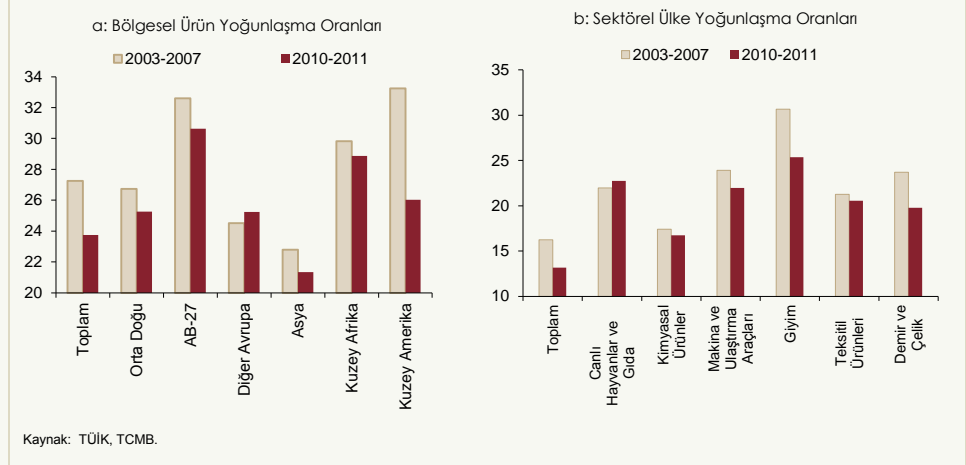
Grafik 1 ve 2'de sergilenen, toplam ve sektörel ihracatın geleneksel pazar paylarındaki değişim, hedef pazarların büyüme beklentileri ile birlikte değerlendirildiğinde Türkiye'nin ihracat potansiyeline ilişkin önemli ipuçları vermektedir. Bu bağlamda Tablo 1, Türkiye'nin toplam ve sektörel ihracat pazarlarını görece hızlı büyüyen ekonomilere kaydırıldığını göstermektedir.

**Tablo 1.** İhracat Payı Değişen Bölgelerin GSYİH Profilleri  
(Ortalama Yıllık Büyüme, Yüzde Puan)

	2011	2012*	2012-2015*
<b>İhracatta Payı Artan Ülkeler</b>	4,1	2,9	3,5
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	3,5	4,2	4
<b>İhracatta Payı Azalan Ülkeler</b>	1,3	2,3	2,9
Euro Bölgesi	1,4	-0,3	0,9

\*IMF-WEO tahminleri.

Bir çeşitlenme göstergesi olan Gini-Hirschman (GH) yoğunlaşma endeksi, 2010-2011 döneminde, ihracatın hızlı arttığı 2003-2007 dönemine kıyasla, birlik üyesi olmayan Avrupa ülkeleri dışında tüm bölgelerde ürün çeşitlenmesinin arttığını göstermektedir.<sup>2</sup> Ürün çeşitlenmesinde en önemli artış Kuzey Amerika'da meydana gelirken, en önemli ihracat pazarlarımız olan AB ve Orta Doğu ülkelerine yapılan ihracatta da ürün çeşitlenmesi artmıştır (Grafik 3.a). Temel mal grupları bazında ülke çeşitlenmesi incelendiğinde ise, canlı hayvan ve gıda maddeleri dışındaki sektörlerde, 2010-2011 yıllarında, 2003-2007 yılı ortalamalarına göre ülkeler bazında daha dengeli bir dağılım olduğu görülmektedir. Öte yandan, Türkiye'nin ihracatında önemli yer tutan demir-çelik ve giyim ürünlerinde de ülke çeşitlenmesinin söz konusu dönemde kayda değer şekilde arttığı dikkat çekmektedir (Grafik 3.b).

**Grafik 3.** Ülke ve Ürün Yoğunlaşma Oranları

<sup>2</sup> Ürün ve ülke GH yoğunlaşma endeksleri sırasıyla

$$GH_{ij}^{\text{ürün}} = 100 * \left[ \sum_{j=1}^n \left[ \frac{X_{ij}}{X_i} \right]^2 \right]^{-1/2} \text{ ve } GH_{ij}^{\text{ülke}} = 100 * \left[ \sum_{j=1}^n \left[ \frac{X_{ij}}{X_i} \right]^2 \right]^{-1/2}$$

formülleriyle hesaplanır. Birinci formülden geçen  $GH_{ij}^{\text{ürün}}$ , i ülkesinin j sektöründeki yoğunlaşma katsayısını, n incelenen sektör sayısını;  $X_{ij}$ , i ülkesinin j sektörünün ihracatını;  $X_i$  ise i ülkesinin toplam ihracatını göstermektedir. GH yoğunlaşma katsayısı, ülkenin ihrac ettiği mal sayısı ve çeşitlenme ne kadar fazla ise o kadar düşük değer alır. Bu katsayının alabileceği en büyük değer 100' dür ve ihracatın tek bir maldan oluştuğu durumu gösterir. İkinci formülden geçen  $GH_{ij}^{\text{ülke}}$  ise, i sektörünün j ülkesindeki yoğunlaşma katsayısını, n incelenen ülke sayısını;  $X_{ij}$ , i sektörü için j ülkesine olan ihracatı;  $X_i$  ise i sektörüne ait toplam ihracatı göstermektedir. Bu durumda, GH yoğunlaşma katsayısı, sektörün ihrac ettiği pazar sayısı ve çeşitlenme ne kadar fazla ise o kadar düşük değer alır. Bu katsayının alabileceği en büyük değer 100' dür ve o sektörün ihracatının tek bir ülkeye gittiği durumu gösterir.

Sonuç olarak, Türkiye'nin toplam ve sektörel ihracatında küresel finansal krize yaklaşırken, AB ve Kuzey Amerika'nın payının belirgin derecede düştüğü; Ortadoğu, Kuzey Afrika ve Asya ülkelerinin payının ise arttığı tespit edilmiştir. Bununla beraber, ihracatın sektörel çeşitlenmesi, genel olarak önemli ihracat pazarlarında artarken, ihracat sektörlerinin genelinde de ülke çeşitlenmesinin arttığı göze çarpmaktadır. İhracatın bölgesel ve sektörel kompozisyonundaki bu çeşitlenme, cari dönemde Türkiye ekonomisinin dış ticaret kanalıyla aktarılan dışsal şoklara duyarlılığının azaldığını gösterirken; hedef pazarların büyüme öngörülerini de dikkate alındığında, Türkiye'nin geleceğe dönük ihracat potansiyelinin önümüzdeki dönemlerde de güçlü seyredeceğini ima etmektedir.

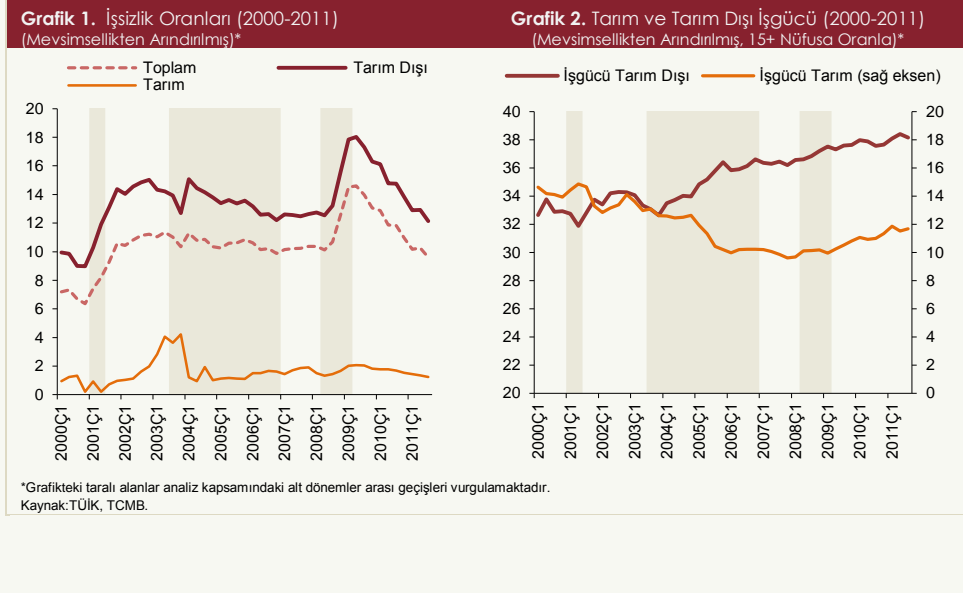
#### **Kaynakça**

Aldan, A., Aydın, M. F., Çulha, O. Y., Sunel, E. ve T. Taşkın (2012). "İhracatta Bölgesel ve Sektörel Çeşitlenme," TCMB Ekonomi Notu 12/18

### Kutu 4.3 2001 ve 2008 Krizleri Sonrası İşsizlik Oranı Gelişmelerinin, İşgücü, İstihdam ve Büyüme Dinamikleri İtibarıyla İncelenmesi

İşsizlik oranı, iktisadi faaliyetin canlılığının ölçülmesinde, politika yapıcıları tarafından izlenen temel göstergelerden biridir. Ancak istihdamın yanı sıra işgücü arzına ilişkin dinamiklerin de işsizlik üzerinde önemli etkilere sahip olduğu Türkiye gibi ülkelerde, bileşenlerine bakmaksızın işsizlik oranını tek başına değerlendirmek cari dönemde iktisadi faaliyetin düzeyini anlamak konusunda yetersiz kalacaktır. Bu bağlamda iktisadi konjonktürün doğru analiz edilmesi ve işsizlik oranının seyrinin öngörülebilmesi açısından işsizlik oranına etki eden dinamikleri anlamak önem taşımaktadır.

Son on yıllık dönemde, Türkiye'de işsizlik oranları 2001 ve 2008 krizlerinin etkisiyle bu dönemlerde kısa süre içinde hızlı bir şekilde artmıştır. Ancak, bu iki kriz sonrasındaki süreçlerde işsizlik oranlarının gelişimi birbirinden farklılık göstermiştir. Nitekim, işsizlik oranı 2001 krizini takip eden dönemde sınırlı oranda azalırken, 2008 krizi sonrasında hızla gerileyerek iki yıl içinde kriz öncesi seviyesinin altına inmiştir (Grafik 1). Bu kutunun amacı 2001 yılından günümüze (iki kriz dönemini de kapsayacak şekilde) işsizlik oranındaki eğilimi işgücü, istihdam ve büyüme dinamikleri itibarıyla incelemektir.<sup>3</sup> Analiz sonucunda, dönemsel olarak farklı eğilimler gösteren işsizlik oranı üzerinde istihdamın yanı sıra işgücü hareketlerinin de kayda değer yansımaları olduğu gözlenmiştir.



<sup>3</sup> Analizlerde Türkiye İstatistik Kurumu tarafından yayımlanan Hanehalkı İşgücü Anketi ve Ulusal Hesap verileri kullanılmaktadır. 2009 yılından itibaren Hanehalkı İşgücü Anketi sonuçları Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemine (ADNKS) göre hesaplanan yeni nüfus projeksiyonları esas alınarak hazırlanıp yayımlanmaktadır. 2005 yılından itibaren dönemsel sonuçlar yenilenen nüfus projeksiyonlarına göre revize edilmiştir. 2005 öncesi ve sonrası verileri tarafımızca birleştirilmiştir.

**A**naliz kapsamında 2001'den günümüze kadar olan dönem, tarım dışı sektörlerdeki istihdamın yönü ve hızı ile krizler dikkate alınarak, alt dönemlere ayrılmıştır (Tablo 1). İlk alt dönem tarım dışı sektörde yaşanan istihdam kayıplarının etkisiyle işsizlik oranının hızlı bir şekilde artış gösterdiği 2001 yılının ilk yarısıdır (Tablo 1, 2001:Ç1-2001:Ç2 dönemi). Bu dönemde işsizlik oranı her çeyrek ortalama 1 puan artış göstermiş, işgücü ve istihdam tarım dışı sektörlerde azalırken, tarım sektöründe artmıştır. Bu gözlem, kriz döneminde tarım ve tarım dışı sektörler arasında işgücü geçişleri meydana gelmiş olabileceğini düşündürmektedir.<sup>4</sup> 2001 yılının ikinci yarısında bu görünüm tersine dönmüş, tarım dışı istihdam yeniden artmaya başlamıştır. İstihdam 2002 yılına kadar toparlanmakla birlikte, müteakip dönemde istihdam artışı zayıf kalmış, tarım dışı işgücündeki artışın da etkisiyle işsizlik oranı artmaya devam etmiştir (Tablo 1, 2001:Ç2-2003:Ç2 dönemi). Ayrıca, diğer dönemlerden farklı olarak 2003 yılında tarım sektöründe işsizlik oranı geçici bir süre için yüzde 4 gibi yüksek bir seviyeye çıkmıştır (Grafik 1).

**Tablo 1.** İşsizlik Oranındaki Aylık Ortalama Değişimin Bileşenleri (Yüzde Puan, Mevsimsellikten Arındırılmış)

(1)	İşsizlik Oranı Fark (Çeyreklik Ortalama) (2)=(3)+(4)	İşgücü Artışının Etkisi (Çeyreklik Ortalama) (3)		İstihdam Kaybının Etkisi (Çeyreklik Ortalama) (4)		
		Tarım (3a)	Tarım Dışı (3b)	Tarım (4a)	Tarım Dışı (4b)	
2001:Ç1- 2001:Ç2	Krizin etkisiyle işsizlik oranı hızla artıyor	0,9	1,1	-0,7	-1,1	1,6
2001:Ç2- 2003:Ç2	İşsizlik oranı artmaya devam ediyor	0,4	-0,3	0,6	0,5	-0,4
2003:Ç2- 2006:Ç4	İşsizlik oranı geriliyor	-0,1	-0,3	0,7	0,3	-0,8
2006:Ç4- 2008:Ç2	İşsizlik oranı yatay bir seyir izliyor	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2
2008:Ç2- 2009:Ç2	Krizin etkisiyle işsizlik oranı hızla artıyor	1,1	0,1	0,6	-0,1	0,5
2009:Ç2- 2011:Ç4	İşsizlik oranı eski seviyesine geriliyor	-0,5	0,4	0,5	-0,4	-1,0

Not: Bu tabloda işsizlik oranlarındaki değişimin kaynakları gösterilmektedir. İşsizlik oranındaki değişim, tarım ve tarım dışı sektörler ayırımında işgücüne katılım ve istihdam artışının etkisi olmak üzere ayrıştırılmıştır. İşgücünün etkisinin pozitif olması, işgücünün artarak suretiyle işsizliği artırdığı anlamına gelmektedir. İstihdam etkisinin pozitif olması istihdamın azalmak suretiyle işsizliği artırdığı anlamına gelmektedir. Örneğin 2001:Ç1-2001:Ç2 döneminde işsizlik oranı çeyreklik olarak ortalama 0,9 puan artış göstermiştir. Bu dönemde, işgücü ve istihdam tarım dışı sektörlerde azalırken tarım sektöründe artmıştır. Dolayısıyla tarım dışı istihdamın işsizlik oranındaki artışa katkısı 1,6 puan olmuştur. Diğer taraftan, tarım dışı işgücü katkısı -0,7 puan olarak işsizliği azaltıcı yönde etki etmiştir. Tarım dışı sektörün net etkisi işsizlik oranını yaklaşık 1 puan artırıcı yönde olmuştur.

Kaynak: TÜİK, TCMB.

**T**arım dışı istihdam 2003 yılının ikinci yarısından itibaren 2006 yılının sonuna kadar geçen dönemde güçlü bir şekilde artış göstermesine karşın, tarım dışı işgücündeki yüksek oranlı artışın etkisiyle işsizlik oranındaki gerileme ortalama -0,1 puan gibi düşük bir oranda kalmıştır (Tablo 1, Grafik 2).<sup>5</sup> 2007 yılında, büyümenin yavaşlamasıyla birlikte istihdam artışı da hız kaybetmiş, bunun neticesinde işsizlik oranları yatay seyretmiştir (Tablo 1, 2006:Ç4-2008:Ç2 dönemi).

<sup>4</sup> Fallon ve Lucas (2002), benzer gelişmekte olan ülkelerde, daha önce yaşanan kriz dönemlerinde tarım – tarım dışı sektör geçişlerini incelemektedir.

<sup>5</sup> Bu dönemde, tarım dışı istihdamdaki artışa tarım istihdamındaki düşüşün eşlik etmesi tarım-tarım dışı geçişleri olarak yorumlanabileceği gibi, TÜİK'in 2005 yılında yapmış olduğu anket sorusu değişikliği gibi teknik bir etkiye de işaret edebilmektedir (Türkan ve Yükseler 2008).



Küresel finansal krizin etkilerinin hissedilmeye başlamasıyla birlikte 2008 yılı ikinci çeyreğinden itibaren işsizlik oranı artış göstermiştir. 2001 krizinden farklı olarak işsizlik oranının artmasında tarım dışı sektördeki istihdam kayıplarının yanı sıra işgücündeki artış da etkili olmuştur (Tablo 1, 2008:Ç2-2009:Ç2 dönemi). Ayrıca 2008 krizinde tarım işgücü ve istihdamındaki değişim 2001 kriziyle karşılaştırıldığında düşük bir düzeyde yaşanmıştır. 2009 yılı ikinci çeyreğinden itibaren istihdam artışlarının etkisiyle işsizlik oranları gerilemeye başlamıştır (Tablo 1, 2009:Ç2-2011:Ç4 Dönemi). Bu dönemde işsizliğin 2001 krizi sonrasında (2003:Ç2—2006:Ç4) kıyasla daha hızlı gerilemesinde, hem tarım dışı istihdamın daha güçlü artması hem de tarım dışı işgücü artışının daha zayıf olması etkili olmuştur. Bu dönemde tarım dışı işgücündeki sınırlı artış, tarım iş gücünden geçişlerin sınırlı olması şeklinde yorumlanabileceği gibi, kriz döneminde artmaya devam eden tarım dışı işgücünün kriz sonrasındaki artışı sınırlandırması şeklinde de yorumlanabilir.

**Tablo 2.** İstihdamın Büyüme Esnekliği (İstihdam Ortalama Çeyreklik Artış/ Katma Değer Ortalama Çeyreklik Artış, Mevsimsellikten Arındırılmış)

	Tarım Dışı	Sanayi	İnşaat	Hizmetler	Ticaret, Lokanta-Otel	Ulaştırma-Haberleşme	Mali Kuruluş-Gayri Menkul	Toplum Hizmetleri
2001:Ç2-2008:Ç2	0,49	0,42	0,39	0,55	0,53	0,21	1,12	1,39
2003:Ç2-2006:Ç4	0,56	0,53	0,85	0,53	0,58	0,38	0,75	1,15
2009:Ç2-2011:Ç4	0,60	0,54	1,08	0,58	0,25	0,40	1,43	2,12

Kaynak: TÜİK, TCMB.

2001 ve 2008 krizleri sonrasında istihdam artışlarının farklılaşmasında istihdamın büyüme esnekliğindeki değişimin etkisi olup olmadığını anlamak amacıyla Tablo 2'de bu esneklikler hesaplanmıştır. Esneklik değerleri, belirtilen zaman aralıklarında istihdamdaki ortalama artışın katma değerdeki ortalama artışa bölünmesi ile elde edilmektedir. İstihdamın büyüme esnekliği, 2001:Ç2-2008:Ç2 döneminde 0,49, bu dönem içerisinde büyümenin güçlü olduğu 2003:Ç2-2006:Ç4 zaman aralığında 0,56, 2008 krizi sonrası toparlanma sürecinde ise 0,60 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, son dönem esneklik değeri, 2001 krizinden 2008 krize kadar geçen süreyle karşılaştırıldığında belirgin bir şekilde, katma değer artışının güçlü seyrettiği dönemle kıyaslandığında ise daha sınırlı bir oranda farklılaşmaktadır.<sup>6</sup> Alt sektör detayında bakıldığında, 2011 yılı sonu itibarıyla son dönemde inşaat sektöründe ve hizmet alt kalemlerinden gayrimenkul kiralama, iş hizmetleri ile toplum hizmetlerinde istihdamın büyüme esnekliğinin belirgin ölçüde yüksek olduğu görülmektedir.

<sup>6</sup> 2001 ve 2008 krizlerinde katma değer ve istihdamın daralma ve toparlanma süreçleri eş zamanlı gerçekleşmemiştir. Bu nedenle, toparlanma sürecinin başlangıcı olarak bu iki seriden hangisinin referans alındığına bağlı olarak esneklik değerleri farklılık göstermektedir. İstihdamın toparlanmaya başladığı nokta başlangıç kabul edildiğinde esneklik 2001:Ç2-2008:Ç2 döneminde 0,53; 2009:Ç2-2011:Ç4 döneminde 0,68 olmaktadır. Diğer taraftan katma değer artış geçtiği nokta başlangıç kabul edildiğinde bu esneklik değerleri azalmakta, 2001:Ç2-2008:Ç2 dönemi için 0,45; 2009:Ç2-2011:Ç4 dönemi için 0,52 olmaktadır. Tabloda iki farklı şekilde yapılan hesaplamaların ortalaması verilmiştir.

**Özetle**, 2001-2011 dönemi incelendiğinde işsizlik oranı gelişmelerinde ilk göze çarpan olgu, işsizlik oranının 2008 krizinden sonra hızla düşmesine karşın 2001 krizinden sonra yatay seyretmiş olmasıdır. Bu farklılaşmada istihdam artışlarındaki farklılaşma kadar işgücü artışlarındaki farklılaşma da etkili olmuştur. Söz konusu dönemlerde istihdam artışlarındaki farklılaşmada büyüme ile istihdam arasındaki ilişkideki değişimin etkisi olup olmadığı incelendiğinde sınırlı bir etki göze çarpmaktadır.

