



TÜRKİYE  
CUMHURİYET  
MERKEZ  
BANKASI

# enflasyon raporu

2011-I



# İçindekiler

<b>1. GENEL DEĞERLENDİRME</b>	<b>1</b>
1.1. Enflasyon Gelişmeleri	2
1.2. Para Politikası Gelişmeleri	4
1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü	6
1.4. Riskler ve Para Politikası	14
<b>2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER</b>	<b>19</b>
2.1. Küresel Büyüme	20
2.2. Emtia Fiyatları	23
2.3. Küresel Enflasyon	24
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri	25
2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	28
<b>3. ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	<b>39</b>
3.1. Enflasyon	39
3.2. Beklentiler	47
<b>4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ</b>	<b>59</b>
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	59
4.2. Dış Talep	63
4.3. Emek Piyasası	66
<b>5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK</b>	<b>71</b>
5.1. Finansal Piyasalar	71
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	83
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>	<b>95</b>
6.1. Bütçe Gelişmeleri	96
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler	100
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>	<b>105</b>
7.1. Son Dönemde Alınan Para Politikası Kararları	105
7.2. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	108
7.3. Orta Vadeli Görünüm	113
7.4. Riskler ve Para Politikası	116
<b>KUTULAR</b>	
Kutu 2.1. Euro Bölgesi Çevre Ülke Ekonomilerinin Borç Krizine Karşı Duyarlılıkları	32
Kutu 2.2. İkinci Niceliksel Genişleme Sonrası ABD'de Uzun Vadeli Nominal Tahvil Getirilerinde Gözlenen Artışın Nedenleri	36
Kutu 3.1. İşlenmemiş Gıda Fiyatlarında Oynaklığın Nedenleri	49
Kutu 3.2. Çekirdek Enflasyon Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme	54
Kutu 5.1. Döviz Piyasalarında Yakın Dönem Gelişmeler ve Türev Piyasaları	90
Kutu 7.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Çerçevesinde Finansal İstikrar: TCMB Uygulamaları	119
Kutu 7.2. Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri	122
Kutu 7.3. 2010 Yılı Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları	127

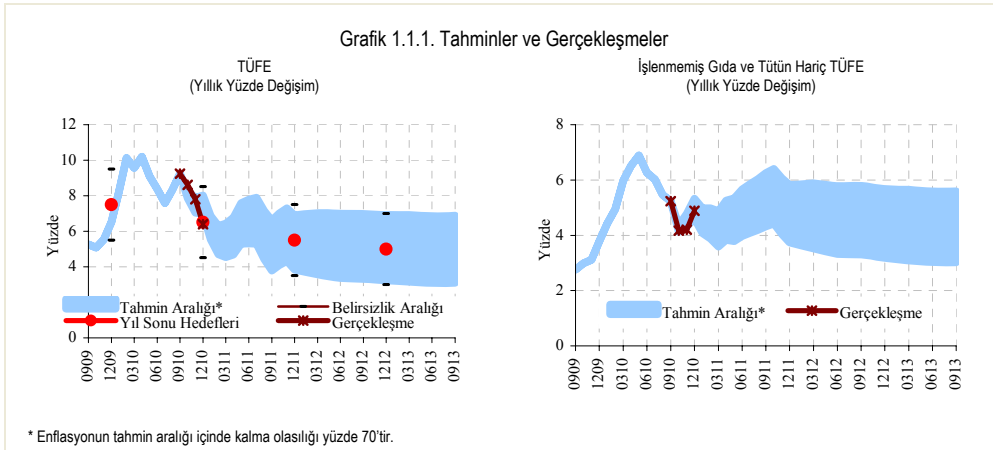
## 1. Genel Değerlendirme

Yılın son çeyreğinde küresel ekonomi kademeli olarak toparlanmaya devam ederken gelişmiş ekonomilere dair aşağı yönlü riskler önemini korumuştur. Gelişmiş ekonomilerde gerek finansal kuruluşların ve firmaların, gerekse hanehalkının bilanço onarım süreci devam etmekte, bu durum özel tüketim ve yatırımın iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmaya verdiği desteği sınırlamaktadır. Öte yandan, küresel finans krizinden görece olarak daha az etkilenen gelişmekte olan ekonomilerde ise istikrarlı toparlanma eğilimi iç talep kaynaklı olarak devam etmektedir.

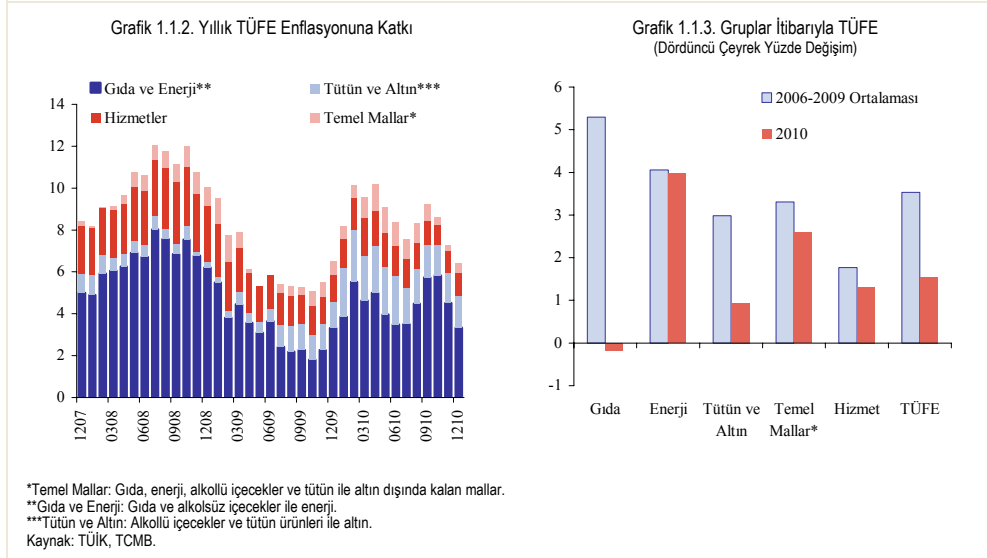
Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki süregelen ayrışma ve bu durumun yurt içi ekonomiye yansımaları, yılın son çeyreğinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin uyguladığı para politikası stratejisinde belirleyici olmuştur. Gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyete ilişkin aşağı yönlü riskleri bertaraf etmek amacıyla uygulanan olağanüstü düzeyde genişletici para politikaları, küresel likiditeyi artırırken getiri arayışını da hızlandırmıştır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını güçlendirmektedir. Öte yandan, ihracatımızın ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelere yönelik olması ve bu ülkelerin ekonomilerindeki toparlanmanın yavaş gerçekleşmesi dış talepteki toparlanmayı sınırlamıştır. Küresel ölçekte gözlenen düşük faizler, güçlenen kısa vadeli sermaye akımları sonucunda hızlanan kredi büyümesi ile artan ithalat ve zayıf seyreden dış talep 2010 yılında cari açığımızın hızla genişlemesi sonucunu doğurmuştur. Bütün bu gelişmeler para politikasının, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da belirli bir ağırlıkla gözetmesini gündeme getirmiş ve TCMB'nin 'yeni normal' olarak da adlandırılan bu yeni küresel konjonktüre uygun bir strateji benimsemesini gerektirmiştir. Bu çerçevede TCMB, daha önceki raporlarda açıkladığı gibi araç çeşitliliğine giderek, temel politika aracı olan bir haftalık repo ihale faiz oranının yanı sıra zorunlu karşılık ve likidite yönetimi gibi araçları daha aktif olarak kullanmaya başlamıştır.

## 1.1. Enflasyon Gelişmeleri

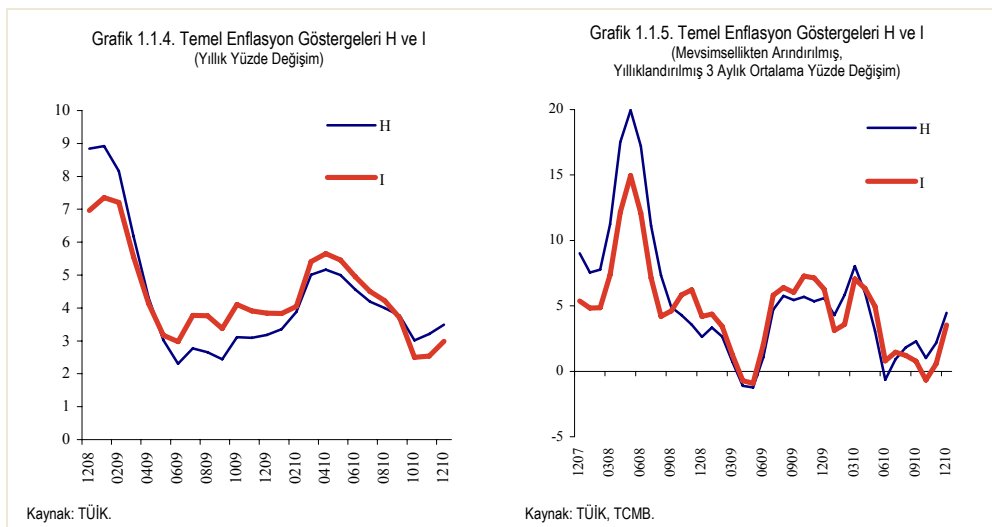
2010 Ekim ayında yayımlanan Enflasyon Raporu'nda TCMB'nin tamamen kontrolü dışında olan işlenmemiş gıda ve tütün kalemlerinden kaynaklanan fiyat artışlarının yıllık enflasyon üzerindeki katkısının 5 puan civarında olduğuna dikkat çekilmiş ve bu kanaldan enflasyondaki düşüş için önemli bir alan olduğu tespiti yapılmıştı. Nitekim, yılın son çeyreğinde, enflasyon 2,83 puan gerilemiş ve yüzde 6,4 ile yıl sonu hedefine oldukça yakın bir düzeyde gerçekleşmiştir. Enflasyondaki bu düşüşte, bir önceki raporda da öngörüldüğü gibi, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki keskin gerileme etkili olmuştur. Böylece 2010 yılında gıda fiyatlarının yıllık artış oranı yüzde 7,02 olarak gerçekleşmiş ve Ekim Enflasyon Raporu'nda varsayılan 10,5 değerinin oldukça altında kalmıştır. Bu gelişme, kısa dönem enflasyon tahminlerindeki yaklaşık bir puanlık sapmanın tamamını açıklamaktadır. Nitekim, işlenmemiş gıda ve tütün hariç enflasyon Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülene paralel bir seyir izlemiştir (Grafik 1.1.1).



Yıl içinde 4,67 puana kadar yükselen gıda grubunun yıllık enflasyona olan katkısı 2010 yılı sonu itibarıyla 1,94 puana gerilemiştir (Grafik 1.1.2). Dördüncü çeyrekte enflasyondaki olumlu gelişme sadece gıda grubu ile sınırlı kalmamış, bu dönemde mal ve hizmet kalemlerinin tamamında değişim oranlarının geçmiş yılların aynı dönem ortalamasının altında kaldığı görülmüştür (Grafik 1.1.3).



Yılın son çeyreğinde temel enflasyon göstergelerinin yıllık artış oranı önceki çeyreğe kıyasla gerilemiştir (Grafik 1.1.4). 2009 yılında dayanıklı tüketim mallarında uygulanan geçici vergi ayarlamalarının oluşturduğu baz etkisi Ekim ayında göstergelerin yıllık artış oranlarını düşürücü yönde etkide bulunmuştur. Yılın son iki ayında ise göstergelerde sınırlı oranda yükseliş gözlenmiştir. Temel enflasyon göstergelerinin yakın dönem eğilimi son dönemde artış gösterse de orta vadeli hedeflerle uyumlu kalmıştır (Grafik 1.1.5). TCMB bünyesinde farklı yöntemlerle hesaplanan temel enflasyon göstergeleri de benzer bir ana eğilime işaret etmiştir (Kutu 3.2).

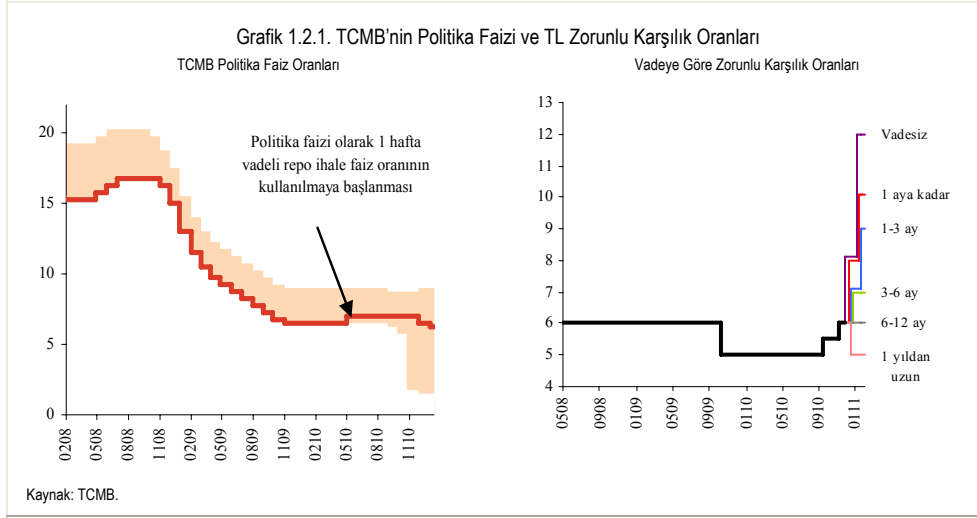


## 1.2. Para Politikası Gelişmeleri

2010 yılının son çeyreğinde gelişmiş ülkelerin para politikalarının ikinci bir niceliksel genişleme sürecine girmesi ve buna bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının güçlenmesi, TCMB'nin politika stratejisinde önemli değişiklikler yapmasını gerektirmiştir. Kısa vadeli sermaye girişlerinin iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışmayı beslemesi, cari işlemler açığının hızla artmasına neden olmuş ve makro finansal riskleri azaltıcı yönde önlem alınmasını gerektirmiştir. Bu dönemde enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyretmesi, para politikasının finansal istikrara odaklanmasına olanak tanımıştır. Bu çerçevede TCMB, kısa vadeli faizlerle birlikte likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif araçların da etkin biçimde kullanıldığı bir politika bileşimini benimsemiştir.

Yeni para politikası stratejisi, iç ve dış dengeyi bir arada sağlamak amacıyla birden fazla aracın kullanılmasını öngörmektedir. Bu kapsamda gerek politika faiz oranı gerekse likidite yönetimi araçları ile zorunlu karşılık oranları, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla bir arada kullanılmaktadır. Bu çerçevede Para Politikası Kurulu (Kurul); daha düşük politika faizi ve daha yüksek zorunlu karşılık oranları şeklindeki politika bileşiminin, içinde bulunduğumuz konjunktürde finansal istikrarı ve fiyat istikrarını birlikte gözetebilmek açısından en uygun seçenek olarak ortaya çıktığını belirtmiştir.

Kurul, 2010 yılının Aralık ve Ocak aylarında aldığı kararlarla politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 7'den yüzde 6,25'e düşürmüştür. Politika faizindeki indirim ek olarak, TCMB gecelik borçlanma faizi de 450 baz puan indirilerek yüzde 1,5 seviyesine çekilmiştir. Gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasındaki koridorun genişletilmesiyle kısa vadeli faizlerin konjunktürün gereğine göre daha dalgalı bir seyir izleyebilmesine olanak verilmiştir (Grafik 1.2.1). Bütün bu kararlarla bir taraftan kısa vadeli sermaye girişlerinin uzun vadeye yönlendirilmesi, diğer taraftan TL'nin değerinin iktisadi temellerden kopuk eğilimler sergilemesinin önlenmesi amaçlanmıştır.



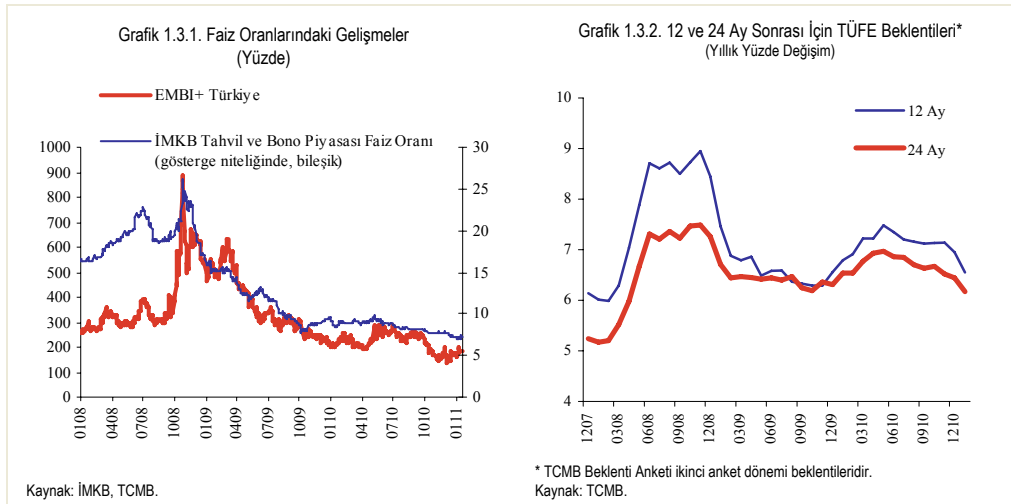
Yeni politika bileşimi belirlenirken göz önünde bulundurulan bir diğer husus, cari dengedeki bozulmaya önemli katkıda bulunan hızlı kredi genişlemesinin yavaşlatılmasıdır. Bu çerçevede, zorunlu karşılık oranlarının aktif bir politika aracı olarak kullanılmasına karar verilmiştir. Aralık ve Ocak aylarında zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması belirgin olarak yükseltilirken, vadesi uzadıkça azalan bir biçimde farklılaştırılmıştır (Grafik 1.2.1). Bu kararlar bir taraftan kredi genişlemesinin yavaşlatılması, diğer taraftan bankacılık sisteminin pasif vadesinin uzatılarak aktiflerle pasifler arasındaki vade uyumsuzluğunun azaltılması hedeflenmiştir.

TCMB, cari açığa ilişkin tedbirler tasarlanırken ön planda tutulması gereken temel unsurun fiyat istikrarı olduğunu vurgulamıştır. Bu doğrultuda Kurul, yeni politika çerçevesinde alınan ve alınması öngörülen tedbirlerin net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olacağını vurgulamıştır. Diğer bir ifadeyle, zorunlu karşılıkların ağırlıklı ortalamasının artırılması yoluyla gerçekleşen parasal sıkılaştırmanın faiz indirimlerinin genişletici etkisini ters yönde fazlasıyla telafi edeceği değerlendirilmiştir.

### 1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü

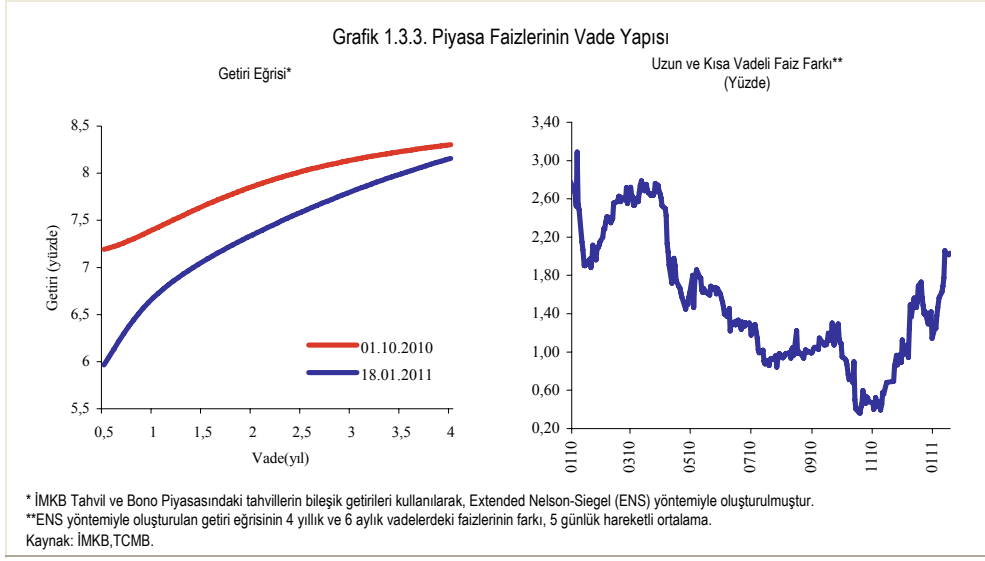
#### Parasal ve Finansal Koşullar

Yılın son çeyreğinde küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, TCMB'nin faiz indirim kararları ve buna paralel olarak geleceğe yönelik politika faizi seviyesine dair beklentilerin aşağı yönlü güncellenmesi, piyasa faizleri üzerinde belirleyici olmuştur. Nitekim, piyasa faizlerinin aşağı yönlü eğiliminin, Aralık ayının başından itibaren TCMB'nin ölçülü faiz indirimlerinin gündeme gelebileceğini belirtmesinin ardından güçlendiği gözlenmektedir. Bu doğrultuda, gösterge kıymetin faizi de tarihi olarak düşük seviyelerde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 1.3.1). Öte yandan, bu dönemde enflasyon beklentilerinin aşağı yönlü eğiliminin de piyasa faizlerindeki düşüşte etkili olduğu düşünülmektedir (Grafik 1.3.2).

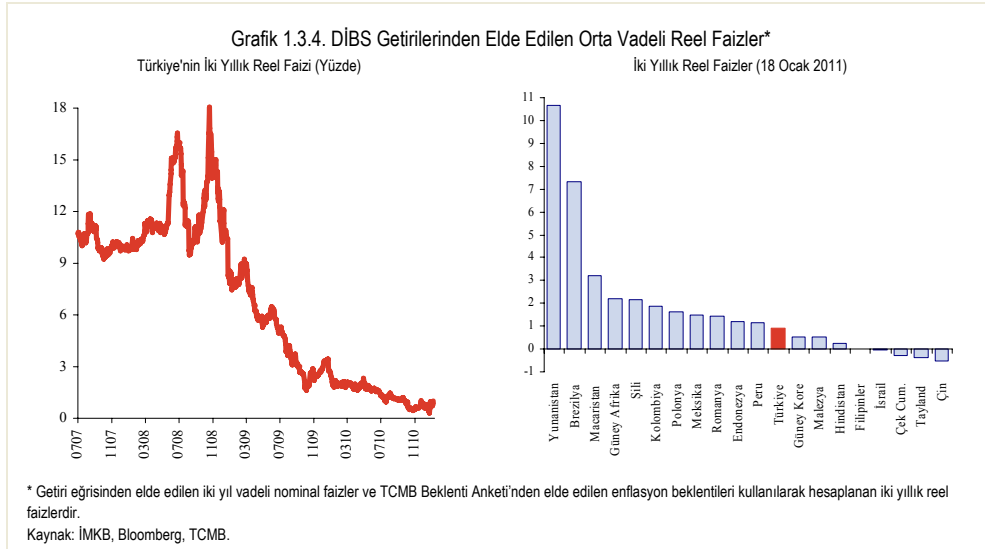


Yılın son çeyreğinde piyasa faizlerindeki düşüşün kısa vadelerde daha belirgin olmasıyla, getiri eğrisi önceki çeyreğe kıyasla dikleşmiştir. TCMB'nin faiz indirimi kısa vadeli piyasa faizlerinin hızlı bir biçimde düşmesine yol açarken, politika faizinin gelecekte alacağı seyre dair net bir sinyal verilmemesi uzun vadeli faizlerdeki düşüşün daha sınırlı olmasına neden olmuştur. Öte yandan, bu dönemde küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, uzun vadeli faizlerin tarihsel olarak en düşük seviyelerinde ve görece olarak istikrarlı biçimde seyretmeye devam etmesi Türkiye'de düşük faiz ortamının kalıcı olacağı beklentisini yansıtmaktadır (Grafik 1.3.3).

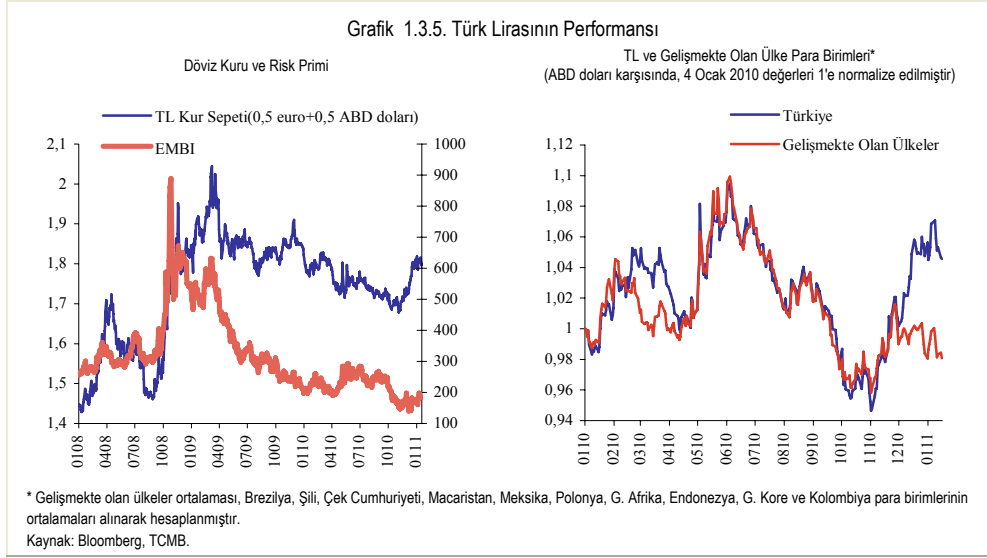




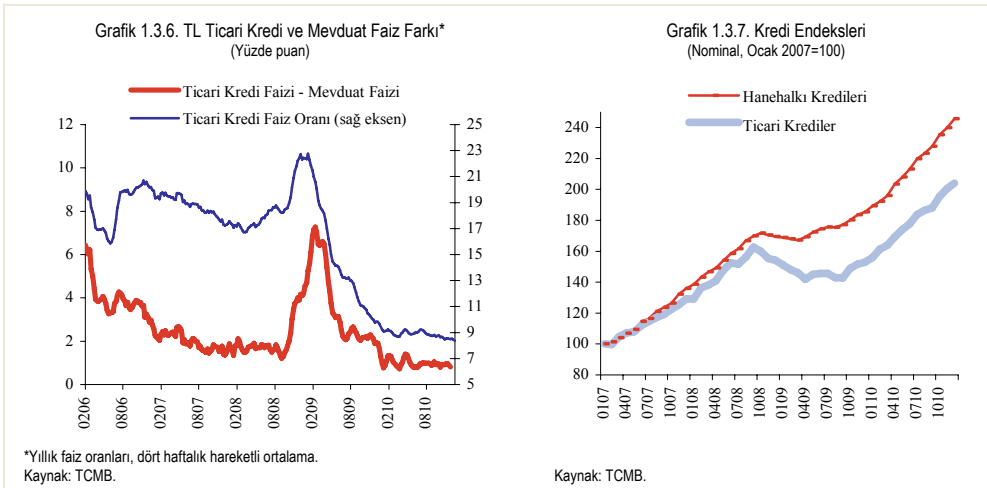
Piyasada oluşan nominal faizlerin düşük seviyesi reel faizlere de yansımış, orta vadeli reel faizler tarihsel olarak en düşük seviyelerinde seyretmeye devam etmiştir. Buna karşılık, Türkiye'nin reel faizlerinin diğer birçok gelişmekte olan ülkeden ayrılmadığı gözlenmektedir (Grafik 1.3.4).



Kriz sonrası süreçte gelişmekte olan ülke para birimleri genel eğilimine paralel hareket eden TL, son dönemde farklı bir seyir izleyerek görece değer kaybı yaşamıştır. Bu gelişmenin, politika faizinde indirimlerin gündeme gelebileceğinin belirtildiği Aralık ayında başladığı ve faiz indirimlerinin ardından belirginleştiği dikkat çekmektedir (Grafik 1.3.5).



Yılın son çeyreğinde küresel ölçekte süregelen düşük faizler, dış finansmana kolay erişim imkanı ve iktisadi faaliyetin güçlü seyri gibi unsurlar kredi koşullarının iyileşmesine destek vermeye devam etmiştir. Bu çerçevede, kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark tarihsel olarak düşük düzeylerini korumuştur (Grafik 1.3.6). Gerek kredi faizlerinin düşük seyri gerekse kredi riski göstergelerindeki iyileşmenin etkisiyle kredi hacmindeki hızlı artışlar devam etmiştir (Grafik 1.3.7). Önümüzdeki dönemde kredilerin yakından izlenmesi ve ortaya çıkabilecek makro finansal risklerin sınırlandırılmasına yönelik tedbirlerin alınmaya devam etmesi büyük önem taşımaktadır.