#### **Kaynakça**

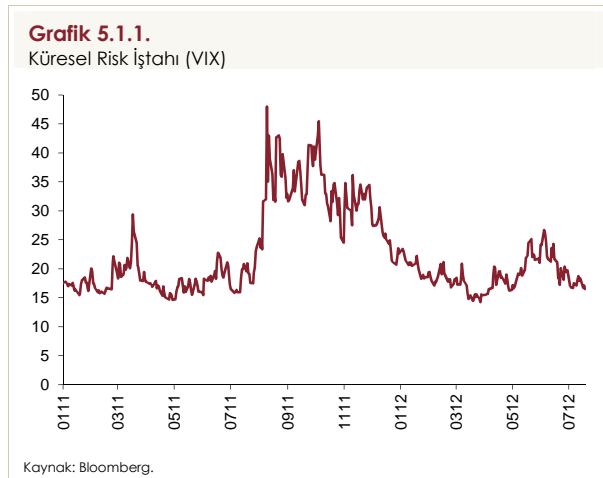
- Ceritoğlu E., Gürcihan, B. ve T. Taşkın (2012). "2001 ve 2008 Krizleri Sonrası İşsizlik Oranı Gelişmelerinin, İşgücü, İstihdam ve Büyüme Dinamikleri İtibarıyla İncelenmesi," TCMB Ekonomi Notu (yayımlanma aşamasında)
- Fallon, P. R. and R. E. B. Lucas (2002). "The Impact of Financial Crises on Labor Markets, Household Incomes, and Poverty: A Review of Evidence," The World Bank Research Observer, Vol. 17, No. 1, pp. 21–45.
- Türkan, E. ve Z. Yükseler (2008). "Türkiye'de Hane Halkı: İşgücü, Gelir, Harcama ve Yoksulluk Açısından Analizi," TCMB-TÜSİAD Çalışma Raporu, TÜSİAD-T/2008-03/455.

## 5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

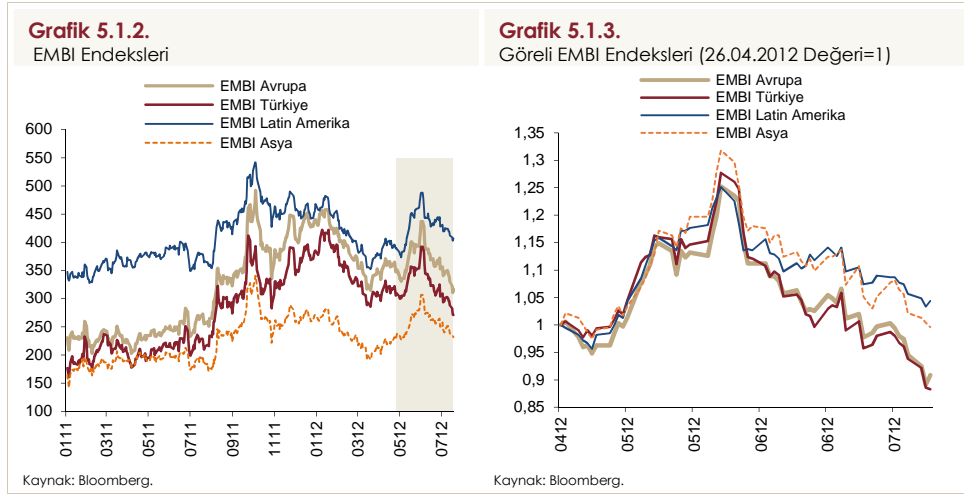
### 5.1. Finansal Piyasalar

#### Küresel Risk Algılamaları

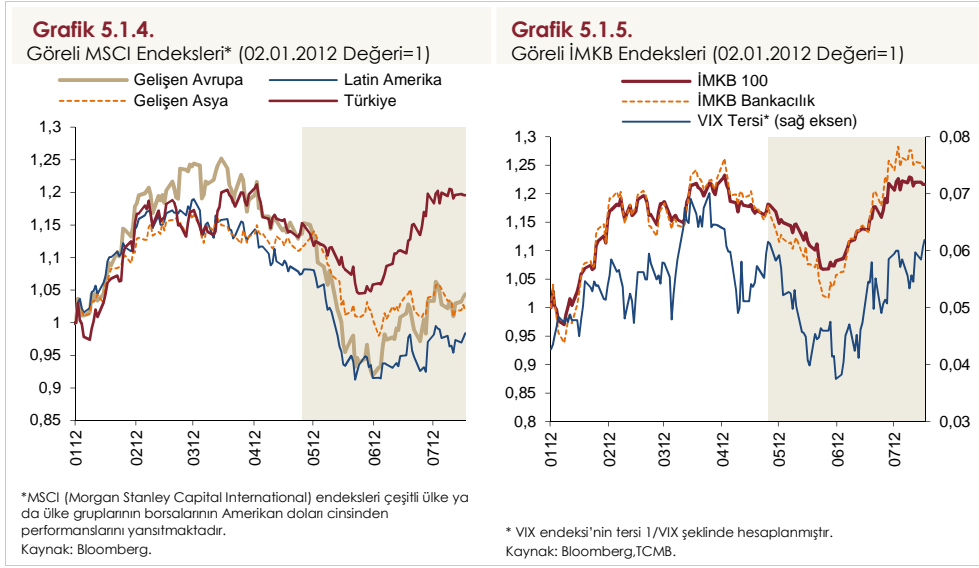
Yılın ikinci çeyreğinde küresel ekonomiye ilişkin açıklanan veriler toparlanmanın beklenenden daha uzun süreceğine yönelik sinyaller vermektedir. Büyümeye dair aşağı yönlü risklerin devam etmesi gelişmiş ülkelerin genişletici yöndeki para politikası uygulamalarına devam etmesine yol açmıştır. Bu dönemde Avrupa, Amerika, İngiltere ve Japonya merkez bankaları parasal genişlemeye devam etmiş, ayrıca Avrupa Merkez Bankası ekonomik büyümeye katkıda bulunmak amacıyla politika faizinde indirimde gitmiştir. Nisan ve Mayıs aylarında Euro Bölgesi borç sorununun çözümüne ve küresel büyümeye dair endişeler küresel risk iştahının düşmesine neden olmuştur (Grafik 5.1.1). Haziran ayında ise Euro Bölgesi ülkelerinin borç sorununun çözümüne ilişkin daha somut önlemler alınmış ve Yunanistan'daki seçimler sonrasında bu ülkenin para birliğinden ayrılacağına yönelik beklentiler azalmıştır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının genişletici yönde para politikaları ve Euro Bölgesi'ndeki borç sorununun çözümüne ilişkin belirsizliklerin azalması Haziran ayının başından bu yana küresel risk iştahında belirgin bir artışa neden olmuştur. Nisan Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından sonraki dönemde gelişmiş ülkelerin yanı sıra pek çok gelişmekte olan ülkede de merkez bankaları ekonomik büyümeyi destekleyici kararlar almıştır. Alınan önlemlere rağmen hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme beklentilerinde henüz bir iyileşme olmadığı gözlenmektedir (Tablo 2.1.1).



Nisan ve Mayıs aylarında küresel risk iştahındaki azalmaya paralel olarak gelişmekte olan ülkelerin risk primleri de yükselmiştir (Grafik 5.1.2). Ancak Haziran ayından bu yana Euro Bölgesi'nden gelen olumlu haberler ve gelişmiş ülkelerdeki parasal genişlemenin devam etmesi gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinin gerilemesine yol açmıştır. Bu dönemde, söz konusu olumlu gelişmeler ile birlikte açıklanan makroekonomik göstergelerin yumuşak iniş senaryosu ile tutarlı olması Türkiye'nin risk priminin diğer gelişmekte olan ülke risk primlerine kıyasla daha olumlu bir performans göstermesini sağlamıştır (Grafik 5.1.3). Nitekim, Haziran ayında Türkiye'nin, Temmuz ayı başında da bazı Türk bankalarının kredi notlarında artışlar gerçekleşmiştir.

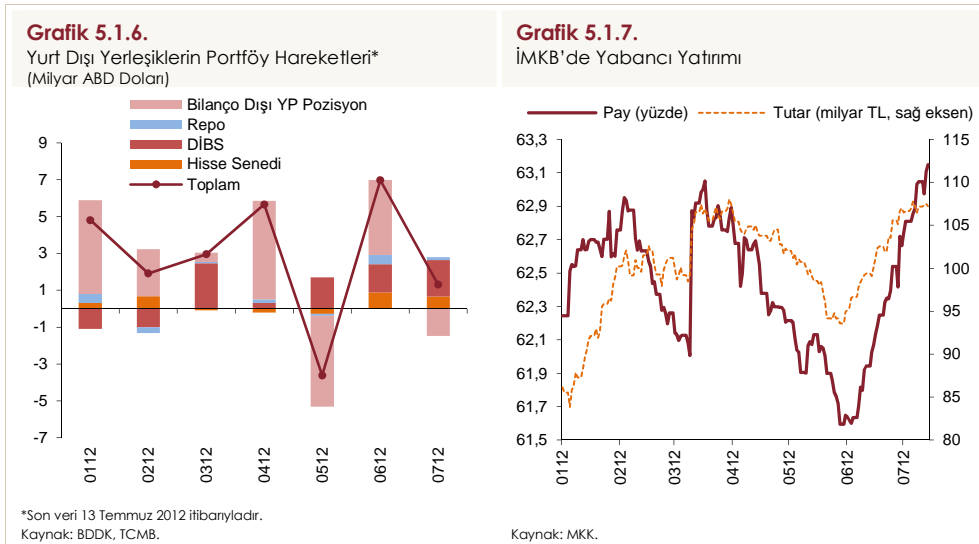


Ülkelerin risk primlerindeki hareketleri belirleyen küresel gelişmeler borsa endekslerinde de etkili olmuştur. Yılın ikinci çeyreğinde gerek Türkiye gerekse diğer gelişmekte olan ülke borsaları küresel risk iştahındaki düşüğe paralel olarak Mayıs ayı boyunca değer kaybetmiş ardından son dönemde yeniden yükseliş eğilimine girmiştir (Grafik 5.1.4). Bu dönemde, İMKB özellikle Haziran ayındaki kredi notu artırımının ardından diğer gelişmekte olan ülke borsalarına göre daha iyi bir performans sergilemiştir. Not artışı, makroekonomik göstergelere ilişkin olumlu seyrin uzun vadeye taşınabileceğine dair algılamaları güçlendirmiş ve Türkiye'deki yatırım araçlarına ilgiyi artırmıştır. Kredi notu artışlarının ardından Türkiye'de genel borsa endeksi ve özellikle bankacılık sektörü hisseleri hızla değer kazanmıştır (Grafik 5.1.5).



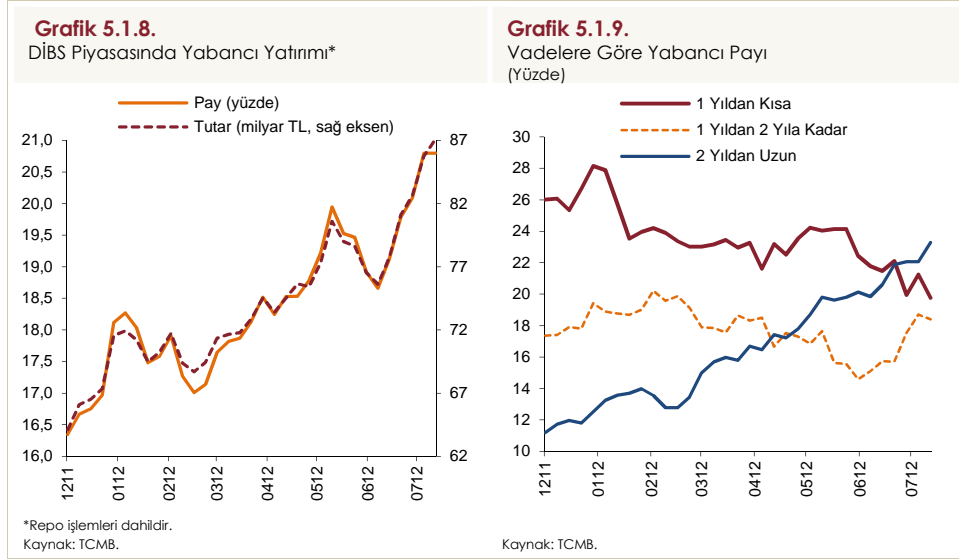
### Portföy Hareketleri

Mayıs ayında Avrupa'daki olumsuz gelişmelerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de sermaye girişlerinde azalma görülmüştür (Grafik 5.1.6). Haziran ayından itibaren ise Avrupa'daki sorunların çözüleceğine ilişkin güven ortamının oluşması, enflasyon ve cari açık rakamlarının beklentilerden olumlu gelmesi ve kredi not artırımları yurt dışı yerleşiklerin Türkiye'deki yatırımlarını artırmalarına neden olmuştur. Bu gelişmeler paralelinde Haziran ayında İMKB'deki yabancı payı artmıştır (Grafik 5.1.7).

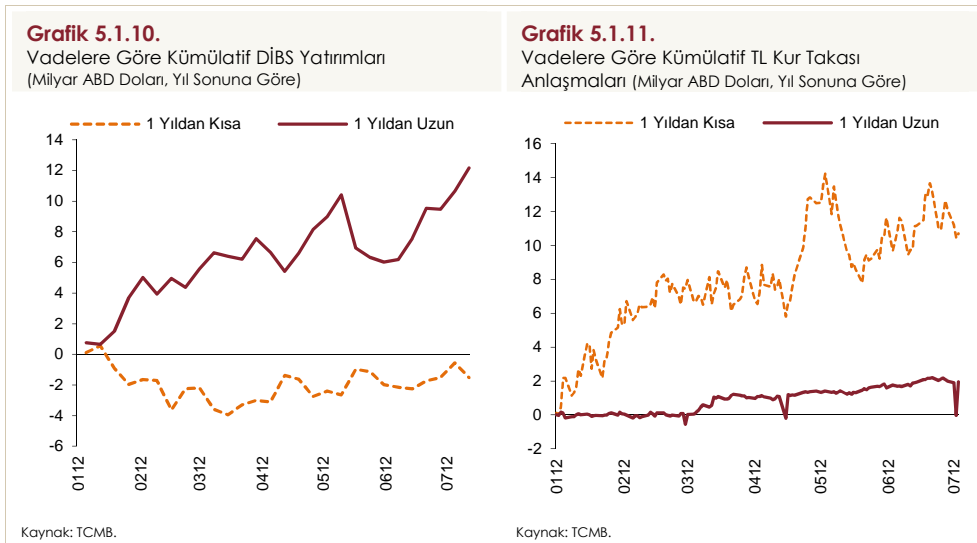


DİBS piyasasındaki yabancı payı ilk çeyrekte olduğu gibi ikinci çeyrekte de artış eğiliminde olmuştur (Grafik 5.1.8). Son dönemde DİBS piyasasında

yabancıların iki yıldan uzun vadeli kağıtları daha çok tercih ettikleri görülmektedir (Grafik 5.1.9). Bu durum yabancı yatırımcıların enflasyon ve diğer makroekonomik göstergelere ilişkin orta vadeli beklentilerinin olumlu olduğuna işaret etmektedir.

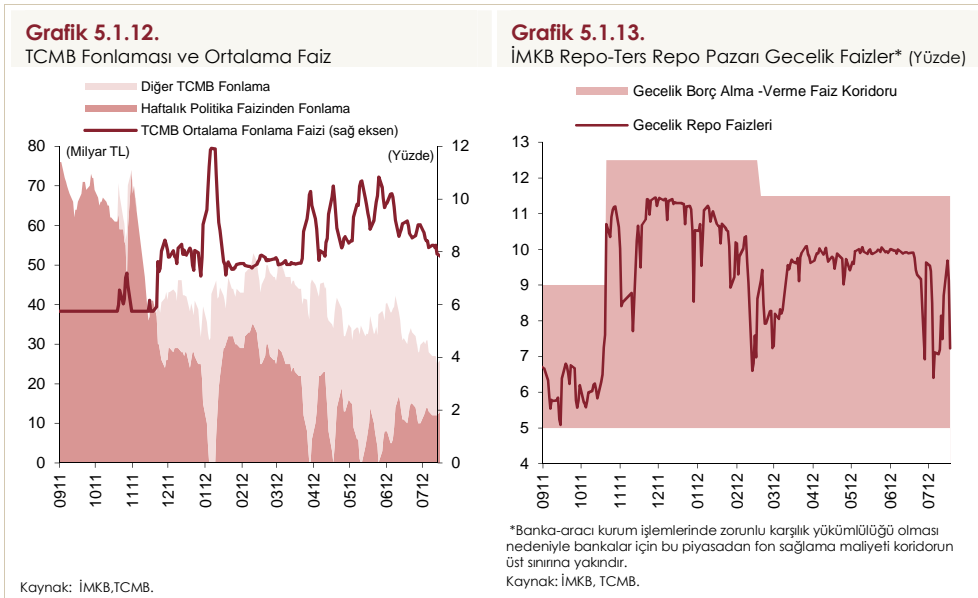


2012 yılında yabancıların kümülatif toplam DİBS yatırımları 1 yıldan uzun vadede gerçekleşmiş, 1 yıldan kısa vadelerde bir miktar çıkış yaşanmıştır (Grafik 5.1.10). Portföy akımları içerisinde önemli bir paya sahip olan TL kur takası anlaşmaları da 2012 yılının ilk yarısında artış eğilimi göstermiştir. Büyük bir kısmı bir yıldan kısa vadeli olan bu yatırımların 2012 yılının ikinci yarısında da genellikle 1 yıldan kısa vadede gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 5.1.11).



## Para Politikası Uygulamaları

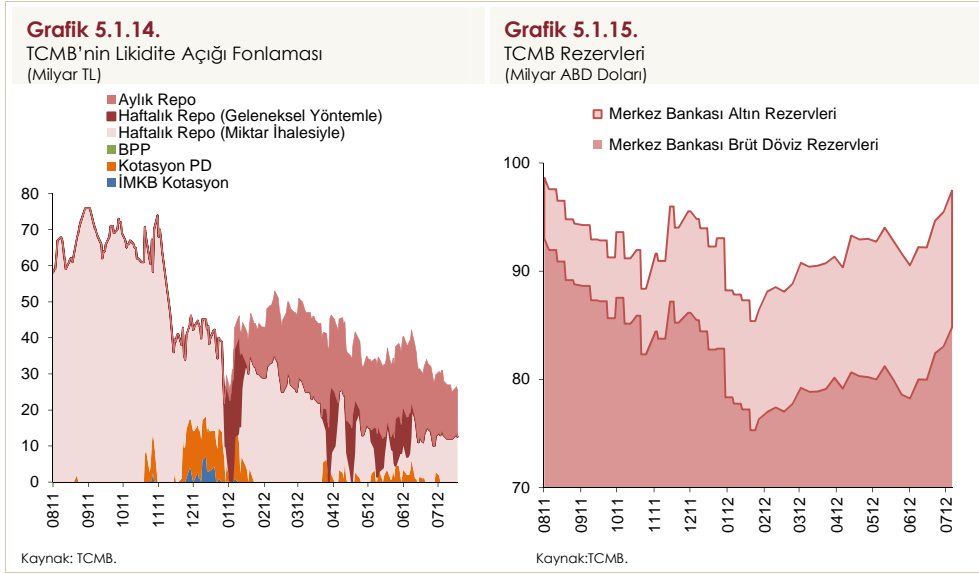
TCMB, Nisan ayı PPK toplantısında enflasyondaki geçici artışların enflasyon görünümünü bozmasını engellemek amacıyla ek parasal sıkılaştırmanın daha sık uygulanabileceğini vurgulamıştır. Bu doğrultuda, 4-11 Mayıs ve 21-25 Mayıs tarihleri arasında ek sıkılaştırmaya gidilmiştir (Grafik 5.1.12). Enflasyonda düşüş beklenmesine karşın enflasyonun yılın son çeyreğine kadar hedefin belirgin olarak üzerinde seyredecek olmasının fiyatlama davranışlarına dair oluşturacağı riskleri sınırlamak amacıyla Mayıs ayı PPK toplantısında mevcut sıkı duruş korunmuş ve bu çerçevede 31 Mayıs-4 Haziran tarihleri arasında ek parasal sıkılaştırma gerçekleştirilmiştir. Nitekim yılın ikinci çeyreğinde miktar ihalesi ile yapılan haftalık repo fonlaması dışındaki alternatif fonlama araçları ilk çeyreğe göre daha fazla kullanılmıştır. Takip eden dönemde para politikası temkinli duruşunu devam ettirmiş, bununla birlikte risk iştahının artmasına paralel olarak Temmuz ayında gerek ortalama fonlama faizinin gerekse gecelik piyasada oluşan faizin daha düşük seviyelerde oluşması sağlanmıştır (Grafik 5.1.12 ve 5.1.13). Bu dönemde küresel ekonomiye dair olumlu gelişmelere rağmen belirsizliklerin sürmesi nedeniyle para politikası esnekliğini korumaya devam etmiştir.



Mayıs ayı PPK toplantısında finansal istikrarı desteklemek amacıyla Türk lirası yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis imkânına dair getirilen esneklik bir miktar artırılarak yüzde 40'tan yüzde 45'e çıkarılmıştır. Söz konusu esneklik bankaların Türk lirası ve döviz likidite yönetimlerini kolaylaştırarak dış finansman şoklarına karşı otomatik dengeleyici rol oynamaktadır. Bu imkân, döviz likiditesinin ve döviz kurunun oynaklığının azalmasına katkıda bulunacaktır. Öte yandan, Türk lirası zorunlu karşılıkların Türk lirası veya döviz cinsinden tesis edilmesindeki maliyet farkının azaltılması amacıyla, ilave imkânlar için birim Türk lirası başına tutulacak döviz cinsi miktarının fazla bulundurma katsayısı yoluyla artırılmasına karar verilmiştir. Böylelikle, Türk lirası zorunlu karşılık yükümlülüklerinin ilk yüzde 40'lık dilimine denk gelen tutarı önceden olduğu gibi "1", yüzde 5'lik ikinci dilimine denk gelen tutarı "1,4" katsayısıyla çarpılmak suretiyle bulunan toplam tutar üzerinden ABD doları ve/veya euro döviz cinslerinden tesis edilmesine imkân tanınmıştır. Söz konusu imkân Haziran ve Temmuz aylarında 5'er puanlık artışlarla yüzde 55'e yükseltilmiş ve yüzde 5'lik üçüncü ve dördüncü dilimlere denk gelen tutar için "1,7" ve "1,9" katsayıları belirlenmiştir. Buna ek olarak, Türk lirası zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilmesine ilişkin imkânın üst sınırı Haziran ayında yüzde 25'e yükseltilirken, imkânın ilk yüzde 20'lik dilime denk gelen tutarı önceden olduğu gibi "1", yüzde 5'lik ikinci dilime denk gelen tutarı ise "1,5" katsayısıyla çarpılmak suretiyle kullanılabilir. Zorunlu karşılıkların finansal istikrarı gözeterek şekilde önümüzdeki dönemde de makro-ihiyati tedbirler çerçevesinde kullanılmasına devam edilecektir.

Söz konusu imkânlar maliyet ve likidite kanalları aracılığı ile bankaların likidite ihtiyaçlarının daha kalıcı ve esnek bir şekilde karşılanmasına olanak sağlamaktadır. Nitekim bu imkânların da katkısıyla bankaların Türk lirası likidite açığında azalma eğilimi gözlenmektedir (Grafik 5.1.14). Ayrıca Türk lirası zorunlu karşılıkların yabancı para ve altın cinsinden tesis edilebilmesi TCMB'nin döviz ve altın rezervlerini de olumlu yönde etkilemektedir (Grafik 5.1.15). 2012 yılı başından bu yana toplam rezervlerde artış eğilimi görülmektedir.

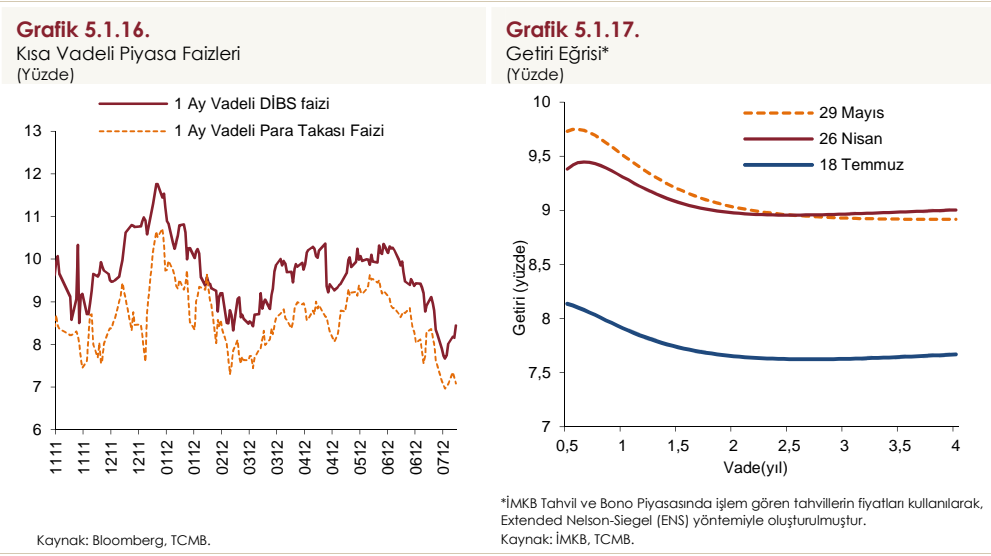




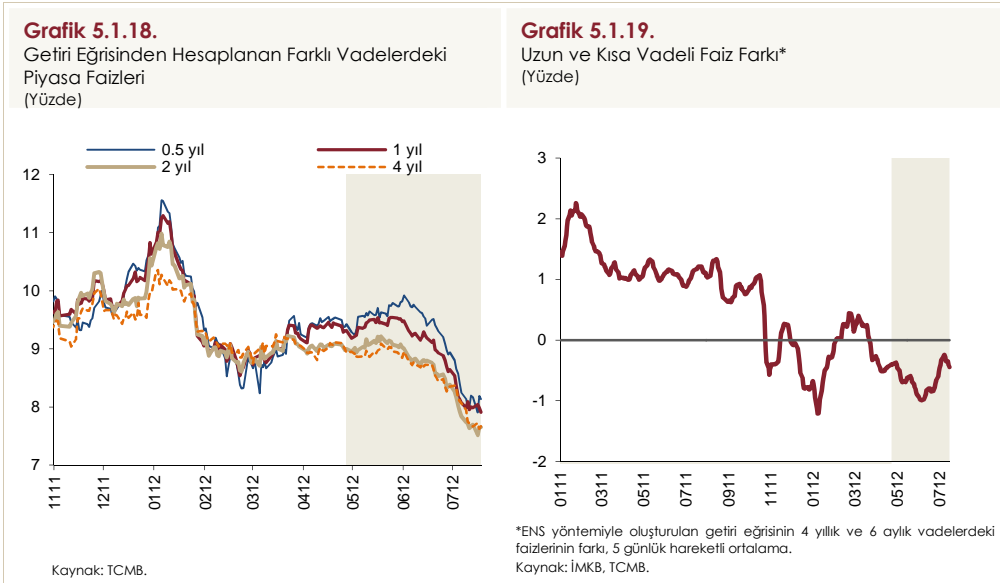
TCMB, yılın ikinci çeyreğinde de bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla miktar ihalesi açılacak günlerdeki fonlama tutarını ve bir ay vadeli repo ihale miktarına ilişkin üst sınırı duyurmaya devam etmiştir. Yapılan TL likidite öngörülerini çerçevesinde, Mayıs ayında politika faizinden yapılan fonlama miktarının alt sınırı 1 milyar TL seviyesinde korunmuş, üst sınırı ise 6 milyar TL'den 5 milyar TL'ye düşürülmüştür. Temmuz ayında ise söz konusu fonlamanın miktarının 0,5 milyar TL ile 6,5 milyar TL aralığında olması kararlaştırılmıştır. Geleneksel yöntemle yapılan bir ay vadeli repo ihaleleri kapsamında üst sınır için herhangi bir değişikliğe gidilmemiş ve üst sınır 5 milyar TL olarak korunmuştur.

### Piyasa Faizleri

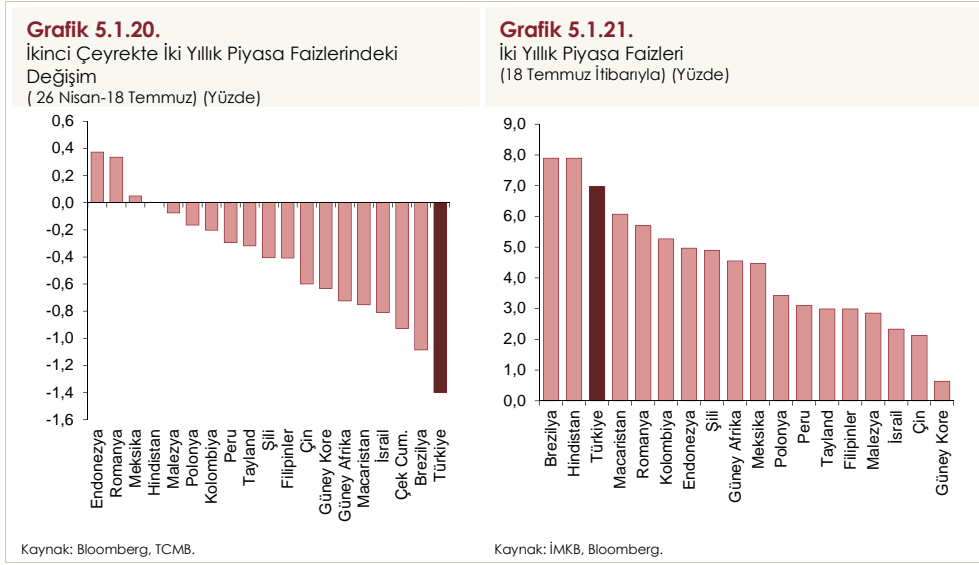
Mayıs ayında ek parasal sıkılaştırmanın daha sık uygulanmasının etkisiyle özellikle kısa vadeli DİBS piyasasındaki faizlerin artış gösterdiği gözlenmiştir. Kısa vadeli para takası faizlerinin de DİBS faizlerine benzer bir eğilim gösterdiği görülmektedir (Grafik 5.1.16, DİBS ve para takası faizleri arasındaki ilişkinin kapsamlı bir analizi için bakınız Kutu 5.1). Ancak Mayıs ayından sonra enflasyonun beklentilerden daha hızlı düşmesi, küresel risk algılamalarındaki olumlu seyir, cari açığı dengelenmenin devam etmesi, yurt içi talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecini desteklemesi ve kredi not artırımı gibi faktörlerin etkisiyle piyasa faizlerinin tüm vadelerde düşüş gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.17).



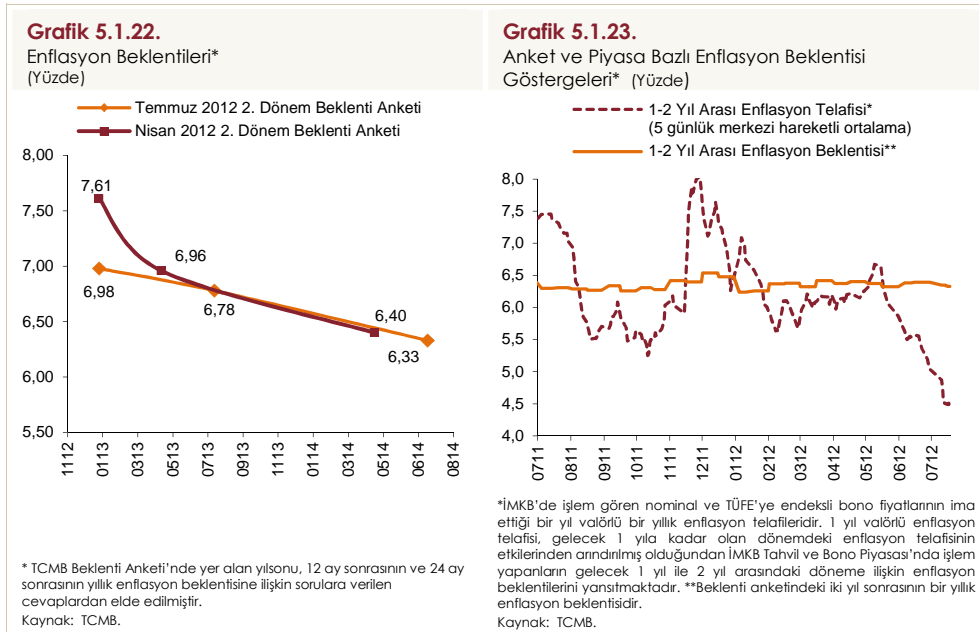
Farklı vadelerdeki faizler benzer bir eğilim göstermekle beraber, uzun ve kısa vadeli faiz farkının kısmen yataylaşmakta olduğu dikkat çekmektedir. Ancak eğimin halen negatif olması TCMB'nin para politikası duruşunun görece olarak sıkı olduğuna işaret etmektedir (Grafik 5.1.18 ve Grafik 5.1.19).



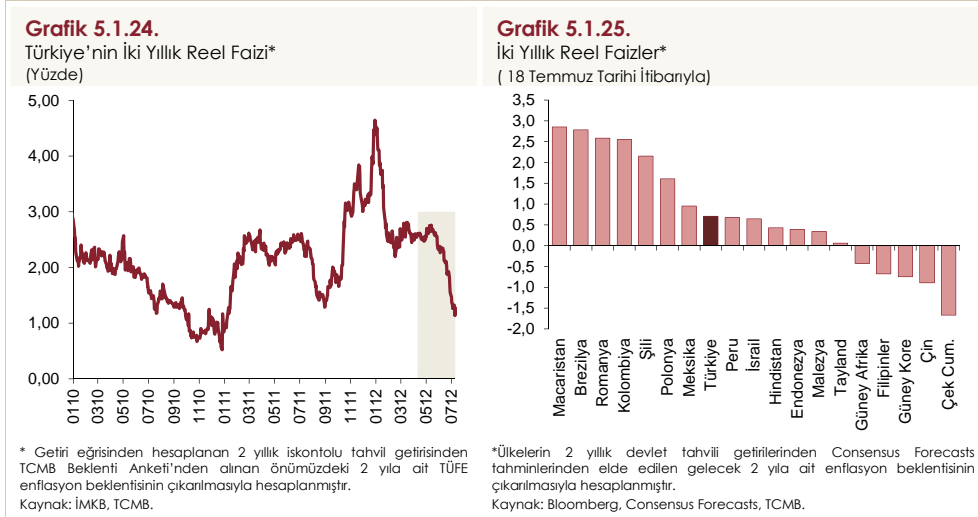
Nisan Enflasyon Raporu sonrası dönemde yukarıda bahsedilen Türkiye'ye özgü olumlu konjonktürel gelişmelerin etkisiyle iki yıllık piyasa faizi diğer gelişmekte olan ülke faizlerine kıyasla daha fazla düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.20). Ancak Türkiye'nin iki yıllık piyasa faizinin görece olarak halen yüksek bir seviyede olduğu gözlenmektedir (Grafik 5.1.21).



Piyasa faizleri üzerinde etkili faktörlerden biri olan enflasyon beklentilerinde, Nisan Enflasyon Raporu öncesine göre kısa vadelerde belirgin bir düşüş gözlenmiştir (Grafik 5.1.22). Beklenti Anketine göre orta vadeli enflasyon beklentilerinde önemli bir değişim gözlenmezken, daha çok piyasa beklentilerini yansıtan enflasyon telafisi ise Mayıs ayı enflasyonunun açıklanması sonrasında anket beklentilerinin altına gerilemiş, sonrasında hızlı bir düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.23). Bu durumda son dönemde enflasyona dair gelen olumlu verilerin yanı sıra enflasyon belirsizliğinin azalmış olmasının da etkili olabileceği düşünülmektedir (bakınız, 2011 yılı Ekim Enflasyon Raporu, Kutu 5.1).

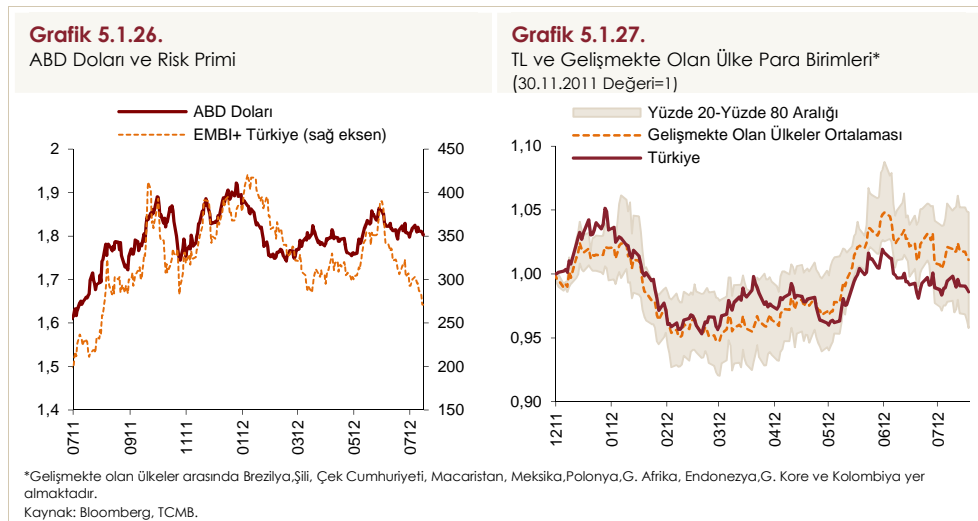


Piyasa faizlerindeki düşüş yılın ikinci çeyreğinde reel faizlere de yansımıştır (Grafik 5.1.24). Bu gelişme doğrultusunda Türkiye'nin reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında Nisan ayı rapor dönemine göre daha alt sıralarda yer almıştır (Grafik 5.1.25).

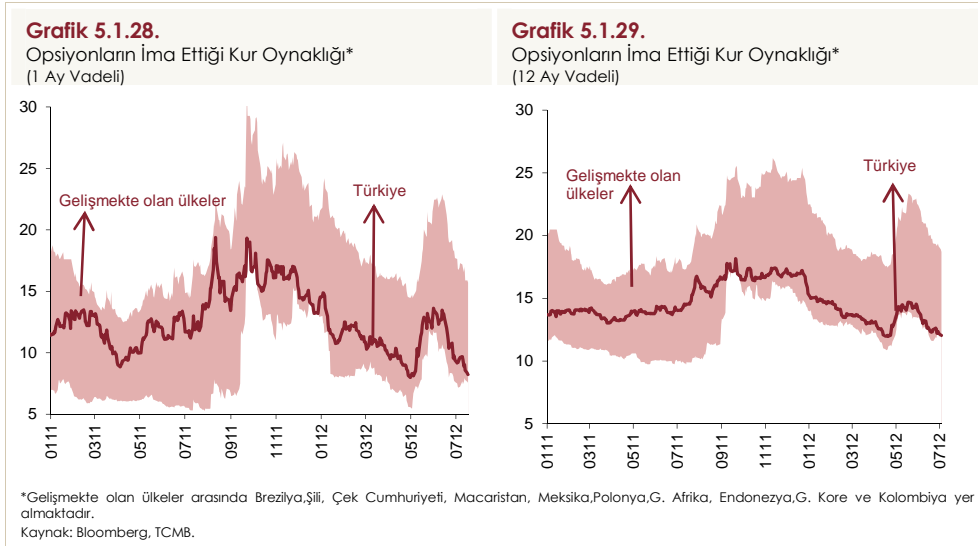


## Döviz Piyasaları

Yılın ikinci çeyreğinde Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine benzer bir şekilde dalgalı bir seyir izlemiştir. Risk primindeki gelişmelere paralel olarak Türk lirası Mayıs ayı boyunca ABD doları karşısında değer kaybetmiş, Haziran ayında ise yeniden değer kazanmıştır (Grafik 5.1.26). Bu dönemde, Türk lirası beklentilerden daha olumlu gerçekleşen makroekonomik göstergeler ve Haziran ayındaki kredi notu artırımının ardından diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine göre daha iyi bir performans sergilemiştir (Grafik 5.1.27).

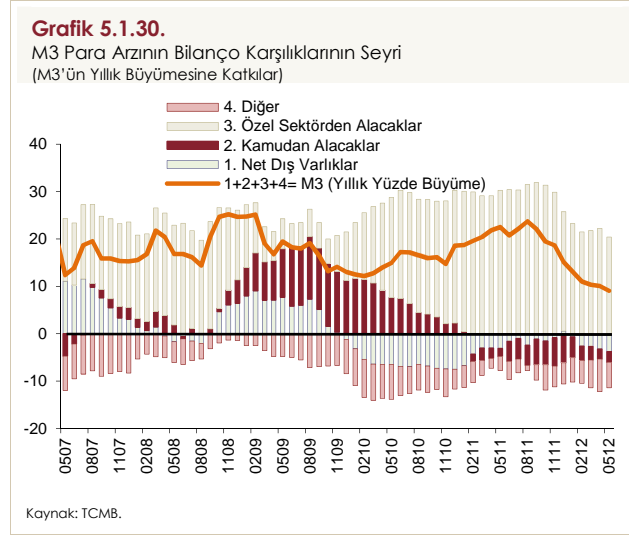


Haziran ve Temmuz aylarında küresel risk iştahında gözlenen iyileşmeler gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen kur oynaklıklarını da etkileyerek belirgin biçimde gerilemelerine yol açmıştır. Son dönemde açıklanan makroekonomik göstergelerin yumuşak iniş senaryosu ile tutarlı gerçekleşmesi ve TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu korumasının etkisiyle Türk lirasının ima edilen oynaklığı yılın ikinci çeyreğinde de kısa ve uzun vadede diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine göre düşük seviyelerde seyretmiştir (Grafik 5.1.28 ve Grafik 5.1.29). Türk lirasına ilişkin risk algılamalarının görece olarak düşük gerçekleşmesi para politikasına ve ülkenin ekonomik performansına duyulan güveni yansıtmaktadır.



### Parasal Gelişmeler

2011 yılının ikinci yarısında alınan sıkılaştırıcı tedbirlerin etkileri parasal göstergelerde gözlenmeye devam etmiş ve M3 geniş tanımlı para arzının yıllık büyümesindeki azalma sürmüştür. M3 para arzının bilanço karşılıkları incelendiğinde, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finansal kesim dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kaleminin yıllık artış hızındaki düşüş eğiliminin son aylarda hızını kaybettiği dikkat çekmektedir. Öte yandan, Kamudan Alacaklar kalemi M3 büyümesine negatif katkı vermeye devam etmektedir. Net Dış Varlıklar kaleminde gözlenen azalışta ise, özellikle ticari bankaların yurt dışı yerleşiklere karşı yükümlülüklerinin artmasının etkili olduğu görülmektedir. Son olarak Diğer kalemi, banka karlılıklarına paralel olarak yılın ilk çeyreğinde olduğu gibi ikinci çeyreğinde de bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı yaratma gücünü korumaktadır (Grafik 5.1.30).



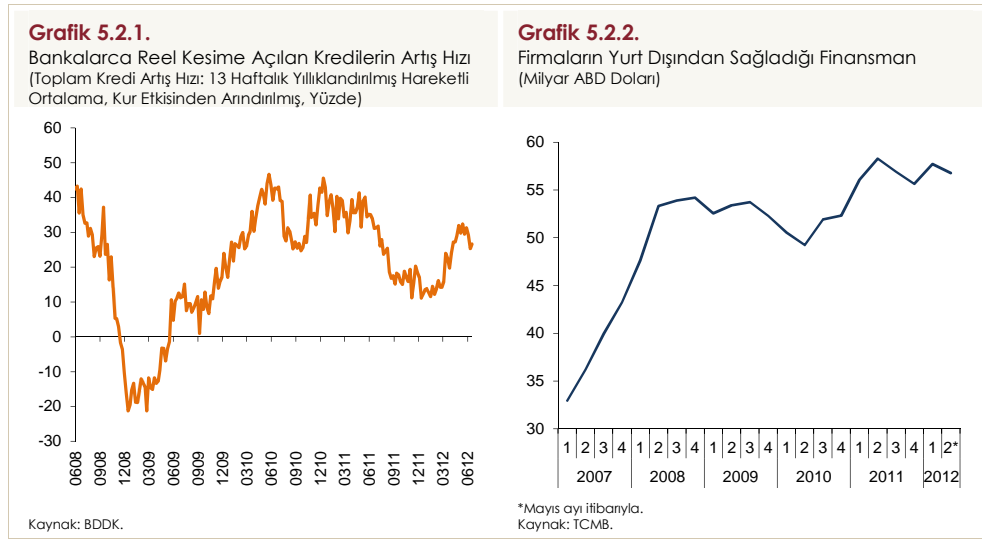
Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacminin artış hızı yılın ikinci çeyreğinde düşüş göstermeye devam etmiştir (Grafik 5.1.31). Ancak aynı kaleme seviye olarak bakıldığında bir önceki çeyreğe göre sınırlı da olsa bir toparlanma gözlenmektedir. Bu gelişme, yılın ikinci çeyreğinde cari tüketim harcamalarında dönemlik bazda ılımlı bir toparlanma olacağı öngörüsü ile uyumludur.