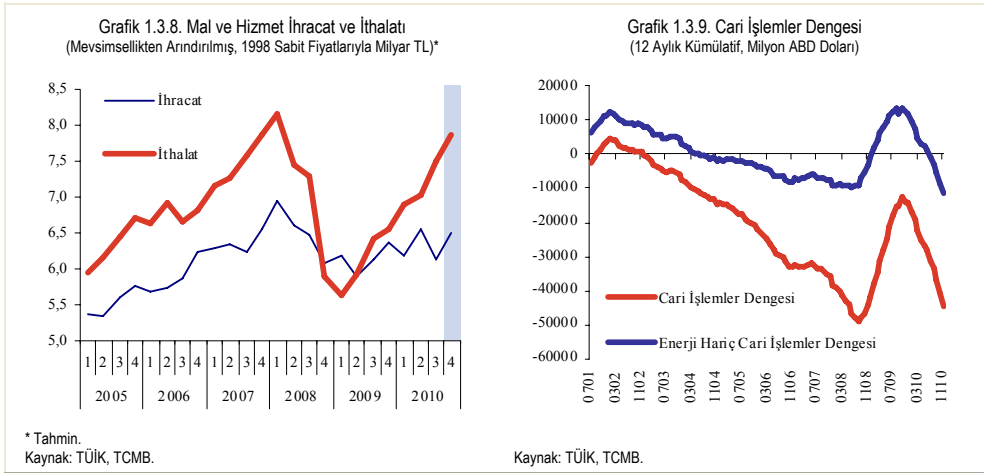


Özetle, yılın son çeyreğinde parasal ve finansal koşullar iktisadi faaliyeti destekleyici yönde kalmaya devam etmiştir. Bu çerçevede, kredi kanalının tüketim ve yatırım talebi üzerindeki genişletici etkisi sürmüştür.

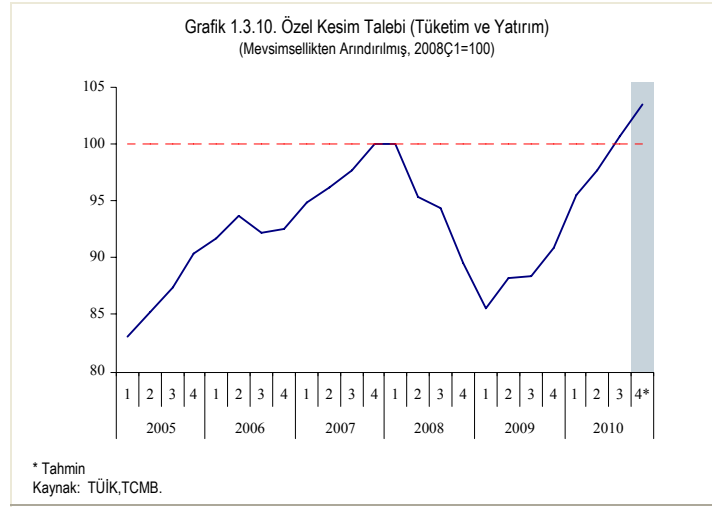
## Toplam Talep Görünümü

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Avrupa ekonomilerinde Mayıs ayından itibaren derinleşen sorunların etkisiyle üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyetin büyüme hızı yavaşlamıştır. Bu dönemde yurt içi talep istikrarlı bir şekilde toparlanmaya devam ederken, dış talep zayıf bir seyir izlemiştir. Böylelikle, toparlanma hızları itibarıyla iç ve dış talebin krizden çıkış sürecinde sergilediği ayrışma daha belirgin hale gelmiştir (Grafik 1.3.8).

Son döneme ilişkin veriler, iktisadi faaliyette üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlamanın geçici olduğuna işaret etmektedir. Yılın son çeyreğinde ihracat tekrar artış göstermiş, buna karşılık kredi genişlemesindeki hızlanma ve Türk lirasının güçlü seyrine paralel olarak ithal mallara yönelik yurt içi talep belirgin bir ivmelenme sergilemiştir. Bu gelişmeler sonucunda cari dengedeki bozulma eğilimi devam etmiştir (Grafik 1.3.9).



Küresel ekonomideki zayıf toparlanma eğilimi iktisadi faaliyeti sınırlamaya devam etmekle birlikte, yurt içi talebin güçlü seyri toplam talep artışını desteklemektedir. Nitekim, özel kesim tüketim ve yatırım harcamaları 2009 yılının son çeyreğinden itibaren girdiği hızlı büyüme eğilimini 2010 yılının son çeyreğinde de sürdürmüştür (Grafik 1.3.10).



İç talepteki güçlü artışlar sonucu iktisadi faaliyetin toparlanmaya devam etmesi istihdam koşullarının kademeli olarak iyileşmesini sağlamaktadır. Tarım dışı istihdamda 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren gözlenen hızlı toparlanmanın 2010 yılının üçüncü çeyreğinde duraksadığı gözlenirse de, öncü göstergeler bu durumun kalıcı olmadığına işaret etmektedir. Bununla birlikte, işgücüne katılım oranlarının yüksek seyri nedeniyle işsizlik oranlarının bir müddet daha kriz öncesine kıyasla yüksek seviyelerde seyretmesi beklenmektedir. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde birim işgücü maliyetleri üzerinde belirgin bir baskı hissedilmeyeceği tahmin edilmektedir.

Özetle, yılın son çeyreği itibarıyla parasal koşullar yurt içi talebi desteklemeye devam etmektedir. Bu dönemde tüketim ve yatırım harcamalarının giderek güçlenmesiyle özel kesim talebindeki toparlanma hızlanmış, toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği destek Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla azalmıştır. Son dönemde alınan politika tedbirlerinin önümüzdeki dönemde yurt içi talebi daha ılımlı bir büyüme patikasına getireceği tahmin edilmektedir. Bu değerlendirmeler doğrultusunda, enflasyon tahminleri güncellenirken iç talebin artış hızının kademeli olarak azaldığı, dış talebin ise yavaş da olsa toparlanmaya devam ettiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu çerçevede, Ekim dönemi ile kıyaslandığında, toplam talep koşullarının enflasyon görünümüne etkisi bakımından önemli bir değişikliğe işaret etmemektedir.

## Maliye Politikası

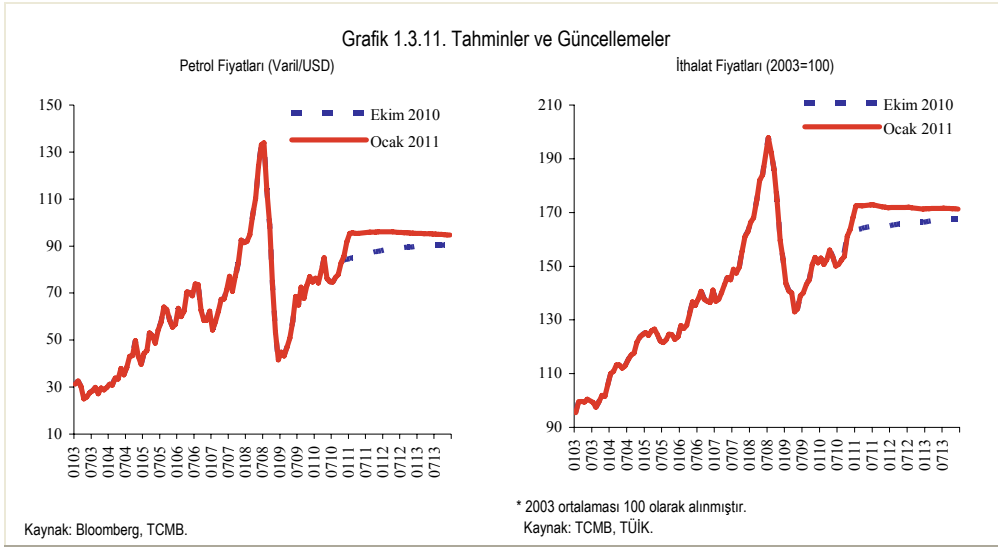
Enflasyon tahminleri üretilirken, Ekim Enflasyon Raporu'nda olduğu gibi Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. 2010 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyetin öngörülenin üzerinde seyretmesi sonucu vergi gelirlerinde ortaya çıkan ek artışların önemli bir bölümünün harcanması, çıktı açığının sınırlı bir miktar da olsa yukarı yönlü güncellenmesinin temel nedeni olmuştur. Bununla birlikte, bütçe dengesinin büyük ölçüde OVP hedefleri doğrultusunda gelişmesi nedeniyle orta vadede maliye politikası görünümünde kayda değer bir değişiklik yapılmamıştır. Dolayısıyla, tahminler üretilirken, faiz dışı harcamaların milli gelire oranının kademeli olarak gerilemeye devam edeceği varsayılmıştır. Tahmin ufku boyunca kamu borcunun milli gelire oranındaki düşüşün devam ettiği, risk priminde ise önemli bir değişim olmadığı bir çerçevede esas alınmıştır. Ayrıca, tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlandırma mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

## Temel Varsayımlardaki Güncelleme

Ekim Enflasyon Raporu'nda gıda fiyatlarının yıllık artış oranının 2010 sonunda yüzde 10,5 olarak gerçekleşikten sonra kademeli olarak gerileyerek 2011 sonunda yüzde 7 düzeyine düşeceği ve tahmin ufku boyunca bu seviyelerde seyredeceği varsayılmıştı. Yılın son çeyreğinde işlenmemiş gıda enflasyonundaki sert düşüşle gıda enflasyonu beklenenden daha olumlu bir seyir izlemiştir. Bununla birlikte, tarımsal emtia fiyatlarında son dönemlerde gözlenen hızlı artışların işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki potansiyel etkileri göz önüne alınarak yüzde 7 düzeyindeki gıda enflasyonu varsayımı yüzde 7,5 seviyesine yükseltilmiştir. Bu gelişmenin 2011 yılı enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi yaklaşık 15 baz puan civarında olmuştur.

Ekim Enflasyon Raporu'nda petrol fiyatlarının 2011 yılında 85 ABD doları, 2012 yılı ve sonrası için ise 90 ABD doları olarak gerçekleşeceği varsayılmıştı. Bunun yanı sıra, vadeli piyasalarda oluşan emtia fiyatları referans alınarak tahmin ufku süresince ithalat fiyatlarının kademeli artışlar sergileyeceği ve bu çerçevede ithalat fiyatlarının 2011 yılında ortalama olarak 2010 yılına kıyasla yüzde 6,1 oranında artış göstereceği bir görünüm esas alınmıştı. Gerek gelişmiş ülkelerin para politikalarında niceliksel genişleme uygulamalarına devam edilmesi gerekse gelişmekte olan ülkelerdeki güçlü

büyüme eğiliminin korunması, Ekim Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bu yana emtia fiyatlarında hızlı artışların sürmesine neden olmuştur. Bu çerçevede, Ocak ayının ilk yarısında oluşan vadeli emtia fiyatları dikkate alınarak petrol fiyatı varsayımı 2011 ve sonrası için 95 ABD dolarına güncellenmiştir. Ayrıca, yine vadeli emtia fiyatları göz önüne alınarak, ithalat fiyatlarının 2011 yılı için bir önceki yıla kıyasla yüzde 10,9 civarında bir artış göstereceği varsayılmıştır (Grafik 1.3.11). Varsayımlardaki bu değişiklik 2011 enflasyon tahminlerinin yaklaşık 35 baz puan yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur.

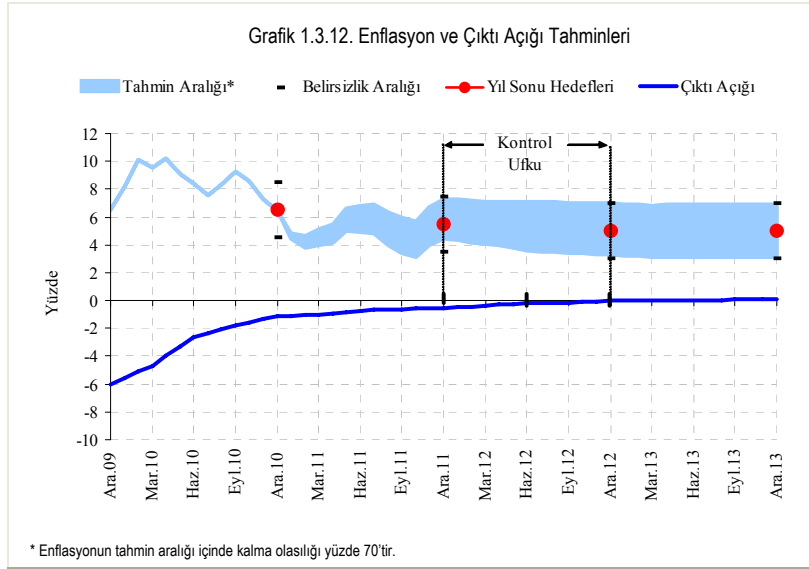


## Enflasyon Görünümü

TCMB, 2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçtiği dönemden bu yana orta vadeli enflasyon tahminlerini kamuoyu ile paylaşmakta ve enflasyon görünümünü oluştururken politika faizine dair niteliksel bir perspektif vermektedir. Mevcut konjonktürde finansal istikrarın fiyat istikrarı ile bir arada gözetilmesi gerekliliği, para politikasında araç çeşitliliğine gidilmesini gerektirmiş ve bu çerçevede TCMB, politika faizinin yanı sıra zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi araçlardan oluşan bir politika bileşimi uygulamaya başlamıştır. Önümüzdeki dönemde küresel konjonktürden kaynaklanan belirsizliklerin yüksek olması nedeniyle, politika bileşimini oluşturan her bir aracın hangi yönde ve nasıl bir seyir izleyeceği konusundaki esnekliğin korunması gerektiği düşünülmektedir. Bu nedenle mevcut Rapor'da enflasyon tahminleri paylaşılırken politika araçlarının yönünden ziyade politika

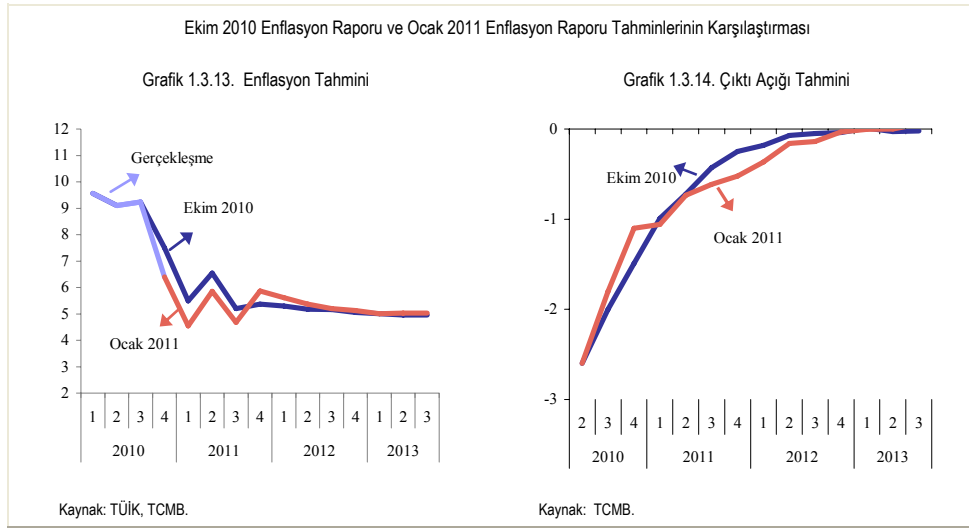
bileşiminin net etkisine dair öngörüler paylaşılacak, bileşimin alt kalemleri ile ilgili somut bir patika verilmeyecektir.

Bu çerçevede, politika bileşiminin 2011 yılının kalanında sınırlı bir ek parasal sıkılaştırma sağlayacak şekilde değiştirildiği varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 4,5 ile yüzde 7,3 aralığında (orta noktası yüzde 5,9), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,3 ile 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.12).



Sonuç olarak, güncellenen tahminler, 2011 yılı içinde sınırlı bir parasal sıkılaştırma yapılarak kredi genişleme hızının yüzde 20-25 civarına düşürüldüğü bir senaryo altında enflasyonun 2011 yılı sonunda hedefe yakın gerçekleşeceğine işaret etmektedir. Burada vurgulanması gereken, bugünkü bilgilerle 2011 yılı içinde uygulanması öngörülen parasal sıkılaştırmanın bir çok farklı bileşimle gerçekleştirilebileceğidir. Parasal sıkılaştırma zorunlu karşılık oranları veya politika faiz oranı aracılığıyla, ya da her iki aracın bileşimi ile sağlanabilecektir. Ayrıca, söz konusu sıkılaştırma sırasında her iki araç aynı yönde değiştirilebileceği gibi birbirine zıt yönde de hareket edebilecektir. Bununla birlikte, ana senaryoda politika bileşiminin krediler ve iç talep üzerindeki net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olmasının planlandığı belirtilmelidir.

İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı düşüş kısa dönemli enflasyon tahminlerinin aşağı çekilmesine neden olurken, petrol ve diğer emtia fiyatları varsayımlarındaki yukarı yönlü güncelleme 2011 yılsonu enflasyon tahminlerinin yükseltilmesini beraberinde getirmiştir (Grafik 1.3.13). Çıktı açığında ise 2010 yılının son çeyreği için sınırlı miktarda yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Grafik 1.3.14). Öte yandan, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri göz önüne alınarak, çıktı açığının bir önceki rapora kıyasla daha yavaş kapandığı bir çerçevede esas alınmıştır.



Kısa vadede işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düzeltme ve 2010 yılının ilk aylarındaki yüksek bazın etkisiyle enflasyonun aşağı yönlü belirgin bir hareket göstererek orta vadeli hedeflerin altına düşeceği, sonrasında ise bir müddet dalgalı bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir. Emtia fiyatlarındaki artışların etkisinin ortadan kalkmasıyla, enflasyonun 2012 yılının ortaları itibarıyla yüzde 5 düzeyindeki orta vadeli hedefe ulaşacağı öngörülmektedir.

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

#### 1.4. Riskler ve Para Politikası

Orta vadeli tahminlerin dayandığı temel senaryoya göre enflasyonun hedeflerle uyumlu seyretmesini sağlamak için politika faizi ve zorunlu karşılık oranlarından oluşan politika bileşiminin sınırlı bir parasal sıkılaştırma



gerçekleştirilecek şekilde belirlenmesi öngörülmektedir. Söz konusu sıkılaştırmanın temel hedefi kredi genişlemesini ve yurt içi talep artış hızını yavaşlatarak bir yandan enflasyonu kontrol altında tutmak, diğer yandan finansal istikrara ilişkin riskleri azaltmaktır. Aralık ve Ocak aylarında uygulanan parasal sıkılaştırmanın krediler üzerindeki etkisinin yakın dönemde görülmeye başlayacağı tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, uygulanan para politikası bileşiminin etkisinin boyutu ve zamanlaması, para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelere bağlı olarak farklılaşabilecektir. Bu nedenle TCMB, önümüzdeki dönemde alınan tedbirlerin etkilerini yakından takip edecek, zaman içinde kredilerin büyüme hızının veya enflasyonun arzu edilen görünümünden farklılaşacağına değerlendirilmesi halinde ilave tedbirler alacaktır.

Küresel ekonomiye ilişkin gelişmeler, yurt içi enflasyon ve para politikasının görünümü açısından belirleyici konumunu korumaktadır. Mevcut konjonktürde TCMB fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetilen bir bakış açısıyla birden fazla araç kullanmaktadır. Bu nedenle, küresel iktisadi gelişmeler, önceki dönemlerden farklı olarak, uygulanan politikanın sadece yönünü değil aynı zamanda bileşimini de etkileyecektir. Bu çerçevede, küresel ekonomiye ilişkin riskler toplam talebin büyüme hızının yanı sıra kompozisyonuna ilişkin görünümü yönünden de değerlendirilecektir.

Son dönemde ABD ekonomisine dair beklentilerde sınırlı bir iyileşme gözlenmekle birlikte, özellikle euro bölgesi çevre ülkelerinde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair belirsizlikler önemini korumaktadır. Gelişmiş ülkelerde gerek kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarındaki sorunların devam etmesi gerekse olası mali konsolidasyonun etkilerine yönelik belirsizlikler, küresel ekonominin toparlanma hızına ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Küresel ekonomide öngörülenden daha uzun süreli bir yavaş büyüme dönemi yaşanması ve gelişmiş ülkelerin niceliksel genişlemeye uzun süre devam etme olasılığı, bir yandan dış talebe ilişkin aşağı yönlü riskleri beslerken, diğer yandan ülkemize yönelik sermaye akımlarının güçlenerek sürme olasılığını gündemde tutmaktadır. Böyle bir senaryonun gerçekleşmesi durumunda iç ve dış talebi dengelemek ve finansal istikrara ilişkin riskleri azaltmak amacıyla, düşük politika faizi ve yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan bir politika bileşimi uzun süre uygulanabilecektir. Küresel ekonomideki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde

ise bütün politika araçlarının genişletici yönde belirlenmesi söz konusu olabilecektir.

Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü riskler önemini korumakla birlikte yukarı yönlü riskler de mevcuttur. Özellikle, geçtiğimiz iki yılı aşkın bir dönemde gelişmiş ülkelerde uygulanan olağanüstü genişletici para politikalarının küresel iktisadi faaliyet üzerindeki gecikmeli etkileri konusunda yukarı yönlü riskler bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde küresel iktisadi faaliyette beklenenden daha hızlı bir toparlanma olması durumunda küresel ölçekte enflasyon baskıları ortaya çıkabilecek ve gelişmiş ülkelerin para politikalarında sıkılaştırma eğilimi başlayabilecektir. Böyle bir senaryonun gerçekleşmesi halinde gerek küresel faizlerdeki yükseliş gerekse talep yönlü enflasyon baskısı karşısında politika faiz oranının ve zorunlu karşılıkların bir arada artırılması gündeme gelebilecektir.

Petrol ve diğer emtia fiyatları son dönemlerde hızlı bir artış eğilimi sergilemiştir. Yurt içi talebin güçlü seyri dikkate alındığında, emtia fiyatlarındaki artışların kalıcı olması halinde genel fiyatlama davranışlarına yansıma riski bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde böyle bir riskin gerçekleşmesi ve orta vadeli enflasyon hedeflerine ulaşılmasını tehdit etmesi halinde baz senaryoda öngörülene kıyasla daha güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gidilebilecektir. Bununla birlikte, uygulanacak politikanın bileşimi dış talep, sermaye akımları ve kredi genişlemesinin görünümüne göre farklılaşabilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam etmektedir. Mevcut konjonktürde iç ve dış talep arasındaki ayrışmaya bağlı olarak artan cari açığın getirdiği risklerin sınırlanması bakımından kamu tasarruflarının artırılması, dolayısıyla mali disiplinin sürdürülmesi büyük önem taşımaktadır. Enflasyon tahminleri üretilirken kamu maliyesinde OVP hedefleri esas alınmıştır. Mali duruşun bu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilmesine odaklanmaya devam edecektir. Bunu yaparken TCMB ve ilgili kurumlarca finansal istikrara yönelik alınan önlemlerin enflasyon görünümü üzerindeki etkileri de dikkatle değerlendirilecektir. Orta vadede mali disiplinin

sürdürüleceğine dair taahhütlerin yerine getirilmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını destekleyecektir. Mali disiplinin devamı aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve faizlerin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.



## 2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Ekim Enflasyon Raporu döneminden bu yana yaşanan küresel gelişmeler paralelinde 2011 yılı küresel büyüme tahminleri sınırlı da olsa yukarı yönlü güncellenirken, büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü riskler canlı kalmaya devam etmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme performansları arasında gözlenen ayrışma son üç aylık dönemde de sürmüş, yavaş büyüme eğilimi sergileyen önde gelen gelişmiş ülkelerin kriz öncesi GSYİH seviyelerine henüz ulaşamamış oldukları dikkat çekmiştir. Diğer yandan, baz etkisinin ortadan kalkması ve bir çok ülkede kamu teşvik paketleri gibi geçici faktörlerin etkilerini yitirmesi nedeniyle, 2011 yılında küresel büyüme oranının 2010 yılına kıyasla bir miktar gerilemesi beklenmektedir.

ABD’de üçüncü çeyrek büyümesi, stok kaleminin önemli katkısı sayesinde, uzun dönem büyümesine yakın bir düzeyde gerçekleşmiş ve büyüme görünümüne yönelik endişelerin önemli ölçüde azalmasını sağlamıştır. Yılın son çeyreğinde açıklanan öncü göstere niteliğindeki veriler de beklentilerin üzerinde gerçekleşerek olumlu görünümü desteklemiştir. Diğer taraftan, ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) tarafından açıklanan ikinci niceliksel genişleme paketinin yanı sıra yürürlüğe giren, vergi avantajlarının devamını ve işsizlik sigortasının kapsamını genişleten mali paket ABD ekonomisine ilişkin olumlu beklentileri pekiştirmiştir. Nitekim Fed’in son toplantı tutanakları da, risk unsurlarına rağmen, büyüme performansının bir miktar daha iyileşmesinin beklendiğini teyid etmektedir. Bununla birlikte, yüksek seyreden işsizlik oranları, gayrimenkul fiyatlarında yeniden belirginleşen düşüş eğiliminin işaret ettiği emlak sektörü sorunları ve kredi genişlemesinin zayıf seyri aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.

2010 yılının üçüncü çeyreğinde, ABD’de gözlenen görece olumlu performansın aksine, euro bölgesinde büyümenin önemli ölçüde yavaşladığı görülmektedir. Çevre ülkelerde yaşanan sorunları takiben sabit yatırım talebinde gözlenen düşüş söz konusu gerilemede belirleyici olmuştur. 2011 yılında euro bölgesi merkez ülkelerinin maliye politikalarını sıkılaştırma beklentisi büyüme görünümünün zayıf olduğu bir dönemde önemli bir belirsizlik unsuru oluşturmaktadır. Euro bölgesinin yakın dönem büyüme eğiliminde belirleyici olacak en önemli etkenin çevre ülkelerin yaşadığı sorunlar olduğu düşünülmektedir (Kutu 2.1). Açıklanan kurtarma paketleri

sayesinde, İrlanda bankacılık sektöründe beliren sorunların diğer ülkelerin bankacılık sektörlerine de yansması bu aşamada engellenmiş olmasına rağmen, gerek kamu gerekse ticari banka tahvillerinin CDS oranlarının mevcut yüksek seviyelerini koruması, endişelerin tam olarak giderilemediğine işaret etmektedir. Diğer taraftan, borç sorunu yaşayan çevre ülkelerinin 2011 yılının ilk yarısında yüksek miktarlarda itfa gerçekleştirecek olmaları da kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişeleri artırmaktadır.

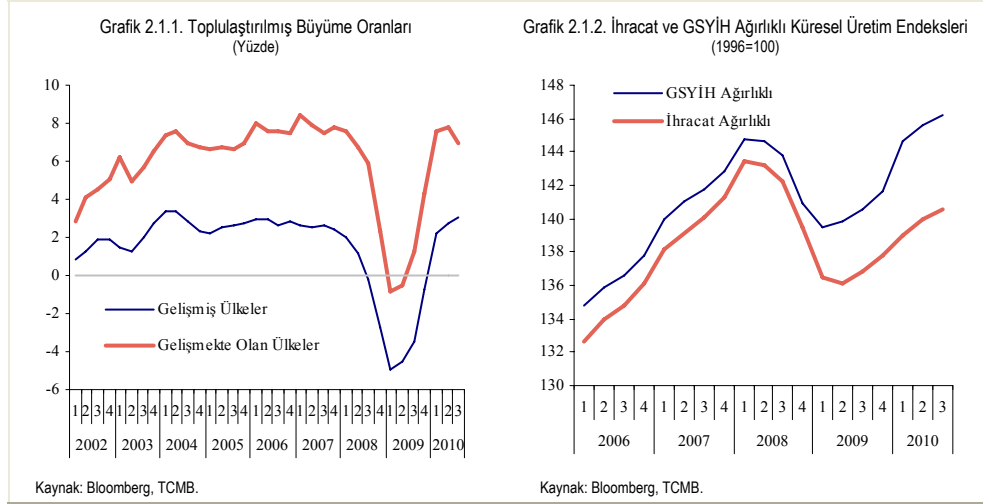
Gelişmiş ülke ekonomilerinde gözlenen düşük ve kırılğan büyüme eğiliminin aksine gelişmekte olan ülkelerde yüksek büyüme performansı yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. Gelişmekte olan ülkeler açısından en önemli belirsizlik unsuru, gelişmiş ülkelerin parasal genişlemeye devam etmesiyle hızlanan sermaye akımlarıdır. Bu gelişmeler paralelinde, yılın son çeyreğinde birçok gelişmekte olan ülkenin merkez bankası artan sermaye akımlarının yaratabileceği rekabet gücü kaybı ve aşırı kredi genişlemesi gibi faktörlerden ekonomilerini koruyabilmek amacıyla geleneksel olmayan politika araçlarına daha yoğun bir şekilde başvurur hale gelmiştir.

Ekim Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde dikkat çeken bir diğer gelişme ise başta tarım ürünleri olmak üzere emtia fiyatlarında gerçekleşen artışlardır. Gelişmekte olan ülkelerin tüketici fiyat endekslerinde gıda ürünlerinin daha büyük ağırlığa sahip olması, söz konusu ürünlerdeki fiyat artışlarının enflasyon üzerindeki etkisini önemli kılmaktadır. Diğer taraftan, son dönemde gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinde gözlenen değerlenme eğiliminin tersine dönmüş olması da kısa vadede enflasyon görünümü üzerindeki riskleri artırmaktadır.