## 5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Yurt içi bankalarca reel sektöre açılan kredilerin büyüme hızı büyük ölçüde mevsimsel eğilimlere bağlı olarak Mart ayı sonundan itibaren yükselmiş, ancak

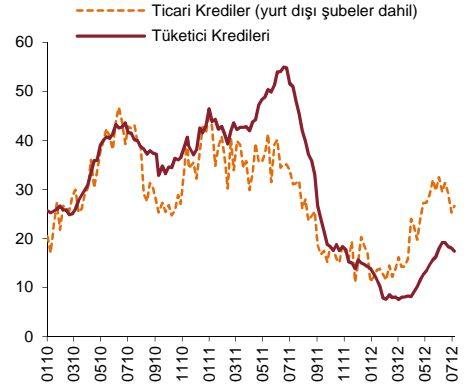
Haziran ayı başından itibaren yeniden gerilemeye başlamıştır (Grafik 5.2.1). Yılın ilk çeyreğinde bankaların kredi standartlarını bir miktar gevşetmesinin yanı sıra, iktisadi faaliyette ikinci çeyrekte itibaren gözlenen canlanma da bu eğilimde etkili olmuştur. Söz konusu gelişmelere bağlı olarak reel sektör kredileri ikinci çeyrek sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 17,5, ikinci çeyrek itibarıyla yıllıklandırılmış bazda ise yüzde 22,2 oranında bir büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.1). Öte yandan, yılın ilk beş ayı itibarıyla reel kesimin yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlardan sağladığı finansmanın sınırlı ölçüde arttığı gözlenmektedir (Grafik 5.2.2).



Yılın ikinci çeyreğinde tüketici kredilerinin büyüme hızı, reel sektöre açılan ticari kredilerin büyüme hızından belirgin şekilde düşük kalmıştır (Grafik 5.2.3). Tüketici kredisi faizlerinin bu dönemde ticari kredi faizlerinden daha belirgin şekilde düşmüş olmasına karşın, tüketici kredilerinin daha düşük oranda büyümesi tüketici kredilerine yönelik talebin zayıf olduğuna işaret etmektedir. Yurt içi talebin 2011 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yatay seyretmesine karşın tüketim ve yatırım harcamalarının kompozisyonunun giderek yurt içinde üretilmiş mallara kaymasından ötürü firmaların işletme sermayesi amaçlı kredi talebi artmıştır. Tüketici kredilerinde yılın ikinci çeyreğinde gözlenen artış büyük ölçüde mevsimsellikten kaynaklanmaktadır. Önceki yılların aynı dönemiyle kıyaslandığında tüketici kredilerinin büyüme eğiliminin 2007-2011 yıllarının ortalamasından belirgin ölçüde düşük olduğu görülmektedir (Grafik 5.2.4).

**Grafik 5.2.3.**

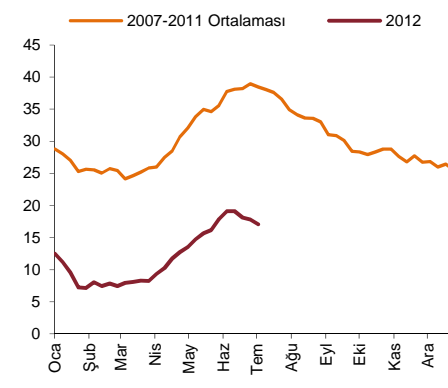
Ticari ve Tüketici Kredileri Büyüme Hızları\*  
(Nominal, Kurdan Arındırılmış, 13 Haftalık Yıllıklandırılmış,  
Hareketli Ortalama, Yüzde)



\*Tüketici finansman şirketlerinin kullandıkları taşıt kredileri dahil edilmiştir  
Kaynak: TCMB.

**Grafik 5.2.4.**

Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızlarının Geçmiş  
Yıllarla Karşılaştırılması  
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur  
Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)

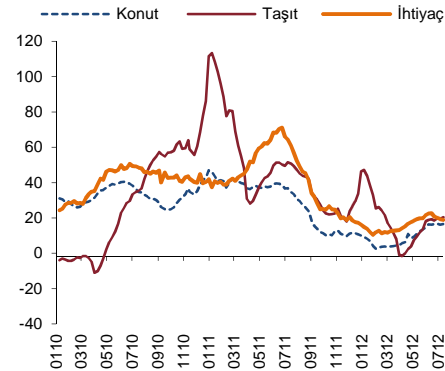


Kaynak: TCMB.

Tüketici kredilerinin büyüme oranları yılın ilk çeyreğinde sınırlı bir ölçüde toparlanmaya başlamış ve söz konusu toparlanma yılın ikinci çeyreğinde mevsimsel unsurların da etkisiyle belirginleşmiştir (Grafik 5.2.5). Buna karşın tüketici kredilerinin büyüme oranları halen parasal sıkılaştırma öncesi döneme kıyasla oldukça zayıf bir görünüm sergilemektedir. Bankalar, 2011 yılının Ekim ayında TCMB'nin parasal sıkılaştırmaya gitmesini takiben konut, taşıt ve diğer tüketici kredilerinin faiz oranlarını belirgin şekilde yükseltmiştir (Grafik 5.2.6).

**Grafik 5.2.5.**

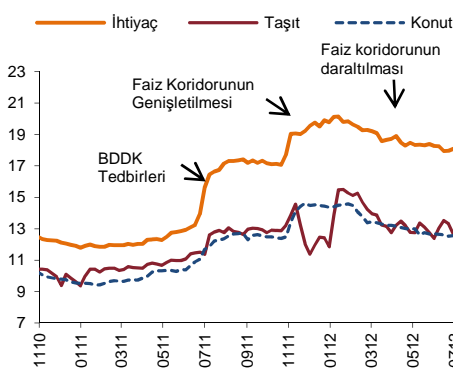
Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları\*  
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Hareketli Ortalama, Yüzde)



\*Tüketici finansman şirketlerinin kullandıkları taşıt kredileri dahil edilmiştir  
Kaynak: TCMB.

**Grafik 5.2.6.**

Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler  
(Akım Veriler, Yıllık Faizler, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Yükselen faiz oranlarına ilave olarak 2011 yılının son çeyreğinde ihtiyaç ve taşıt kredisi standartlarında gözlenen sıkılaşma söz konusu kredilerin büyüme oranları üzerinde belirleyici olmuştur. Kredi Eğilim Anketine göre bankalar 2012 yılının ilk çeyreğinde ihtiyaç kredilerine ilişkin standartlarda bir miktar gevşemeye gitmiş, konut kredilerinde ise emlak piyasasına ilişkin olumsuz beklentiler

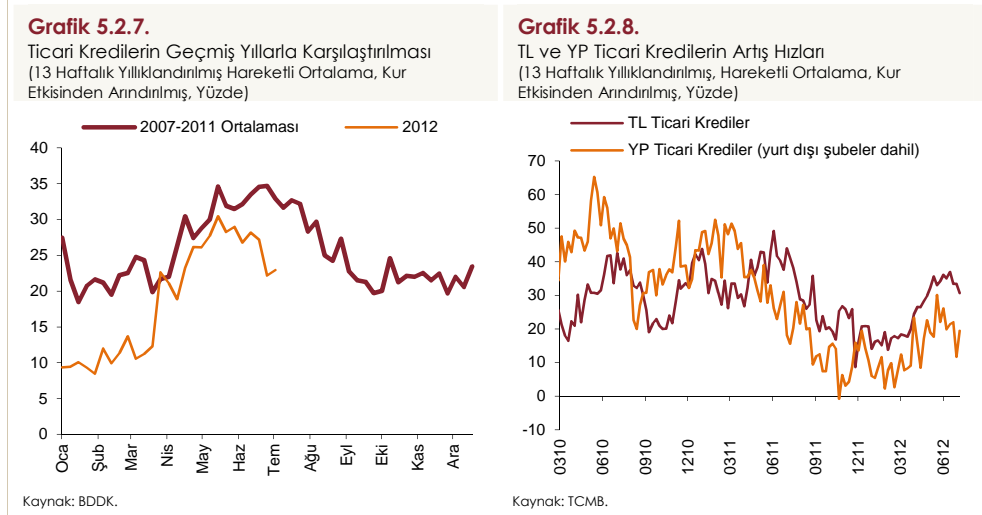


nedeniyle sınırlı oranda bir sıkılaşmaya gitmiştir. İhtiyaç kredilerine dair standartlarda ise bankalar arasındaki rekabet kredi standartlarını gevşetici yönde çalışmışken, risk algılamasına ilişkin unsurlar standartları sıkılaştırıcı rol oynamıştır. Buna ek olarak, tüketici kredilerinin tüm türlerinde faiz dışında alınan ücret ve komisyonlara ilişkin koşullarda ilk çeyrekte bir sıkılaşma olduğu görülmektedir. Nisan ayında yayımlanmış olan Kredi Eğilim Anketine göre ikinci çeyrekte kredi standartlarının başta ihtiyaç kredilerinde olmak üzere tüm tüketici kredisi türlerinde bir miktar gevşetilebileceği beklentisi rapor edilmiştir. Nitekim, ihtiyaç ve konut kredilerinde faiz oranları, Ekim ayındaki parasal sıkılaştırmanın ardından kaydedilen hızlı artışın ardından ilk çeyrekte ılımlı bir gerileme eğilimine girmiş ve yılın ikinci çeyreğinde bir miktar daha düşmüştür. Söz konusu gelişmeler bankaların önceki iki çeyrekte kredi riskine dair yoğunlaşan endişelerinin 2012 yılının ikinci çeyreğinden itibaren hafiflediğini ortaya koymaktadır.

Diğer taraftan, bankaların finansmanına dair gelişmelerin de tüketici kredisi faizlerindeki düşüş üzerinde etkisi olduğu düşünülmektedir. Bankalar yılın ilk yarısında yurt dışından para takası yoluyla yüklü tutarda temin ettikleri finansmanı, para takası işlemlerinin mevduata göre daha uzun vadeli olmasından ötürü, yine ortalamada daha uzun vadeli kredilerden oluşan tüketici kredilerinin ve yatırım amaçlı ticari kredilerin finansmanında kullanmayı tercih etmektedir. Bankaların bu tercihinin bir sonucu olarak tüketici kredisi faiz oranları ile Türk lirası cinsinden uzun vadeli ticari kredi faizleri yılın ilk yarısında belirgin şekilde düşmüş, ancak benzer bir hareket kısa vadeli ticari kredi faizlerinde gözlenmemiştir.

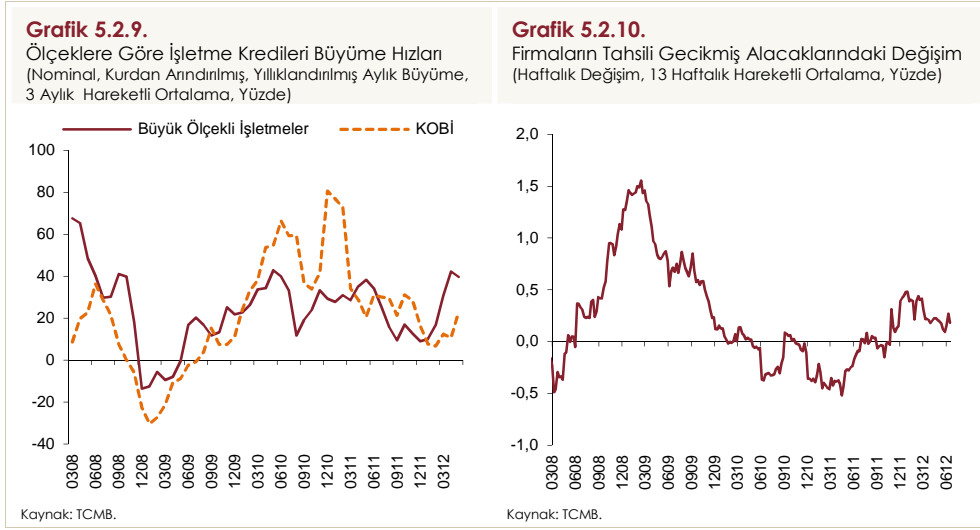
Ticari kredilerin büyüme hızında ilk çeyreğin son haftasından itibaren gözlenen sıçramanın Haziran sonunda tersine döndüğü gözlenmektedir (Grafik 5.2.7). Söz konusu sıçramanın tek bir haftalık gözleme ait olması bu artışın münferit bir durum olduğuna ve ticari kredilerde kuvvetli bir ivmelenme eğilimi olmadığına işaret etmektedir. Nitekim söz konusu gözlemin 13 haftalık ortalama hesabından çıkmasıyla ticari kredilerin büyüme oranında Haziran sonunda gözlenen düşüş de önceki yılların ortalamasından daha şiddetli olmuştur. Söz konusu eğilim YP cinsi kredilerde TL cinsi kredilere göre daha belirgin olmuştur (Grafik 5.2.8). Vadeye göre ayrıştırılmış ticari kredi verileri TL ve YP cinsinden kredilerin Mart-Mayıs döneminde Nisan aylarında kaydetmiş olduğu yüksek oranlı artışların bir yıldan kısa vadeli kredilerde yoğunlaştığını ortaya koymaktadır. Nitekim, Kredi Eğilim Anketi sonuçları ilk çeyrekte uzun vadeli kredilere dair standartlarda kaydedilen gevşemenin firmaların ağırlıklı olarak yatırım

harcamaları için kullandığı uzun vadeli kredi talebini güçlendirmedigine işaret etmektedir. Bu dönemde firmaların kredi talebini belirleyen unsurlar arasında sabit yatırımın etkisi önemli ölçüde azalırken, ticari kredi talebinin çoğunlukla borcun yeniden yapılandırılması ve işletme sermayesi amaçlarına yönelik olduğu ortaya çıkmaktadır.

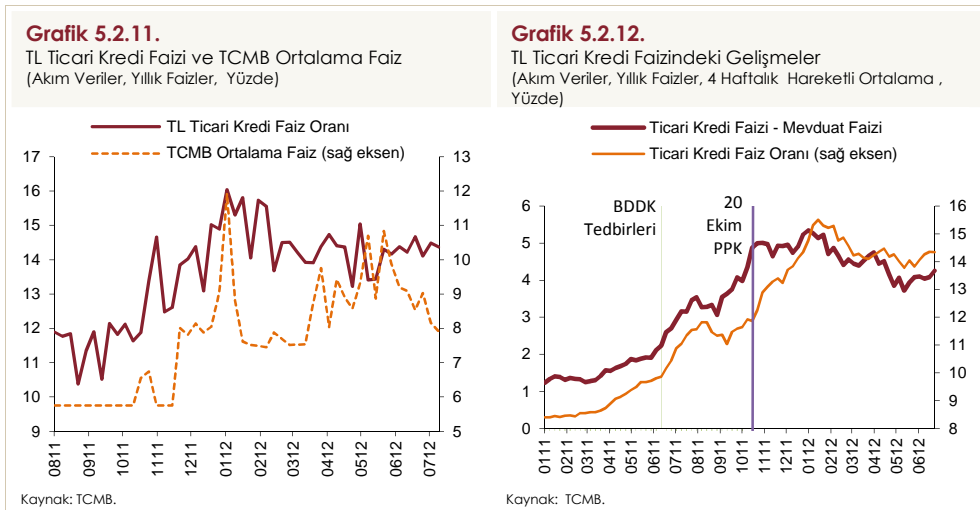


İşletmelere verilen krediler ölçekler ayırımında incelendiğinde, Mart ayından itibaren büyük ölçekli işletme kredileriyle KOBİ kredilerinin büyüme oranları açısından ayrıştığı dikkat çekmektedir (Grafik 5.2.9). Bu durum bankaların kredi riskine yönelik kaygılarının ağırlık kazandığı 2011 yılının son çeyreğinden itibaren, finansal durumları büyük ölçekli işletmelere göre daha kırılgan olan KOBİ'lere yönelik olarak daha sıkı kredi standartları uygulamasından kaynaklanmıştır. Mayıs ayından itibaren ise KOBİ kredilerinin yeniden hızlanmasıyla birlikte kredi büyüme oranlarındaki ölçeğe göre ayrışma bir ölçüde kapanmıştır. 1 Temmuz 2012 tarihinde yürürlüğe giren Basel II uygulamasında bankaların perakende portföylerinde yer alacak KOBİ kredilerine dair risk ağırlığının daha düşük olmasının da önümüzdeki dönemde KOBİ kredilerini arz yönünden destekleyebileceği düşünülmektedir.

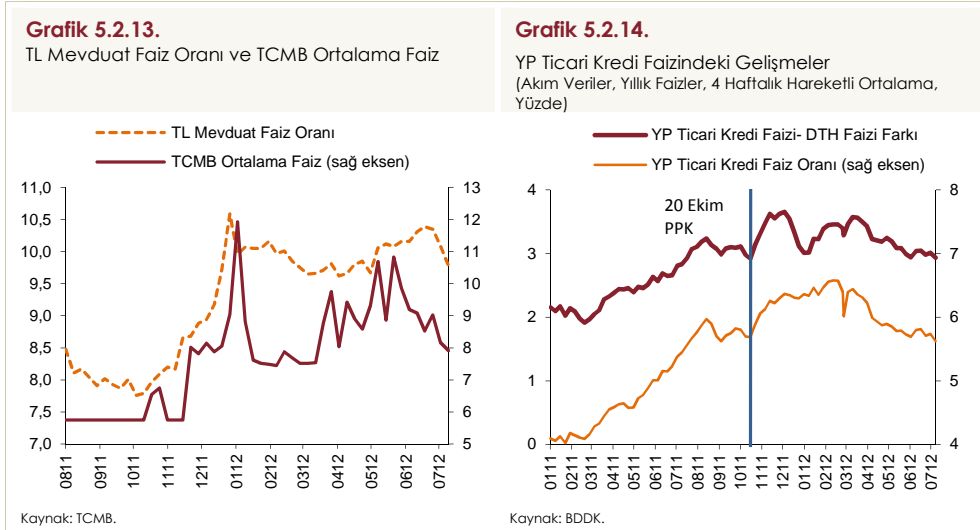
Bankalar Nisan ayında yayımlanan Kredi Eğilim Anketinde, iktisadi faaliyete ilişkin olumlu algılamalarının artmasıyla gerek büyük ölçekli işletme kredilerine gerekse KOBİ kredilerine yönelik standartlarında ilk çeyrekte uyguladıkları kısmi gevşemeyi ikinci çeyrekte de koruyabileceklerini belirtmiştir. Ayrıca, tahsili gecikmiş alacakların artış oranında ilk çeyrekte gözlenen yükselişin ikinci çeyrekte yerini tekrar gerilemeye bırakmış olması da bankaların bu yaklaşımlarını destekler niteliktedir (Grafik 5.2.10).



Ekim ayında faiz koridorunun üst sınırının yükseltilmesi ve bu kararın ardından uygulanan etkin likidite politikalarıyla TCMB'den sağlanan fonların ortalama faiz oranı belirgin şekilde yükselmiştir (Grafik 5.2.11). Bu gelişmeye paralel olarak ticari kredi faizleri de hızla yükselmiş, Şubat ayında TCMB'nin gecelik borç verme faizini küçük bir oranda düşürmesinin ardından ise sınırlı ölçüde gerilemiştir. Mart ayından itibaren uygulanan ek parasal sıkılaştırma dönemlerinde TCMB'nin daha sıkı bir para politikası görünümünü işaret etmesi nedeniyle, bankaların bu dönemde kredi faizlerini belirlerken faiz koridorunun üst sınırını esas aldığı düşünülmektedir. Kredi-mevduat faizi farklarındaki hareketler yıl başından Mayıs ayına kadar olan dönemde büyük ölçüde kredi faizlerindeki hareketlerin bir yansıması olmuşken, Mayıs ayından itibaren mevduat faizlerindeki yükseliş kredi-mevduat faizi farkı üzerinde belirleyici olmuştur (Grafik 5.2.12).



Son dönemde TCMB'nin almış olduğu para politikası tedbirlerinin etkileri mevduat faizleri üzerinde de etkili olmuştur. TCMB'nin Nisan sonundan itibaren daha sık şekilde ek parasal sıkılaştırmaya başvurmasından ötürü TCMB'den sağlanan fonların ortalama faiz oranı Mayıs ayında önceki aya göre yaklaşık olarak 100 baz puan yükselmiştir. Diğer taraftan, Euro Bölgesi'ndeki sorunların tırmanması nedeniyle zayıflayan risk iştahı, bankaların para takası işlemleriyle temin ettiği finansmanın Mayıs ayında önemli ölçüde azalmasına yol açmıştır. Bu gelişmelerden ötürü Mayıs ayından itibaren mevduat faizlerinde bir miktar artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.13). Haziran ayında TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama faizindeki düşüğe rağmen mevduat faizlerinde artışın devam etmesinde bankaların bilanço iyileştirme çabalarının ve mevduat piyasasındaki rekabetin etkili olduğu düşünülmektedir. Nitekim, mevduat faizlerinde Haziran ayından sonra bir miktar gevşeme kaydedilmiştir.



YP cinsinden ticari kredi faizleri ikinci çeyrekte yaklaşık 60 baz puanlık bir düşüş kaydetmiştir (Grafik 5.2.14). Bu dönemde DTH faiz oranlarındaki düşüşün daha sınırlı kalmasından ötürü YP cinsinden kredi-mevduat faizleri farkındaki gerileme kredi faizlerindeki gerilemeye kıyasla daha sınırlı olmuştur.