## 2.1. Küresel Büyüme

Küresel iktisadi faaliyet yavaş ve kademeli olarak toparlanmaya devam etmektedir. 2010 yılı üçüncü çeyreğinde küresel büyüme Asya ve Latin Amerika ülkeleri öncülüğünde gelişmekte olan ülkeler tarafından desteklenirken, gelişmiş ülkelerdeki büyüme görünümü kırılğan yapısını sürdürmüştür (Grafik 2.1.1). Gelişmekte olan ülkelerde toparlanmanın güçlü olması üretimin kriz öncesi seviyelerinin üzerine çıkmasını sağlamıştır. Öte yandan, ülkelerin Türkiye ihracatı içindeki payları ile ağırlıklandırılmış küresel üretim endeksi yılın üçüncü çeyreğinde de kriz öncesi seviyesinin altında kalmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.2). Türkiye'nin ihracat yaptığı ülkelerdeki

toparlanmanın daha yavaş gerçekleşmesi önümüzdeki dönemde dış talep üzerinde olumsuz etki yapmaya devam edecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir.



ABD’de 2010 yılının üçüncü çeyreğinde büyümeye en yüksek katkılar tüketim ve stok değişimi kalemlerinden gelirken, sabit yatırımların katkısı önemli ölçüde azalmıştır (Tablo 2.1.1). Son dönemde açıklanan veriler de ikinci niceliksel genişleme paketi yanında ekonomiyi canlandırıcı maliye politikasının sürdürülmesinin, emlak sektöründe ve işgücü piyasasında iyileşme görülmemesine karşın, büyümeye olumlu yansıdığına işaret etmektedir. Euro bölgesinde ise 2010 yılı üçüncü çeyreğinde tüketim ve net ihracat kalemlerinin büyümeye olumlu katkı yapmayı sürdürdüğü gözlenirken, sabit yatırım kaleminin katkısı azaltıcı yönde olmuştur. Euro bölgesinde maliye politikalarında sıkılaşmaya gidilmesi, dış talebin zayıf olduğu zorlu bir döneme girilmesi, merkez ülkelerin ihracatına dayalı büyümenin sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıların ve çevre ekonomilere ilişkin finansal sorunların yeniden gündeme gelmesi, önümüzdeki döneme ilişkin zayıf büyüme görünümünü desteklemektedir.

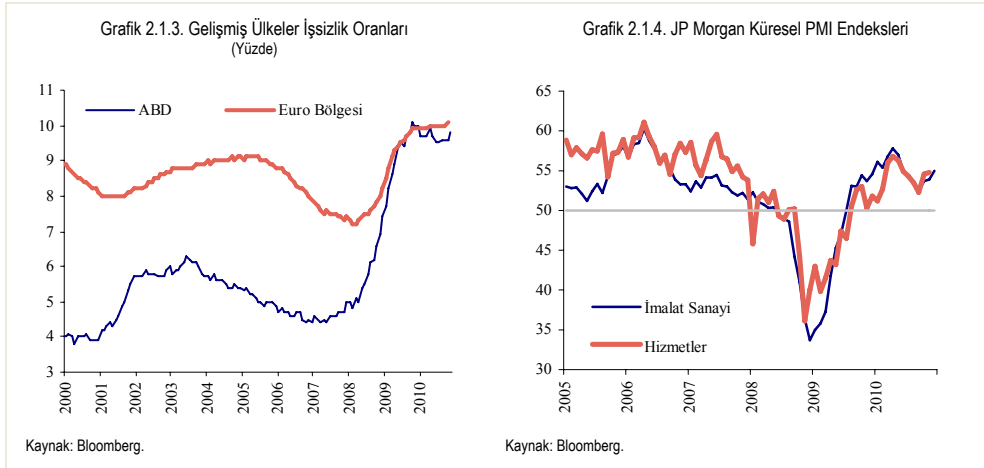
Tablo 2.1.1. ABD ve Euro Bölgesinde 2010 Yılı İçin Büyümeye Katkılar (Yıllıklandırılmış, Puan)

	ABD			Euro Bölgesi		
	2010-I	2010-II	2010-III	2010-I	2010-II	2010-III
Tüketim	1,3	1,5	1,7	0,8	0,4	0,4
Hükümet	-0,3	0,8	0,8	0,0	0,0	0,4
Sabit Yatırım	0,4	2,1	0,2	-0,4	1,6	-0,4
Stok Değişimi	2,6	0,8	1,6	2,8	1,6	0,4
Net İhracat	-0,3	-3,5	-1,7	-2,0	0,4	0,4
<b>Toplam</b>	<b>3,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>1,2</b>	<b>4,0</b>	<b>1,2</b>

Kaynak: Bloomberg.

Gelişmiş ülkelerin emek piyasalarında devam eden olumsuz görünüm söz konusu ülkelerde özel tüketimi ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi sınırlayan bir unsur olmayı sürdürmektedir. İşsizlik oranları ABD’de Aralık ayı itibarıyla yüzde 9,4 seviyesine gerilerken, euro bölgesinde ise Kasım ayı itibarıyla yüzde 10,1’e yükselmiştir (Grafik 2.1.3). Ortalama işsizlik süresinin yaklaşık 34 hafta olduğu ABD’de açıklanan son mali pakette işsizlik sigortası süresinin uzatılmış olması, işsizliğin toplam talep üzerindeki olumsuz etkisini sınırlama açısından önem arz etmektedir.

2010 yılı son çeyreğine ilişkin en güncel veri olan JP Morgan Küresel PMI endeksleri, 2010 yılının üçüncü çeyreğinde gözlenen düşüş eğiliminin Eylül ayı itibarıyla son bulduğunu, gerek imalat sanayisine gerekse hizmetlere ilişkin endekslerin yılın dördüncü çeyreğinde yükselişe geçtiğini göstermektedir (Grafik 2.1.4).



Consensus Forecasts bülteninde sunulan küresel büyüme tahminleri incelendiğinde, 2011 yıl sonuna ilişkin küresel büyüme tahminlerinin Ekim Enflasyon Raporu dönemine kıyasla sınırlı miktarda yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.1.2). Bunun temel nedeni ABD ekonomisindeki toparlanmaya dair sinyallerin güçlenmesine bağlı olarak, ülkenin 2011 yıl sonu büyüme tahmininde yukarı yönlü güncelleme yapılmasıdır. Genel itibarıyla, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke grupları büyüme oranları arasındaki ayrışmanın 2011 yılında azalarak da olsa devam etmesi beklenmektedir. Buna ek olarak, gelişmiş ülkelerin büyüme görünümüne ilişkin belirsizliklerin, önümüzdeki dönemde büyümesi ihracata dayalı olan gelişmekte olan ülkelerin dış talebini de azaltabileceği, dolayısıyla söz konusu ülkelerde büyümeyi iç talebe daha bağımlı hale getirebileceği düşünülmektedir.



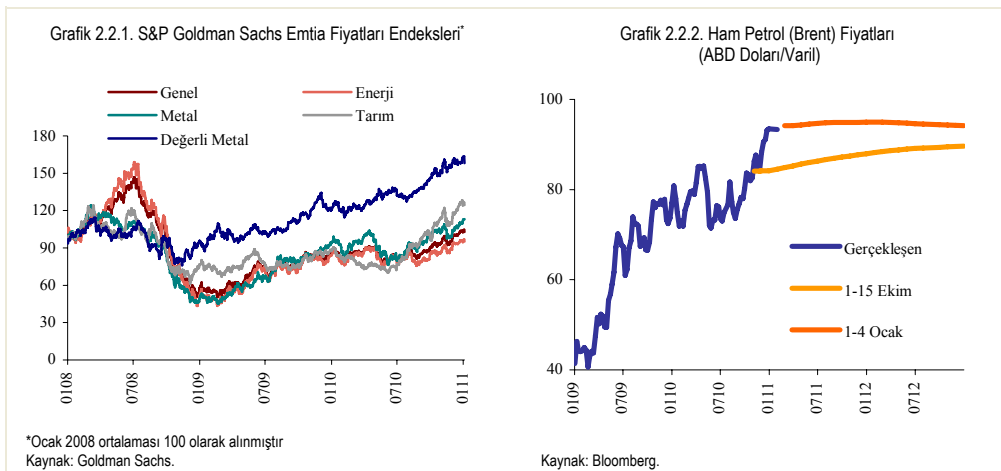
Tablo 2.1.2. Büyüme Tahminleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2010		2011	
	Ekim	Aralık	Ekim	Aralık
Dünya	3,7	3,9	3,1	3,2
ABD	2,7	2,8	2,4	2,7
Euro Bölgesi	1,6	1,7	1,4	1,5
Doğu Avrupa	4,0	3,9	3,9	3,9
Latin Amerika	5,4	5,6	4,0	4,0
Asya Pasifik	6,4	6,6	5,1	5,0

Kaynak: Consensus Forecasts.

## 2.2. Emtia Fiyatları

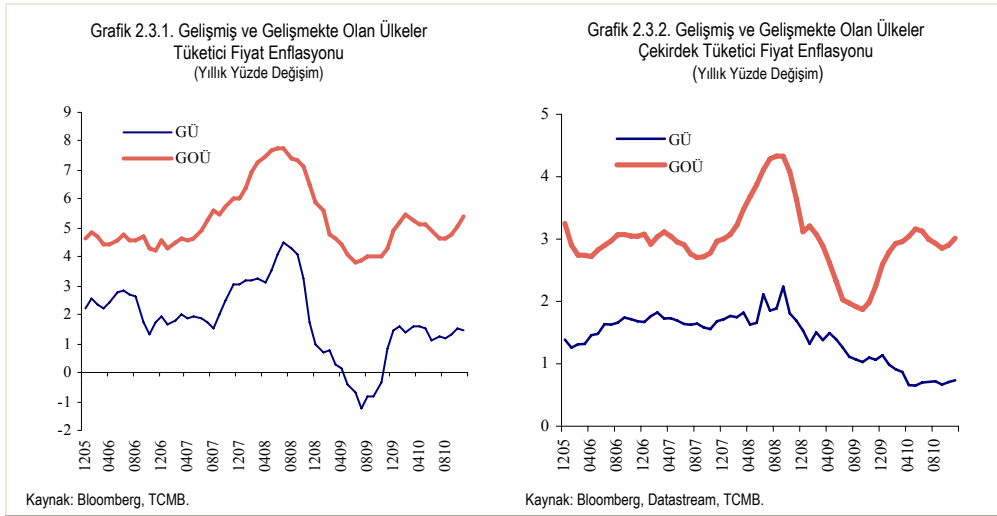
Yılın son çeyreğinde, süregelen küresel toparlanmanın katkısıyla emtia fiyatlarının artış eğiliminde olduğu görülmektedir (Grafik 2.2.1). Bu dönemde hava şartlarına bağlı beklenmedik olumsuzluklar genel olarak tarım fiyatlarını arz yönünden, enerji fiyatlarını ise talep yönünden etkileyerek fiyatlar üzerinde yukarı yönlü ilave bir baskı oluşturmuştur. Aynı dönemde endüstriyel ve değerli metal fiyatları da artmaya devam etmiştir. Değerli metal fiyatlarındaki yükseliş önemli ölçüde enflasyona ve iktisadi risklere karşı bir sigorta aracı olarak talep edilmesinden kaynaklanmaktadır. Ham petrol fiyatlarının yüksek seyretmesinde ise en önemli unsur olarak OPEC üyesi ülkelerin yüksek atıl kapasitelerine rağmen, son toplantılarında kota artırımına gitmemeleri öne çıkmaktadır. Kota üstü üretim yapan bazı ülkelerin de üretimlerini azaltarak kotaya uyum oranlarını artırmış oldukları dikkat çekmektedir. Bunun yanı sıra, ham petrol fiyatlarında olumsuz hava koşullarının da etkili olduğu görülmektedir (Grafik 2.2.2). Nitekim, tarihi olarak West Texas Intermediate (WTI) fiyatından daha düşük bir seviyede seyreden Brent ham petrolü, soğuk hava koşullarının Avrupa’da daha belirgin olmasına paralel olarak daha yüksek bir seviyede seyretmiştir.



Olumsuz hava koşullarının etkisinin azalmasıyla, önümüzdeki dönemde, enerji fiyatlarının en önemli belirleyicisinin büyüme görünümü olacağı düşünülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki talep canlılığının yanı sıra, uygulamaya giren teşvik paketlerinin gelişmiş ülkeler kaynaklı enerji talebini de destekleyeceği tahmin edilmektedir. Endüstriyel metal fiyatlarının seyrinde ise gelişmekte olan ülkelerin büyüme performansının belirleyici olmaya devam etmesi beklenmektedir.

### 2.3. Küresel Enflasyon

2010 yılı üçüncü çeyreğinin sonundan başlayarak, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler tüketici fiyatları enflasyonu emtia fiyatlarındaki artışlara ve küresel toparlanmanın devam etmesine paralel olarak yükseliş eğilimine girmiştir. Aynı dönemde canlanmanın daha güçlü olduğu gelişmekte olan ülkelerde daha belirgin olmak üzere her iki ülke grubunun çekirdek enflasyonlarında bir miktar artış görülmüştür (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2).



Doğu Avrupa ve Asya Pasifik ülkelerine dair enflasyon beklentilerinin artmasına bağlı olarak, 2011 yıl sonuna ilişkin küresel enflasyon tahmini Aralık ayında Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı da olsa yukarı yönlü güncellenmiştir. Buna karşılık, ABD ve euro bölgesi enflasyon tahminlerinde bir değişiklik olmamıştır (Tablo 2.3.1).

Tablo 2.3.1. Enflasyon Tahminleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

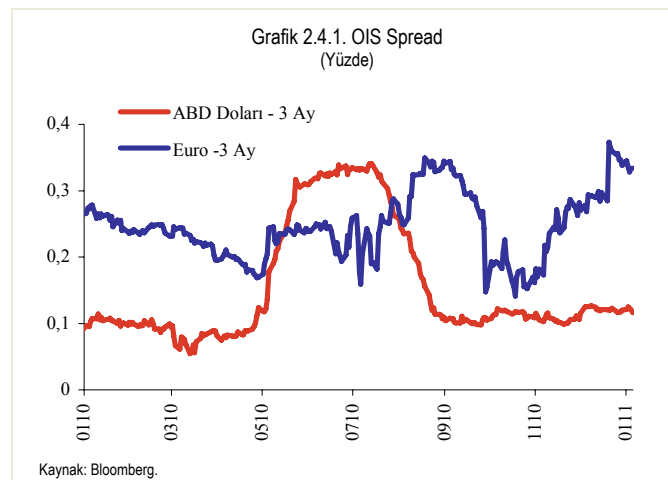
	2011	
	Ekim	Aralık
<b>Consensus Economics</b>		
Dünya	2,6	2,7
ABD	1,5	1,5
Euro Bölgesi	1,6	1,6
Gelişmekte Olan Ülkeler		
Doğu Avrupa	5,7	6,0
Latin Amerika	7,1	7,0
Asya Pasifik	2,3	2,7

Kaynak: Consensus Forecasts.

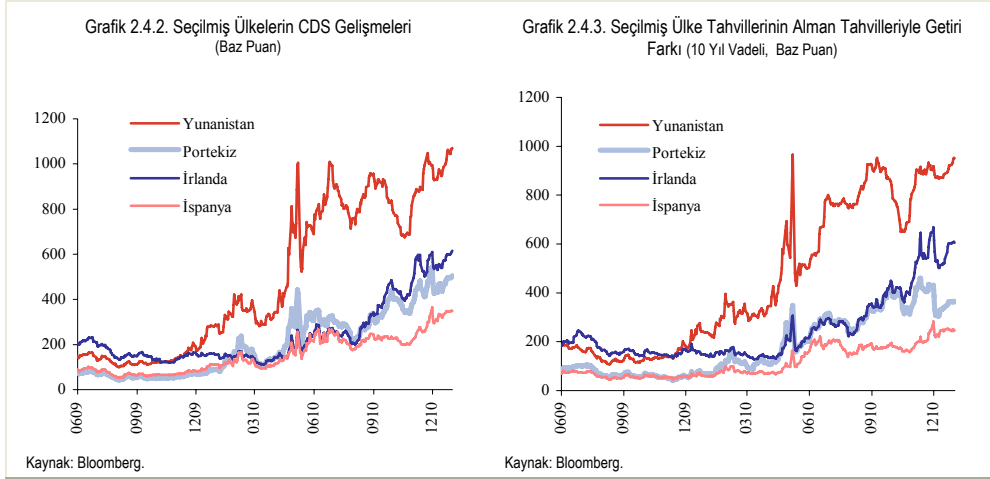
## 2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

Son üç aylık dönemde, Avrupa'daki bazı çevre ülkelerin kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair kaygıların canlanması ve ardından açıklanan kurtarma paketi ile ABD'de uygulamaya konulan ikinci niceliksel genişleme paketi finansal piyasalar üzerinde belirleyici gelişmeler olmuştur. Söz konusu iktisadi gelişmelere paralel olarak ABD doları - euro paritesi sert dalgalanmalar sergilemiştir. Diğer taraftan, önde gelen gelişmiş ülkeler tarafından alınan ek parasal genişleme önlemleri, gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz ve bol likidite koşullarının uzunca bir süre korunacağı yönündeki beklentileri güçlendirerek küresel risk algılamalarında iyileşmeye neden olmuştur. Bunun sonucunda gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımları biçiminde sermaye girişleri hızla artmıştır.

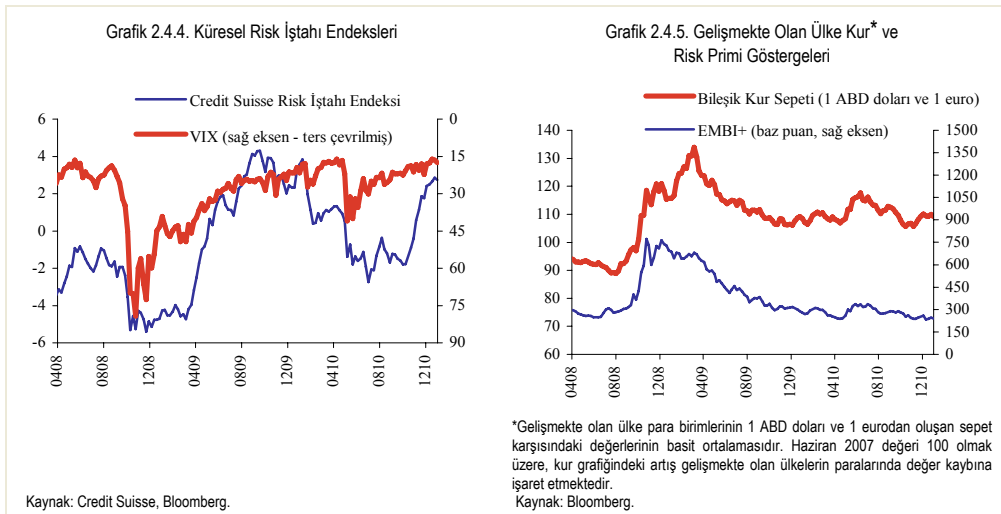
Para piyasaları gelişmeleri incelendiğinde, gerek ABD doları gerekse euro OIS spread değerinin artış sergilediği gözlenmektedir. Euro bölgesi borç krizi nedeniyle euro OIS spread değerindeki artış daha belirgin olmuştur (Grafik 2.4.1).



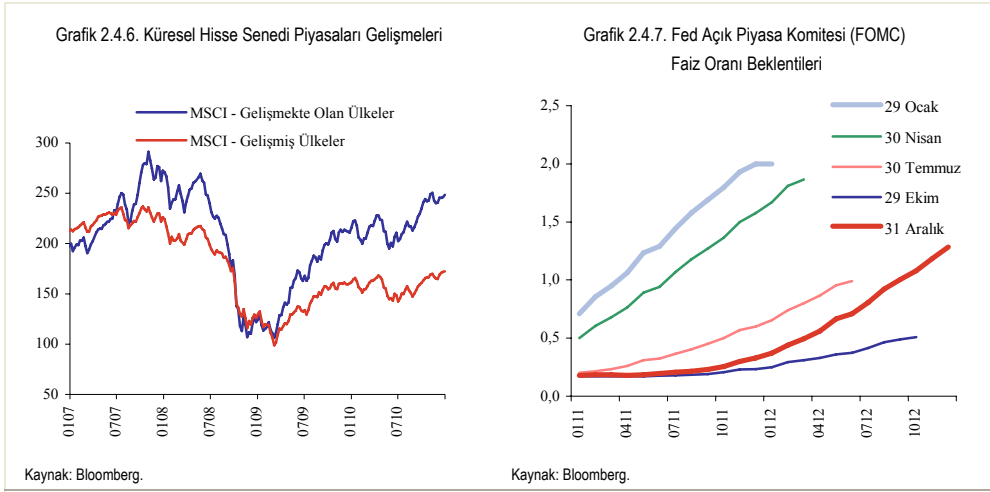
Euro bölgesinde borç sorunu yaşayan ülkelere dair risk algılamaları dördüncü çeyrek başlarında düşmesine rağmen, takip eden dönemde İrlanda bankacılık sektörüne dair problemlerin beklenenden daha ağır olduğu algısının güçlenmesi ve bölge ülkeleri bankacılık sektörlerinin birbirlerine olan yükümlülükleri nedeniyle, aynı grupta değerlendirilen diğer ülkelerin risk primlerinde de yükseliş gözlenmiştir (Grafik 2.4.2 ve Grafik 2.4.3).



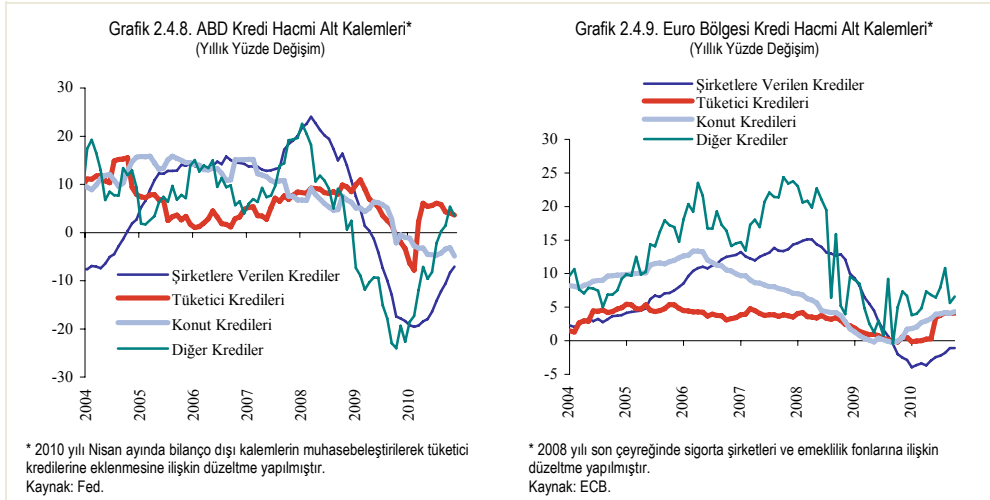
Euro bölgesinde yaşanan sorunlara rağmen ABD büyüme görünümüne ilişkin olumlu algılamalar nedeniyle yılın son çeyreğinde küresel risk iştahı yükselmiş, yatırımcıların plasmanlarını daha riskli araç ve piyasalara kaydardıkları gözlenmiştir (Grafik 2.4.4). Bu doğrultuda, gelişmekte olan ülkelerin risk primleri de bir önceki çeyreğe göre düşüş sergilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerin kurları ise Ekim ayı sonlarına kadar değerlenme eğilimini sürdürmüştü, ardından borç krizi ve ülke merkez bankalarının politika önlemleriyle değer kaybetmeye başlamıştır (Grafik 2.4.5).



Risk iştahındaki artış ve artan likidite imkanları, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarında artışı beraberinde getirmiştir (Grafik 2.4.6). Uygulamaya koyulan niceliksel genişleme paketi ve açıklanan olumlu veriler ABD’de faiz beklentilerini yukarıya çekmiştir. Fed Açık Piyasa Komitesi faiz oranı beklentileri Ekim Enflasyon Raporu döneminin ardından yükselmiş, faiz artış beklentileri de öne alınmıştır (Grafik 2.4.7). Bu gelişmelere rağmen, ilk faiz artışının 2011 yılı son çeyreğinde gerçekleşmesinin beklendiği gözlenmektedir.



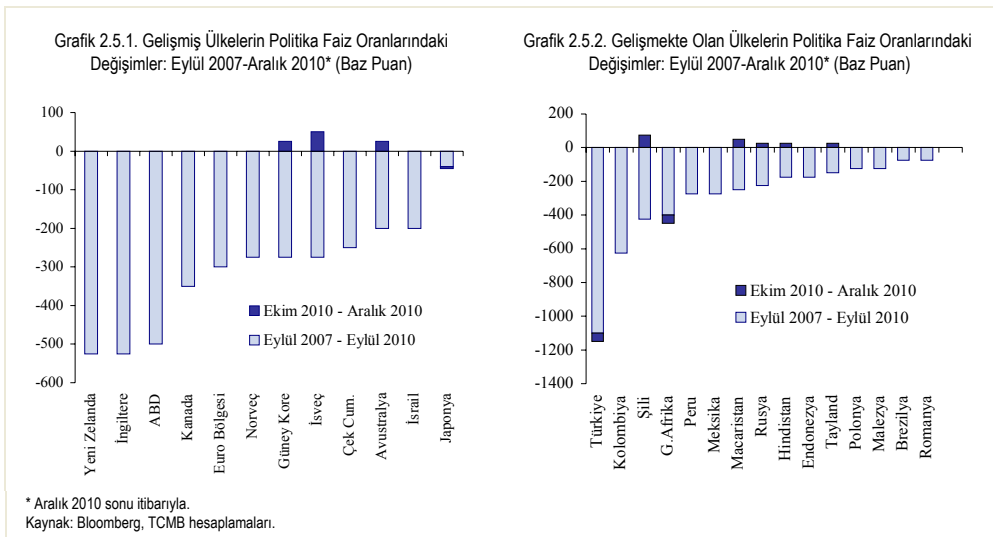
ABD kredi hacmi dördüncü çeyrekte yavaşlayarak da olsa azalmaya devam etmektedir. Yıllık değişimler ise baz etkisi nedeniyle artış göstermektedir (Grafik 2.4.8). Euro bölgesinde ise genel olarak kredi miktarları yatay seyretmesine rağmen özellikle konut kredilerindeki istikrarlı artış dikkat çekmektedir (Grafik 2.4.9).

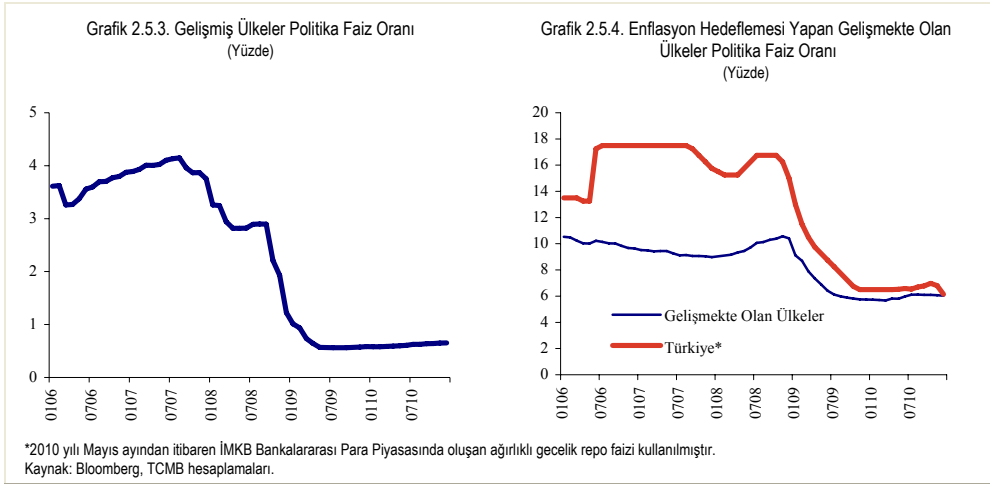


## 2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

Geçtiğimiz çeyrek para politikası gelişmeleri incelendiğinde, kriz döneminde yüksek miktarlarda düşürülen politika faizlerinde normalleşme sürecinin gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde henüz başlamamış olduğu gözlenmektedir. Buna karşın, geçtiğimiz çeyrekte gelişmiş ülkelerin para politikalarında niceliksel genişleme süreci devam ederken; iktisadi toparlanmanın daha hızlı olduğu ve enflasyonist baskı kaygılarının gündeme geldiği gelişmekte olan ülkelerin para politikalarında niceliksel sıkılaştırma sürecinin hakim olduğu görülmektedir.

Geçtiğimiz Rapor döneminde, özellikle euro bölgesi çevre ülkelerindeki borç krizinin küresel büyüme üzerinde önemli bir belirsizlik unsuru oluşturduğu belirtilmiş ve buna bağlı olarak merkez bankalarının politika faizlerindeki normalleşme sürecini öteledikleri bir görünüm esas alınmıştır. Bu görünüm ile uyumlu olarak, enflasyonist baskı ile karşı karşıya olan bazı Asya Pasifik ve Latin Amerika bölgesi ülkeleri dışarıda bırakıldığında, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde, politika faizlerinde söz konusu normalleşme sürecinin geçtiğimiz çeyrekte de yaşanmadığı gözlenmektedir (Grafik 2.5.1 ve Grafik 2.5.2). Nitekim, politika faizlerine ilişkin toplulaştırılmış endekslere göre küresel politika faizleri geçtiğimiz çeyrekte de yatay seyretmeye devam ederken, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin bileşik faiz oranlarında bir önceki çeyreğe göre belirgin bir değişiklik olmamıştır (Grafik 2.5.3 ve Grafik 2.5.4).