Sonuç olarak, Ekim ayında gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın krediler üzerindeki etkisi ikinci çeyrekte bir miktar hafiflemiştir. Ancak, gerek tüketici kredilerinde gerekse ticari kredilerde ikinci çeyrekte gözlenen ivmelenme büyük ölçüde mevsimsel unsurlardan kaynaklanmakta olup, Haziran ayının sonu itibarıyla ulaşılan büyüme oranları finansal istikrar açısından uygun olarak değerlendirilen seviyelerde seyretmektedir. Ayrıca, kredi büyümesinin

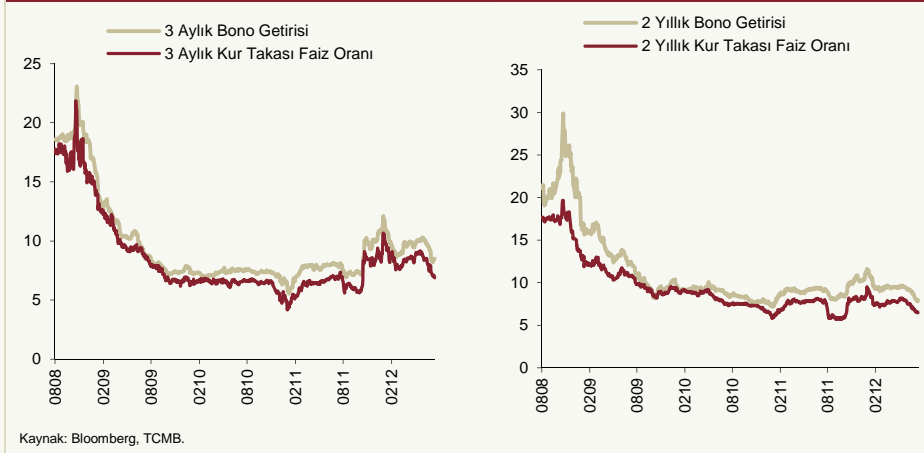
kompozisyonunun firmalar lehine değişmiş olması da orta vadede cari dengeye olumlu etkide bulunma potansiyeli taşımaktadır. Önümüzdeki dönemde yurt içi iktisadi faaliyette ve toplam talepteki canlanmanın ılımlı şekilde devam edeceği öngörüsüyle kredi piyasalarında talep yönlü faktörlerin yeniden etkili olmaya başlayacağı düşünülmektedir.

Kutu  
5.1

## Çapraz Kur Takası ve Bono Piyasaları Arasındaki İlişki

Son 15-20 yıllık dönemde finansal piyasalar türev araçların yaygınlaşması ve çeşitlenmesi sonucunda çok daha karmaşık, bütünlük ve birbiriyle ilişkili hale gelmiştir. Bununla birlikte, arbitraj mekanizması, sayısı hızla artan finansal araçların fiyatlarındaki ve finansal piyasaların işleyişlerindeki uyumsuzlukları en aza indirmektedir. Öte yandan, Türkiye'de de türev araçların kullanımının yaygınlaşması finansal piyasalar üzerinde önemli etkiler yaratmıştır. Bu doğrultuda, bu kutuda Türkiye'deki hazine bonusu piyasalarıyla TL/USD çapraz kur takası (cross currency swap) piyasalarının birbirleriyle ne derece ilişkili oldukları incelenmektedir. Türkiye'de son yıllarda çapraz kur takası faizleri ve bono getirilerinin gerek kısa vadelerde gerekse de orta vadelerde birbirlerine oldukça benzer hareket etmesi bu piyasaların birbirlerine sıkı sıkıya bağlı olduklarına işaret etmektedir (Grafik 1).

Grafik 1. Kısa ve Orta Vadeli Çapraz Kur Takası ve Bono Getirileri



## Çapraz Kur Takası Faizleri ile Bono Getirileri Arasındaki Arbitraj Mekanizması

Çapraz kur takası anlaşmaları iki farklı para birimi cinsinden anapara ve faiz ödemelerinin taraflarca değiştirilmesini sağlayan finansal araçlardır ve genellikle bu anlaşmaların iki ayağından biri değişken faizliken diğer ayağı sabit faizlidir. Çoğunlukla çapraz kur takaslarının fiyatları değişken ayakta LIBOR'a karşı sabit ayaktaki faiz oranının belirtilmesi şeklinde kote edilir ve faiz ödeme frekansı genellikle bir yıldır (Hull, 2009). Bu özellikleri dikkate alındığında çapraz kur takaslarının sabit faizli ayağının nakit akışı yapısı kuponlu bonoları andırır. Nominal değeri 1 ABD doları olan temsili bir TL/USD çapraz kur takasının nakit akış yapısı Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1. Çapraz Kur Takası Nakit Akışları

	Başlangıç Nakit Akışları	Ara Dönemlerdeki Nakit Akışları	Vade Sonu Nakit Akışları
USD cinsinden	-1	+LIBOR <sub>t</sub>	+1+LIBOR <sub>t</sub>
TL cinsinden	+S <sub>0</sub>	-S <sub>0</sub> .r <sub>d,0</sub>	-S <sub>0</sub> (1+r <sub>d,0</sub> )

Burada S<sub>0</sub> ve r<sub>d,0</sub> sırasıyla başlangıç tarihindeki spot döviz kuru ve çapraz kur takasının TL cinsi faiz oranıdır.

Çapraz kur takası anlaşmaları kişi ya da kurumlara kur riskinden korunma fırsatı vermekte ve böylece farklı para birimi cinsinden finansal araçların getirilerinin kıyaslanabilmesine olanak sağlamaktadır. Uluslararası parite koşullarından kapsanmış faiz paritesi (covered interest parity, CIP) koşulu da bu kıyaslamaya dayanmaktadır. İşlem maliyetleri ve çeşitli piyasa aksaklıklarının olmadığı varsayımıyla bir yatırımcının türev araçlarla kur riski ortadan kaldırılmış bir yabancı finansal araçtan elde edeceği getiri, nakit akış ve risk profili benzer olan yerli para cinsi bir finansal araçtan elde edeceği getiriye eşit olmalıdır. Aksi takdirde kapsanmış faiz arbitrajı ile kar etme imkanı ortaya çıkar. Çapraz kur takası ile kur riskinden korunulduğu bir durumda yabancı finansal aracın getirisi ile çapraz kur takası ödemelerinin netinin toplamı yabancı finansal aracın yerli para cinsi getirisi olacaktır (Popper, 1993). Bu durumda CIP koşulu aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$r_d = r_f + r_{s,d} - r_{s,f}$$

Burada  $r_d$  ve  $r_f$  sırasıyla yurtiçi ve yabancı finansal araçların getiri oranlarını,  $r_{s,d}$  ve  $r_{s,f}$  ise sırasıyla çapraz kur takasının yerli para ve yabancı para ayaklarındaki faiz oranlarını temsil etmektedir. Bu koşul aynı zamanda çapraz kur takası ve bono piyasaları arasındaki ilişkiyi de göstermektedir. Örneğin, Türkiye'deki bir banka yurtdışından temin ettiği, maliyeti LIBOR olan ABD doları cinsi bir sendikasyon kredisini çapraz kur takası aracılığıyla Türk lirası cinsi sabit faizli bir yükümlülüğe çevirdiğinde söz konusu yükümlülüğün bankaya maliyeti çapraz kur takasının TL ayağındaki faiz kadar olmaktadır.<sup>1</sup> Eğer yurt içinde aynı vadede bir bononun getirisi bu oranı aşıyorsa banka risksiz arbitraj kârı elde eder. Ancak bu gibi durumlarda arbitraj faaliyetleri sonucu bono getirileri düşüp, çapraz kur takası faizleri artacağından arbitraj olanağı zamanla ortadan kalkar. Böylece arbitraj mekanizması bono getirileri ile çapraz kur takası faizlerini birbirine bağlamaktadır.

<sup>1</sup> Çapraz kur takası aracılığıyla TL cinsi sabit faizli bir yükümlülüğe dönüştürülmüş sendikasyon kredisinin maliyeti:  $r_f + r_{s,d} - r_{s,f} = LIBOR + r_{s,d} - LIBOR = r_{s,d}$ . Bununla birlikte sendikasyon kredisi LIBOR yerine LIBOR+%1 gibi bir orandan temin edilmiş olsa kredinin TL cinsi maliyeti de  $r_{s,d} + 1\%$  olmaktadır.

Elbette ki teoride pürüzsüz olan arbitraj mekanizmasının önünde gerçek hayatta bazı engeller vardır. Bunlar arasında en başta işlem maliyetleri, farklı piyasalarda işlem saatleri ve koşullarının farklı olabilmesi, açığa satış işlemleri üzerindeki ve bazı kurumsal yatırımcıların portföy yapısı üzerindeki yasal kısıtlamalar, yatırımcıların yeterince likit olamaması veya yeterince fona sahip olamaması gibi finansal kısıtlar sayılabilir (Shleifer ve Vishny, 1997; Gromb ve Vayanos, 2010). Ayrıca yatırımcıların kredi riskliliklerinin farklı olması sonucu yabancı para cinsi borçlanma maliyetleri her yatırımcı için farklı olabilmektedir. Bu da aynı bono getirisinin bazı yatırımcılara risksiz kâr fırsatı sunarken diğer yatırımcılar açısından herhangi bir arbitraj fırsatı sağlamamasına yol açmaktadır.

### Yöntem ve Bulgular

Bu çalışmada, çeşitli vadelerde hazine bonusu getirileriyle TL/USD çapraz kur takası faiz oranları arasındaki uzun dönemli denge ilişkisi Ağustos 2008-Ocak 2012 dönemine ilişkin günlük veriler kullanılarak eş-bütünleşme testleri ile araştırılmıştır. Eş-bütünleşme, bono faizleri ile çapraz kur takası faizleri arasındaki denge ilişkisinden sapmaların durağan ve geçici olacağı anlamına gelir. Diğer bir deyişle, eş-bütünleşme olması halinde bono getirileriyle çapraz kur takası faizleri birbirinden sistematik ve kalıcı bir şekilde uzaklaşamazlar. Bunun yanı sıra, eğer uzun dönemli denge ilişkisine ilişkin katsayıları içeren eş-bütünleşme vektörü, "b" hata düzeltme katsayısı ve "c" istikrarlı herhangi bir sabit terim olmak üzere [b, -b, c] şeklindeyse CIP koşulu uzun vadede geçerli demektir.

Bu çalışmada eş-bütünleşme testleri ve katsayı tahminleri Pesaran, Smith ve Shin (PSS) tarafından önerilen aşağıdaki gibi bir kısıtsiz hata düzeltme modeli aracılığıyla yapılmıştır (Pesaran, Smith ve Shin, 2001):

$$\Delta Y = \Delta X\delta + \gamma Y_{-1} + \theta X_{-1} + \varepsilon$$

Burada Y bağımlı değişkeni, X bağımsız değişkenleri,  $\varepsilon$  hata terimini ve  $\delta$ ,  $\gamma$  ve  $\theta$  katsayıları temsil etmektedir. Söz konusu modelde, eşik değerleri PSS tarafından hesaplanan t-istatistiği kullanılarak hata düzeltme katsayısının ( $\gamma$ ) sıfırdan anlamlı derecede küçük bulunması halinde serilerin eş-bütünleşik olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Öte yandan, bu modelin spesifikasyonu serilerden birini bağımlı değişken diğerlerini de bağımsız değişken olarak belirlemeyi gerektirdiğinden her bir vade için eş-bütünleşme testleri hem bono getirileri hem de çapraz kur takası faizleri bağımlı değişken olarak alınarak ayrı ayrı ikişer kere uygulanmıştır.



**Tablo 2.** Pesaran, Smith, Shin Eş-tünüleşme Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken:	Çapraz Kur Takası Faiz Oranı			Bono Getirisi		
	t-istatistiği	Hata Düzeltme Katsayısı	Uzun Dönem Denge Katsayısı <sup>1</sup>	t-istatistiği	Hata Düzeltme Katsayısı	Uzun Dönem Denge Katsayısı
Vade						
1 ay	-5.624***	-0.154	0.926	-2.848	-0.033	1.095
2 ay	-4.695***	-0.108	0.891	-3.746**	-0.033	1.016
3 ay	-6.157***	-0.102	0.902	-3.608**	-0.035	0.977
6 ay	-3.026*	-0.033	0.835	-3.016*	-0.025	0.974
9 ay	-1.777	-0.014	0.640	-2.726	-0.019	0.905
1 yıl	-1.143	-0.008	0.284	-3.045*	-0.019	0.739
2 yıl	-1.073	-0.006	-	-3.136*	-0.021	-
3 yıl	-1.219	-0.007	-	-2.640	-0.016	-
4 yıl	-1.165	-0.006	-	-2.247	-0.017	-

Örnekleme dönemi: 06.08.2008 – 25.01.2012. (\*): %10 düzeyinde anlamlı, (\*\*): %5 düzeyinde anlamlı, (\*\*\*): %1 düzeyinde anlamlı.  
<sup>1</sup> Eşbütünleşme vektöründe çapraz kur takası faiz oranının katsayısının bono getirisinin katsayısına oranını göstermektedir.  
 Kaynak: Duran ve Küçüksarıç(2012)

Tablo 2'de yer verilen sonuçlara göre bono getirileri ve çapraz kur takası faizleri genellikle kısa vadelerde eş-bütünleşik iken vade uzadıkça eş-bütünleşmenin istatistiksel anlamlılığı ve denge ilişkisinden sapmaların ertesi iş gününde düzeltilme düzeyi azalmaktadır. Kısa vadelerde bono getirileri ve çapraz kur takası faiz oranları büyük ölçüde yakın dönem para politikası beklentileri tarafından belirlenirken uzun vadelerde kredi riskleri, likidite riskleri ve diğer arbitrajı engelleyen faktörlerin belirginleşmesi bono ve çapraz kur takası piyasaları arasındaki ilişkiyi zayıflatmaktadır. Bu sonuçlar gelişmekte olan çeşitli ülkelere ilişkin Skinner ve Mason (2012) tarafından elde edilen bulgularla da tutarlıdır.

Buna ek olarak çapraz kur takası faizlerinin bağımlı değişken olarak seçildiği durumlarda eş-bütünleşmenin istatistiksel anlamlılığının daha yüksek olması arbitraj mekanizmasının yönünün bono getirilerinden çapraz kur takası faizlerine doğru olduğuna işaret etmektedir. Bu bulgu oldukça akla yatkındır zira özellikle bankalar ve yabancı yatırımcılar bono piyasasındaki değişikliklere çapraz kur takası işlemleriyle tepki verebilmektedir. Ayrıca çapraz kur takaslarında kısa pozisyon rahatlıkla alınabilirken bonolarda açığa satış oldukça zordur.

Öte yandan, Tablo 2'de verilen uzun dönem denge katsayıları özellikle kısa vadelerde 1'e oldukça yakındır. Buna göre, bono getirisinde gözlenen 1 puanlık artış çapraz kur takası faizlerinde de aşağı yukarı 1 puanlık bir artışa yol açmaktadır. Bu da, CIP koşulunun en azından kısa vadeli piyasalar için geçerli olduğuna işaret etmektedir. Kısa vadelere ilişkin hata düzeltme katsayıları da, bono getirileri ile çapraz kur takası faizleri arasındaki denge ilişkisinden sapmaların kalıcı olmadığını ve arbitraj mekanizmasının özellikle 3 aya kadar vadelerde oldukça güçlü olduğunu göstermektedir.

## Sonuç

Bu kutuda tartışılan kapsanmış faiz paritesi koşulu ve arbitraj mekanizması ışığında ampirik sonuçlar Türkiye'de özellikle kısa vadelerde çapraz kur takası ve bono piyasaları arasındaki ilişkinin oldukça güçlü olduğunu, ancak söz konusu piyasaların dinamiklerinin vade uzadıkça birbirinden farklılaştığını göstermektedir. Ayrıca, ampirik sonuçlar, yatırımcıların, söz konusu piyasalar arasında ortaya çıkan arbitraj fırsatlarını çoğunlukla çapraz kur takası işlemlerini kullanarak değerlendirdiklerine işaret etmektedir. Bununla birlikte, bulgular özellikle 1 yıl ve üzeri vadelerde bono ve çapraz kur takası faizleri arasındaki farkların daha kalıcı olduğunu göstermektedir.

## Kaynakça:

- Duran, M. ve Küçüksaraç, D. (2012). "Are Swap and Bond Markets Alternatives to Each Other in Turkey?". TCMB Çalışma Tebliği , yayımlanma aşamasında.
- Gromb, D. ve Vayanos, D. (2010). "Limits of Arbitrage". Annual Review of Financial Economics, 2, sayfa: 251-275.
- Hull, J. C. (2009). Options, Futures, and Other Derivatives, Seventh Edition. Pearson Prentice Hall.
- Pesaran, M. H., Shin, Y. ve Smith, R. J. (2001). "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships". Journal of Applied Econometrics, 16, sayfa: 289-326.
- Popper, H. (1993) "Long Term Covered Interest Parity: Evidence from Currency Swaps". Journal of International Money and Finance, 12, sayfa: 439-448.
- Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1997). "The Limits of Arbitrage", The Journal of Finance, 52(1), sayfa: 35-55.
- Skinner, F. S. ve Mason, A. (2011). "Covered Interest Rate Parity in Emerging Markets". International Review of Financial Analysis, 20(5), sayfa: 355-363.

Kutu  
5.2

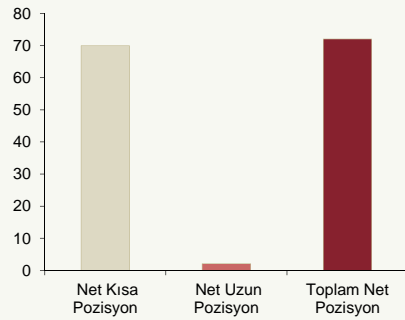
## Türkiye'nin Net Döviz Pozisyonu

Bu kutuda Kasım 2011 Finansal İstikrar Raporu'nda yayımlanmış olan Türkiye'nin net döviz pozisyonu kısa ve uzun vadeli bileşenlerine ayrıştırılarak sunulmaktadır. Kısa vadeli döviz pozisyonu, bir yıl ve daha kısa vadeli varlıklar ile yükümlülükler arasındaki farktan oluşmaktadır. Net kapsamında hanehalkı, finansal kesim dışında yer alan firmalar (reel sektör), bankalar, banka dışı mali kuruluşlar, TCMB ve kamu kesimleri ele alınmıştır.

## Hanehalkı

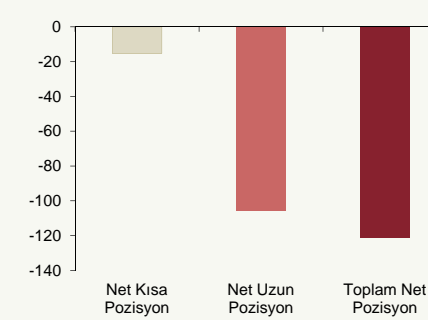
31 Mart 2012 itibarıyla hanehalkının döviz cinsi varlıklarını mevduat ve eurobond oluşturmaktadır. Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karara göre hanehalkının döviz cinsi ve dövize endekli kredi alması mümkün olmamakla birlikte, anılan kanundaki değişiklikten önceki dönemde alınan dövize endekli krediler döviz cinsi yükümlülüklerini oluşturmaktadır. Ayrıca, hanehalkının tüketici finansman şirketlerinden sağladığı yabancı paraya endekli borçlar da hanehalkının yükümlülüklerine dâhil edilmiştir. Döviz varlık ve yükümlülükleri kalan vadeye göre sınıflandırıldığında, 31 Mart 2012 itibarıyla hanehalkının hem kısa hem de uzun vadede net döviz pozisyon fazlası olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 1).

Grafik 1. Hanehalkı Kısa ve Uzun Vadeli Net Döviz Pozisyonu (Milyar ABD doları, 31 Mart 2012)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2. Reel Kesimin Kısa ve Uzun Vadeli Net Döviz Pozisyonu (Milyar ABD doları, 31 Mart 2012)



Kaynak: BDDK, TCMB.

Hanehalkının yukarıda belirtilen döviz varlık ve yükümlülüklerine ek olarak, portföylerinde YP cinsi varlıklara yatırım yapan menkul kıymet yatırım ve emeklilik fon payları da bulunmakla birlikte, bu yatırım araçlarının portföylerindeki payları oldukça düşük düzeydedir. Ayrıca, hanehalkının kayıt altına alınmamış altın ve döviz varlıkları, söz konusu tutarlara erişilemediğinden hesaplamaya dâhil edilmemiştir.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Hanehalkı ve reel sektörün türev ürünlerde de pozisyonu olduğu bilinmektedir. Ancak, söz konusu ürünlerde varlık veya yükümlülük ayırımı dair veri olmaması sebebiyle hesaplamaya dâhil edilmemiştir.

### Reel Sektör

31 Mart 2012 itibarıyla reel sektörün döviz varlıklarını, yurt içi ve yurt dışı bankalardaki döviz mevduatı, eurobond, ihracat alacakları, yurt dışındaki portföy ve doğrudan sermaye yatırımları oluşturmaktadır. Reel kesimin yurt dışı bankalardaki döviz mevduatı ve ihracat alacakları kısa vadeli, yurt dışındaki portföy ve doğrudan sermaye yatırımları uzun vadeli olarak kabul edilmiştir. Yurt içindeki mevduatı ve eurobondu kısa ve uzun vadeli bileşenlerine ayrılmıştır. Reel kesimin döviz yükümlülükleri yurt içi ve yurt dışından sağlanan YP ve dövize endeksli krediler ile ithalat borçlarından oluşmakta olup tüm kalemler kalan vadelerine göre kısa ve uzun olarak ayrıştırılmıştır.

Reel kesimin hem kısa hem de uzun vadede net döviz pozisyon açığı olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 2). Ancak, kısa vadeli döviz pozisyon açığının toplam döviz pozisyon açığı içindeki payının düşük düzeyde olduğu görülmektedir. Bunlara ek olarak, firma sahip veya ortaklarının elde ettikleri gelirleri kendi şahsi hesaplarında da tutma imkânı olduğu için, hanehalkı döviz fazlasının bir kısmının firma sahiplerine ait olabileceği düşünülmektedir.

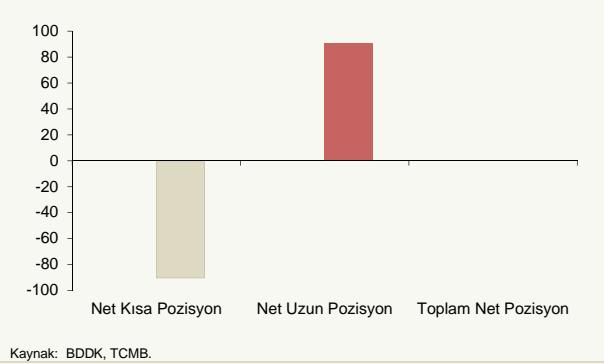
### Finansal Kesim

Bankacılık sektörünün bilanço içindeki yabancı para varlıklarının büyük bir kısmı eurobond, YP cinsi ve yabancı paraya endeksli kredi, yabancı para zorunlu karşılıklar ile bankalardan alacaklardan oluşmaktadır. Bilanço içinde belli başlı yabancı para yükümlülükler ise döviz tevdiat ve kıymetli maden depo hesapları, repo işlemlerinden sağlanan fonlar ile yurt dışından sağlanan kredilerden oluşmaktadır. Bilanço içinde yer alan varlık ve yükümlülükler kalan vadeye göre kısa ve uzun vadeli bileşenlerine ayrıştırılmıştır. Bankacılık sektörünün bilanço dışı yabancı para pozisyonunu ise kur takasları, forward, future ve opsiyon işlemleri oluşturmaktadır. Bilanço dışında yer alan türev işlemler de kalan vadeye göre kısa ve uzun vadeli bileşenlerine ayrıştırılmıştır.