G3 ülkelerinde 2008 yılında başlamış olan para politikasında niceliksel gevşeme süreci geçtiğimiz çeyrekte de devam etmiştir. Nitekim, 2008 yılının son çeyreğinde başlayıp 2010 yılının ilk çeyreğinde sonlanmış olan ilk niceliksel gevşeme sürecinin ardından, 3 Kasım 2010 tarihinde ikinci niceliksel gevşeme paketi açıklanmıştır. 2011 yılının ikinci çeyreğinin sonuna kadar 600 milyar dolarlık tahvil alımını içeren bu paket ile uzun vadeli faizler üzerinde etkili olunarak borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi hedeflenmektedir. Ancak, paketin ilk duyurulduğu günden bugüne kadar geçen zaman diliminde ABD’de uzun vadeli faizlerin düşmediği, aksine yükseldiği gözlenmiştir (Kutu 2.2). ABD Merkez Bankası’nın uygulamalarına benzer şekilde, Japonya ve Avrupa merkez bankaları da piyasaları rahatlatmak amacıyla genişletici para politikası uygulamalarına 2010 yılının son çeyreğinde de devam etmiştir.

Gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelerde uygulanan ek niceliksel genişleme paketlerinin ekonomileri üzerindeki potansiyel etkilerini sınırlamak için, niceliksel sıkılaştırma sürecine başlamıştır. Gelişmiş ülkelerde uygulanan söz konusu politikalara bağlı olarak artan küresel likidite neticesinde, yüksek faiz veren gelişmekte olan ülkelere yoğun sermaye girişi olması, bu ülke ekonomilerini çeşitli kanallardan etkileyebilmektedir. Yüksek miktarda sermaye girişi, kurlar üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturarak rekabet gücünü zayıflatabilmekte, dolayısıyla iktisadi faaliyet üzerinde olumsuz etkiye yol açabilmektedir. Öte yandan, sermaye girişinde ani kesinti meydana gelmesi ihtimali, finansal istikrarı olumsuz etkileme potansiyeli taşıması açısından dikkatle değerlendirilmektedir. Buna ilaveten, yüksek miktarlarda sermaye girişinin olması, iktisadi faaliyetteki hızlı toparlanmaya bağlı olarak halihazırda enflasyonist baskı ile karşı karşıya olan gelişmekte olan ülkelerde orta vadeli

enflasyon görünümü üzerinde ek bir baskı unsuru oluşturmaktadır. Ancak, enflasyonu kontrol altına almak amacıyla politika faizlerini artırmak sermaye girişlerini daha da hızlandıracığından, bu ülkelerde çoğunlukla sermaye girişlerine yönelik çeşitli kısıtlayıcı tedbirler uygulamaya koyulmuş ve enflasyon üzerinde ek baskı oluşmasının önüne geçilmesi amaçlanmıştır (Tablo 2.5.1).

Tablo 2.5.1 Gelişmekte Olan Ülkelerde Niceliksel Para Politikası Uygulamaları

	Zorunlu Karşılık Oranlarındaki Değişim (puan)		Sermaye Kontrolleri		
	Kriz Dönemi (Düşüş)	Kriz Sonrası (Artış)	Giriş Kontrollerinin Artırılması	Çıkış Kontrollerinin Esnetilmesi	Diğer Önlemler*
Brezilya	2	7	√		
Kolombiya	3		√	√	
Peru	5	3	√	√	
Çin	2	3			
Endonezya	4	3			√
Kore				√	√
Filipinler				√	
Tayvan					√
Tayland			√	√	
Hindistan	2,5	1,5			√
Polonya	0,5	0,5			
G.Afrika			√	√	
Rusya	5	2			√
Türkiye	TL: 1 YP: 2	TL: 2,4** YP: 2			

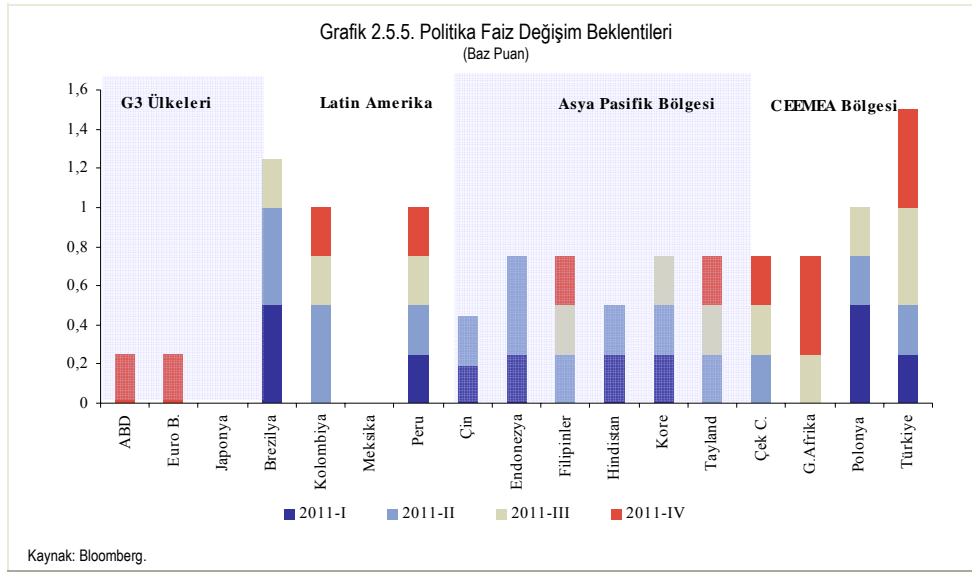
\* Endonezya: Uzun vadeli yatırımı teşvik etmeye yönelik tedbirler. Kore, Tayvan: Spekülatif aktivitenin kontrolüne yönelik tedbirler. Hindistan: Yurt dışı borçlanmayı zorlaştıran tedbirler. Rusya: Döviz cinsi borçlanmayı zorlaştıran vergi düzenlemeleri  
 \*\* TL zorunlu karşılık oranları 7 Ocak 2011 tarihinde mevduat vadelerine göre farklılaştırılmıştır. Tabloda verilen artış oranı, farklı vadelerdeki mevduatların toplam mevduat içerisindeki ağırlıkları kullanılarak hesaplanmıştır.  
 Kaynak: Ülke merkez bankaları, TCMB Finansal İstikrar Raporu - Aralık 2010, Sayı 11.

Sermaye kontrollerine ek olarak, kriz döneminde kredi kanalının etkin bir şekilde çalışmasına yardımcı olmak amacıyla düşürülen zorunlu karşılık oranları, enflasyonist baskı hisseden gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda yükseltilmeye başlanmış, böylelikle para politikası duruşları sıkılaştırılmıştır. Birçok gelişmekte olan ülkede zorunlu karşılık oranları, kriz süresince uygulanan genişleyici para politikalarından çıkış stratejileri kapsamında kademeli olarak kriz öncesi seviyelerine çekilirken, Brezilya ve Çin’de, oldukça yüksek seyreden enflasyonlarını kontrol altında tutmak amacıyla, kriz öncesi seviyelerinin de üzerine çıkarılmıştır. Özetle, geçtiğimiz çeyrekte, Asya Pasifik ve Latin Amerika bölgesi ülkeleri çoğunlukta olmak üzere, gelişmekte olan ülkelere, çoğunlukla niceliksel yöntemler kullanılarak, para politikası duruşlarının sıkılaştırıldığı görülmektedir (Tablo 2.5.1).

Gelişmiş ekonomilerde niceliksel genişleme, gelişmekte olan ekonomilerde ise niceliksel sıkılaştırma süreçlerinin önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir. Euro bölgesi çevre ekonomilerindeki borç krizinin küresel büyüme üzerinde halen belirgin olarak aşağı yönlü bir risk



unsuru oluşturması G3 ülkelerinde politika faizlerinin kriz öncesi seviyelere ulaşmasının yakın dönemde de gündemde olmayacağını göstermektedir. Dolayısıyla, faizlerde 2011 yılının son çeyreğinden önce artışa gidilmesi beklenmemektedir. Bununla birlikte, Latin Amerika ve Asya Pasifik bölgesi ülkeleri başta olmak üzere gelişmekte olan ekonomilerin büyük bir kısmında en geç yılın ikinci çeyreği itibarıyla politika faizlerinde normalleşme sürecinin başlaması beklenmektedir (Grafik 2.5.5).



2010 yılının ikinci çeyreğinde euro bölgesi çevre ülkelerinde ortaya çıkan borç krizi, küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Avrupa Birliği (AB) ekonomilerinin bütünleşik yapılarına bağlı olarak krizin diğer bölge ülkelerine de yayılabileceği düşünüldüğünde çevre ülke ekonomilerindeki gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekmektedir. Bu kutuda, Yunanistan ve İrlanda'nın AB'den yardım talep etmesine yol açan söz konusu kriz sürecinde çevre ülkelerde oluşan kırılganlıklar analiz edilmekte, krizin yayılma kanallarından biri olarak ön plana çıkan bankacılık sektörlerinin karşılıklı duyarlılıkları irdelenmektedir.

Euro bölgesi çevre ülkelerinde hızla yayılan borç krizi kapsamında ilk olarak Mayıs ayında Yunanistan, kamu borcunun çevrilebilirliğine ilişkin sorunlar nedeniyle, AB'ye yardım talebi ile başvurmuş ve 10 Mayıs'ta kurtarma paketi açıklanmıştır. Çevre ülke ekonomilerinin benzer ve iç içe geçmiş yapıları, halihazırda kamu ve bankacılık kesimleri sorunlu olan İrlanda, Portekiz, İspanya, İtalya ve Belçika'ya ilişkin endişeleri de beraberinde getirmiştir. Nitekim İrlanda, bankacılık sektöründe yaşadığı sorunlar nedeniyle AB'ye yardım talebi ile başvurmuş ve 28 Kasım'da kurtarma paketi açıklanmıştır.

Kutuda öncelikle yukarıda bahsi geçen altı ülke için "kırılganlık endeksi" oluşturulmuştur. Endeks oluşturulurken, Gros ve Mayer (2010)<sup>1</sup> çalışmasından yola çıkılarak ülkelerin kamu maliyelerine ve iktisadi faaliyetine ilişkin temel değişkenlerin yanı sıra, ülke riskliliklerini ve bankacılık sektörü kırılganlıklarını da içerecek şekilde toplam sekiz değişken kullanılmıştır. Kamu maliyelerinin durumlarını saptamak amacıyla borç stoklarının ve bütçe dengelerinin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'larına oranları kullanılmıştır. Ülkelerin dış finansman ihtiyaçlarını tespit etmek amacıyla cari denge/GSYİH oranları kullanılırken, iktisadi faaliyete ilişkin olarak da işsizlik oranları dahil edilmiştir. Ülke riskliliği göstergesi olarak ise Kredi İflas Takası (CDS) ve ülkelerin 10 yıllık tahvil getirilerinin Almanya'nın 10 yıllık tahvil getirilerinden farkı alınmıştır. Bunlara ek olarak, bankacılık sektörü kırılganlıklarını tespit etmek amacıyla bankacılık sektörü CDS'leri ve Avrupa Merkez Bankası'ndan borçlanma miktarları kullanılmıştır. 2010 yılının son çeyreği itibarıyla hesaplanan tüm değişkenler, ülkeler arası ortalamadan çıkarıldıktan sonra standart sapmaya bölünmek suretiyle standartlaştırılmış, böylelikle elde edilen ölçümler karşılaştırılabilir hale getirilmiştir. Son olarak endeks, standartlaştırılmış değişkenlerin her bir ülke için ayrı ayrı toplanması ile elde edilmiş, bu toplama cari denge ve bütçe dengesi değişkenleri eksi işaret ile dahil edilmiştir.

<sup>1</sup> Gros, D. ve Mayer, T. (2010); "How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now!", CEPS Policy Brief, No:202.

Tablo 1. Euro Bölgesi Çevre Ülkelerinde Kırılganlık Endeksi

	Borç Stoku / GSYİH	Bütçe Dengesi / GSYİH	Cari Denge / GSYİH*	İşsizlik**	CDS	Alman tahvilleri ile getiri farkı (10 yıllık)	Bankacılık CDS	ECB'den Borçlanma***	Kırılganlık Endeksi
Yunanistan	1,21	0,27	-1,28	0,07	1,74	1,70	1,09	0,69	<b>7,52</b>
İrlanda	-0,02	-2,01	0,55	0,30	0,41	0,53	1,14	1,60	<b>5,41</b>
Portekiz	-0,65	0,37	-1,07	-0,35	0,09	0,03	0,41	-0,45	<b>-0,21</b>
İspanya	-1,50	0,19	0,00	1,78	-0,49	-0,56	-0,71	-0,03	<b>-1,69</b>
İtalya	0,93	0,59	0,52	-0,86	-0,76	-0,74	-0,93	-0,65	<b>-4,12</b>
Belçika	0,03	0,60	1,28	-0,94	-0,99	-0,97	-0,99	-1,16	<b>-6,91</b>

Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

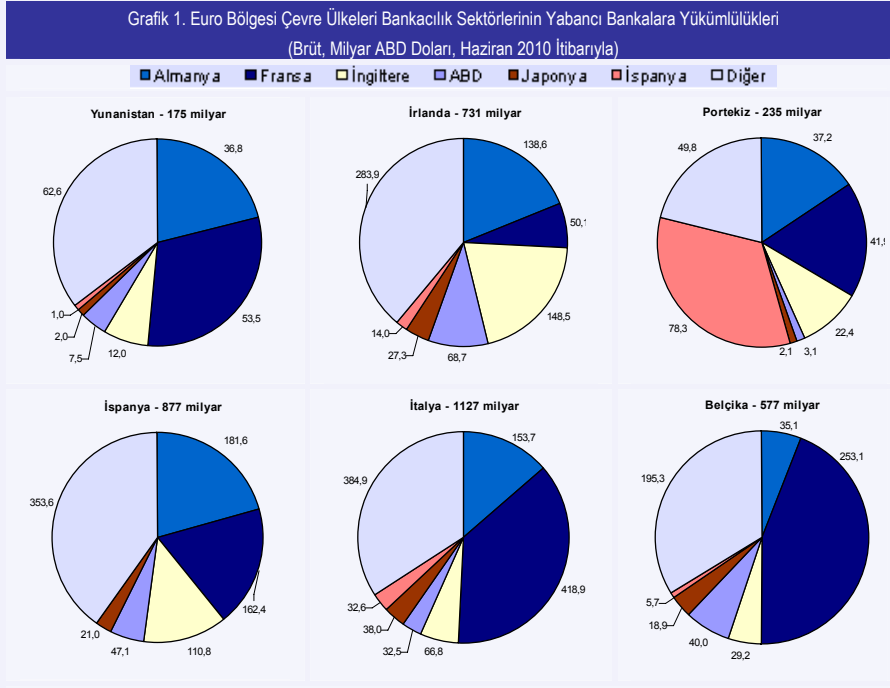
\* İrlanda, Yunanistan, İrlanda ve Portekiz için IMF'nin 2010 yıl sonu tahminleri kullanılmıştır.

\*\* Yunanistan için 2010 Q3 verisi kullanılmıştır.

\*\*\* Belçika dışında diğer tüm ülkeler için Kasım ayı verileri kullanılmıştır.

Hesaplanan kırılganlık endeksine göre Yunanistan diğer ülkelere göre oldukça yüksek bir endeks değeri ile 2010 sonu itibarıyla en kırılgan ekonomiye sahip ülke olarak gözükürken, onu sırasıyla İrlanda, Portekiz, İspanya, İtalya ve Belçika izlemektedir (Tablo 1). Yunanistan ekonomisinin kırılganlığını en çok artıran unsur yüzde 130 ile ülkeler ortalamasının oldukça üzerinde seyreden borç stoku/GSYİH olurken, İrlanda'da bankacılık sektörüne ilişkin kırılganlıkların diğer ülkelere göre oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Nitekim, kriz Yunanistan'da kamu sektörü kaynaklı ortaya çıkarken, İrlanda'da bankacılık sektörü kaynaklı olarak ortaya çıkmıştır. Portekiz'de kamu maliyesi açısından önemli bir sorun görünmezken, ülkeler ortalamasının belirgin olarak üzerinde olan cari açığı ve yine diğer ülkelere göre oldukça yüksek olduğu görülen bankacılık sektörü riskliliği, söz konusu ülkeyi en kırılgan üçüncü ülke konumuna getirmektedir. İspanya'da ise, iktisadi faaliyetin kriz öncesi düzeyinin halen oldukça altında seyrettiği ve 2010 sonu itibarıyla yüzde 20'lerde seyreden işsizlik oranının diğer ülkeler ortalamasının belirgin olarak üzerinde olduğu görülmektedir. İtalya ve Belçika ekonomilerinde ise kamu maliyelerinin zayıf durumu endişe yaratmaktadır. Borç stokunun GSYİH'ye oranı İtalya'da yüzde 120 ile ülkeler ortalamasının oldukça üzerinde seyrederek ülke ekonomisinin görece kırılganlığını artırmaktadır. Belçika'da ise her ne kadar borç stoku/GSYİH oranı ülkeler ortalamasında seyretse dahi, yüzde 98 olan ortalamanın halihazırda oldukça yüksek olduğu göz önüne alındığında, Belçika ekonomisini kırılgan hale getiren en önemli unsur olmaktadır.

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere ülkelerin borç krizine duyarlılıklarını artıran en önemli unsurlardan birisi bankacılık sektöründeki kırılganlıklardır. İrlanda'da krizin bankacılık sektöründe ortaya çıkmış olması ve AB ülkelerinin bankacılık sektörlerinin bütünleşik yapısı bir arada değerlendirildiğinde, çevre ülkelerin bankacılık sektörlerinde meydana gelebilecek olası problemlerin diğer AB ülkelerinin bankacılık sistemlerini de önemli ölçüde etkilemesi kuvvetle muhtemeldir. Çevre ülkelerin bankacılık sektörlerinin yabancı bankalara olan yükümlülükleri Grafik 1'de görülmektedir. Buna göre, İrlanda bankalarının en büyük iki alacaklısının İngiltere ve Almanya olduğu, dolayısıyla İrlanda'nın bankacılık sistemindeki bir krizin, İngiliz ve Alman bankacılık sistemini doğrudan etkileyeceği görülmektedir. Yunanistan ve İrlanda'dan sonra en kırılgan üçüncü ekonomi olarak gözüken Portekiz'de ise yerli bankaların yükümlülüklerinin oldukça önemli bir bölümünün İspanyol bankalarına olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, Portekiz bankacılık sektörünün yüksek riskliliği de göz önüne alındığında, bu sektörde meydana gelebilecek olası bir problem İspanya'nın oldukça büyük olan bankacılık sistemini de olumsuz yönde etkileyebilecektir. İspanyol bankalarının en büyük alacaklılarının ise Alman, İngiliz ve Fransız bankaları olduğu düşünüldüğünde, İspanya bankacılık sistemindeki bir sorunun AB'nin merkez ülkelerinin bankacılık sistemlerini de doğrudan ve önemli ölçüde etkileyeceği görülmektedir. Sonuç olarak, çevre ülkelerin bankacılık sistemlerinde oluşabilecek bir "iflas" riski, AB'nin merkez ülkelerinin bankacılık sektörlerini de büyük ölçüde etkileme potansiyeli taşımaktadır.



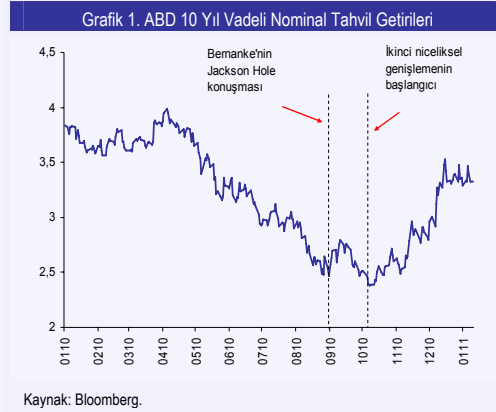
Özette, euro bölgesi çevre ülke ekonomilerinin kırılganlıklarının genel olarak kamu maliyesi ve bankacılık sektörü kaynaklı olduğu görülmekte; bu ülkelerde meydana gelebilecek sorunların, özellikle bankacılık sektörü kanalıyla merkez ülkelere de önemli ölçüde yansıma riski taşıdığı düşünülmektedir. Söz konusu çevre ülkelerde, halihazırda sorunlu olan kamu maliyesi ve yüksek bankacılık sektörü riskliliklerinin yanı sıra, 2011 yılında bu ülkelerde oldukça yüksek miktarlarda itfaların gerçekleşecek olması, yaşanan krizin dikkatle takip edilmeye devam edilmesini gerektirmektedir. Önümüzdeki döneme ilişkin olarak, bu ülkelerde borcun sürdürülebilirliğine dair endişeleri giderecek ve bankacılık sistemlerinin sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasını sağlayacak düzenlemeler kritik önem taşımaktadır.

Kutu  
2.2

## İkinci Niceliksel Genişleme Sonrası ABD'de Uzun Vadeli Nominal Tahvil Getirilerinde Gözlenen Artışın Nedenleri

Kısa vadeli faizlerin sıfır sınırına dayandığı gelişmiş ülkelerde merkez bankaları geleneksel olmayan yöntemlere başvurmuşlardır. Bu programlardan birisi de geçtiğimiz aylarda ABD Merkez Bankası tarafından duyurulan ikinci "niceliksel genişleme" programıdır. İlk olarak 28 Ağustos 2010 tarihinde Fed Başkanı Bernanke tarafından Jackson Hole konuşmasında gündeme getirilen ve 3 Kasım 2010 tarihinde yürürlüğe koyulan bu programa göre, 2011 yılının ikinci çeyreği sonuna kadar 600 milyar ABD doları tutarında ek uzun vadeli tahvil alımı yapılacaktır.

Anılan miktarda bir tahvil alımının yaratacağı fon arzının reel ve nominal faiz getiri oranlarını azaltması beklenebileceği gibi, büyüme ve enflasyon beklentileri yoluyla getirileri artırması da beklenebilir. İkinci niceliksel genişleme programı yürürlüğe girdikten sonra uzun vadeli (örneğin 10 yıl) tahvillerin getiri oranları artma eğilimi göstermiştir (Grafik 1). Bu



durum söz konusu programın amacına ulaşmadığı yönünde tartışmalara neden olmuştur. Nitekim getirilerin düşmemesini programın etkisiz olduğu şeklinde yorumlayanlar olduğu gibi, enflasyon beklentilerini olumsuz etkilediği yönünde görüş bildirenler de olmuştur. Bu kutuda yapılan analiz, gözlenen getiri artışlarının programın başarısız olmasından çok, ekonomik büyüme ve enflasyon beklentilerindeki bir normalleşmeden kaynaklanabileceğine işaret etmektedir.

Söz konusu getiri artışını daha sağlıklı yorumlayabilmek için göz önüne alınması gereken unsurlardan ilki, programın yürürlük tarihinden aylar önce duyurulmuş olması nedeniyle programın etkilerinin tahvil fiyatlarına önceden yansımış olma ihtimalinin güçlü olduğudur. Yürürlük tarihindeki duyuruda verilen yeni bilgi sadece alımların miktarına ilişkindir. Bu miktarın tahminler ile karşılaştırıldığında yüksek olmaması (hatta düşük olması), yürürlük tarihindeki yeni bilginin tahvil getirilerinin düşmesini ya da enflasyon beklentilerinin bozulmasını gerektirmeyebileceğini düşündürmektedir.

Göz önüne alınması gereken diğer bir unsur, programın etkisini aynı dönemdeki diğer gelişmelerin etkisinden ayırıştırmanın güçlüğüdür. Söz konusu eş zamanlı gelişmelerden en önemlisi, programın yürürlüğe girdiği dönemde ve sonrasında açıklanan ABD ekonomisine ilişkin verilerin genelde olumlu olması ve ikinci dip endişelerinin yerini daha olumlu büyüme tahminlerine bırakmasıdır.

Tablo 1. ABD Millî Gelir ve Enflasyon Tahminleri

	Millî Gelir		Enflasyon	
	2010	2011	2010	2011
Haz.10	3,3	3,1	1,7	1,7
Tem.10	3,1	3	1,7	1,5
Ağu.10	2,9	2,8	1,6	1,4
Eyl.10	2,7	2,4	1,6	1,4
Eki.10	2,7	2,4	1,6	1,5
Kas.10	2,7	2,4	1,6	1,4
Ara.10	2,8	2,7	1,6	1,5

Kaynak: Consensus Forecasts.

Tablo 1'de ABD ekonomisi için finansal ve ekonomik tahmin konusunda uzman 250 katılımcının aylık bazda öngörülerini içeren Consensus tahminleri yer almaktadır. Programın duyurulma tarihine kadar düşen büyüme beklentileri, duyurulma ve yürürlüğe girme tarihleri arasında aynı kalmış, yürürlük tarihinden sonra ise artış eğilimine girmiştir. Tahvil getirilerinde Grafik 1'de izlenen hareketler, Tablo 1'de verilen büyüme tahminlerindeki değişikliklerle genel olarak uyumludur.

Diğer bir ifadeyle programın duyurulma tarihi, Avrupa bölgesinde ortaya çıkan borç sorunu ve küresel büyümede ikinci dip endişeleri ile piyasalarda risk iştahının oldukça düşmüş olduğu bir döneme denk gelmektedir (Grafik 2). Bu dönemde piyasa oyuncuları güvenli liman saiki ile Amerikan tahvillerine yoğun ilgi göstermiş, söz konusu gelişme de getirilerin normalin üzerinde

Grafik 2. Risk İştahı ve ABD Nominal Tahvil Getirileri

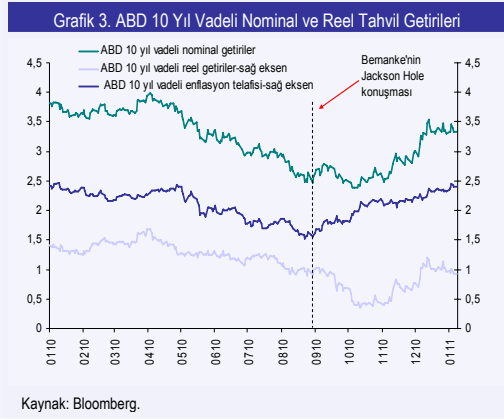


Kaynak: Bloomberg, Credit Suisse.

düşmesine neden olmuştur. Niceliksel genişlemenin yürürlüğe girdiği tarih ise Avrupa borç krizinin etkilerinin kısmen hafiflemesi ve ikinci dip endişelerinin azalması sonucu artan risk iştahının getirilerde yukarı yönlü baskı oluşturduğu bir dönemin başlarına denk gelmiştir. Artan risk iştahı nedeniyle getirilerin yukarı yönlü hareket etmesinin bekleneceği bir dönemde, yürürlüğe koyulan niceliksel genişleme tedbirinin etkilerinin ayırıştırılmasının güç olduğu düşünülmektedir.

Tahvil piyasasında gözlenen nominal getiri hareketlerinin kaynağı, ekonomik büyüme beklentilerine paralel gerçekleşen reel faiz artışı ve/veya enflasyon beklentisinde yükseliş ile açıklanabilir. On yıllık vadede ortalama reel faizler enflasyona endekli tahvillerin getirilerinden takip edilebilmektedir. Enflasyona endekli tahvillerin reel faiz seviyesi büyüme beklentileri ile ilişkilidir. Nominal faizin reel faizden artık olan kısmındaki değişimler ise (enflasyon risk priminin değişmediği varsayımı altında) enflasyon beklentisindeki değişimleri yansıtmaktadır.<sup>2</sup> Buna göre, reel faiz ilk duyurudan sonra düşmüş, ancak olumlu işgücü verilerinin yayımlandığı Kasım ve vergi teşvik kararlarının açıklandığı Aralık dönemlerinde belirgin artışlar göstermiştir (Grafik 3). Enflasyon beklentileri ise, tedbirin ilk defa açıklandığı Ağustos ayında çok düşük bir seviyede iken, duyuru sonrası kademeli bir şekilde artarak normal olarak değerlendirilebilecek bir seviyeye ulaşmıştır.

Sonuç olarak, son dönemde ABD nominal tahvil faizlerinde gözlenen yükselişlerin ekonomik büyüme ve enflasyon beklentilerindeki normalleşme sürecine işaret ettiği düşünülmektedir. Bu faizlerin son zamanlarda ulaştığı seviyeler, ikinci dip beklentileri ve Avrupa borç krizinin piyasalarda neden olduğu belirsizliğin azalması ve büyüme beklentilerinin artması sonucu



gerçekleşen bir düzeltme olarak algılanabilir. Diğer taraftan, niceliksel genişlemenin etkilerini net olarak ayırtırmak güç görünmektedir. İkinci niceliksel genişleme programının açıklanması ile birlikte enflasyon beklentilerindeki düşüşün durması ve hatta tersine hareket etmesi, programın gözlenen normalleşmeye katkıda bulunduğu şeklinde yorumlanabilir. Bunun yanı sıra, gerek programın açıklandığında gerekse yürürlüğe koyulduğunda reel faizlerden ziyade enflasyon telafisinde artışlar görülmesi (Grafik 3), piyasa katılımcılarının programın uzun vadeli ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin sınırlı kalacağı şeklinde bir algıya sahip olduklarını düşündürmektedir. Yakın dönem büyüme beklentilerini etkileyen temel unsurların ise iktisadi verilerin olumlu gelmesi ve mali teşviklerin duyurulması olduğu düşünülmektedir.