Factoring, finansal kiralama ve tüketici finansman şirketlerinden oluşan banka dışı finansal kuruluşların bilanço içi YP döviz varlık ve yükümlülükleri kalan vadeye göre kısa ve uzun vadeli bileşenlerine ayrıştırılmasına rağmen, bilanço dışı yabancı para pozisyonu vade bileşenlerine ayrıştırılamamıştır. İhtiyatlılık gereği bilanço dışı net yabancı para pozisyon açığı kısa vadeli olarak ele alınmıştır.

31 Mart 2012 itibarıyla bankalar ve banka dışı mali kesimden oluşan finansal kesimin kısa vadede net döviz pozisyon açığının 90 milyar ABD dolarına yakın olduğu, ancak uzun vadede ise yaklaşık aynı miktarda fazlası olduğu gözlenmektedir (Grafik 3).

**Grafik 3.** Finansal Kesimin Kısa ve Uzun Vadeli Net Döviz Pozisyonu (Milyar ABD doları, 31 Mart 2012)

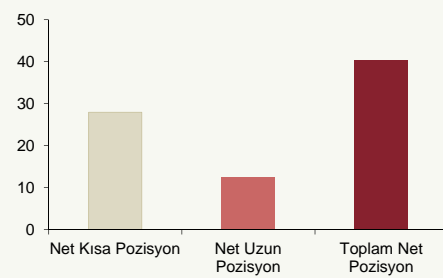


### TCMB

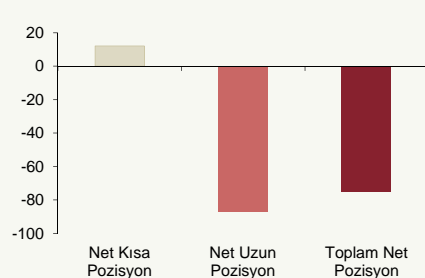
TCMB, kendisine ve diğer kişi veya kuruluşlara ait yabancı para kaynakları döviz cinsi enstrümanlara yönlendirmek suretiyle rezerv yönetimini gerçekleştirmektedir. TCMB'nin yabancı para varlıkları arasında yer alan altın portföyü, dâhildeki muhabirler, iç krediler, muvakkat alacaklar kısa; takipteki alacaklar, dış krediler ve iştirakler ise uzun vadeli olarak ele alınmıştır. Efektif ve muhabir hesaplarının toplamından oluşan konvertibl döviz alacakları ise kısa ve uzun vadeli olmak üzere ayrıştırılmıştır.

TCMB'nin yabancı para yükümlülükleri arasında yer alan bankalar mevduatı, kamu mevduatı, fonların (TMSF ve diğer) yabancı para varlıkları, ithalat akreditif bedelleri ve muvakkat borçlar kısa; işçi dövizleri ve dış krediler ise uzun vadeli olarak ele alınmıştır. Bankalar mevduatı içinde yabancı para zorunlu karşılıkların yanı sıra Türk lirası zorunlu karşılıkların yabancı para ve altın cinsinden tutulan kısmı da yer almaktadır. 31 Mart 2012 itibarıyla TCMB'nin kısa ve uzun vadede net döviz pozisyon fazlasına sahip olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 4).

**Grafik 4.** TCMB'nin Kısa ve Uzun Vadeli Net Döviz Pozisyonu (Milyar ABD doları, 31 Mart 2012)



**Grafik 5.** Kamu Kesiminin Kısa ve Uzun Vadeli Net Döviz Pozisyonu (Milyar ABD doları, 31 Mart 2012)



### Kamu

Kamu kesiminin yabancı para varlıkları, genel bütçeli ve özel bütçeli kuruluşlar ile düzenleyici ve denetleyici kurumlar, sosyal güvenlik kurumları, kamu iktisadi teşebbüsleri, fonlar, mahalli idareler, döner sermayeler ve diğer kamu kurumlarının yabancı para mevduatı ve menkul kıymetleri toplamından oluşmaktadır. Kamu sektörünün yabancı para yükümlülüklerini ise eurobondlar ile krediler oluşturmaktadır. Kamu kesiminin yabancı para varlık ve yükümlülükleri kısa ve uzun vadeli olarak ayrıştırılmıştır. Sonuç olarak kamu kesiminin kısa vadede 12 milyar ABD doları net finansal döviz pozisyon fazlası, uzun vadede ise 87 milyar ABD doları açığı bulunmaktadır (Grafik 5).

### Sonuç

Net kapsamında Türkiye'nin net döviz pozisyonu kısa (bir yıl ve daha düşük) ve uzun vadeli bileşenlerine ayrıştırılmıştır. Ele alınan kesimler hanehalkı, finansal dışı kesimde yer alan firmalar, bankalar, banka dışı mali kuruluşlar, TCMB ve kamu sektöründen oluşmaktadır. 31 Mart 2012 itibarıyla Türkiye'nin kısa vadede 4.3 milyar ABD doları net döviz pozisyon fazlası, uzun vadede ise yaklaşık olarak 87 milyar ABD doları net döviz pozisyon açığı bulunmaktadır (Tablo 1).

Tablo 1. Türkiye'nin Kısa ve Uzun Vadeli Net Döviz Pozisyonu  
(31 Mart 2012 İtibarıyla, Milyar ABD Doları)<sup>3</sup>

	Kısa Vade	Uzun Vade	Toplam
Hanehalkı	69.98	2.09	72.08
Reel	-15.27	-105.68	-120.95
Finansal Kesim	-90.38	90.79	0.41
TCMB	27.91	12.57	40.48
Kamu	12.06	-86.77	-74.71
<b>Toplam</b>	<b>4.31</b>	<b>-87.00</b>	<b>-82.69</b>

Net döviz pozisyon hesaplaması ve söz konusu pozisyonun kısa ve uzun vadeli olarak ayrıştırılması ülkemizin ne ölçüde kur ve yabancı para likidite riski taşıdığına dair önemli bir göstergedir. Toplam döviz pozisyon açığının sektörler bazında incelenmesi ise, sektörler arası farklılıkların yol açabileceği dengesizliklerden haberdar olunmasını sağlamaktadır. Yapılan çalışma Türkiye'nin net döviz pozisyon açığının 82.69 milyar ABD doları olduğunu ortaya koymaktadır. Sektörler itibarıyla bakıldığında hanehalkı, TCMB ve finansal kesimin net döviz pozisyon fazlası, diğer sektörlerin ise net döviz pozisyon açığı olduğu görülmektedir. Öte yandan, Türkiye'nin kısa vadede net döviz pozisyon fazlasına sahip olduğu gözlenmektedir.

<sup>3</sup> Banka ve banka dışı mali kesimden oluşan finansal kesim için Tablo 1'de belirtilen rakamlar, Mayıs 2012 Finansal İstikrar Raporu'ndan farklılık göstermektedir. Bu durum banka dışı mali kesimin bilanço dışı rakamlarının da net döviz pozisyon hesaplanmasına eklenmesi ve finansal kesim verilerinin güncellenmesinden kaynaklanmaktadır.

## 6. Kamu Maliyesi

2012 yılının ilk yarısı itibarıyla iktisadi faaliyette gözlenen yavaşlamaya bağlı olarak vergi gelirlerinin artış oranının görece azalması ve faiz ödemelerinin borç stokunun vade yapısı nedeniyle bu dönemde hızlı bir şekilde artış göstermesi bütçe performansını olumsuz yönde etkilemiştir. Bununla birlikte, "Kamu Alacaklarının Yeniden Yapılandırılması" yasası kapsamında sağlanan gelirlerin bir önceki yıla göre azalmakla birlikte 2012 yılında da devam edecek olması, 2011 yılının Ekim ayında yürürlüğe konulan mali önlemler çerçevesinde bazı ürünlere uygulanan ÖTV oranlarında artış yapılması ve faiz ödemelerindeki dönemsel artış hızının izleyen aylarda azalacak olması, 2012 yılında bütçe performansını olumlu yönde etkileyecek unsurlar olarak dikkat çekmektedir. Diğer yandan, 2012 yılında iktisadi faaliyette ortaya çıkabilecek bir yavaşlamaya bağlı olarak vergi gelirlerinde gözlenebilecek düşüşler, özelleştirme gelirlerinin hedeflenenin altında gerçekleşmesi ve başta personel giderleri olmak üzere kamu harcamaları üzerinde oluşabilecek baskılar, bütçe performansını olumsuz etkileyebilecektir. Bu çerçevede, kamu maliyesi dengelerinde gözlenen olumlu seyrin sürdürülebilmesi ve mali disiplinin kalıcılığının sağlanabilmesi açısından mali çerçevenin OVP'de öngörülen kurumsal ve yapısal iyileştirmelerle güçlendirilmesinin kritik önemini koruduğu vurgulanmalıdır.

### 6.1. Bütçe Gelişmeleri

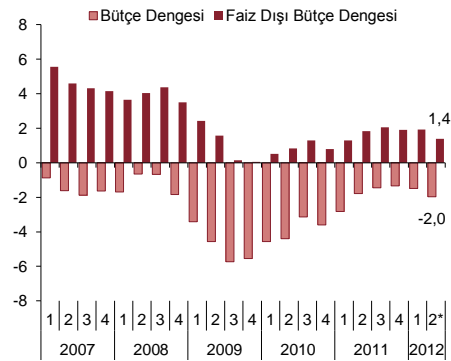
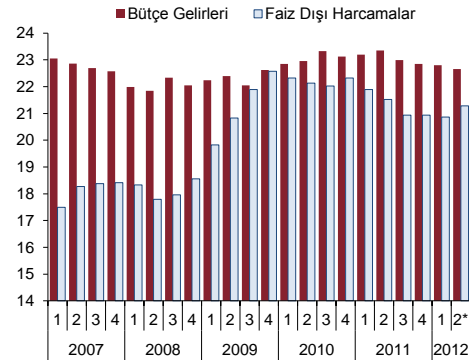
Merkezi yönetim bütçesi 2012 yılının ilk yarısında 6,7 milyar TL açık, faiz dışı denge ise 19,6 milyar TL fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). Faiz giderlerinde gözlenen yüzde 17 düzeyindeki artış oranı bütçe performansının önceki yılın aynı dönemine göre bozulmasında önemli bir rol oynarken, vergi dışı gelirlerin Merkez Bankası kâr transferine bağlı olarak hızlı bir şekilde artması, bütçe performansındaki kötüleşmeyi dengeleyen bir unsur olmuştur. Bununla birlikte, faiz giderlerinde gözlenen hızlanmanın borç stokunun vade yapısından kaynaklı dönemsel bir artış olduğu ve 2012 yılının izleyen aylarında azalacağı değerlendirilmektedir. İktisadi faaliyetteki yavaşlamaya bağlı olarak vergi gelirlerindeki artış oranının yılın ilk yarısı itibarıyla görece olarak düşük bir seviyede kaldığı, faiz dışı bütçe giderlerinin ise ılımlı artış eğilimini koruduğu görülmektedir.

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

	Ocak-Haziran 2011	Ocak-Haziran 2012	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme / Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	143,2	168,9	17,9	48,1
Faiz Giderleri	22,4	26,3	17,0	52,3
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	120,8	142,6	18,1	47,4
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	146,1	162,2	11,0	49,2
I. Vergi Gelirleri	122,7	131,2	6,9	47,2
II. Vergi Dışı Gelirler	18,5	24,9	35,1	56,6
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>2,9</b>	<b>-6,7</b>	<b>-</b>	<b>31,8</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>25,3</b>	<b>19,6</b>	<b>-22,7</b>	<b>67,1</b>

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2011 yılında ekonomik büyümedeki artışın bütçe performansı üzerindeki olumlu etkisiyle birlikte görece olarak iyileşme eğilimine giren merkezi yönetim bütçe dengesinin GSYİH'ye oranının, 2012 yılının ilk yarısı itibarıyla temel olarak iktisadi faaliyette ortaya çıkan yavaşlama eşliğinde azalan bütçe gelirleri sonucunda bir miktar kötüleştiği gözlenmektedir. 2011 yılının son çeyreğinde faiz dışı harcamalarda gözlenen hızlı artışa bağlı olarak bozulan merkezi yönetim faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranı, 2012 yılının ikinci çeyreği itibarıyla da aynı eğilimini korumuştur (Grafik 6.1.1). 2011 yılında 2010 yılının sonuna göre sınırlı bir seviyede gerileyen merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranının 2012 yılının ikinci çeyreği itibarıyla yaklaşık olarak 2011 yılının sonundaki seviyesini koruduğu, merkezi yönetim faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının ise, 2011 yılının sonunda bulunduğu seviyeye göre sınırlı bir oranda arttığı gözlenmektedir (Grafik 6.1.2).

**Grafik 6.1.1.**Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri  
(Yıllıklandırılmış, GSYİH'ye Oran Olarak, Yüzde)\* 2012 yılının ikinci çeyreğine ilişkin veriler tahminidir.  
Kaynak: Maliye Bakanlığı.**Grafik 6.1.2.**Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı  
Harcamalar  
(Yıllıklandırılmış, GSYİH'ye Oran Olarak, Yüzde)



dışı harcamalar içindeki ana kalemlerden cari transferler ve personel giderleri sırasıyla yüzde 21,3 ve yüzde 19 oranında artarken, mal ve hizmet alım giderleri ise yüzde 0,4 düzeyinde gerilemiştir. Mal ve hizmet alım giderlerindeki gerileme esas olarak yeşil kartlıların sağlık giderlerinin büyük ölçüde genel sağlık sigortası kapsamına alınmasıyla birlikte sağlık giderlerinde ortaya çıkan hızlı düşüşten kaynaklanmıştır. Genel sağlık sigortası çerçevesinde yapılan sağlık giderleri ise mal ve hizmet alım giderleri altında değil cari transferler altında yer almaktadır. Bu çerçevede, cari transferler kalemi içinde en yüksek paya sahip olan sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderleri de sağlık sigortası kapsamında yapılan değişiklik sonucunda yüzde 26,5 oranında yükselmiş ve cari transfer giderlerindeki artışa katkıda bulunmuştur. 2012 yılının ilk yarısında personel giderlerinde ortaya çıkan yükselişte temel olarak memur maaşlarındaki ve memurlara yönelik zamlar ve tazminatlarındaki artışın etkili olduğu gözlenmektedir. Sermaye giderleri yüzde 6,1 ile görece sınırlı bir oranda artarken, sermaye transferleri ise KÖY-DES Projesi ve diğer sermaye transferleri kalemlerindeki düşüşe bağlı olarak yüzde 36,3 oranında gerilemiştir (Tablo 6.1.2).

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

	Ocak-Haziran 2011	Ocak-Haziran 2012	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Faiz Hariç Bütçe Giderleri</b>	<b>120,8</b>	<b>142,6</b>	<b>18,1</b>	<b>47,4</b>
1. Personel Giderleri	36,8	43,8	19,0	53,6
2. SGK Devlet Primi Giderleri	6,3	7,3	15,3	51,3
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	12,4	12,3	-0,4	42,8
a) Savunma-Güvenlik	3,5	3,8	8,4	35,9
b) Sağlık Giderleri	2,6	0,4	-85,0	42,4
4. Cari Transferler	55,0	66,7	21,3	51,2
a) Görev Zararları	0,9	0,9	1,0	19,9
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	27,2	34,4	26,5	49,7
c) Tanımsal Destekleme Ödemeleri	5,5	6,3	13,1	87,1
d) Gelirden Ayrılan Paylar	14,6	16,7	14,3	49,3
5. Sermaye Giderleri	6,8	7,2	6,1	25,9
6. Sermaye Transferleri	1,7	1,1	-36,3	26,0

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2012 yılının ilk yarısında merkezi yönetim genel bütçe gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 10,6 oranında yükselmiştir. Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüzde 6,9 oranında, vergi dışı gelirler ise, Merkez Bankası'nın yüksek düzeyde gerçekleşen kar transferine bağlı olarak yüzde 35,1 oranında artış göstermiştir (Tablo 6.1.3). Kurumlar vergisi, 2011 yılındaki yüksek büyümeye paralel olarak artan şirket kârlarıyla birlikte 2012 yılının ilk beş ayı itibarıyla yüksek bir artış eğilimi gösterirken, Haziran ayında "Yeniden Yapılandırma" yasaının neden olduğu baz etkisinden kaynaklı olarak yılın ilk yarısında yüzde 3,8 gibi ılımlı bir oranda artmıştır. Gelir vergisi, kayıtlı istihdamda bir süredir devam etmekte

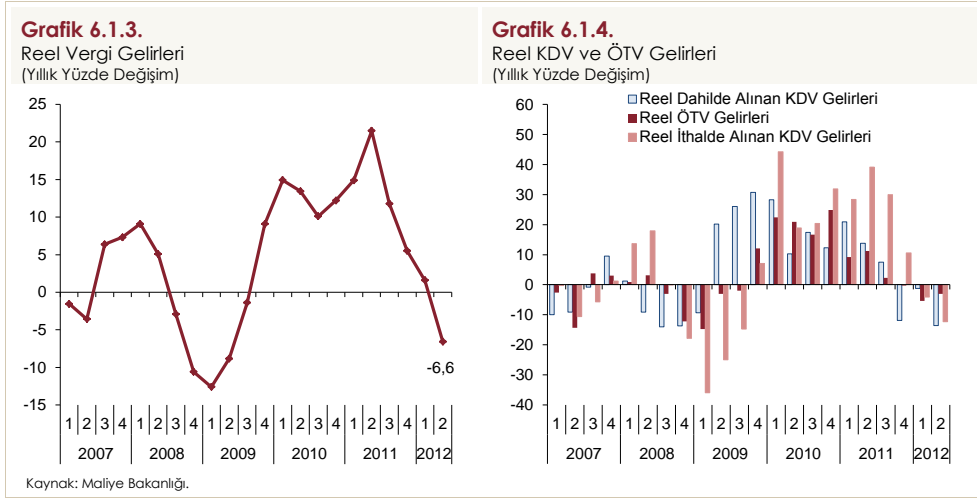
olan artış neticesinde yüzde 15,7 oranında artmıştır. Bu durum, toplam vergi gelirlerinde dolaylı vergilerdeki görece düşük orandaki artışlardan kaynaklanan yavaşlamayı bir miktar telafi etmiştir. Diğer yandan, tüketime dayalı vergilerin artış oranlarının iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya bağlı olarak azaldığı gözlenmektedir. Yılın ilk yarısı itibarıyla ÖTV yüzde 5,4 oranında artarken, dahilde alınan KDV artış oranı yüzde 1,7 ile sınırlı bir düzeyde gerçekleşmiştir. ÖTV artış oranındaki yavaşlama petrol ve doğalgaz ürünleri ile motorlu taşıtlar üzerinden sağlanan ÖTV tahsilatında geçen yılın aynı dönemine göre gözlenen olumsuz performanstan kaynaklanmaktadır. İthalde alınan KDV'nin artış oranı ise, son dönemde iç talepte gözlenen yavaşlamaya paralel olarak, 2011 yılı genelinde yüzde 34,5 olan artış oranına göre belirgin bir şekilde gerileyerek yüzde 0,3 gibi oldukça düşük bir düzeyde kalmıştır.

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

	Ocak-Haziran 2011	Ocak-Haziran 2012	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>141,2</b>	<b>156,1</b>	<b>10,6</b>	<b>48,5</b>
<b>I-Vergi Gelirleri</b>	<b>122,7</b>	<b>131,2</b>	<b>6,9</b>	<b>47,2</b>
Gelir Vergisi	23,2	26,8	15,7	49,8
Kurumlar Vergisi	13,9	14,4	3,8	53,0
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	15,1	15,4	1,7	45,8
Özel Tüketim Vergisi	29,8	31,3	5,4	44,4
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	23,3	23,3	0,3	43,3
<b>II-Vergi Dışı Gelirler</b>	<b>18,5</b>	<b>24,9</b>	<b>35,1</b>	<b>56,6</b>
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	6,0	10,9	82,2	117,9
Faizler, Paylar ve Cezalar	9,9	10,2	3,7	46,7
Sermaye Gelirleri	1,8	1,4	-24,7	12,2

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

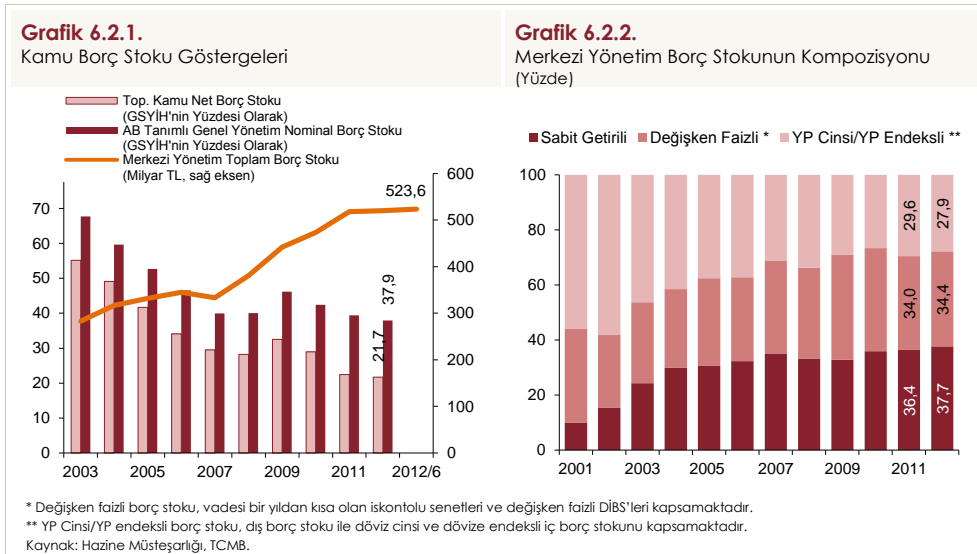
2011 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren yavaşlamaya başlayan reel vergi gelirlerindeki yıllık artış oranı iktisadi faaliyette ortaya çıkan yavaşlama ve baz etkisiyle birlikte on çeyreklik bir dönemin ardından negatif bir değer almış ve 2012 yılının ikinci çeyreği itibarıyla yüzde 6,6 oranında gerilemiştir (Grafik 6.1.3). İktisadi faaliyetteki yavaşlamadan olumsuz yönde etkilenen vergi kalemlerinin başında tüketime dayalı vergiler gelmektedir. Bu çerçevede, vergi gelirleri içinde önemli bir paya sahip olan ÖTV'nin 2012 yılının ikinci çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak yüzde 3,1, dahilde alınan KDV'nin yüzde 13,6, ithalde alınan KDV'nin ise yüzde 12,3 oranında gerilediği gözlenmektedir (Grafik 6.1.4).



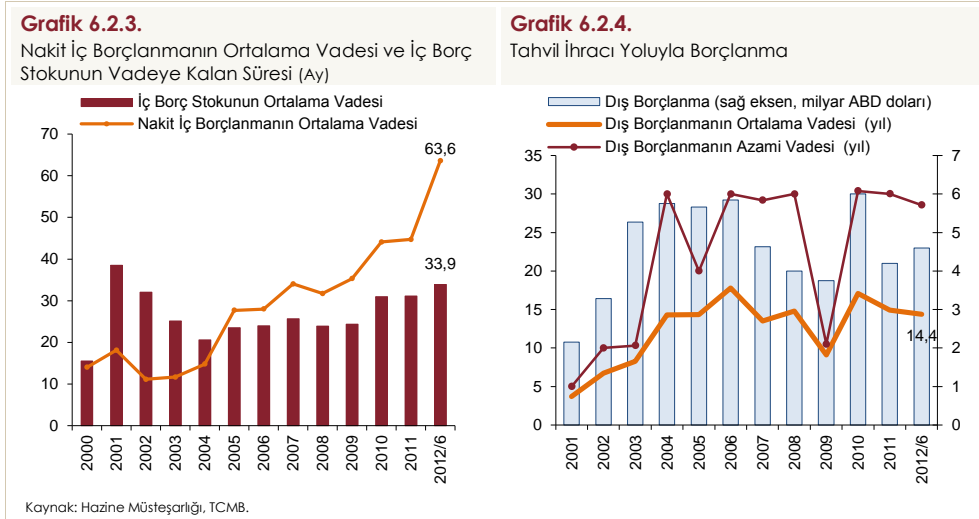
## 6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

Kamu borç stoku göstergelerindeki iyileşme eğilimi, 2012 yılının ilk yarısı itibarıyla devam etmektedir. Kamu borç oranları azalmaya devam etmiş, borçlanmanın reel maliyeti düşük seviyelerde gerçekleşmiş, borç stokunun ortalama vadesi uzamış, borç stoku içinde faiz ve döviz kuruna duyarlı borç senetlerinin payı azalmış ve iç borç çevirme oranı gerilemiştir.

2012 yılı ilk üç ayında, toplam kamu net borç stoku ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranları, bir önceki yıl sonuna göre sırasıyla 0,7 ve 1,5 puan azalarak, yüzde 21,7 ve 37,9 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.1). Merkezi yönetim borç stoku ise, 2012 yılı Haziran ayı sonunda, 2011 yılındaki seviyesini korumuştur (Grafik 6.2.2).



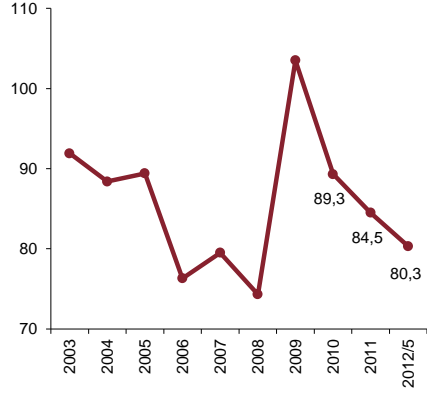
Hazine'nin, borç stokunun likidite, faiz oranı ve döviz kuruna olan hassasiyetini azaltma yönündeki borçlanma stratejisi, 2012 yılının Haziran ayı itibarıyla devam etmektedir. Bu bağlamda, sabit getirili borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payında artış olduğu görülmektedir (Grafik 6.2.2). Kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı ise, yüzde 249,7 düzeyindedir. Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesinin 2011 yılı ortalamasına göre belirgin olarak artmasıyla birlikte, toplam iç borç stokunun vadeye kalan süresi 33,9 aya çıkmıştır (Grafik 6.2.3). Tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı ise, 4,6 milyar ABD doları olup, söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 2011 yılı ile aynı düzeydedir (Grafik 6.2.4).



İç borç çevirme oranı, 2012 yılının ilk beş ayı sonunda yüzde 80,3 düzeyindedir (Grafik 6.2.5). Ancak, Hazine Müsteşarlığı'nın Temmuz-Eylül 2012 dönemi için açıklamış olduğu iç borçlanma stratejisine göre, bu oranın Eylül ayı sonunda yüzde 81,3 olacağı öngörülmektedir. 2009 yılının başından 2011 yılının başına kadar hızlı bir düşüş eğilimi gösteren iskontolu hazine bonusu ihalelerinde gerçekleşen ortalama reel faiz oranı ise, düşük seviyelerde seyretmektedir (Grafik 6.2.6).

**Grafik 6.2.5.**

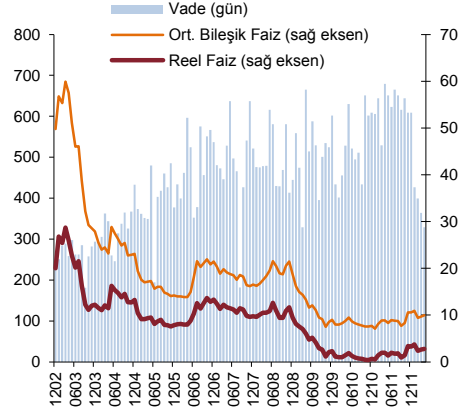
Toplam İç Borç Çevirme Oranı  
(Yüzde)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB.

**Grafik 6.2.6.**

İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama  
Borçlanma Vadesi ve Faiz Oranı





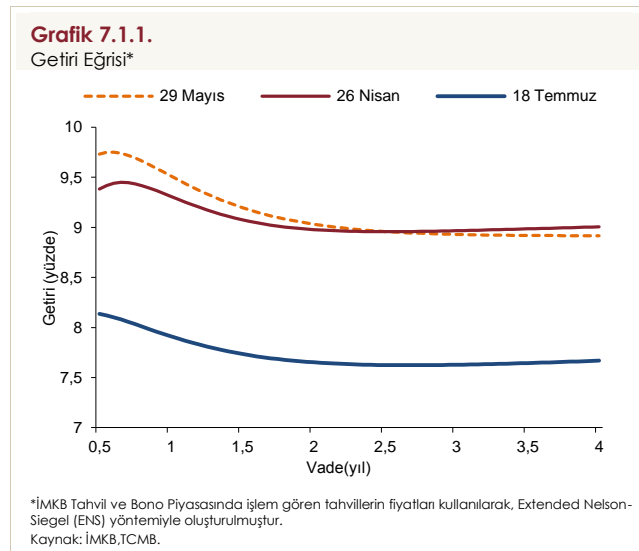
## 7. Orta Vadeli Öngörüler

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

#### Para Politikası ve Parasal Koşullar

Nisan Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde para politikasındaki sıkı duruş devam etmiştir. Enflasyonun hedefin üzerinde seyretmesinin fiyatlamada davranışı üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri engellemek amacıyla Nisan ayı Para Politikası Kurulu kararları çerçevesinde ek parasal sıkılaştırma daha sık uygulanmıştır. Bu doğrultuda Mayıs ayında ve Haziran ayının başında TCMB tarafından piyasaya sağlanan likiditenin ağırlıklı ortalama faizi yükseltilmiştir (Grafik 5.1.12). Haziran ayından itibaren ise enflasyon ve iç-dış talep dengelenmesiyle ilgili olumlu gelişmelere bağlı olarak TCMB'nin sağladığı fonların ortalama maliyeti azaltılmıştır. Aynı dönemde İMKB'de oluşan gecelik repo faizleri de aşağı yönlü bir hareket göstermiştir (Grafik 5.1.13).



Mayıs ayında yükselen kısa vadeli piyasa faizleri, Haziran ayından itibaren belirgin bir gerileme kaydetmiştir. Bu gelişmede ek parasal sıkılaştırmaya ara verilmesinin yanı sıra, küresel risk iştahındaki iyileşme ve makroekonomik

görünümün beklenenden olumlu seyretmesine bağlı olarak iyileşen ülke riskliliğinin de etkisi olmuştur. Temmuz ayının ilk yarısı itibarıyla getiri eğrisinde Nisan Enflasyon Raporu'na göre tüm vadelerde düşüş görülmektedir (Grafik 7.1.1).

19 Temmuz 2012 tarihli Para Politikası Kurulu toplantısında ise enflasyonun bir süre daha yüksek seviyelerde seyredecek olmasının fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturması nedeniyle temkinli duruşun devam edeceği belirtilmiştir. Bu çerçevede Kurul, küresel ekonomiye dair belirsizlikleri de göz önüne alarak, para politikasında esnekliğin korunmasının uygun olacağını belirtmiştir. Alınan tedbirlerin krediler, yurt içi talep ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerinin dikkatle takip edileceği, Türk lirası fonlama miktarının gerekli görüldüğünde aşağı veya yukarı yönlü ayarlanacağı tekrar vurgulanmıştır.

### Enflasyon

2012 yılının ikinci çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu yüzde 8,87 olarak gerçekleşerek Nisan Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminin altında kalmıştır (Grafik 1.2.1). Bu gelişmede, işlenmemiş gıda ve enerji fiyatlarının öngörülenin ötesinde azalması belirleyici olmuştur. Bu dönemde temel mal grubunda yıllık enflasyon yavaşlama eğilimini sürdürürken, hizmet enflasyonunda sınırlı bir oranda artış gözlenmiştir. Temel enflasyon göstergeleri ise talep ve maliyet yönlü baskıların hafiflemesi ile aşağı yönlü bir eğilim göstermiştir.

İşlenmemiş gıda fiyatlarının ilk çeyrekteki olumlu seyri ikinci çeyrekte de güçlenerek devam etmiştir. Böylelikle bu grubun yılın ikinci çeyreğinde enflasyona yaptığı katkı Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülen düzeyin altında kalmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki bu olumlu görünüme karşılık işlenmiş gıda fiyatları öngörülere kıyasla daha yüksek bir oranda artış kaydetmiştir. Ancak, toplamda gıda fiyatlarının enflasyona yaptığı katkı bir önceki rapor dönemine göre düşük kalmıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde, 2012 dönemi için yılsonu gıda fiyat enflasyonu varsayımı yüzde 7,5'den yüzde 7,0'ye düşürülmüştür (Tablo 7.1.1). Gıda varsayımındaki bu güncellemenin 2012 yılsonu enflasyon tahminine etkisi yaklaşık 0,15 puan düşürücü yöndedir. Ayrıca, küresel ekonomideki yavaşlamanın orta vadede tarımsal emtia fiyatlarındaki artışları da sınırlayacağı öngörülerek 2013 yılı için de gıda fiyatı varsayımı 0,5 puan aşağı yönlü güncellenmiştir.



**Tablo 7.1.1.**  
Varsayımlardaki Güncellemeler

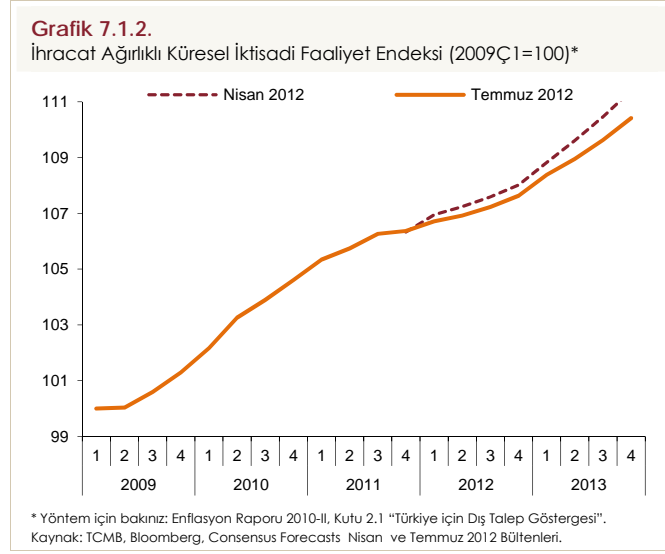
		Nisan 2012	Temmuz 2012
Çıktı Açığı	2012 Ç1	-1,20	-1,20
	2012 Ç2	-1,45	-1,45
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yılısonu Yüzde Değişim)	2012-2013	7,5	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	-0,7	-3,9
	2013	-0,7	-1,8
Petrol Fiyatları (Yıllık Ortalama, ABD doları)	2012	120	110
	2013	115	100
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	1,4	1,1
	2013	2,4	2,1

### Talep Koşulları

İktisadi faaliyet 2012 yılının ilk çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerle uyumlu seyretmiştir. Bu dönemde yurt içi talep sınırlı ölçüde artarken, net dış talep yıllık büyümeye olumlu katkı vermiş; böylece iç ve dış talep arasındaki dengelenme güçlenerek devam etmiştir. Yılın ilk çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, 2011 yılı ilk çeyreğinden itibaren gözlenen ivme kaybının devam ettiğine işaret etse de; ikinci çeyreğe ilişkin göstergeler, bu olumsuz seyrin kalıcı olmayacağını göstermektedir. Nitekim sanayi üretimi Nisan-Mayıs döneminde bir önceki çeyreğe göre güçlü bir artış kaydetmiştir. Bu güçlü toparlanmada zayıf geçen ilk çeyreğin telafisinin de etkili olduğu, bu nedenle iktisadi faaliyetteki ana eğilimin ılımlı seyrettiği düşünülmektedir.

Küresel büyüme görünümünün Nisan Enflasyon Raporu'ndan bu yana daha olumsuz bir hal almasıyla, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksi sınırlı ölçüde aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.2). Ancak, gerek dengelenmeye yönelik politikaların birikimli etkileri gerekse dış piyasalardaki pazar çeşitlendirmesi, küresel büyümedeki yavaşlamanın ihracat üzerindeki etkisini sınırlamıştır.

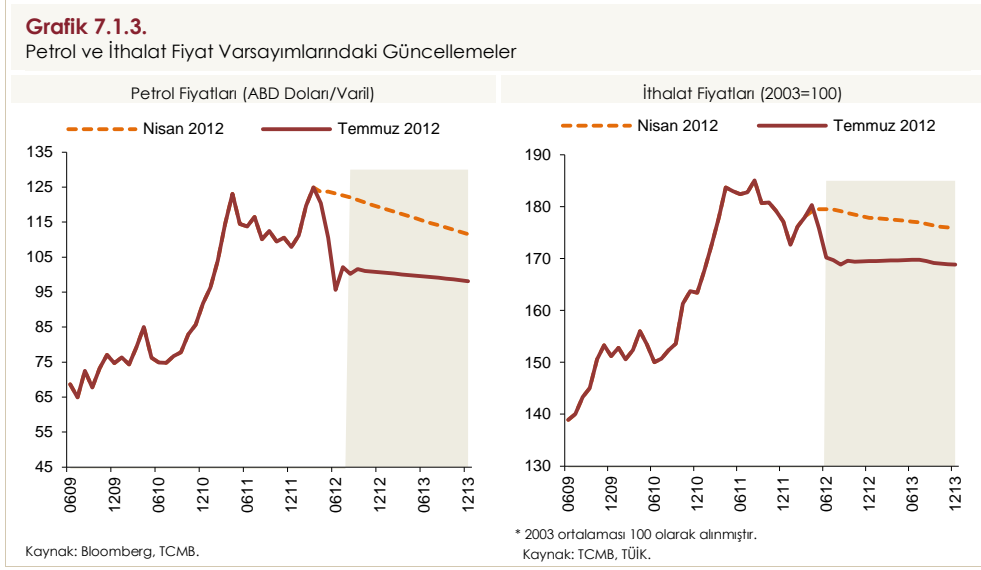
Bu gelişmeler doğrultusunda, 2012 yılı ilk iki çeyreği için çıktı açığı tahminleri geçen Rapor dönemine göre değiştirilmemiştir (Tablo 7.1.1).



### İthalat Fiyatları

2012 yılının ikinci çeyreğinde temelde küresel büyüme görünümündeki bozulma ve talep yönlü gelişmeler kaynaklı olarak petrol fiyatları Nisan Enflasyon Raporu'ndaki varsayımlara kıyasla daha düşük seviyelerde seyretmiştir. Bu doğrultuda, Nisan Enflasyon Raporu'nda 2012 yılı için 120 ABD doları olarak varsayılan yıllık ortalama petrol fiyatları 110 ABD dolarına çekilmiştir. Bu güncelleme temelde, yılın ilk yarısında 114 ABD doları olarak gerçekleşen ortalama petrol fiyatına ilişkin ikinci yarı tahmininin 105 ABD doları civarına gerilemesinden kaynaklanmıştır. 2013 yılı için ise ortalama petrol fiyatının 100 ABD doları olacağı varsayılmıştır (Tablo 7.1.1 ve Grafik 7.1.3).

İthalat fiyatları genelinde de petrol fiyatlarındakine benzer olumlu bir seyir gözlenmiştir. Vadeli fiyatlar baz alınarak yapılan güncel projeksiyonlarda, 2012 yılında ABD doları cinsinden ithalat fiyatlarının 2011 yılına göre ortalama yüzde 3,9 oranında düşeceği varsayılmıştır. Dolayısıyla, 2012 yılı için yaptığımız ithalat fiyatları varsayımı bir önceki Rapor'a göre belirgin olarak aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.1.3). Bu güncelleme, döviz kurundaki gelişmeler ile birlikte değerlendirildiğinde toplamda ithalat fiyatlarının yurt içine yansımaları 2012 yılsonu tahminini 0,15 puan düşürücü yönde etkilemiştir.

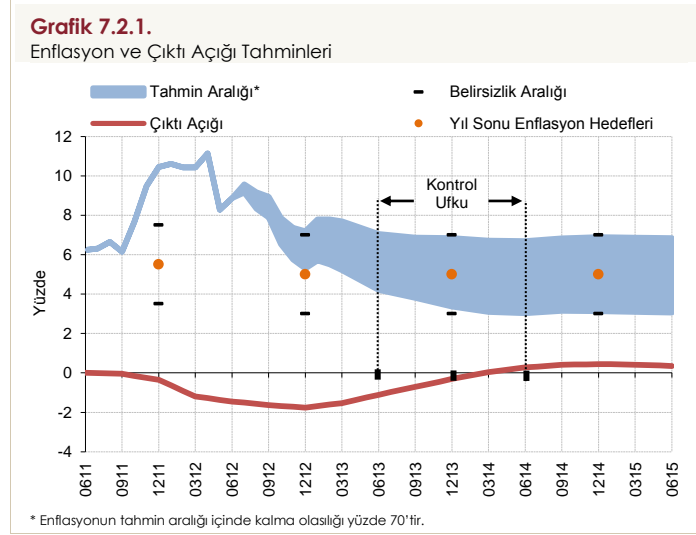


### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

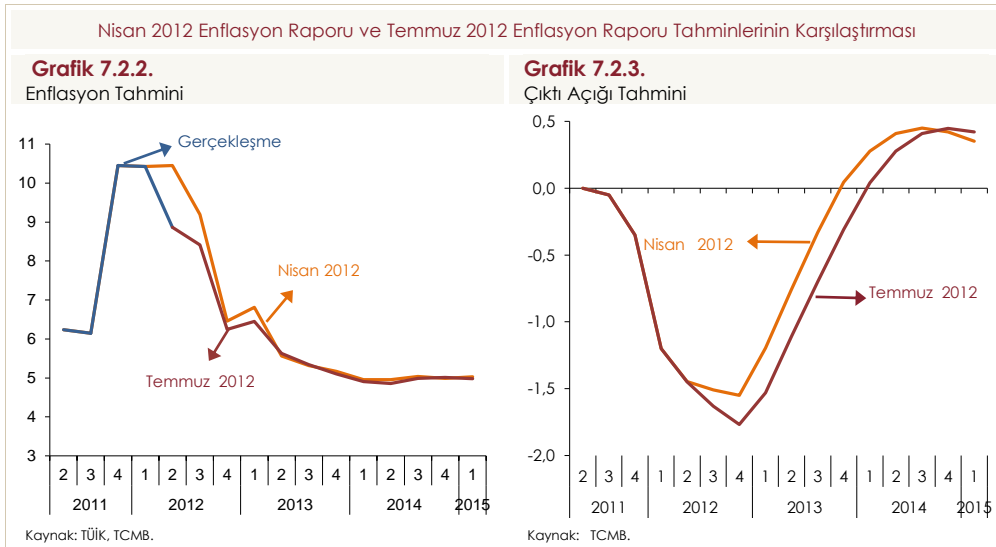
Tahminler oluşturulurken kamu maliyesinin görünümü için OVP projeksiyonları esas alınmıştır. Bu çerçevede, faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının yılın ikinci yarısında önemli bir değişim göstermediği bir çerçeve temel alınmıştır. 2011 yılının son çeyreğinde tütün ürünlerinden alınan vergilere ilişkin yapılan düzenlemeler çerçevesinde, tütün fiyatlarının 2012 yılı boyunca sabit tutulacağı, 2013 yılının ilk ayında ise 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerinin ima ettiği oranlarda artacağı varsayılmıştır. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

### 7.2. Orta Vadeli Görünüm

Enflasyon tahminleri üretilirken, para politikasının temkinli ve esnek duruşunu koruyacağı, kredilerin büyüme oranının ise geçtiğimiz raporda olduğu gibi yılsonunda yüzde 14 civarında gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 5,3 ile yüzde 7,1 aralığında (orta noktası yüzde 6,2), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile yüzde 6,8 aralığında (orta noktası yüzde 5,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

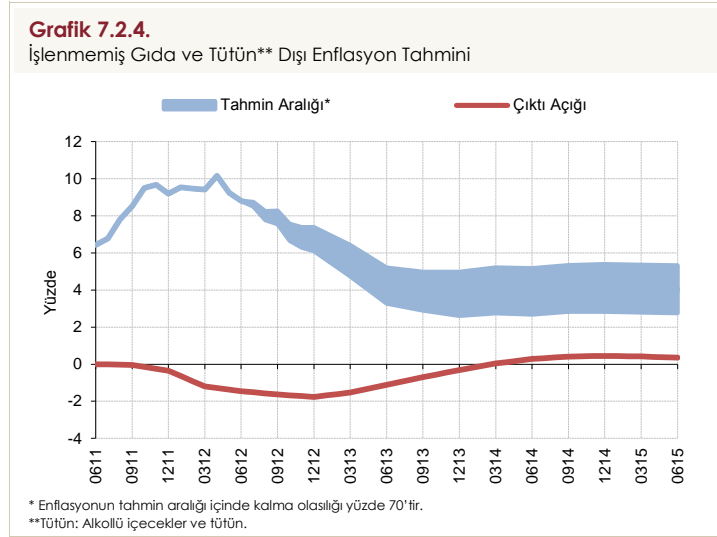


Sonuç olarak enflasyonu etkileyen unsurlardaki olumlu gelişmelere bağlı olarak 2012 yılsonu enflasyon tahmini bir önceki rapora kıyasla 0,3 puan aşağı çekilmiştir (Grafik 7.2.2). Güncellenen tahminler, enflasyonun Temmuz ayında sınırlı bir miktar yükseldikten sonra düşüşe geçeceğine işaret etmektedir. Yılın son çeyreğinde yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki vergi ayarlamasından kaynaklanan baz etkisinin ortadan kalkmasıyla beraber enflasyondaki düşüşün belirginleşeceği ve 2012 yıl sonunda enflasyonun yüzde 6,2 düzeyinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.