<sup>2</sup> Artan belirsizlik sonucu enflasyon risk priminin de yükseldiği bir varsayım altında ise enflasyon telafisinde görülen artış tamamen enflasyon beklentisindeki yükselişe atfedilememektedir.



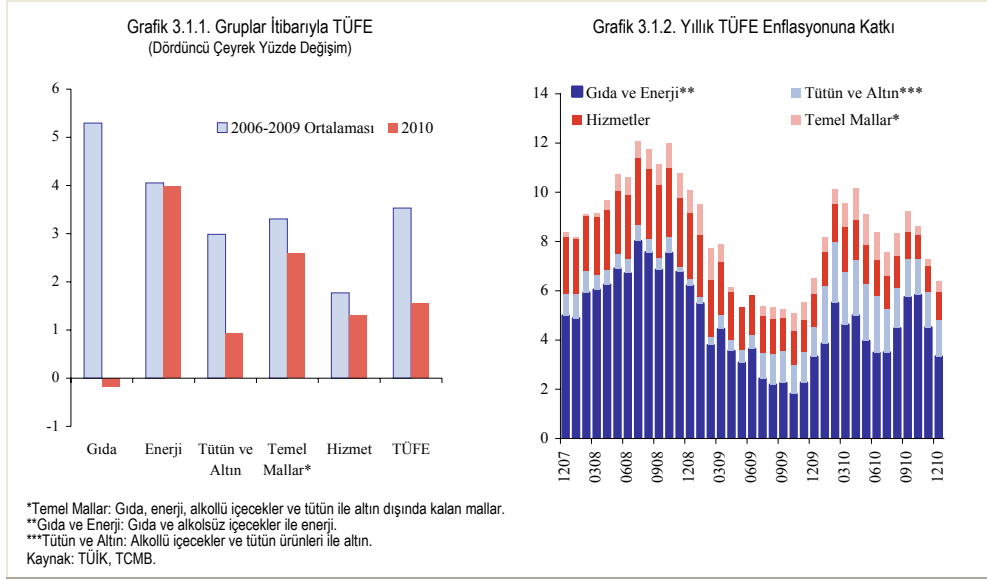
## 3. Enflasyon Gelişmeleri

### 3.1. Enflasyon

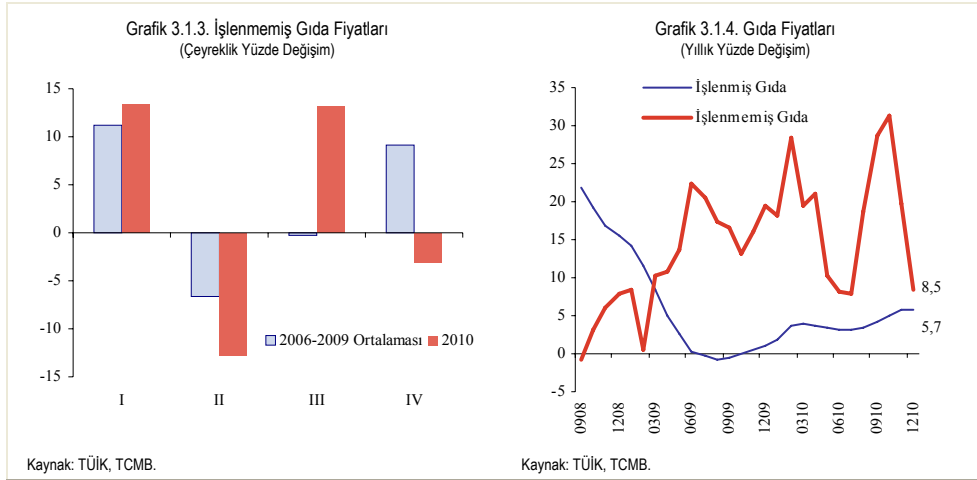
Yılın son çeyreğinde tüketici fiyatları yüzde 1,55 oranında artmış ve yıllık enflasyon yüzde 6,4 oranına gerilemiştir. Böylelikle, tüketici enflasyonu yüzde 6,5 olan 2010 yılı hedefine oldukça yakın bir düzeyde gerçekleşmiştir. Temel (çekirdek) enflasyon göstergeleri orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini korumuştur. Alt gruplar bazında bakıldığında ise mal ve hizmet kalemlerinin tamamında değişim oranlarının geçmiş yılların ortalamasının altında kaldığı görülmüştür (Grafik 3.1.1).

Gıda fiyatları bu çeyrekte de tüketici fiyatlarının seyrinde öne çıkan temel unsur olmuştur (Grafik 3.1.1). Üçüncü çeyrekte işlenmemiş gıda fiyatlarına bağlı olarak endeks tarihinin en yüksek artışını gösteren gıda fiyatları, son çeyrekte söz konusu grup fiyatlarındaki düzeltmeyle düşüş kaydetmiştir. Böylece, yıl içinde 4,67 puana kadar yükselen gıda grubunun yıllık enflasyona olan katkısı 2010 yılı sonu itibarıyla 1,94 puana gerilemiştir (Grafik 3.1.2). Öte yandan, yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinde yatay seyreden enerji fiyatları, son çeyrekte uluslararası petrol fiyatları ve döviz kuru gelişmeleri doğrultusunda artış kaydetmiştir.

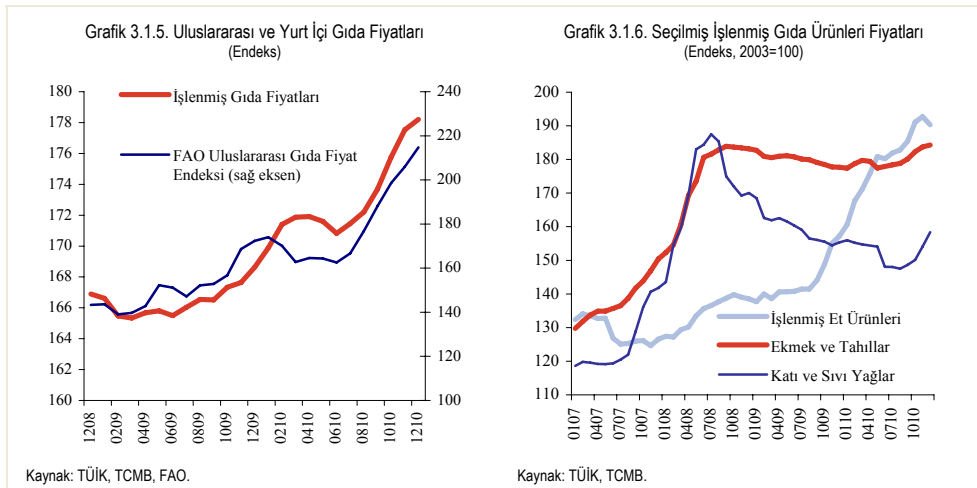
Yurt içi talep güçlü bir artış eğilimi sergilese de, toplam talep koşulları henüz enflasyon üzerinde yukarı yönlü belirgin baskı oluşturacak düzeye gelmemiştir. Nitekim, bu dönemde dayanıklı tüketim malları fiyatları azalış gösterirken, mevsimsellikten arındırılmış temel mal (gıda, enerji, alkollü içecekler, tütün ve altın dışında kalan mallar) fiyatları yatay bir seyir izlemiştir. Hizmet fiyatları yıllık artış oranı bir önceki çeyrek sonuna kıyasla değişim göstermemiş ve bu gelişmeler sonucunda temel enflasyon göstergeleri tarihsel olarak düşük düzeylerini korumuştur. Önümüzdeki aylarda temel enflasyon göstergelerinin, son çeyrekte TL cinsinden ithalat fiyatlarında gözlenen yükselişlerin de etkisiyle, sınırlı artışlar göstermesi beklenmektedir.



İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki aşırı oynaklık 2010 yılında güçlenerek sürmüştür (Kutu 3.1-Grafik 1). Bu dönemde, çeyreklik fiyat değişimleri mevsimsel ortalamalardan önemli ölçüde farklılaşmıştır (Grafik 3.1.3). Özellikle yılın ikinci yarısında fiyatlar mevsimsel eğilimlere ters bir görünüm sergilemiştir. Tarihsel olarak üçüncü çeyreklerde gerileyen işlenmemiş gıda fiyatları, bu yıl aynı dönemde taze meyve-sebze fiyatlarındaki gelişmelerle endeks tarihinin en yüksek fiyat artışını kaydetmiştir. Ekim Enflasyon Raporu'nda 2010 yılına ilişkin meyve-sebze üretim tahminleri ve gıda fiyatlarının genel tüketici fiyatlarından uzun süreli farklılaşmadığı saptamasından hareketle, meyve-sebze fiyatlarındaki bu yükselişin geçici olduğu ve yılın son çeyreğinde söz konusu fiyatlarda kaydedilecek düzeltme ile gıda yıllık enflasyonunun tekrar azalış göstereceği belirtilmişti. Nitekim, bu gruptaki fiyat artışları son çeyrekte yerini öngörülenin de ötesinde azalışlara bırakmıştır (Grafik 3.1.3). Buna ilave olarak, alınan ithalat tedbirlerinin etkisiyle kırmızı et fiyatları da, uzun süredir devam eden yükselişlerin ardından anılan dönemde azalış göstermiştir. Bu doğrultuda, işlenmemiş gıda fiyatları yıllık artış oranı bir önceki çeyreğe kıyasla 20,2 puan azalarak yüzde 8,52 olmuştur (Grafik 3.1.4).

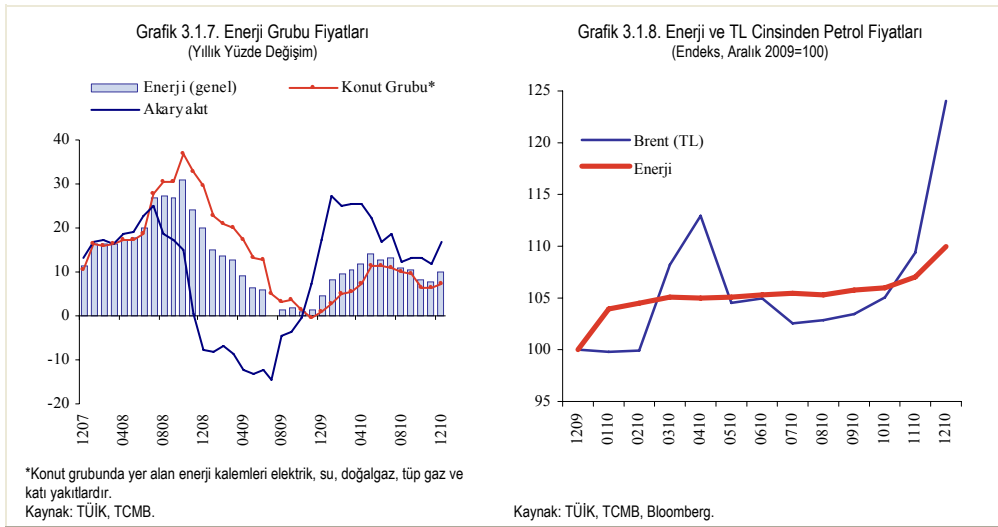


Bu dönemde işlenmiş gıda fiyatları uluslararası gıda fiyatlarına paralel olarak artış eğilimi sergilemiştir (Grafik 3.1.4 ve Grafik 3.1.5). İşlenmiş et ürünleri fiyatlarındaki artışlar işlenmemiş et fiyatlarında önceki dönemlerde gözlenen yükselişlerin gecikmeli etkileriyle yılın son ayına kadar sürmüştür (Grafik 3.1.6). Diğer taraftan, uluslararası fiyat gelişmeleri doğrultusunda yurt içi buğday fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artışlar, ekmek ve tahıl ürünleri fiyatlarını olumsuz yönde etkilemeye başlamıştır. Bunun yanında, gerek yurt içinde gerekse yurt dışında ayçiçeği gibi yağlı bitkilerin fiyatlarında kaydedilen yükselişlere bağlı olarak katı ve sıvı yağ fiyatlarında da bu çeyrekte artışlar gözlenmiştir.



Sonuç olarak, işlenmiş gıda fiyatlarındaki yukarı yönlü eğilime karşın işlenmemiş gıda fiyatlarındaki keskin gerileme sonucunda 2010 yılında gıda fiyatlarının yıllık artış oranı yüzde 7,02 olarak gerçekleşmiş ve Ekim Enflasyon Raporu'nda varsayılan 10,5 değerinin oldukça altında kalmıştır.

Enerji fiyatları yılın son çeyreğinde uluslararası gelişmelere bağlı olarak yüzde 3,98 oranında artmış ve yılın ikinci yarısından bu yana gerileyen grup yıllık enflasyonu Aralık ayı itibarıyla yüzde 9,96'ya yükselmiştir (Grafik 3.1.7, Tablo 3.1.1). Kamu fiyat ve vergi ayarlamaları ile 2010 yılı Ocak ayında belirgin bir oranda yükselen enerji fiyatları, yılın son çeyreğine kadar görece sabit bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.8). Uluslararası Brent petrol fiyatının ABD doları bazında son çeyrekte ortalama yüzde 13,6 oranında artmasıyla akaryakıt ve tüp gaz fiyatları belirgin oranlarda yükselmiştir. Bunun yanında, dördüncü çeyrekte çeşitli illerdeki su tarifelerinde de artışlar gözlenmiştir. Ocak ayında vergi düzenlemelerinin oluşturduğu baz etkisiyle enerji fiyatları yıllık artış oranının belirgin bir oranda gerileyeceği not edilmelidir.

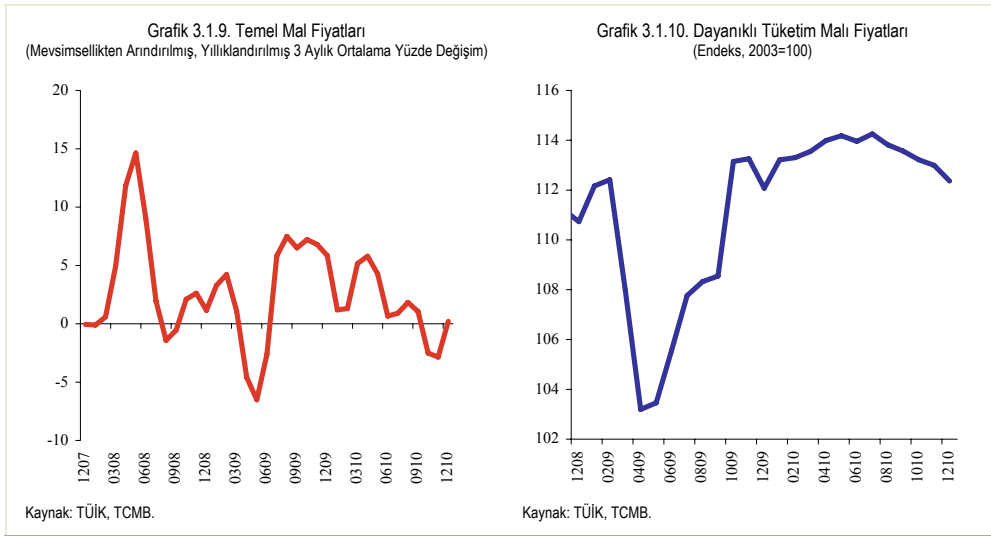


**Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları**  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2009		2010				Yıllık
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	
<b>TÜFE</b>	<b>4,26</b>	<b>6,53</b>	<b>3,93</b>	<b>-0,32</b>	<b>1,15</b>	<b>1,55</b>	<b>6,40</b>
<b>1. Mallar</b>	<b>5,32</b>	<b>7,01</b>	<b>4,50</b>	<b>-0,38</b>	<b>1,29</b>	<b>1,64</b>	<b>7,18</b>
Enerji	4,54	4,64	5,08	0,21	0,43	3,98	9,96
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	7,57	9,26	7,33	-6,66	7,02	-0,18	7,02
İşlenmemiş Gıda	15,00	19,35	13,40	-12,76	13,16	-3,05	8,52
İşlenmiş Gıda	1,27	1,04	1,93	-0,62	1,69	2,59	5,68
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	3,65	6,15	1,81	5,07	-2,96	2,21	6,09
Temel Mallar	4,08	2,56	-3,27	6,16	-3,45	2,59	1,70
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	3,25	1,22	1,32	0,36	-0,34	-1,06	0,26
Alkollü İçecek, Tütün ve Altın	2,03	22,89	23,22	1,48	-1,27	0,93	24,61
<b>2. Hizmetler</b>	<b>1,28</b>	<b>5,13</b>	<b>2,32</b>	<b>-0,17</b>	<b>0,73</b>	<b>1,31</b>	<b>4,24</b>
Kira	1,10	5,28	0,96	0,65	1,30	0,98	3,96
Lokanta ve Oteller	2,32	7,31	3,30	2,28	1,56	2,30	9,76
Ulaştırma	1,25	2,53	2,44	1,32	1,83	1,28	7,04
Haberleşme	2,55	3,08	3,53	-6,11	-2,90	2,23	-3,51
Diğer Hizmetler*	-0,05	6,03	1,76	0,27	1,19	0,30	3,57

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

Temel malların yıllık fiyat artış oranı bir önceki çeyreğe kıyasla 1,5 puan azalışla yüzde 1,70 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 3.1.2). Bu gelişimde, 2009 yılı içinde gerçekleştirilen geçici vergi ayarlamalarının oluşturduğu bazın ortadan kalkması etkili olmuştur. Nitekim, son çeyrekte mevsimsel etkilerden arındırılmış temel mal fiyatları belirgin bir değişim göstermemiştir (Grafik 3.1.9). Bu dönemde dayanıklı tüketim malları fiyatları azalış eğilimi sergilemiş, bu kalem dışında kalan mallarda da fiyatların ılımlı seyretmesiyle temel mal enflasyonu tarihsel olarak düşük düzeylerini korumuştur (Grafik 3.1.10).



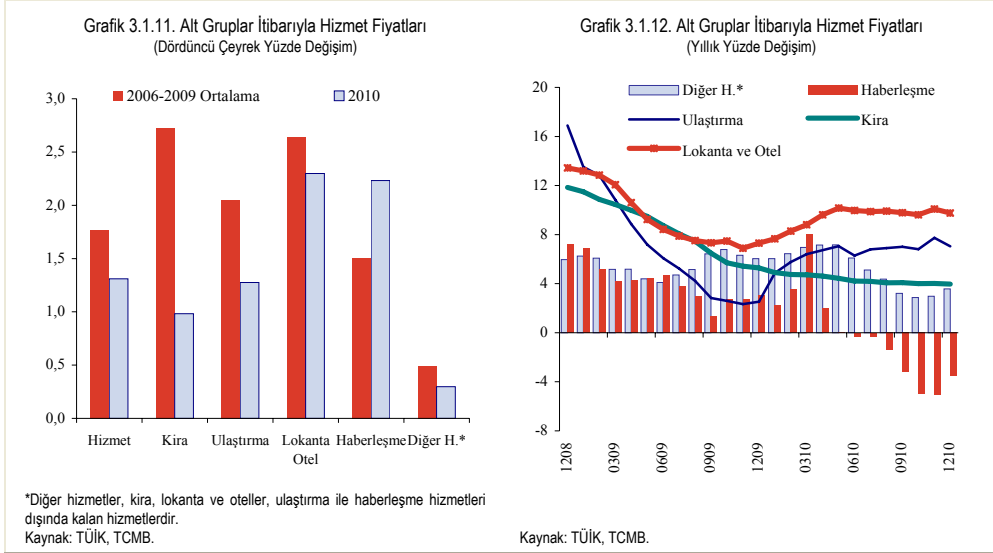
Tablo 3.1.2. Temel Mal Fiyatları  
(Üç Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2009		2010				Yıllık
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	
<b>Temel Mallar</b>	<b>4,08</b>	<b>2,56</b>	<b>-3,27</b>	<b>6,16</b>	<b>-3,45</b>	<b>2,59</b>	<b>1,70</b>
<b>Giyim ve Ayakkabı</b>	<b>10,27</b>	<b>3,39</b>	<b>-12,62</b>	<b>23,73</b>	<b>-11,90</b>	<b>9,94</b>	<b>4,72</b>
<b>Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)</b>	<b>3,25</b>	<b>1,22</b>	<b>1,32</b>	<b>0,36</b>	<b>-0,34</b>	<b>-1,06</b>	<b>0,26</b>
Mobilya	7,86	-2,51	1,41	3,76	1,77	-1,06	5,94
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	-1,11	-4,47	-0,16	-1,01	-0,85	-0,23	-2,23
Otomobil	4,72	6,49	2,17	-0,11	-0,61	-1,67	-0,26
Diğer Dayanıklı Mallar	0,41	2,79	0,56	2,17	-1,81	0,90	1,79
<b>Diğer</b>	<b>0,17</b>	<b>3,40</b>	<b>-0,95</b>	<b>0,11</b>	<b>0,58</b>	<b>1,18</b>	<b>0,91</b>

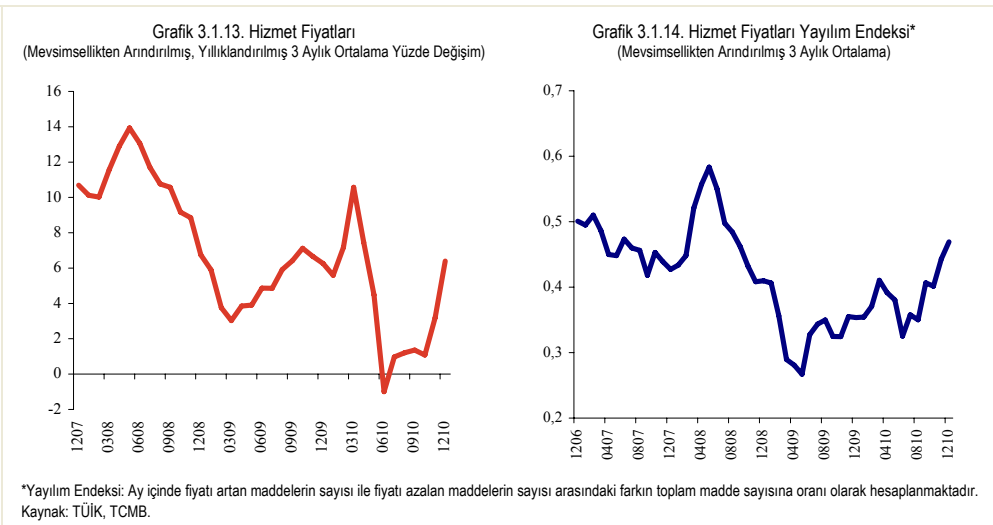
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hizmet fiyatları yılın son çeyreğinde yüzde 1,31 oranında artarken, grup yıllık enflasyonu üçüncü çeyreğe kıyasla değişmeyerek yüzde 4,24 olmuştur (Tablo 3.1.1). Böylelikle, hizmet enflasyonu endeks tarihinin en düşük seviyelerinde seyretmeye devam etmiştir. Yılın dördüncü çeyreği, cep telefonu görüşme ücretlerindeki artışa bağlı olarak yükselen haberleşme hizmetleri dışında hizmet grubu genelinde fiyat artışlarının tarihsel ortalamalara kıyasla

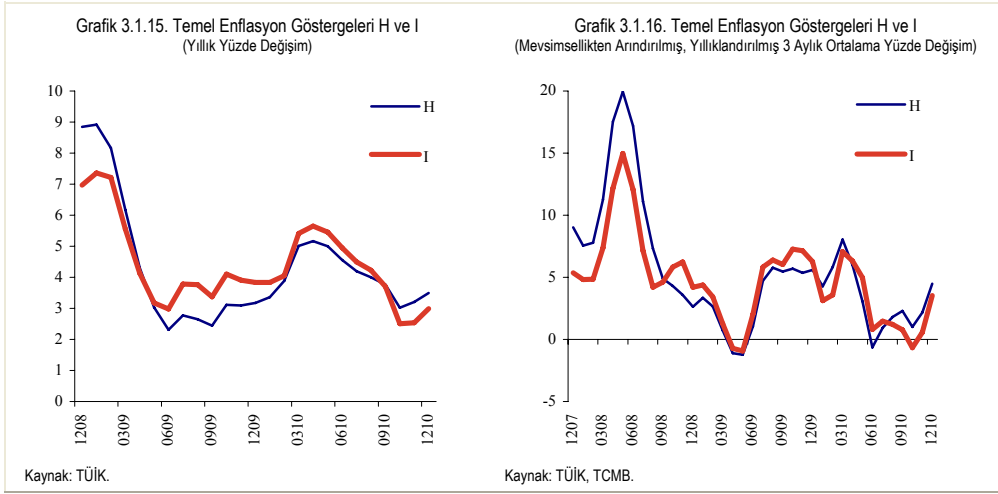
daha düşük seyrettiği bir dönem olmuştur (Grafik 3.1.11). Kira yıllık enflasyonu azalış eğilimini yavaşlayarak da olsa sürdürmüş ve endeks tarihindeki en düşük seviye olan yüzde 3,96'ya gerilemiştir.



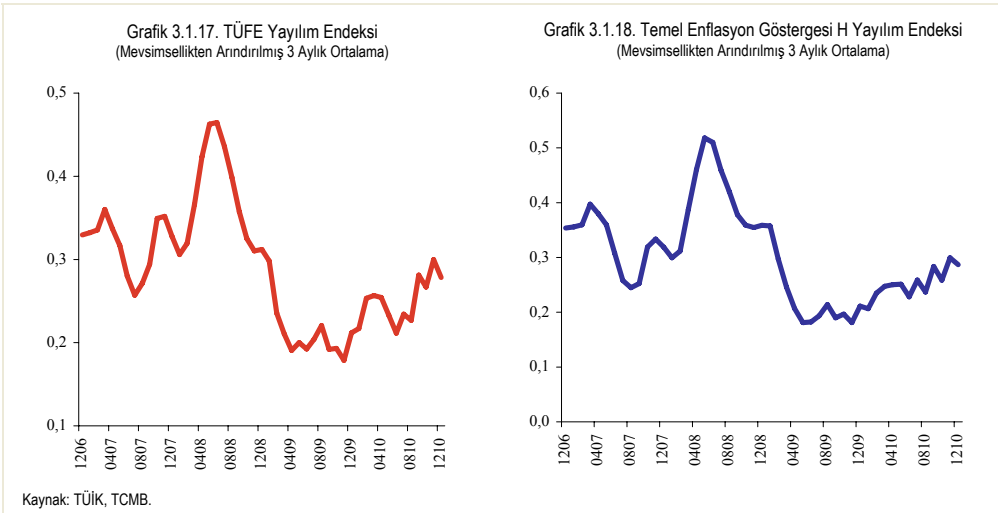
Yılın son çeyreğinde hizmet grubunun alt kalemlerinin genelinde yıllık enflasyonların sabit kalmasına rağmen, mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler bu çeyrekte grup fiyatlarında yukarı yönlü bir harekete işaret etmektedir (Grafik 3.1.13). Grup genelinde fiyatı artan ve azalan maddelerin oranları üzerinden hesaplanan yayılım endeksi de bu bulguyu desteklemektedir (Grafik 3.1.14). Önümüzdeki dönemde hizmet grubu yıllık enflasyonunun sınırlı da olsa yukarı yönlü bir eğilim sergileyeceği tahmin edilmektedir.



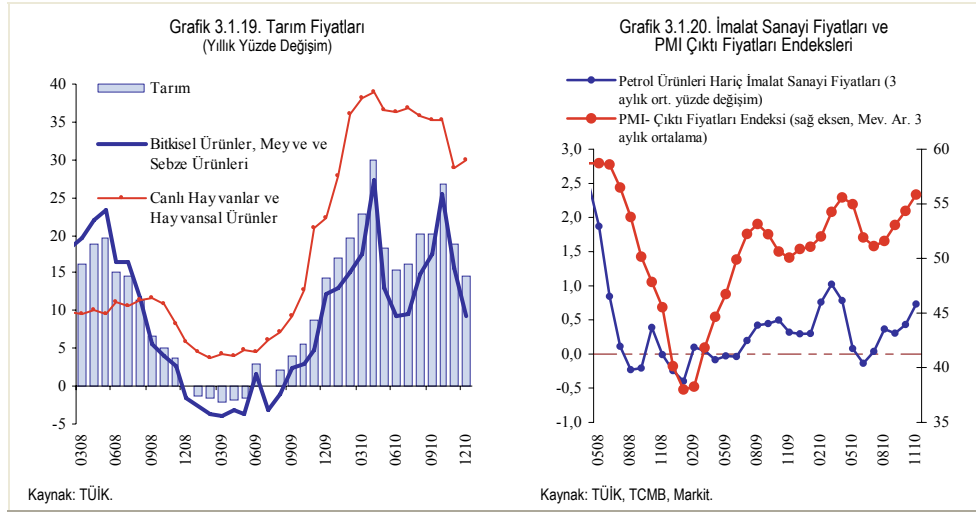
Yılın son çeyreğinde temel enflasyon göstergelerinin yıllık artış oranı önceki çeyreğe kıyasla gerilemiştir (Grafik 3.1.15). 2009 yılında dayanıklı tüketim mallarında uygulanan geçici vergi ayarlamalarının oluşturduğu baz etkisi Ekim ayında göstergelerin yıllık artış oranlarını düşürücü yönde etkide bulunmuştur. Yılın son iki ayında ise göstergelerde sınırlı oranda yükseliş gözlenmiştir. Temel enflasyon göstergelerinin mevsimsellikten arındırılmış aylık değişimlerinin üç aylık ortalamaları son dönemde artış eğilimi gösterse de seviye olarak orta vadeli hedeflerle uyumlu görünümünü sürdürmüştür (Grafik 3.1.16). TCMB bünyesinde alternatif yöntemlerle hesaplanan farklı çekirdek enflasyon göstergeleri de benzer bir ana eğilime işaret etmektedir (Kutu 3.2).