Son dönemde açıklanan verilerin Nisan Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerle büyük ölçüde uyumlu seyretmesi nedeniyle 2012 yılının ilk yarısına dair çıktı açığı tahminlerinde değişiklik yapılmamıştır. Öte yandan, küresel ekonomideki zayıf seyre bağlı olarak, 2012 yılı ikinci yarısından itibaren talep koşullarının enflasyona verdiği desteğin bir önceki rapora kıyasla sınırlı ölçüde arttığı bir çerçeve esas alınmıştır (Grafik 7.2.3).

İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının tamamen kontrolü dışındaki kalemlerdeki öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde 2012 yılsonu enflasyonunun yüzde 6,0 düzeyinde gerçekleşeceği, tütün ve alkollü içecekler grup fiyatlarının ise 2012 yılı boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2012 yılının Mayıs ayından bu yana sergilediği düşüş eğilimine devam edeceği, orta vadede yüzde 5 seviyesine yakın düzeylerde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir.



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

### TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslaması

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

**Tablo 7.2.1.**  
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2012 Yılı sonu	6,25	6,98	5,0
12 Ay Sonrası	5,53	6,78	5,0
24 Ay Sonrası	4,90	6,33	5,0

\*Temmuz 2. dönem anketi.  
\*\*2012-2014 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.  
Kaynak: TCMB.

### 7.3. Riskler ve Para Politikası

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi para politikasında esnek yaklaşımın devamını gerektirmektedir. Gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının uzun bir müddet düşük seviyelerde kalacağı beklentisi alternatif getiri arayışını canlı tutmaktadır. Öte yandan, Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne dair atılan adımlara rağmen finansal sistemde süregelen kırılganlıklar, yüksek seyreden borçlanma maliyetleri ve büyüme görünümündeki zayıflama küresel risk iştahının yeni haberlere duyarlılığının yüksek kalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığın sürmesi yüksek bir olasılık olarak görülmektedir. Böyle bir konjunktürde, para politikasının her iki yönde de esnekliğini koruması önem taşımaktadır.

Küresel büyüme görünümünün daha da zayıflaması durumunda gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişlemeye gitme olasılığı bulunmaktadır. Böyle bir gelişme Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için makro finansal riskleri besleyebilecektir. Söz konusu durumda kısa vadeli sermaye akımlarında yaşanabilecek ivmelenme, hızlı kredi genişlemesi ve yerli para üzerinde oluşabilecek değerlenme baskısı ekonomimizdeki dengelenme sürecini yavaşlatabilecektir. Bu riskin gerçekleşmesi halinde TCMB, kısa vadeli faizleri düşük düzeylerde tutarken zorunlu karşılıklar aracılığı ile sıkılaştırmaya

gidebilecek ve zorunlu karşılıklara ilişkin oluşturduğu mekanizmayı aktif olarak kullanarak Türk lirası zorunlu karşılıklar için döviz tutma imkânını daha yüksek katsayılarla uygulayabilecektir.

Euro Bölgesi'nde bankacılık, hane halkı ve kamu kesiminde aynı anda devam eden bilanço düzeltme süreci ve çözüme yönelik kurumsal mekanizmaların yeterince hızlı işlememe riski, bölgedeki sorunların daha da derinleşmesi olasılığını canlı tutmaktadır. Bu riskin gerçekleşmesi ve küresel finans piyasalarında yeni bir çalkantının ortaya çıkması durumunda, ilk planda sermaye hareketlerini dengelemek amacıyla faiz koridoru aracılığıyla etkin bir likidite yönetimi uygulanabilecek; izleyen aşamalarda ise zorunlu karşılıklar ve diğer likidite araçları kullanılarak bankacılık sistemini rahatlatıcı tedbirler alınabilecektir.

Öte yandan, küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde toplam talep ve emtia fiyatlarında öngörülenden daha hızlı bir artış ortaya çıkabilecektir. Böyle bir durumda orta vadeli enflasyon baskıları söz konusu olabileceğinden bütün politika araçları sıkılaştırıcı yönde kullanılabilir.

Önümüzdeki döneme dair bir diğer risk unsuru emtia fiyatlarına ilişkin belirsizliklerdir. Her ne kadar küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyri genel olarak emtia fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıları sınırlasa da, jeopolitik ve arz yönlü sorunların devam etmesi enerji fiyatlarının görünümüne ilişkin kısa vadede yukarı yönlü bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun yanı sıra, son dönemde tarımsal emtia fiyatlarında gözlenen hızlı artışlar işlenmiş gıda fiyatlarına dair risk oluşturmaktadır. Emtia fiyatlarından kaynaklanan risklerin gerçekleşmesi halinde TCMB, geçici fiyat hareketlerine tepki vermeyecek, ancak beklentilerin ve fiyatlama davranışlarının kalıcı olarak bozulmasına müsaade etmeyecektir.

İşlenmemiş gıda fiyatları ise Nisan Enflasyon Raporu'nda da vurgulandığı gibi 2012 yılı enflasyon görünümü üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Tahminler üretilirken, temkinli bir yaklaşımla, bu grupta yılın ilk yarısında gözlenen olumlu fiyat hareketlerinin ikinci yarıda büyük ölçüde geri alınacağı varsayılmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarında varsayılandan daha olumlu bir gelişme gözlenmesi halinde, enflasyon yıl sonunda baz senaryoda öngörülenden daha düşük seviyelere inebilecektir.

Enflasyonun bir süre daha hedefin üzerinde seyredecek olması fiyatlama davranışlarına dair temkinli bir duruş gerektirmektedir. TCMB'nin Ekim ayından itibaren gerçekleştirdiği parasal sıkılaştırma ve toplam talepteki ılımlı görünüm ikincil etkilerin ortaya çıkma olasılığını azaltmış olsa da, önümüzdeki dönemde fiyatlama davranışları dikkatle izlenecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmektedir. Rapor'da baz senaryoda oluşturulan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almaktadır. Dolayısıyla bütçe dengesinde yılın ikinci yarısında ek bir bozulma olmayacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. 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.

Son yıllarda uygulanan ihtiyatlı maliye politikalarının önümüzdeki dönemde de devam etmesi küresel konjonktürdeki belirsizliklere karşı ekonomimizin dayanıklılığının korunması açısından kritik önem taşımaktadır. Orta vadede ise mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı destekleyecektir. Bu yönde atılacak adımlar aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.



## Grafikler

### 1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1.	Cari İşlemler Dengesi	2
Grafik 1.1.2.	Net Dış Talebin Yıllık Büyüme Katkısı	2
Grafik 1.1.3.	TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru	3
Grafik 1.1.4.	TCMB Fonlaması ve Ortalama Faiz	3
Grafik 1.1.5.	Enflasyon Beklentileri	3
Grafik 1.1.6.	İleri Valörlü Enflasyon Telifisi	3
Grafik 1.1.7.	Getiri Eğrisi	4
Grafik 1.1.8.	2012 Yılı Tüketici Kredileri Büyüme Hızının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması	4
Grafik 1.2.1.	Nisan Ayında Yapılan Enflasyon Tahminleri ve Gerçekleşmeler	5
Grafik 1.2.2.	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	5
Grafik 1.2.3.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	5
Grafik 1.2.4.	2012 Yılı İlk Çeyreğinde Nihai Yurt İçi Talep: Tahmin ve Gerçekleşme	6
Grafik 1.2.5.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi	7
Grafik 1.2.6.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımları	8
Grafik 1.3.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	9

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1.	Küresel Büyüme Oranları	15
Grafik 2.1.2.	Küresel Büyüme Oranları	15
Grafik 2.1.3.	ABD Emlak Fiyat Endeksleri	15
Grafik 2.1.4.	ABD PMI Endeksleri	16
Grafik 2.1.5.	Euro Bölgesi PMI Endeksleri	16
Grafik 2.1.6.	Çin PMI Endeksleri	17
Grafik 2.1.7.	JP Morgan Küresel PMI Endeksleri	17
Grafik 2.1.8.	Küresel Üretim Endeksleri	17
Grafik 2.2.1.	S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	19
Grafik 2.2.2.	Ham Petrol (Brent) Fiyatları	19
Grafik 2.2.3.	ABD Ham Petrol Stokları	20
Grafik 2.2.4.	WTI – Brent Fiyat Gelişmeleri	20
Grafik 2.3.1.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	21
Grafik 2.3.2.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	21
Grafik 2.3.3.	ABD ve Euro Bölgesi Enflasyon Telifisi	22
Grafik 2.4.1.	Küresel Risk İştahı Endeksleri	23
Grafik 2.4.2.	Küresel Hisse Senedi Piyasaları	24
Grafik 2.4.3.	Gelişmekte Olan Ülke Kur Gelişmeleri	24
Grafik 2.4.4.	OIS Farkları	24
Grafik 2.4.5.	Euro – ABD Doları Çapraz Kur Takası Oranları	24
Grafik 2.4.6.	Euro Bölgesi Kredi Eğilim Anketi	25
Grafik 2.4.7.	ABD Kredi Eğilim Anketi	25
Grafik 2.4.8.	ABD Gölge Bankacılık Sektörü Büyüklüğü	25
Grafik 2.5.1.	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımları	26
Grafik 2.6.1.	Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 - Temmuz 2012	27
Grafik 2.6.2.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 - Temmuz 2012	28
Grafik 2.6.3.	Gelişmiş Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti	29
Grafik 2.6.4.	Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti	29

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1.	Gruplar İtibarıyla TÜFE	34
Grafik 3.1.2.	Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı	34
Grafik 3.1.3.	İşlenmemiş Gıda Fiyatları	35
Grafik 3.1.4.	Taze Meyve-Sebze ve Tüketici Fiyatları	35
Grafik 3.1.5.	Gıda Fiyatları	36
Grafik 3.1.6.	Seçilmiş İşlenmiş Gıda Ürünleri Fiyatları	36
Grafik 3.1.7.	Enerji Grubu Fiyatları	37
Grafik 3.1.8.	Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	37

Grafik 3.1.9.	Temel Mal Fiyatları	38
Grafik 3.1.10.	Temel Mal Fiyatları	38
Grafik 3.1.11.	Alt Gruplar İtibanyla Hizmet Fiyatları	39
Grafik 3.1.12.	Alt Gruplar İtibanyla Hizmet Fiyatları	39
Grafik 3.1.13.	Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	39
Grafik 3.1.14.	Hizmet Fiyatları	39
Grafik 3.1.15.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	40
Grafik 3.1.16.	Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	40
Grafik 3.1.17.	TÜFE ve H Yayılım Endeksleri	41
Grafik 3.1.18.	Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM ve FCORE	41
Grafik 3.1.19.	Tarım Fiyatları	41
Grafik 3.1.20.	Petrol Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	41
Grafik 3.1.21.	ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	42
Grafik 3.2.1.	12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	43
Grafik 3.2.2.	Enflasyon Beklentileri Eğrisi	43
Grafik 3.2.3.	Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	44
Grafik 3.2.4.	Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	44

#### 4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1.	GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep	58
Grafik 4.1.2.	Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	59
Grafik 4.1.3.	Yurt İçi Otomobil ve Beyaz Eşya Satışları	59
Grafik 4.1.4.	CNBC-e Tüketici Güven Endeksi	59
Grafik 4.1.5.	CNBC-e Tüketim Endeksi	59
Grafik 4.1.6.	Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	60
Grafik 4.1.7.	Yurt İçi Ticari Araç Satışları	60
Grafik 4.1.8.	Nihai Yurt İçi Talep	60
Grafik 4.1.9.	Sanayi Üretim Endeksi	60
Grafik 4.1.10.	Gelecek Üç Aya İlişkin Sipariş Beklentileri	61
Grafik 4.1.11.	Öncü Göstergeler Endeksi	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 Endeksleri	63
Grafik 4.2.4.	Dünya ve Bölge İthalatları	63
Grafik 4.2.5.	Küresel PMI Endeksleri	63
Grafik 4.2.6.	İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi	63
Grafik 4.2.7.	İthalat Miktar Endeksleri	64
Grafik 4.2.8.	Kredi Büyüme Oranları	64
Grafik 4.2.9.	Altın Hariç İthalat ve Altın Hariç İhracat	65
Grafik 4.2.10.	Cari İşlemler Dengesi	65
Grafik 4.3.1.	Tarım ve Tarım Dışı İstihdam	65
Grafik 4.3.2.	İşsizlik Oranları	65
Grafik 4.3.3.	Sanayi İstihdamı ve Üretimi	66
Grafik 4.3.4.	Hizmet ve İnşaat Sektörleri İstihdamı	66
Grafik 4.3.5.	İmalat Sanayi İstihdamı ve PMI İstihdam Endeksi	67
Grafik 4.3.6.	Hanehalkı Tüketimi ve Reel Ücret Ödemeleri	67
Grafik 4.3.7.	Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik İşgücü Maliyeti	67
Grafik 4.3.8.	Reel Birim Ücret	68
Grafik 4.3.9.	İş Bulma Olanakları Endeksi ve Tarım Dışı Sektörde İstihdamın İşgücüne Oranı	69
Grafik 4.3.10.	Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam	69

## 5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1.1.	Küresel Risk İştahı (VIX) _____	81
Grafik 5.1.2.	EMBI Endeksleri _____	82
Grafik 5.1.3.	Görelî EMBI Endeksleri (26.04.2012 Değeri=1) _____	82
Grafik 5.1.4.	Görelî MSCI Endeksleri (02.01.2012 Değeri=1) _____	83
Grafik 5.1.5.	Görelî İMKB Endeksleri (02.01.2012 Değeri=1) _____	83
Grafik 5.1.6.	Yurt Dışı Yerleşiklerin Portföy Hareketleri _____	83
Grafik 5.1.7.	İMKB'de Yabancı Yatırımı _____	83
Grafik 5.1.8.	DİBS Piyasasında Yabancı Yatırımı _____	84
Grafik 5.1.9.	Vadelere Göre Yabancı Payı _____	84
Grafik 5.1.10.	Vadelere Göre Kümülatif DİBS Yatırımları _____	84
Grafik 5.1.11.	Vadelere Göre Kümülatif TL Kur Takası Anlaşmaları _____	84
Grafik 5.1.12.	TCMB Fonlaması ve Ortalama Faiz _____	85
Grafik 5.1.13.	İMKB Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik Faizler _____	85
Grafik 5.1.14.	TCMB'nin Likidite Açığı Fonlaması _____	87
Grafik 5.1.15.	TCMB Rezervleri _____	87
Grafik 5.1.16.	Kısa Vadeli Piyasa Faizleri _____	88
Grafik 5.1.17.	Getiri Eğrisi _____	88
Grafik 5.1.18.	Getiri Eğrisinden Hesaplanan Farklı Vadelerdeki Piyasa Faizleri _____	88
Grafik 5.1.19.	Uzun ve Kısa Vadeli Faiz Farkı _____	88
Grafik 5.1.20.	İkinci Çeyrekte İki Yıllık Piyasa Faizlerindeki Değişim _____	89
Grafik 5.1.21.	İki Yıllık Piyasa Faizleri _____	89
Grafik 5.1.22.	Enflasyon Beklentileri _____	89
Grafik 5.1.23.	Anket ve Piyasa Bazlı Enflasyon Beklentisi Göstergeleri _____	89
Grafik 5.1.24.	Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi _____	90
Grafik 5.1.25.	İki Yıllık Reel Faizler _____	90
Grafik 5.1.26.	ABD Dolan ve Risk Primi _____	90
Grafik 5.1.27.	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri _____	90
Grafik 5.1.28.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı _____	91
Grafik 5.1.29.	Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı _____	91
Grafik 5.1.30.	M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri _____	92
Grafik 5.1.31.	Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları _____	92
Grafik 5.2.1.	Bankalarca Reel Kesime Açılan Kredilerin Artış Hızı _____	93
Grafik 5.2.2.	Firmaların Yurt Dışından Sağladığı Finansman _____	93
Grafik 5.2.3.	Ticari ve Tüketici Kredileri Büyüme Hızları _____	94
Grafik 5.2.4.	Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması _____	94
Grafik 5.2.5.	Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları _____	94
Grafik 5.2.6.	Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler _____	94
Grafik 5.2.7.	Ticari Kredilerin Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması _____	96
Grafik 5.2.8.	TL ve YP Ticari Kredilerin Artış Hızları _____	96
Grafik 5.2.9.	Ölçeklere Göre İşletme Kredileri Büyüme Hızları _____	97
Grafik 5.2.10.	Firmaların Tahsili Gecikmiş Alacaklarındaki Değişim _____	97
Grafik 5.2.11.	TL Ticari Kredi Faizi ve TCMB Ortalama Faiz _____	97
Grafik 5.2.12.	TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler _____	97
Grafik 5.2.13.	TL Mevduat Faiz Oranı ve TCMB Ortalama Faiz _____	98
Grafik 5.2.14.	YP Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler _____	98

## 6. KAMU MALİYESİ

Grafik 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri _____	110
Grafik 6.1.2.	Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar _____	110
Grafik 6.1.3.	Reel Vergi Gelirleri _____	113
Grafik 6.1.4.	Reel KDV ve ÖTV Gelirleri _____	113
Grafik 6.2.1.	Kamu Borç Stoku Göstergeleri _____	113
Grafik 6.2.2.	Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu _____	113
Grafik 6.2.3.	Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Süresi _____	114
Grafik 6.2.4.	Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma _____	114
Grafik 6.2.5.	Toplam İç Borç Çevirme Oranı _____	115
Grafik 6.2.6.	İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadesi ve Faiz Oranı _____	115

**7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER**

Grafik 7.1.1.	Getiri Eğrisi	117
Grafik 7.1.2.	İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi	120
Grafik 7.1.3.	Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler	121
Grafik 7.2.1.	Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	122
Grafik 7.2.2.	Enflasyon Tahmini	122
Grafik 7.2.3.	Çıktı Açığı Tahmini	122
Grafik 7.2.4.	İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini	123

**Tablolar****2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER**

Tablo 2.1.1.	2012 Yılına İlişkin Büyüme Tahminleri	18
Tablo 2.2.1.	Tarım Ürünleri Üretim, Tüketim ve Stok Tahminleri	21
Tablo 2.3.1.	2012 Yılına İlişkin Enflasyon Tahminleri	22
Tablo 2.5.1.	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Fon Akımları	26

**3. ENFLASYON GELİŞMELERİ**

Tablo 3.1.1.	Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	37
Tablo 3.1.2.	Temel Mal Fiyatları	38
Tablo 3.1.3.	ÜFE ve Alt Kalemler	43

**6. KAMU MALİYESİ**

Tablo 6.1.1.	Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	110
Tablo 6.1.2.	Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	111
Tablo 6.1.3.	Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	112

**7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER**

Tablo 7.1.1.	Varsayımlardaki Güncellemeler	119
Tablo 7.2.1.	TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	124

## Geçmiş Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

### 2012-II

- 2.1. Euro Bölgesi'nde Son Dönemde Öne Çıkan Gelişmeler
- 4.1. İktisadi Faaliyetin Ana Eğilimi: Mevsimsellikten Arındırılmış Veriler
- 4.2. Bölgesel Reel İhracat Gelişmeleri
- 4.3. İthalat Fiyatlarındaki Son Dönem Eğilimler
- 4.4. GSYİH, İsaüçü, İstihdam ve İssizlik
- 5.1. Para Politikası Kararlarının TCMB Rezervleri Üzerindeki Etkileri
- 5.2. Tüketici Kredilerinde Oluşan Marjlar ve Kredi Arzı
- 6.1. Yeni Tesvik Sisteminin (Yatırımlarda Devlet Yardımları) Temel Özellikleri
- 7.1. İç ve Dış Talep Ayrımında Çıktı Acıdı
- 7.2. Enflasyon Beklentileri ve İletişim

### 2012-I

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

### 2011-IV

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

### 2011-III

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

### 2011-II

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

## 2011-I

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

## 2010-IV

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

## 2010-III

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

## 2010-II

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

## 2010-I

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

## 2009-IV

- 2.1. ABD ve EURO Bölgesinde Deflasyon Riski
- 2.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları: İLF 2009-2010 Tahminleri
- 3.1. Dayanıklılık 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>TÜRKBESD</b>	Beyaz Eşya Sanayicileri Derneđi
<b>CDS</b>	Kredi İflas Takası
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>ECB</b>	Avrupa Merkez Bankası
<b>EMBI</b>	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
<b>EPFR</b>	Emerging Portfolio Fund Research
<b>Fed</b>	Amerikan Merkez Bankası
<b>FHFA</b>	Federal Konut Finansman Ajansı
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>IEA</b>	Uluslararası Enerji Ajansı
<b>IMF</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>İYA</b>	İktisadi Yönelim Anketi
<b>KDV</b>	Katma Değer Vergisi
<b>KOBİ</b>	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
<b>Kurul</b>	Para Politikası Kurulu
<b>MKK</b>	Merkezi Kayıt Kuruluşu
<b>OECD</b>	Uluslararası İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
<b>OSD</b>	Otomotiv Sanayii Derneđi
<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>WTI</b>	Texas Tipi Ham Petrol
<b>TL</b>	Türk Lirası



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