Yayılm endekslerinin mevsimsellikten arındırılmış verileri de son çeyrekte genelde yukarı yönlü bir eğilim izlemiş ve yıl sonu itibarıyla tarihsel ortalamalar düzeyine ulaşmıştır (Grafik 3.1.17 ve Grafik 3.1.18).



Üretici fiyatları bu dönemde imalat sanayi fiyat gelişmelerine bağlı olarak son iki çeyreğe kıyasla daha yüksek bir oranda artmıştır (Tablo 3.1.3). Tarım fiyatları nispeten olumlu bir görünüm çizerken, meyve ve sebze üretici fiyatları bu gelişmede belirleyici olmuştur. Öte yandan, tarımsal emtia fiyat gelişmelerine paralel olarak buğday, arpa, ayçiçeği ve pamuk gibi imalat sanayine girdi teşkil eden ürünlerdeki fiyat artışları sürmüştür.



Son çeyrekte imalat sanayi fiyatları ithalat fiyatlarında kaydedilen yükselişlerin etkisiyle yüzde 2,86 oranda artmıştır (Grafik 3.1.20). Bunun yanında, Türk lirasının yakın dönemde değer kaybetmesinin de imalat sanayi fiyatları üzerinde olumsuz etkileri olmuştur. Emtia fiyatlarının etkileri bilhassa petrol ürünleri ve ana metal sanayi imalatı fiyatları üzerinde hissedilmiştir. Uluslararası pamuk fiyatındaki yukarı yönlü eğilimle tekstil ve giyim eşyası imalatı fiyat artışları da bir miktar hızlanmıştır. Özetle, yılın son çeyreğinde enflasyon üzerinde imalat sanayi fiyatları kaynaklı maliyet baskılarının arttığı gözlenmiştir.

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

	2009		2010				Yıllık
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	
<b>ÜFE</b>	<b>2,25</b>	<b>5,93</b>	<b>4,24</b>	<b>0,67</b>	<b>1,51</b>	<b>2,21</b>	<b>8,87</b>
<b>Tarım</b>	<b>5,25</b>	<b>14,22</b>	<b>9,66</b>	<b>2,41</b>	<b>1,71</b>	<b>0,26</b>	<b>14,52</b>
Bitkisel, Meyve ve Sebze Ürünleri	4,20	12,17	7,55	2,03	2,78	-3,17	9,20
Canlı Hayvanlar ve Hayvansal Ürünler	12,77	22,22	12,63	0,29	6,23	8,21	29,85
<b>Sanayi</b>	<b>1,56</b>	<b>4,14</b>	<b>3,12</b>	<b>0,29</b>	<b>1,46</b>	<b>2,64</b>	<b>7,70</b>
Madencilik	2,08	10,58	0,99	1,27	3,75	0,95	7,11
<b>İmalat</b>	<b>1,52</b>	<b>5,20</b>	<b>2,54</b>	<b>0,10</b>	<b>0,99</b>	<b>2,86</b>	<b>6,62</b>
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	0,96	2,45	2,28	0,24	1,09	2,20	5,92
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	0,95	2,28	1,16	0,14	0,72	1,90	3,98
Elektrik, Gaz ve Su	1,80	-10,50	9,67	1,66	5,07	1,32	18,68

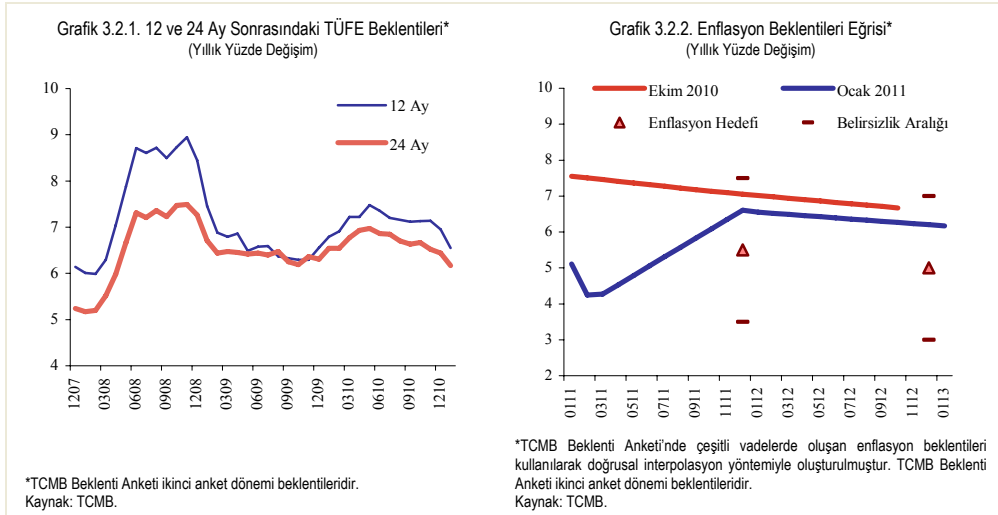
Kaynak: TÜİK, TCMB.



Bu gelişmeler çerçevesinde, yılın ilk çeyreğinde enflasyonun düşmeye devam edeceği, temel enflasyon göstergelerinin ise sınırlı yükselişler sergilemekle birlikte orta vadeli hedeflerle uyumlu düzeylerde kalmaya devam edeceği tahmin edilmektedir.

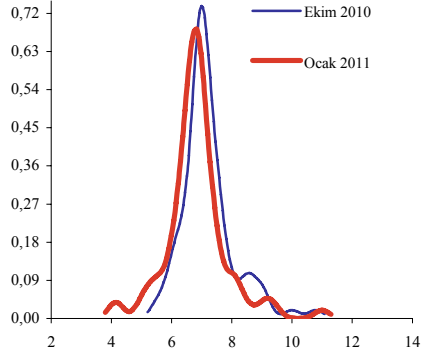
### 3.2. Beklentiler

2010 yılının üçüncü çeyreğinde yatay seyreden orta vadeli enflasyon beklentileri, son çeyrekte tüketici enflasyonunun beklenenden daha hızlı gerilemesinin de etkisiyle belirgin bir düşüş kaydetmiştir (Grafik 3.2.1). Yakın dönem enflasyon beklentileri bir önceki çeyreğe kıyasla yüksek bir oranda gerilerken, vade uzadıkça beklentilerdeki azalış daha sınırlı olmuştur (Grafik 3.2.2). Mevcut durumda, enflasyon beklentileri 2011 ve 2012 yıl sonları için belirlenen yüzde 5,5 ve yüzde 5 düzeyindeki hedeflerin ima ettiği değerlerin yaklaşık 1 puan üzerinde seyretmektedir.

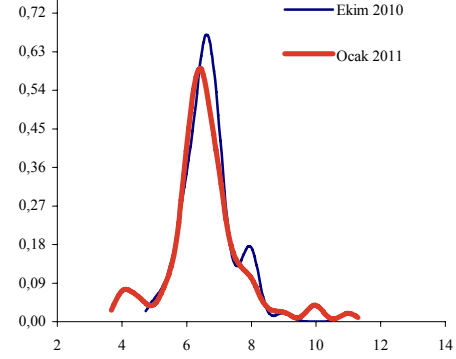


Bu dönemde, katılımcıların gelecek 12 aylık enflasyon beklentileri arasındaki uyumda Ekim ayına kıyasla belirgin bir değişim gözlenmezken, 24 aylık enflasyon beklentileri arasındaki uyum bir miktar azalmıştır (Grafik 3.2.3 ve Grafik 3.2.4).

Grafik 3.2.3. Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı\*



Grafik 3.2.4. Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı\*

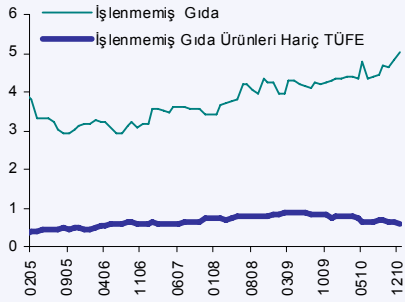


\*Yatay eksen enflasyon değerlerini, dikey eksen Kernel tahminini ifade etmektedir. TCMB Beklenti Anketi ikinci anket dönemi beklentileridir.  
Kaynak: TCMB.

Kutu  
3.1

## İşlenmemiş Gıda Fiyatlarında Oynaklığın Nedenleri

Ülkemizde gıda fiyatlarındaki gelişmeler incelendiğinde, işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarının yüksek bir oynaklık sergilediği ve bu oynaklığın son yıllarda arttığı gözlenmektedir (Grafik 1). Ayrıca, bulgular bu oynaklığın diğer ülkelere kıyasla da belirgin bir ölçüde yüksek olduğuna işaret etmektedir (Öğünç, 2010). Söz konusu malların tüketici fiyat endeksinde önemli bir paya sahip olduğu dikkate alındığında, işlenmemiş gıda fiyatlarının seyri tüketici enflasyonunun analiz ve tahmininde önemli bir belirsizlik unsuru oluşturmakta, beklenti yönetimini zorlaştırmaktadır. Söz konusu oynaklığın bu yüksek seyri Türkiye'de enflasyon hedefi için saptanan belirsizlik aralığının enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir çok ülkeye kıyasla daha yüksek olmasında da etkili olmaktadır (Grafik 2). Orta vadede fiyat istikrarının tesisi açısından işlenmemiş gıda ürünlerindeki oynaklığın sebeplerinin ortaya koyulması önem arz etmekte, bu çerçevede bu kutuda fiyatların oynaklığına etki eden unsurlar üzerinde durulmaktadır.

Grafik 1. Oynaklıkta Zaman İçinde Değişim  
(Aylık Enflasyonun 24 Aylık Hareketli Standart Sapması)

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 2. Enflasyon Hedeflemesi Yapan Seçilmiş Ülkeler İçin  
Belirsizlik Aralıkları (Belirsizlik Aralığı Orta Noktası/Enflasyon  
Hedefine Göre  $\pm$  Yüzde Puan)

Kaynak: TCMB, ilgili ülkelerin merkez bankaları.

Ülkemizde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklığın görece yüksek olmasının nedenlerini iki başlıkta incelemek mümkündür. Bunlardan ilki fiyat endekslerinin hesaplanma yöntemine ilişkin hususlar, ikincisi ise fiyatların oluşumuna etki eden yapısal nedenlerdir. Analizlerde oynaklık, çoğunlukla taze meyve ve sebze ürünleri özelinde ele alınmaktadır. Bunun temel nedeni, bu malların işlenmemiş gıda fiyatları içerisinde en fazla oynaklık sergileyen ve aynı zamanda tüketim sepeti içinde payı yüksek olan ürünler olmasıdır.

### Ölçüm Yöntemleri:

**A**tuk ve Sevinç (2010) birinci gruba yönelik olarak yaptıkları çalışmada, taze meyve ve sebze fiyatlarının tüketici fiyat endeksine dahil edilmesinde ülkemizde ve diğer ülkelerde kullanılan yöntemler (mevsimsel ürünlerin fiyat endekslerinde ele alınış biçimi) arasında farklılıklar bulunduğunu, bu durumun fiyatlardaki oynaklığı etkileyebildiğini tespit etmiştir.

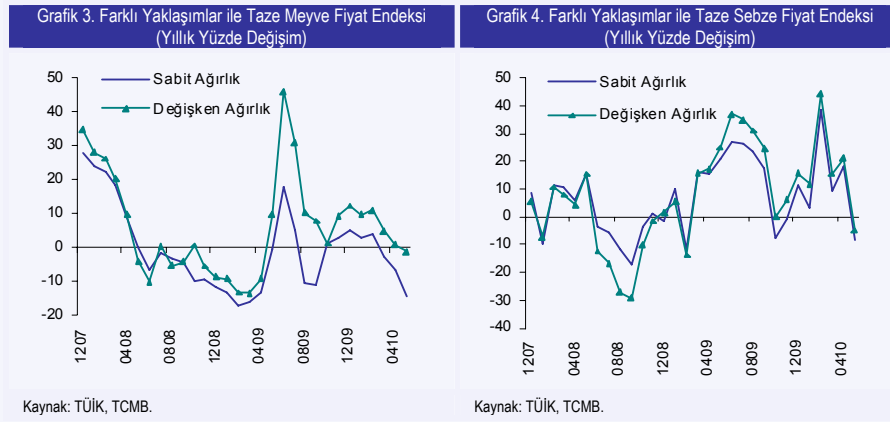
**T**ürkiye'de işlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklığın temel belirleyicisi taze meyve ve sebze ürünleridir. Birçok taze meyve ve sebze ürününün de içinde bulunduğu ve hanehalkının tüketim sepetinde yılın sadece belirli dönemlerinde yer alan ürünler literatürde güçlü mevsimsellik gösteren ürünler olarak adlandırılmaktadır. Bu ürün fiyatlarının yüksek mevsimsellik göstermesi, aylık hesaplanan TÜFE'de söz konusu ürünlerin endekse dahil edilmesinde farklı fiyat ve ağırlık yöntemlerinin kullanımını beraberinde getirmektedir. Fiyatlar için, aşırı fiyat hareketlerinin dışlandığı veya hareketli ortalamaların kullanıldığı yöntemler söz konusuysen, ağırlıklar için değişken ve sabit ağırlık sistemi olarak iki temel yaklaşım bulunmaktadır. Güçlü mevsimsellik gösteren ürünlerin TÜFE hesaplamalarında nasıl ele alınacağına ilişkin farklı yaklaşımlar önerilebilmekle birlikte, her zaman ve her ülke için ideal olarak nitelendirilebilecek bir yöntem bulunmamaktadır. Ülkeler için doğru yaklaşımın, fiyatların davranış özelliklerine, dolayısıyla verinin yapısına göre değişebildiği belirtilmelidir. Bu kutuda söz konusu ürün grubu fiyatlarının ele alınışında sadece ağırlık yöntemine odaklanılmakta, yaygın olarak kullanılan değişken ve sabit ağırlık yaklaşımları karşılaştırmalı olarak analiz edilmektedir.

**D**eğişken ağırlık sistemi Türkiye'de mevcut TÜFE hesaplamalarında kullanılan ağırlık yaklaşımıdır. Buna göre, taze meyve ve sebze ürünlerinin TÜFE içerisindeki ağırlıkları, Hanehalkı Bütçe Anketi (HBA) verilerine göre bireylerin belirli ay içerisindeki tüketim kalıplarını yansıtacak şekilde her ay farklılık göstermektedir. Örneğin, bir yaz meyvesi olan kayısının TÜFE içerisindeki ağırlığı Haziran-Temmuz ayları arasında yüksek değerler alırken, bu aylar dışında kalan on ay boyunca sıfır olarak alınmakta ve bu ürün endeks hesaplamalarına dâhil edilmemektedir.

**S**abit ağırlık sisteminde ise tüm ürünlerde her ay için sabit, ortalama ağırlıklar kullanılmaktadır. Daha önce verilen örneğe göre, sabit ağırlık sisteminde kayısı, yılın tüm aylarında değişmeyen bir ağırlıkla endeks hesaplamalarına katılmaktadır. Bu yaklaşımda, ürünlerin fiyatlarının temin edilemediği dönemlerde, (kayısı örneğinde Haziran-Temmuz dönemi dışında kalan aylarda) olası fiyat verisi türetilerek endeks hesaplanmaktadır.

Değişken ağırlık yaklaşımı ile hesaplanan taze meyve ve sebze endeksleri ile tarafımızca sabit ağırlık yaklaşımı kullanılarak hesaplanan taze meyve ve sebze endeksleri aşağıda sunulmaktadır (Grafik 3, Grafik 4). Buna göre, iki yaklaşımın özellikle meyve endeksinde oldukça farklılaştığı gözlenmektedir.

İncelenen 2008-2010 döneminde iki yaklaşımın grup aylık enflasyonlarındaki oynaklık açısından farklılaştığı görülmektedir. İncelenen dönem verisinde yıllar itibarıyla taze sebze grubunda belirgin bir farklılaşma gözlenmezken, meyve grubunda oynaklığın sabit ağırlık yaklaşımında belirgin olarak daha düşük olduğu bulunmuştur (Tablo 1).



Tablo 1. Ortalama Aylık Enflasyon Oynaklığı (Standart Sapma)				
	Taze Meyve		Taze Sebze	
	Sabit Ağırlık	Değişken Ağırlık	Sabit Ağırlık	Değişken Ağırlık
2008	6,21	8,79	16,22	18,39
2009	10,94	13,08	13,57	13,57
2010*	3,55	9,59	24,30	22,36
Tüm Örneklem	8,14	10,70	16,14	16,67

\* 2010 yılı için hesaplamalar ilk beş ayı kapsamaktadır.

Bulgular incelenen dönemde, sabit ağırlık sisteminde, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklığın ağırlık yapısından kaynaklanan kısmının kontrol edilebildiğine, böylelikle gıda fiyatlarının ölçülen oynaklığının azaldığına işaret etmektedir. Bu çerçevede, gerek yukarıda tartışılan farklı ağırlık yöntemleri gerekse fiyatların endekslere farklı şekilde dahil edilmesine dayalı ülke örnekleri, TÜFE içinde yer alan işlenmemiş gıda fiyatlarının ölçüm yöntemlerinin daha detaylı incelenmesinin faydalı olabileceğini ortaya koymaktadır.

#### Yapısal Nedenler:

Orman ve diğerleri (2010) sektördeki farklı kesimlerden uzman kişilerle gerçekleştirdikleri görüşmelerden yola çıkarak, işlenmemiş gıda fiyatlarında oynaklığa etki eden yapısal faktörleri incelemiştir. Çalışmada ortaya çıkan görüşleri şu başlıklar altında sunmak mümkündür:

**Üretimin İklim Koşullarına Bağımlılığının Yüksek Olması:** Yapılan görüşmelerde, işlenmemiş gıda ürünlerine yönelik talebin fiyat ve gelir esnekliklerinin düşük olması nedeniyle, bu malların fiyatlarında meydana gelecek değişimin büyük ölçüde arz koşulları tarafından belirlendiği ifade edilmiştir. Uzmanlara göre, ortalama gelir düzeyinin görece düşük olması, çiftçilerin ortalama eğitim düzeyinin sınırlı olması, küçük ölçekli üretim, sulama vb. altyapı yatırımlarının yetersizliği ve modern üretim tekniklerinin yeterli olmaması gibi nedenlerle, üreticiler iklim koşullarının üretim miktarı ve kalitesi üzerine etkisini sınırlandırmada yetersiz kalmakta ve sonuçta arz düzeyinde önemli dalgalanmalar yaşanabilmektedir.

**Bilgi Altyapısının Yetersizliği:** Daha çok geleneksel aile işletmelerinin baskın olduğu tarımsal üretimde hangi ürünün ekileceğine yönelik kararlar çoğu kez cari yıldaki fiyatlara bakılarak alınmaktadır. Bu şekilde verilen üretim kararları takip eden yılda ürünün fiyatında önemli bir azalışı, ekimden vazgeçilen ürünün fiyatında ise önemli bir yükselişi gündeme getirebilmektedir. Diğer taraftan, sektörde kayıt dışılığın büyük boyutta olması ve üreticilerin kurumsallaşamaması ürün borsalarının gelişimini ve üretim planlaması yapılmasını sınırlandırmaktadır. Üretime yönelik veri kalitesinin zayıflığı da fiyatların sağlıklı bir biçimde öngörülebilmesini engellemektedir.

**Piyasa Yapısı:** Gelişmiş ülkelerin aksine, ülkemizde üretici örgütlenmesi oldukça zayıftır. Buna karşın, nihai aşamadaki satıcıların ve aracılardan daha güçlü bir konuma sahip olduğu ifade edilmektedir. Örgütsüz olmaları nedeniyle üreticiler fiyatların belirli bir düzeyde istikrar kazanmasında rol oynayamamakta, fiyatların gelişimini kimi zaman spekülâtif davranışlar sergileyebilen aracılardan veya alıcı firmalardan yönlendirmektedir. Gelişmiş ülkelerde 1-2 olan aracı sayısı ülkemizde bazı mallarda 5-6 dolayına kadar yükselmekte, her bir aracı grubunun sergilemiş olduğu tepki fiyatlardaki oynaklığı artırabilmektedir.

**Kamu Destek/Teşvik Sistemindeki İstikrarsızlık:** Birçok ülkede kamu tarafından sektöre sağlanan destek/teşvik sistemi 5-7 yıla uzanan bir dönemi kapsamına rağmen, ülkemizde bir yandan söz konusu sistemler sık sık değişikliğe uğramakta, diğer yandan destek ve teşviğe yönelik önlemler üreticiler tarafından üretim kararı alındıktan sonra veya kısa bir süre önce açıklanmaktadır. Bu durum, sektörde fiyatların olası seyrine yönelik beklentilerin sağlıklı bir şekilde oluşmasını engellemektedir.

**Tarımsal Üretimin Belirli Bölgelerde Yoğunlaşması:** Tarımsal üretim ağırlıklı olarak az sayıda merkezde/bölgede yoğunlaşmış olarak yapılmaktadır. Bu durum, bazı ürünlerde üretim sezonunun kısa olmasına neden olmakta, kısa üretim sezonları ise ani fiyat hareketlerine sebep olabilmektedir.

Dış Talepteki Dalgalanmalar: Tarım sektörünün ihracat kanalıyla dış piyasalara artan entegrasyonu yurt dışı talepteki gelişmelerin de fiyatlar üzerinde etkili olmasına yol açmaktadır. Dış talepteki oynaklığın perakende zincirlerindeki bazı sebze ve meyvelerin fiyatlarındaki gelişimi etkilediği belirtilmektedir. Kalite ve ürün standartlarındaki yetersizliğin (zirai ilaç kalıntısı vb.) ise dış talepteki oynaklığın temel nedeni olduğu öne sürülmektedir.

İhraç Mallarının Fiyat Yapısı: İşlenmemiş gıdalarda ihracatın ithalatçı (özellikle AB ülkeleri) ülkeler tarafından belirlenmiş fiyat listelerine göre yapıldığı belirtilmiştir. Bu listeler çeşitli kısıtlar altında aylık bazda değiştirilmektedir. Bir yandan döviz kurundaki gelişmeler, diğer yandan fiyat listelerinin değişmesi ihracat fiyatlarında oynaklığa yol açmakta, bu ise fiyatı ihraç ürünleri baz alınarak belirlenen yurt içi sebze ve meyve fiyatlarına yansıtılabilmektedir.

Tüketim Kalıbı: Ülkemizde bireylerin gıda tüketimi içinde yaş sebze ve meyve tüketimi öne çıkmaktadır. Kutulanmış, kurutulmuş veya dondurulmuş sebze-meyve talebinin sınırlı olması nedeniyle, arz miktarındaki gelişmeler ülkemizde daha büyük boyutta fiyat hareketlerine neden olabilmektedir.

**S**onuç olarak, gerek ölçüm yöntemine gerekse yapısal sorunlara yönelik olarak kamu ve özel sektör kuruluşlarınca detaylı çalışmalar yapılması ve elde edilecek sonuçlar paralelinde ayrıntılı politikalar geliştirilmesi işlenmemiş gıda fiyatlarının orta-uzun vadede daha istikrarlı bir seyir izlemesi açısından önem taşımaktadır.

#### Kaynakça:

Atuk, O. ve O. Sevinç (2010), "Mevsimsel Ürünlerin Tüketici Fiyatları Endeksinde Ele Alınmasında Sabit ve Değişken Ağırlık Sistemi Yaklaşımı: Türkiye Taze Meyve-Sebze Fiyatları Üzerine Bir Uygulama", TCMB Ekonomi Notları No:10/15.

Orman, C., Öğünç, F., Saygılı, Ş. ve G. Yılmaz (2010), "İşlenmemiş Gıda Fiyatlarında Oynaklığa Yol Açan Yapısal Faktörler", TCMB Ekonomi Notları No:10/16.

Öğünç, F. (2010), "Türkiye'de İşlenmemiş Gıda Enflasyonunda Oynaklık: Durum Tespiti", TCMB Ekonomi Notları No: 10/05.

Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) enflasyonu hanehalkının tüketim sepeti kapsamındaki tüm ürünlerin fiyatlarındaki değişimleri yansıtmaktadır. Tüketim sepeti ise fiyat endeksi birbirinden farklı fiyatlandırma davranışı gösteren mal ve hizmet kalemlerinden oluşmaktadır. Söz konusu fiyatlandırma davranışları çerçevesinde, mal ve hizmetlerin fiyat değişim sıklığı, zamanlaması ve büyüklüğü farklılaşmaktadır. Dolayısıyla bazı mal ve hizmetlerin fiyatları aşırı oynaklık gösterebilmekte ya da geçici şoklara maruz kalabilmektedir. Bu tarz fiyat değişimleri kendi başlarına anlamlı ve belirgin olup TÜFE üzerinde etkili olsa da, tüketici fiyatlarının genel eğilimi hakkında sınırlı bilgi içerebilmektedir.

Para politikası oluşturulurken orta vadeli bir görünüm esas alınmakta, dolayısıyla enflasyonun geçici şoklardan ve dalgalanmalardan etkilenmeyen ana eğiliminin takip edilebilmesi önem arz etmektedir. Bu çerçevede, enflasyon dinamiklerinin daha iyi anlaşılabilmesi ve değerlendirilmesi için genel tüketici enflasyonunun yanı sıra, enflasyonun ana eğilimi hakkında bilgi içeren çekirdek göstergeler de yakından takip edilmektedir.

Türetilen çekirdek enflasyon göstergelerinin belirli özelliklere sahip olması beklenmektedir. Bu çerçevede ampirik olarak çekirdek enflasyon göstergelerinin genel tüketici enflasyonuna kıyasla daha az oynak olup, enflasyonun ana eğilimini tahmin etme gücünün daha yüksek olması beklenir. Pratik olarak ise, çekirdek enflasyon göstergesinin genel tüketici enflasyonu ile eşanlı olarak türetilmesi, kolayca hesaplanabilmesi ve kamuoyu tarafından da kolay anlaşılır olması önemlidir.

Çekirdek enflasyon göstergeleri farklı yöntemlerle hesaplanabilmektedir. Temel olarak bu yöntemler endeksten dışlama yöntemleri, fiyat değişimlerinin dağılımına dayanan istatistikî yöntemler ve modele dayalı yöntemler olarak sınıflandırılabilir. İlk sınıfta belirli mal ve hizmetleri sürekli olarak fiyat endeksinin kapsamı dışında bırakan "sürekli dışlama" yöntemleri yer alır. Bu yöntem belirli şoklara maruz kalan ürünleri ya da fiyat değişimleri büyük ölçüde para politikasına dışsal olan ürünleri dışlamaktadır. Sürekli dışlama yönteminin en temel avantajı dışlanan kalemlerin önceden belirlenmiş ve zaman içinde değişmiyor olması ile iletişiminin kolaylığıdır. Bu yöntemin dezavantajı ise yalnızca belirli şoklar ile oynaklık unsurlarını dışlaması ve statik yapısı gereğiyle enflasyon eğilimine ilişkin bazı önemli sinyalleri de dışlama olasılığıdır.



İkinci gruptaki yöntemler TÜFE'yi oluşturan kalemlerin fiyat değişimlerinin dağılımından yola çıkan istatistikî yöntemlerdir. Bu yöntemler genel olarak, ortalama fiyat değişiminin belirli bir standart sapmasının dışında kalan kalemleri o dönem için endeksten dışlamaya ya da normal olmayan dönemlik fiyat değişimleri dağılımını budayarak normal dağılıma yaklaştırmaya dayanır. Dönemlik fiyat değişimlerinin dağılımı bilgisini kullanarak türetilen yöntemlerin en önemli avantajı dinamik bir yapıya sahip olmaları, endekste yer alan mal ve hizmetlerin yalnızca gerekli olduğu dönemlerde dışlanmasıdır. Bu göstergelerin dezavantajı ise içeriğinin her dönem değişebilmesi sebebiyle dönemler arası karşılaştırmanın güçlüğü ve fiyatların politika yapımı açısından anlamlı olan "yapışkanlık" ve "süreçgenlik" özelliklerini de dışlama olasılığıdır.

Çekirdek enflasyon göstergeleri üretiminde üçüncü temel grupta ise modele dayalı yöntemler yer almaktadır. Teorik ve ampirik çekirdek enflasyon yaklaşımlarını takip ederek enflasyonun kalıcı ile geçici kısmını ayırtmaya çalışan bu modellerin (örneğin yapısal vektör otoregresyon modelleri, dinamik faktör modelleri) avantajı yapısal yolla enflasyonun ana eğilimini ölçmeleri, sıra dışı şoklar ve verideki gürültüyü ayırıştırarak genel eğilimi ortaya çıkarabilmeleridir. Bu yöntemlerin dezavantajı ise yeni veri geldikçe türetilen çekirdek enflasyon göstergelerinin geçmişe dönük revizyona maruz kalması ve modelden elde edilen bu göstergelerin gözlenebilir bir veri olmaması sebebiyle anlatımının kolay olmamasıdır.

Çeşitli yöntemlerle türetilen göstergelerin kabul görebilmesi için belirli kriterleri sağlamaları gerekmektedir. Bu çerçevede genel olarak göz önünde bulundurulmuş kriterler çekirdek enflasyonun uzun vadede ortalamada tüketici enflasyonundan sapmaması, tüketici enflasyonundan daha düşük oynaklığa sahip olması, tüketici enflasyonunun ana eğilimini iyi takip edebilmesi ve tüketici enflasyonunu tahmin edebilme yeteneğidir.

Türkiye için sürekli dışlama yöntemine dayanan çekirdek göstergeler Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (ÖKTG) adıyla yayınlanmaktadır. TCMB bünyesinde ise bunlara ek olarak yukarıda bahsedilen yöntemler kullanılarak farklı çekirdek enflasyon göstergeleri hesaplanıp takip edilmektedir.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> TCMB bünyesinde hesaplanan ve çalışmada yer alan alternatif çekirdek göstergeler Tekatlı (2010), Atuk ve Özmen (2009a) ve Atuk ve Özmen (2009b) çalışmalarında yayınlanmıştır.

**A**tuk ve Özmen (2009a), çalışmalarında istatistiki yöntemler kullanarak farklı çekirdek enflasyon göstergeleri türetmiştir. Bu göstergeler, oynaklık gösteren kalemlerin dönemsel dışlanması ile elde edilen göstergeler<sup>2</sup> (V\_1, V\_1,5, V\_2, V\_2,5), optimal budanmış ortalama enflasyon<sup>3</sup> (TRIM) ve ağırlıklı medyan enflasyon<sup>4</sup> (WM) göstergeleridir. Bu çalışmada söz konusu göstergeler ile ÖKTG serilerinin görece performansları detaylı olarak incelenmiştir. Yapılan inceleme sonucunda V\_1, V\_2, TRIM ve WM göstergeleri söz konusu kriterlere göre performansları öne çıkan göstergeler olmuştur. Buna ek olarak Atuk ve Özmen (2009b) budanmış ortalama enflasyon göstergesinin belirgin mevsimsellik gösteren serilerde görece bilgi değerinin kısıtlı olabileceğini belirtmiş ve mevsimsellikten arındırılmış veriler kullanarak yeni bir tip budanmış ortalama enflasyon göstergesi (SATRIM) ortaya koymuşlardır. Türetilen bu göstergenin de oynaklık ve yönelimi yakalama performansının TRIM göstergesine kıyasla daha başarılı olduğu bulunmuştur.

**B**ir diğer çalışmada ise Tekatlı (2010) modele dayalı yöntemler sınıfında yer alan dinamik faktör modeli ile alternatif bir çekirdek enflasyon göstergesi türetmiştir (Fcore). Bu gösterge TÜFE kapsamındaki on iki ana harcama grubunun verilerini kullanarak aylık fiyat değişimlerini çekirdek enflasyon ve görece fiyat değişimleri olarak ayırtmaktadır. Çalışmada, Fcore göstergesinin birçok kriterlere göre H ve I göstergesine kıyasla daha başarılı sonuç verdiği gösterilmektedir.

**A**tuk, Özmen ve Tekatlı (2011), kamuoyu tarafından takip edilen ve TCMB'nin yayınlarında sıklıkla atıfta bulunduğu dışlama yöntemine dayalı H ve I serilerinin bir çekirdek enflasyon göstergesi için gerekli olan temel kriterleri sağladığını göstermektedir. Bununla birlikte, SATRIM ve Fcore göstergelerinin ele alınan teknik kriterleri sağlama konusundaki performanslarının görece olarak daha yüksek olduğu bulgulanmaktadır. Çalışmaya göre, özellikle SATRIM göstergesinin gelecek dönem enflasyonunu tahmin etme konusunda diğer göstergelere kıyasla öne çıktığı dikkat çekmektedir.

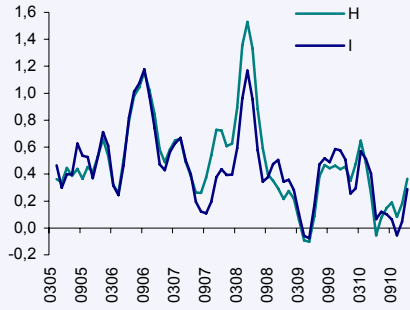
**B**u bilgiler ışığında son dönemde H, I, SATRIM ve Fcore göstergelerinin seyri enflasyonun ana eğilimi hakkındaki değerlendirmelerde faydalı olacaktır. Göstergeler son dönemde enflasyonun yükseliş eğiliminde olduğuna, ancak ana eğilimin orta vadeli hedeflerle uyumlu bir seyir izlediğine işaret etmektedir.

<sup>2</sup> Her ay için, tüm kalemlerdeki aylık fiyat değişimlerinin ortalamasının 1, 1,5, 2 ve 2,5 standart sapma aralığının dışında kalan mal ve hizmetlerin o ay endeksten dışlanması ile hesaplanır.

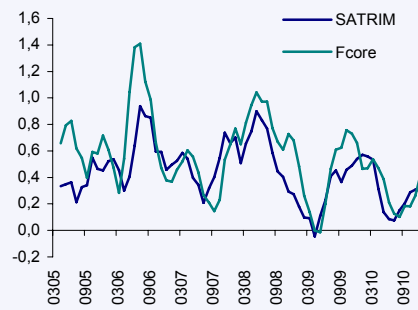
<sup>3</sup> Her ay için fiyat değişimi dağılımının alt ve üst ucundan simetrik olarak yüzde 18'lik kısmının atılması ile hesaplanır.

<sup>4</sup> Her ay için fiyat değişimi dağılımının ağırlıklı medyan değeridir.

Grafik 1. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Ortalama Yüzde Değişim)



Grafik 2. Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM ve Fcore  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Ortalama Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Tekrar vurgulanmalıdır ki, farklı metotlarla hesaplanan çekirdek enflasyon göstergeleri analiz zenginliğinin yanı sıra enflasyon eğiliminin daha sağlıklı bir şekilde takip edilebilmesinde faydalı olmaktadır. Zira, yapısı itibarıyla her gösterge farklı tipte şoklara tepki vermektedir. Dolayısıyla TCMB, herhangi bir göstergeyi yegane çekirdek enflasyon olarak nitelendirmekten ziyade, enflasyonun ana eğilimini daha net algılayabilmek açısından, birden çok çekirdek enflasyon göstergesini aynı anda takip etmekte ve farklı göstergelerden gelen bilgileri bir arada değerlendirmektedir.

#### Kaynakça:

Atuk, O. ve M. U. Özmen (2009a), "Design and Evaluation of Core Inflation Measures for Turkey", BIS IFC Working Papers No.3.

Atuk, O. ve M. U. Özmen (2009b), "A New Approach to Measuring Core Inflation for Turkey: SATRIM", İktisat İşletme ve Finans, Cilt 24, Sayı 285, 73-88.

Atuk, O., M. U. Özmen ve N. Tekatlı (2011), "Çekirdek Enflasyon Göstergelerinin Kullanımı Üzerine Bir Değerlendirme", TCMB Ekonomi Notları No:11/01.

Tekatlı, N. (2010), "A New Core Inflation Indicator for Turkey", Central Bank Review, Cilt 10, Sayı 2, 9-22.



## 4. Arz ve Talep Gelişmeleri

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Avrupa ekonomilerinde Mayıs ayından itibaren derinleşen sorunlar paralelinde iktisadi faaliyet yılın ilk yarısına kıyasla daha yavaş bir toparlanma eğilimi sergilemiştir. Yurt içi talep istikrarlı bir şekilde toparlanmaya devam ederken, gerek ithal mal talebindeki ivmelenme gerekse ihracattaki gerileme ile birlikte net dış talep zayıf bir seyir izlemiştir. Böylelikle, toparlanma hızları itibarıyla iç ve dış talebin krizden çıkış sürecinde sergilediği ayrışma daha belirgin hale gelmiştir.

Son döneme ilişkin veriler, iktisadi faaliyette üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlamanın geçici olduğuna işaret etmektedir. Yılın son çeyreğinde ihracat zayıf seyrini sürdürürken, özellikle ithal mallara yönelik yurt içi talep güçlü bir toparlanma eğilimi sergilemektedir. Talep bileşenlerindeki ayrışmanın belirginleşmesi dış ticaret açığındaki artışı hızlandırmaktadır.

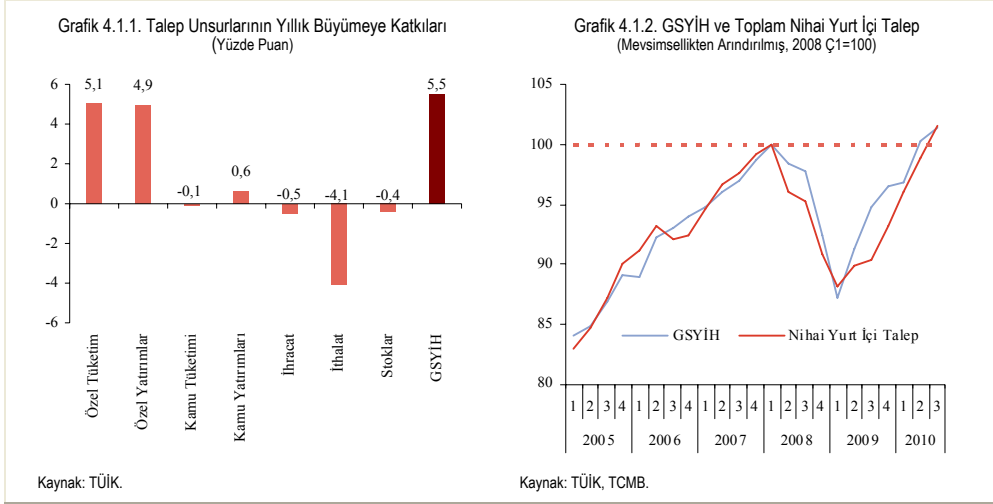
Küresel ekonomideki zayıf toparlanma eğilimi iktisadi faaliyeti sınırlamaya devam etmekle birlikte, maliye ve para politikalarının mevcut durumu yurt içi talepteki artışı desteklemektedir. Bu çerçevede, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği destek giderek azalmaktadır. Dolayısıyla, birim maliyetlerdeki artışların yurt içi fiyatlara geçişinin sınırlanması açısından önümüzdeki dönemde yurt içi talebin kontrol altında tutulması önem taşımaktadır.

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

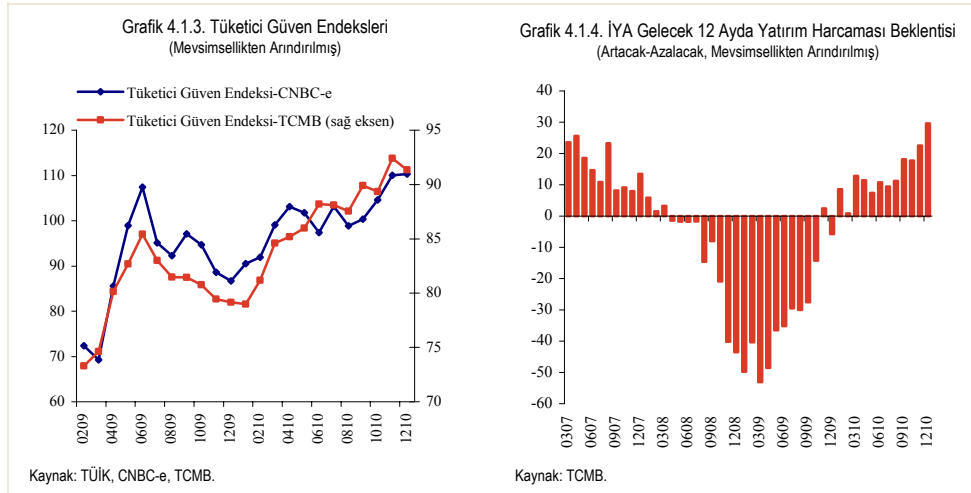
TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) 2010 yılı üçüncü çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 5,5 oranında artış kaydetmiştir (Grafik 4.1.1). Üçüncü çeyrek yıllık büyümesine en yüksek katkıyı gerek tüketim gerekse yatırım kaynaklı olmak üzere özel kesim talebi yapmıştır. Buna karşılık, ihracattaki daralma ve ithal mallar talebindeki ivmelenmeye bağlı olarak net dış talep yıllık büyümeye olumsuz katkı yapmıştır.

Mevsimsellikten arındırılmış verilerle GSYİH ikinci çeyrekteki hızlanmanın ardından yavaşlayarak bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,1 oranında

artış kaydetmiştir. Bu dönemde ihracat hızla gerileyerek dönemlik büyüme yaptığı olumsuz katkı ile öne çıkarken, yurt içi talepteki istikrarlı büyüme sürmüştür (Grafik 4.1.2).

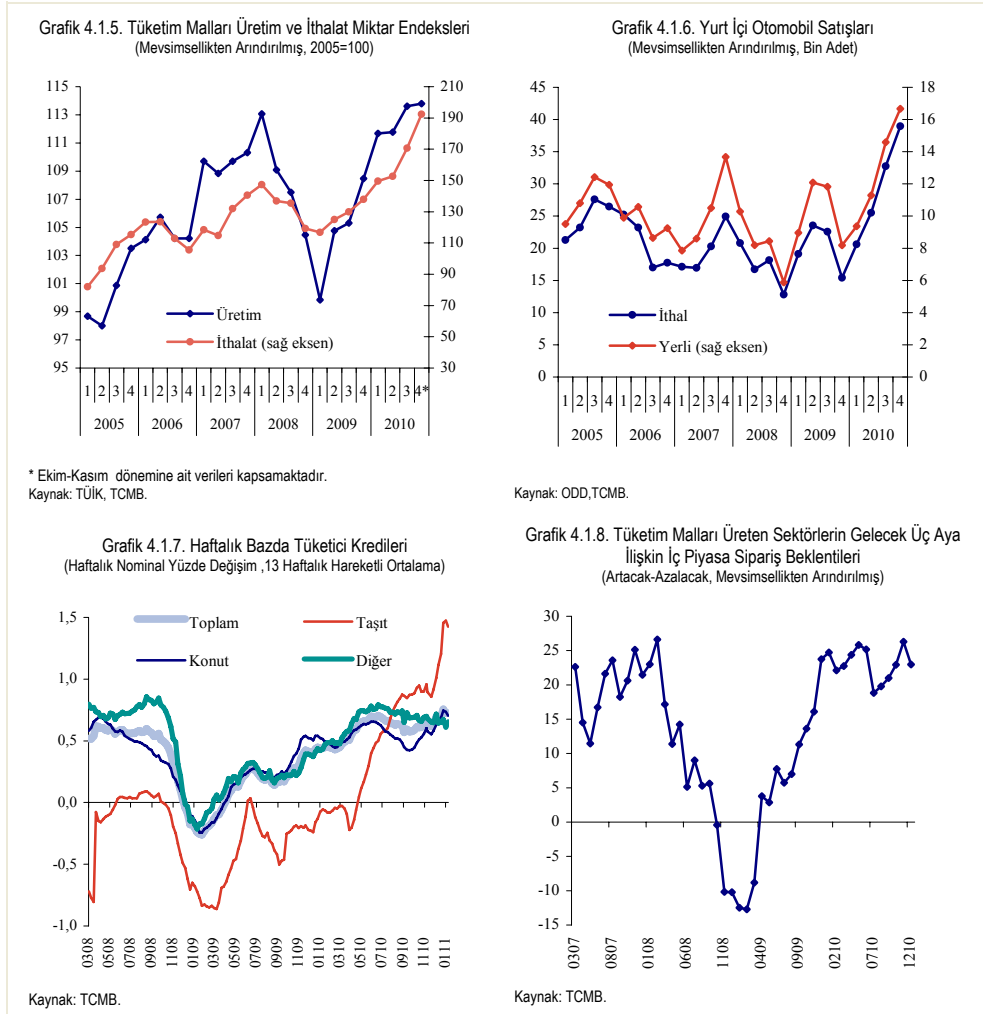


Yılın son çeyreğinde maliye ve para maliye politikalarının desteğine ek olarak referandum sonrası siyasi belirsizlik algulamalarının ortadan kalkmasıyla birlikte gerek tüketici güveninde gerekse yatırım eğiliminde belirgin bir iyileşme gözlenmiştir (Grafik 4.1.3 ve Grafik 4.1.4). Nitekim, yakın dönemde açıklanan üretim ve ithalat verileri yurt iç talepteki istikrarlı toparlanmanın son çeyrekte hızlandığına işaret etmektedir.

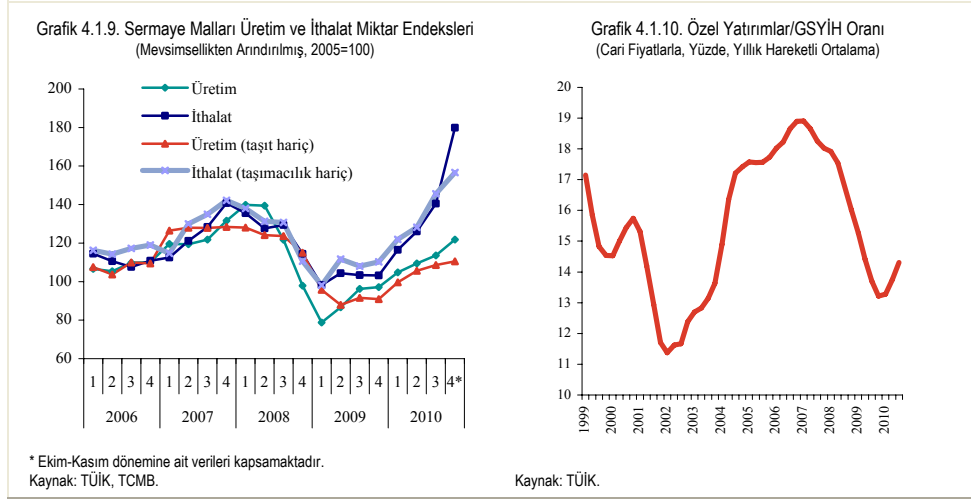


Tüketim malları üretim ve ithalatı Ekim-Kasım döneminde üçüncü çeyrek ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 4.1.5). Son dönemde taşıt kredisi kullanımının ivmelenerek tüketici kredilerinin genel eğiliminden

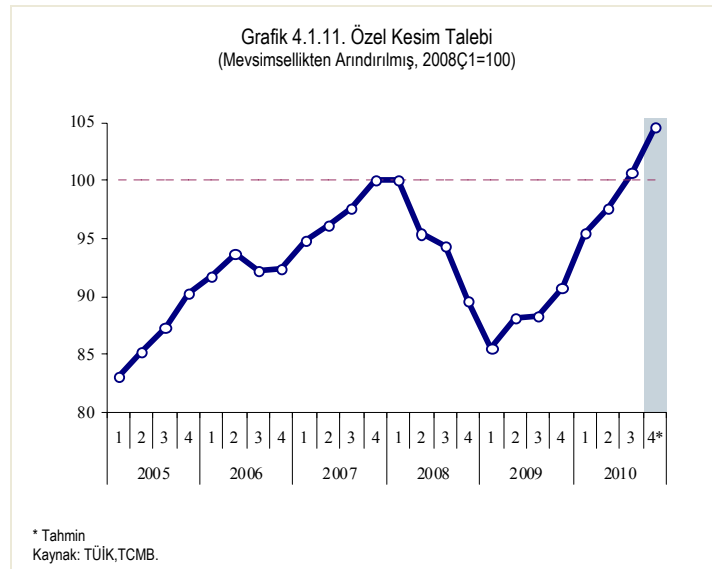
ayrışması ve gerek yerli gerekse ithal otomobil satışlarındaki güçlü seyir dikkat çekmektedir (Grafik 4.1.6 ve Grafik 4.1.7). Yakın dönemde alınan ve net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olacağı öngörülen politika tedbirlerinin önümüzdeki dönemde kredi kullanımını ve yurt içi talebin toparlanma hızını sınırlandıracağı tahmin edilmektedir. Tüketim malları üreten sektörlerin iç piyasa sipariş beklentilerinde Aralık ayında gözlenen gerileme bu öngörüye doğrular niteliktedir (Grafik 4.1.8).



Yatırım mallarına ilişkin üretim ve ithalat verileri Ekim-Kasım döneminde bir önceki çeyrek ortalamasına göre özellikle taşıt sektörü kaynaklı olmak üzere belirgin bir artış kaydetmiştir (Grafik 4.1.9). Son çeyreğe ilişkin göstergeler bir önceki çeyreğe kıyasla hızlanan özel kesim yatırımlarının yıllık bazda yüksek oranlı artış eğilimini sürdüreceğine işaret etmektedir.



Kriz öncesi döneme kıyasla milli gelir içindeki payı halen düşük düzeylerde seyreden yatırım harcamalarının, talep belirsizliğinin kademeli olarak azalması ve parasal koşulların desteği ile birlikte toparlanma eğilimini önümüzdeki dönemde de sürdüreceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.1.10). Kapasite kullanım oranlarındaki kademeli artış eğilimine ek olarak imalat sanayi yatırım eğiliminin son dönemde belirgin şekilde artarak son dört yılın en yüksek seviyesine ulaşması bu görünümü desteklemektedir (Grafik 4.1.4). Bununla birlikte, küresel belirsizliklerin dış talebe ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutması, özellikle imalat sanayinde yatırımlardaki toparlanmayı sınırlayabilecek bir unsur olarak ön plana çıkmaktadır.



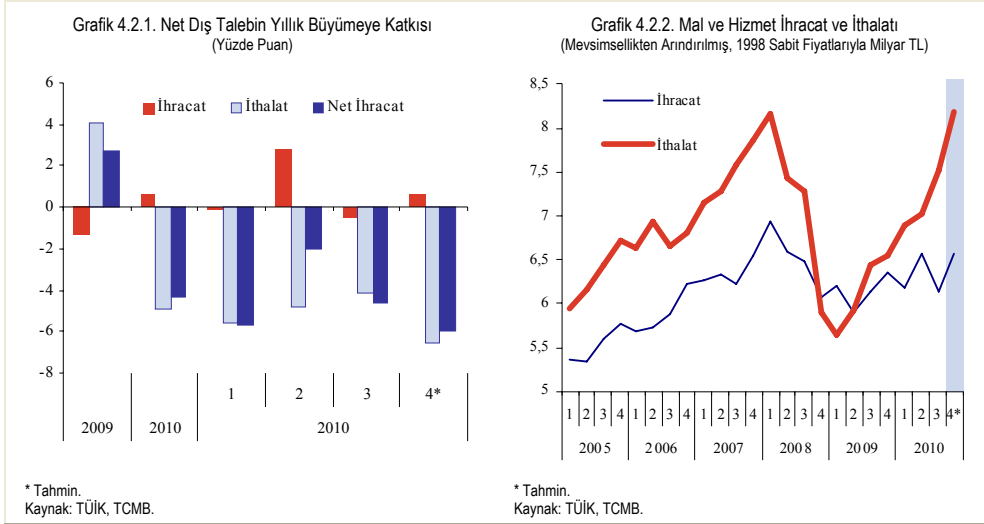
Özetle, yılın son çeyreğinde maliye ve para politikalarının yurt içi talep üzerindeki genişletici etkileri belirginleşmiştir. Bu dönemde tüketim ve yatırım



eğilimi giderek güçlenirken, özel kesim talebindeki toparlanma hızlanmıştır (4.1.11). İthalat fiyatlarının son dönemdeki artış eğilimi dikkate alındığında, enflasyon görünümü açısından yurt içi talebin kontrol altında tutulması önem arz etmektedir. Bu amaca yönelik politika tedbirlerinin önümüzdeki dönemde yurt içi talebi görece daha ılımlı bir büyüme patikasına yönlendireceği, bu çerçevede 2011 yılı içinde toplam talep koşullarının enflasyon üzerinde belirgin bir baskı oluşturacak düzeye gelmeyeceği tahmin edilmektedir.

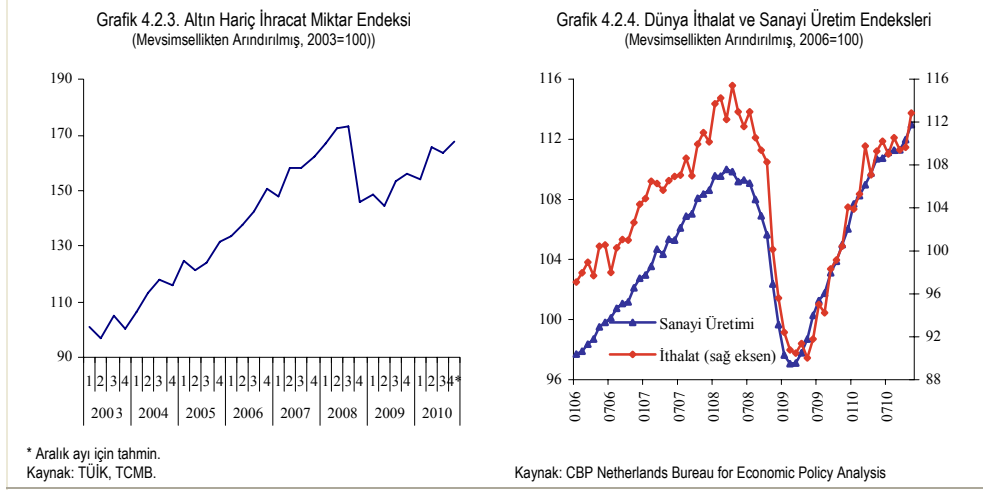
## 4.2. Dış Talep

Dış talep görünümü yılın üçüncü çeyreğinde Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerle büyük ölçüde uyumlu seyretmiştir. Bu dönemde mal ve hizmet ihracatı yıllık yüzde 2 oranında gerilerken mal ve hizmet ithalatı yüzde 16,9 gibi yüksek bir oranda artmış ve net ihracatın yıllık büyümeye olumsuz katkısı ikinci çeyreğe göre artmıştır (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, ihracatın dönemlik bazda hızla daraldığı, ithalatın ise hızlı artış eğilimini koruduğu görülmektedir (Grafik 4.2.2). Böylelikle, iç ve dış talebin toparlanma hızlarının krizden çıkış sürecinde sergilediği ayrışma üçüncü çeyrekte daha belirgin hale gelmiştir.

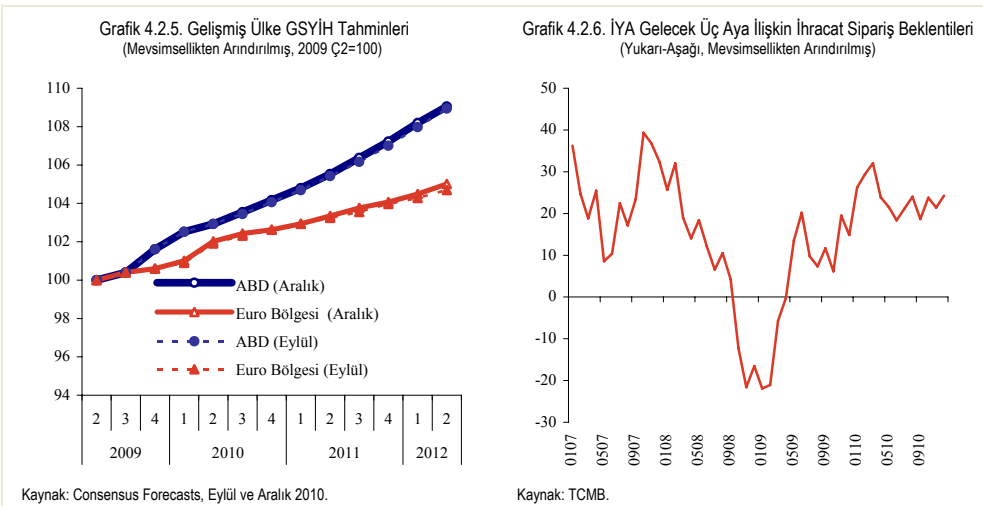


Miktar endeksleri, mal ihracatının dalgalı seyrini sürdürdüğüne ve üçüncü çeyrekte sergilediği düşüşün ardından son çeyrekte yeniden arttığını göstermektedir. Nitekim, dış talebin ana eğilimine ilişkin göstergelerden altın hariç miktar endeksi de son çeyrekte dönemlik bazda artış göstermiştir (Grafik 4.2.3). Küresel büyüme eğiliminin üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlamanın ardından son çeyrekte yeniden artış eğilimine girmesi bu görünümü

desteklemektedir (Grafik 4.2.4). Bu çerçevede, mal ve hizmet ihracatının son çeyrekte dönemlik bazda artacağı tahmin edilmektedir.

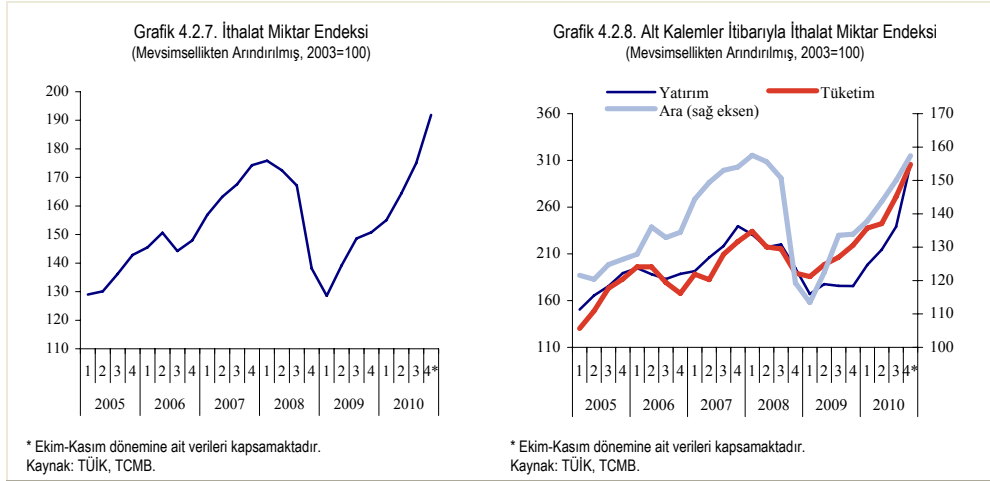


Küresel ekonomiye ilişkin orta vadeli görünüm, dış pazarlardaki büyümeye yönelik aşağı yönlü risklerin devam ettiğine işaret etmektedir. Nitekim, en büyük ihracat pazarımız olan euro bölgesine ilişkin büyüme tahminlerinde Ekim Enflasyon Raporu dönemine kıyasla önemli bir güncelleme görülmezken, ihracat sipariş beklentileri önümüzdeki dönemde belirgin bir ivmelenmeye işaret etmemektedir (Grafik 4.2.5 ve Grafik 4.2.6). Bu çerçevede, ihracattaki toparlanmanın dış talep görünümüne paralel olarak yavaş ve kademeli gerçekleşeceği öngörülmektedir.

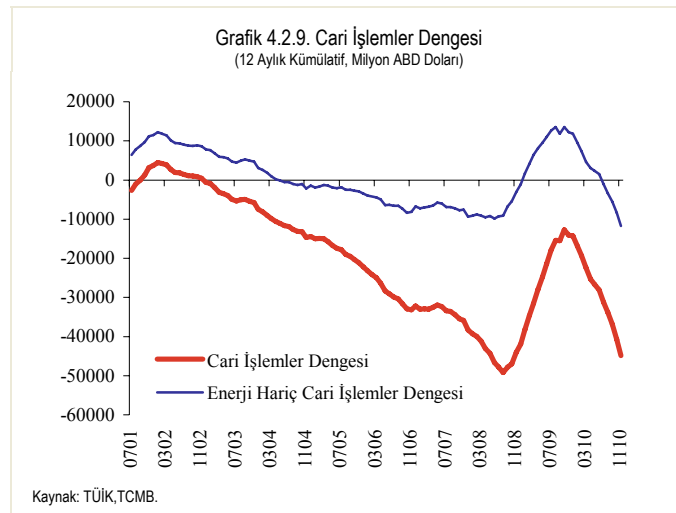


Yurt içi talepteki istikrarlı toparlanmaya paralel olarak ithalattaki artış eğilimi sürmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış ithalat miktar endeksi verileri, Ekim-Kasım döneminde ithalatın hızla artmaya devam ettiğine işaret

etmektedir (Grafik 4.2.7). Alt kalemler incelendiğinde tüketim, yatırım ve ara malları ithalatındaki hızlı artışların sürdüğü görülmektedir (Grafik 4.2.8)

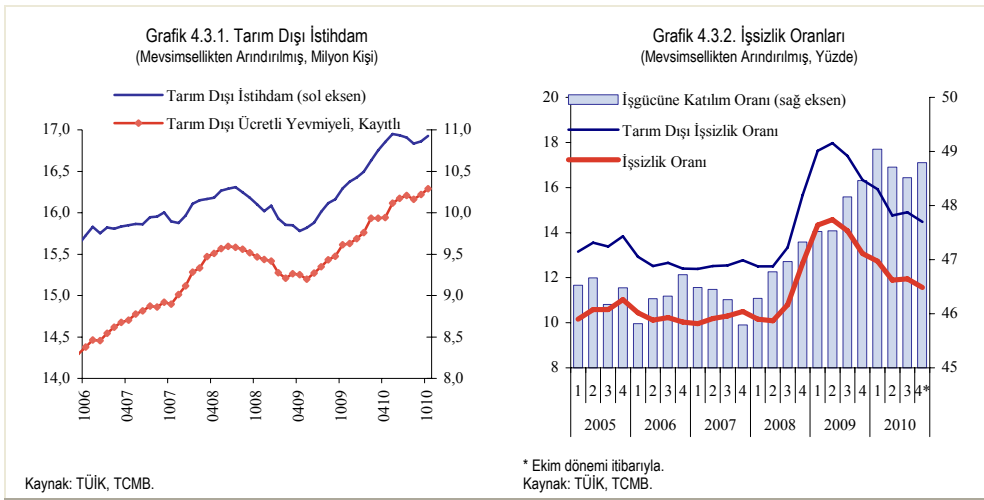


Yakın dönemde açıklanan veriler, dış ticaret dengesindeki bozulmanın son çeyrekte de devam ettiğine işaret etmektedir. Yılın son çeyreğinde ihracattaki toparlanmaya rağmen ithal mal talebindeki kuvvetli artışa paralel olarak net dış talebin yıllık büyümeye olumsuz katkısının artacağı öngörülmektedir (Grafik 4.2.1). Bu durum, krizden çıkış sürecinde iç ve dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışmanın daha da belirginleştiğini göstermektedir. Bu gelişmeler doğrultusunda, son dönemde cari dangedeki bozulma eğilimi devam etmektedir (Grafik 4.2.9). Dış talep koşulları zayıf seyrederken yurt içi talebin kontrol altında tutulması, dış ticaret açığı ve dolayısıyla cari açığın istikrar kazanması açısından da önem arz etmektedir.



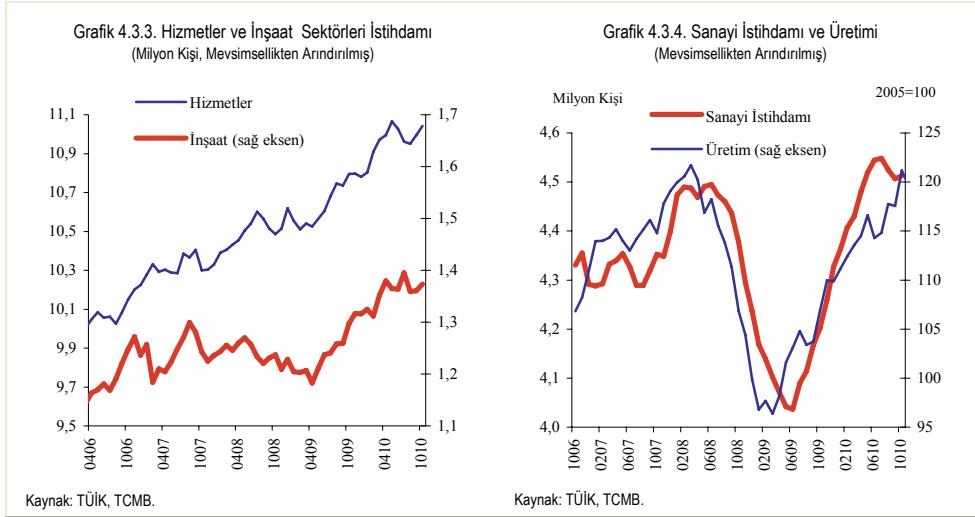
### 4.3. Emek Piyasası

2009 yılının ilk çeyreğinden itibaren hızlı bir şekilde toparlanan tarım dışı istihdam, üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyetin büyüme hızında gözlenen yavaşlamaya paralel olarak bir miktar gerilemiştir. Diğer taraftan, istihdamın ana eğilimi açısından temel bir gösterge niteliğinde olan tarım dışı sektörlerde kayıtlı ücretli ve yevmiyeli çalışan istihdamı artmaya devam etmiştir. Bu gelişme, tarım dışı istihdamdaki gerilemenin kalıcı bir eğilime dönüşmeyeceğine işaret etmektedir.

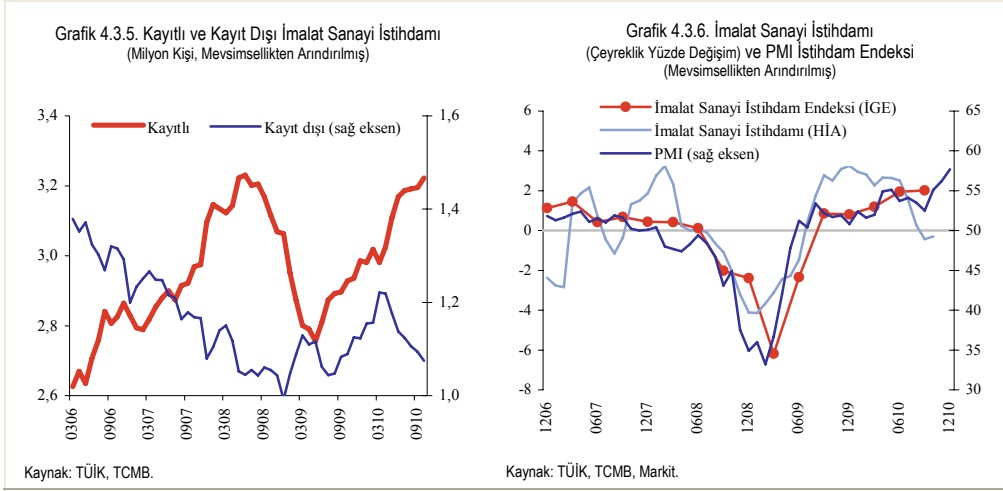


Tarım dışı istihdamdaki gerilemeye karşın, işgücüne katılım oranındaki azalmanın etkisiyle işsizlik oranı üçüncü çeyrekte yatay seyretmiştir. Eylül ve Ekim dönemlerinde ise tarım dışı istihdamdaki artışın da etkisiyle işsizlik oranı bir miktar gerilemiştir. Toparlanma sürecinde krizle beraber ortaya çıkan iş kaybının telafi edildiği, ancak söz konusu istihdam artışının artan işgücü ihtiyacını karşılamakta yetersiz kaldığı görülmektedir. Nitekim, iktisadi faaliyet kriz öncesi düzeyine ulaşmasına rağmen, tarım dışı işsizlik oranı kriz öncesi seviyesinin yaklaşık 2 puan üstünde seyretmektedir (Grafik 4.3.2). Birikmiş işsiz stoku ve işgücü piyasasına yeni katılanlar ile ekonominin istihdam yaratma gücü arasındaki fark önümüzdeki dönemde işsizlik oranlarındaki gerilemenin yavaş seyredeceği ve işsizlik oranlarının kriz öncesi düzeyine dönmesinin zaman alacağı beklentisini güçlendirmektedir.

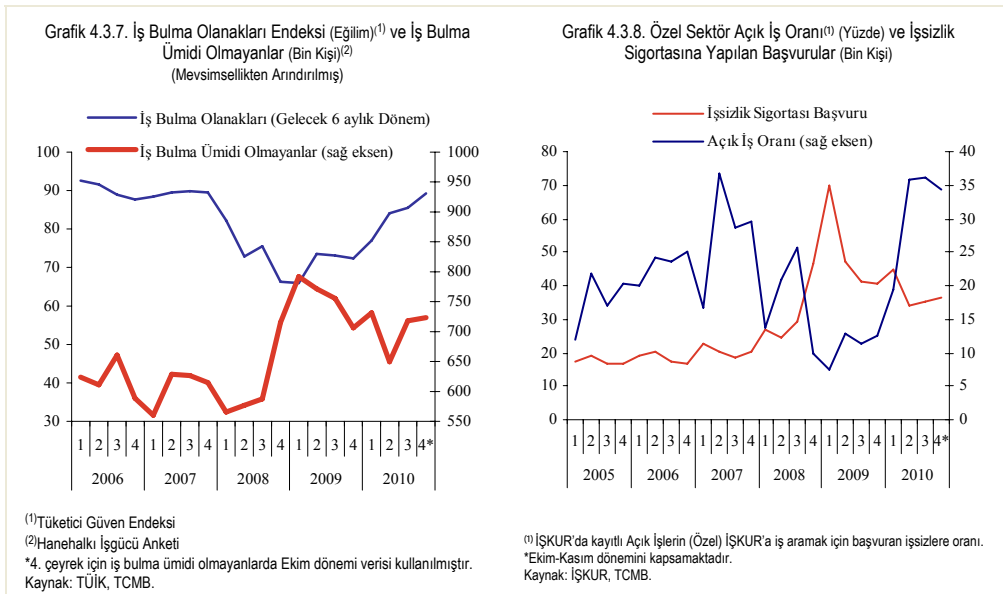
Tarım dışı istihdamda 2010 yılının üçüncü çeyreğinde gözlenen duraksamada hizmetler sektörü etkili olsa da son dönemde açıklanan veriler hizmetler sektörü istihdamının arttığına işaret etmektedir (Grafik 4.3.3). Diğer taraftan sanayi istihdamında Eylül döneminde gözlenen gerileme, Ekim döneminde yerini zayıf bir artışa bırakmıştır (Grafik 4.3.4). Sanayi sektörü gelişmelerinin temel belirleyicisi konumunda olan imalat sanayi istihdamına kayıtlı ve kayıt dışı ayırımında bakıldığında, gerilemenin kayıt dışı istihdamdan kaynaklandığı görülmektedir (Grafik 4.3.5). Bu görünüm, tarım dışı istihdamdaki gerilemenin kalıcı bir eğilimi yansıtmadığı görüşünü destekler niteliktedir.



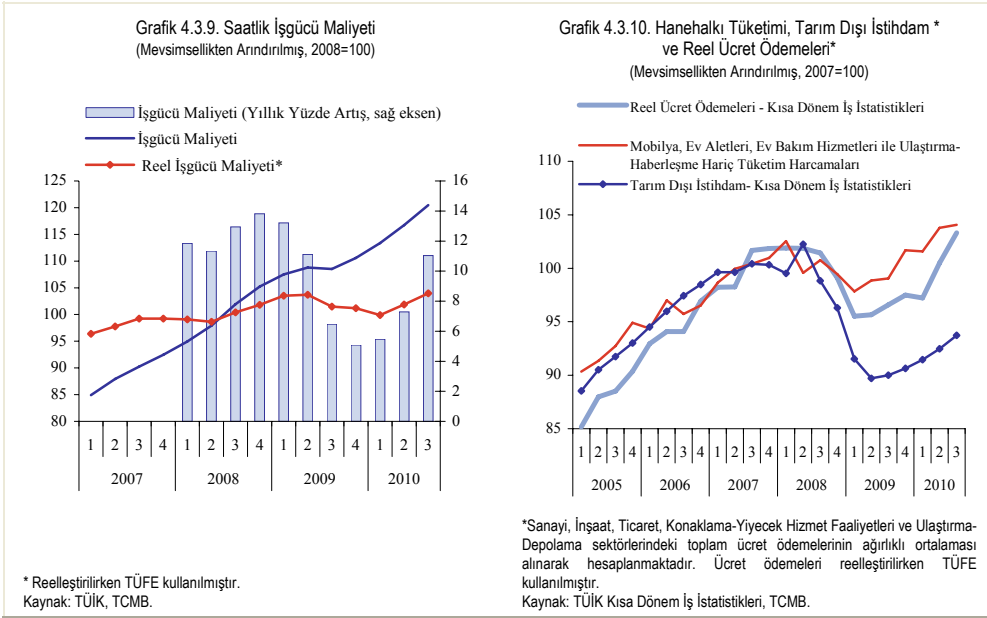
Üretim gelişmeleri ve PMI istihdam endeksi, sanayi sektörü istihdamının yılın dördüncü çeyreğinde artmaya devam ettiğini göstermektedir (Grafik 4.3.6). Bununla birlikte, dış talepteki toparlanmanın gücüne ilişkin belirsizlikler sanayi istihdamı üzerinde sınırlayıcı bir unsur olmaya devam etmektedir. Ayrıca, PMI endeksinin büyük ölçekli ve kayıtlı firmalara ilişkin istihdamı yansıttığı ve bu nedenle firma anketinden derlenen imalat sanayi istihdam endeksi ile daha uyumlu olduğu not edilmelidir. Önümüzdeki dönemde hanehalkı sanayi istihdamındaki artışın PMI istihdam endeksinin ima ettiği artışın gerisinde kalması beklenmektedir.



2010 yılı dördüncü çeyreğine ilişkin göstergeler söz konusu dönemde işgücü piyasası koşullarında bir kötüleşme olmadığına işaret etmektedir. Tüketici Güven Endeksi kapsamında oluşturulan iş bulma olanakları endeksi iyileşmeye devam ederek kriz öncesi düzeyine ulaşırken, iş bulma ümidi olmayanların sayısı son dönemde yatay seyretmiştir (Grafik 4.3.7). 2010 yılı dördüncü döneminde İŞKUR verilerinden hesaplanan ve iş bulma imkanını gösteren açık iş oranı ile istihdam kayıplarını yansıtan işsizlik sigortasına yapılan başvuruların seyri de yılın son çeyreğinde istihdam koşullarında bozulmaya işaret etmemektedir (Grafik 4.3.8).

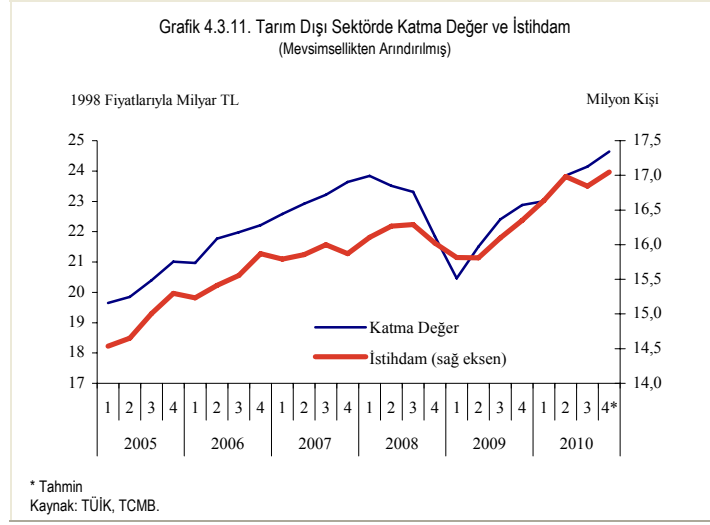


Son dönemde gerek ithalat fiyatlarının artış eğiliminde olması, gerekse yurt içi talebin güçlü bir seyir izlemesi, işgücü maliyetlerindeki gelişmelerin önemini artırmıştır. Saatlik işgücü maliyeti 2010 yılının ilk dokuz aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak yüzde 1 oranında gerileyerek enflasyona düşüş yönünde katkı yapmıştır (Grafik 4.3.9).<sup>1</sup> Buna karşılık, 2011 yılı için asgari ücret artışı yıllık ortalama yüzde 9,7 olarak belirlenmiştir. 2011 yılı enflasyon hedefi göz önüne alındığında, bu düzenleme asgari ücretin işverene maliyetinde yüzde 4 oranında reel artışa karşılık gelmektedir. Bu durum, diğer maliyet unsurlarındaki gelişmeler ile birlikte değerlendirildiğinde, enflasyondaki düşüş sürecinin devamlılığı açısından yurt içi talebin kontrol altında tutulmasının önemini artırmaktadır.



Özetle, yılın üçüncü çeyreğinde tarım dışı istihdam bir miktar gerilemiş olmakla beraber, alt kalemlerdeki gelişmeler ile yakın dönem göstergeleri bu durumun kalıcı olmayacağına ve istihdam koşullarındaki kademeli iyileşmenin süreceğine işaret etmektedir. Diğer taraftan, birikmiş işsiz stoku ve işgücü piyasası dinamikleri işsizlik oranının kriz öncesi düzeyine gerilemesinin uzunca bir zaman alacağına işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde istihdam artışının sürerek toplam talepteki kademeli toparlanmayı desteklemeye devam edeceği, işsizlik oranlarındaki yüksek düzeyin ise işgücü maliyetlerindeki artışları sınırlayacağı öngörülmektedir (Grafik 4.3.10 ve Grafik 4.3.11).

<sup>1</sup> TÜİK tarafından açıklanan 2008 temel yıllık Saatlik İşgücü Maliyeti Endeksi kazanç ve kazanç dışı (işverenin yaptığı sosyal güvenlik, ihbar ve kıdem tazminatı ödemeleri ve diğer işgücü maliyeti ödemeleri) olarak yayımlanmaktadır.



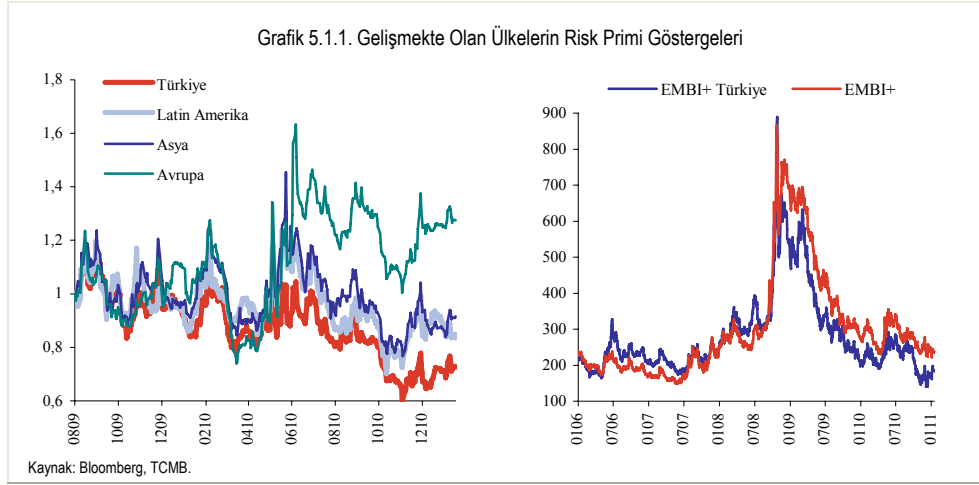


## 5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

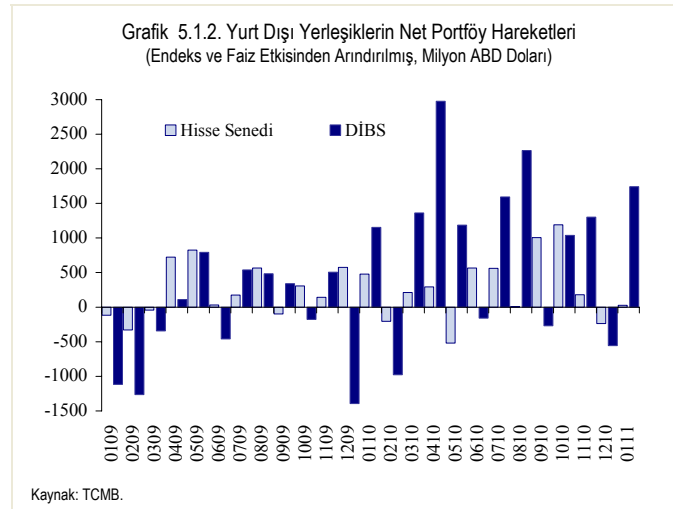
### 5.1. Finansal Piyasalar

Yılın dördüncü çeyreğinde açıklanan veriler, küresel ekonominin kademeli biçimde toparlanmayı sürdürdüğünü; ancak, krizin kaynağı olan gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmaya dair aşağı yönlü risklerin henüz tam olarak ortadan kalkmadığını göstermiştir. Gelişmiş ekonomilerde gerek finansal kuruluşların ve firmaların, gerekse hane halkının bilanço onarım süreci devam etmekte, bu durum özel tüketim ve yatırımın iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmaya verdiği desteği sınırlamaktadır. Öte yandan, gelişmekte olan ekonomilerdeki istikrarlı toparlanma eğilimi dördüncü çeyrekte de devam etmiştir. Nitekim, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu birçok gelişmekte olan ülkede üretim, kriz öncesi seviyelerinin üzerine çıkmış, bu ülkelerde işgücü göstergelerindeki iyileşme eğilimi korunmuştur.

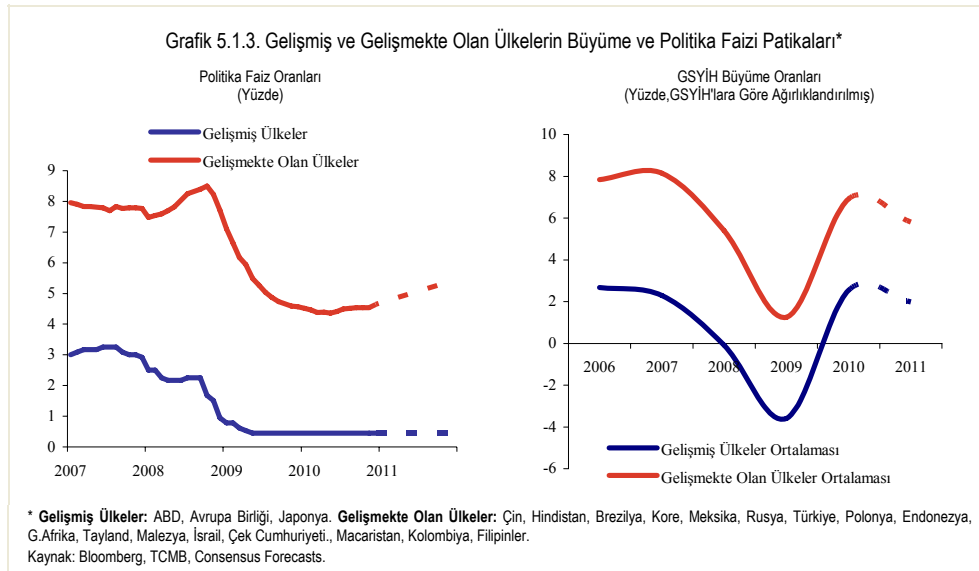
Gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmaya ilişkin belirsizliklerin azalarak da olsa varlığını koruması, dördüncü çeyrekte önde gelen gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişleme önlemleri almalarına yol açmıştır. Bu durum, gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz ve bol likidite koşullarının uzunca bir süre korunacağı yönündeki beklentileri güçlendirerek küresel risk algılamalarında iyileşmeye neden olmuştur. Bunun sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişleri hızlanmış ve bu ülkelerin risk primlerinde azalış gözlenmiştir. Ne var ki, Avrupa'daki bazı çevre ülkelerin kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair riskler canlı kalmaya ve finansal piyasalar üzerinde belirleyici olmaya bu çeyrekte de devam etmiştir. Nitekim, ülke borçluluklarına ilişkin endişelerin Kasım ayından itibaren yoğunlaşması, riskli varlıklardan kaçınma eğiliminin güçlenmesine ve gelişmekte olan ülke risk primlerinde artışa yol açmıştır. Bu dönemde, risk algılamalarında gözlenen dalgalı seyre karşın, Türkiye'nin risk primi göstergeleri diğer birçok ülkeye kıyasla daha olumlu bir performans göstermiş ve kriz öncesi seviyelerinin altında seyretmeyi sürdürmüştür (Grafik 5.1.1). Risk primi göstergelerinin olumlu seyrinde, küresel piyasalarda Türkiye'nin riskliliğinin yeniden değerlendirilmesi süreciyle birlikte, kredi notuna ilişkin olumlu gelişmeler de etkili olmuştur.



Risk algılamalarında dördüncü çeyrekte gözlenen dalgalı seyir portföy yatırımları biçiminde sermaye hareketlerine de yansımıştır. Bu kapsamda, gelişmiş ekonomilerde uygulamaya koyulan ek parasal önlemlerin küresel risk algılamalarında yol açtığı iyileşmenin etkisiyle çeyreğin ilk bölümünde gelişmekte olan ekonomilere sermaye girişleri gözlenmiştir. Bu dönemde, Türkiye’de de gerek tahvil-bono, gerekse hisse senedi piyasalarına sermaye girişleri gerçekleşmiştir. Türkiye’nin kredi notuna ve kredi notu görünümüne ilişkin olumlu gelişmeler de sermaye girişlerini destekler nitelikte olmuştur. Ne var ki, çeyreğin son bölümünde Avrupa’daki bazı ülkelerin borçluluklarına ilişkin endişelerin yoğunlaşması, tahvil-bono ve hisse senedi piyasalarından sermaye çıkışlarına yol açmıştır. Buna karşın, dördüncü çeyreğin genelinde, kriz sonrası süreçte artan portföy yatırımları biçiminde sermaye girişlerinin sürdüğü gözlenmiştir (Grafik 5.1.2).

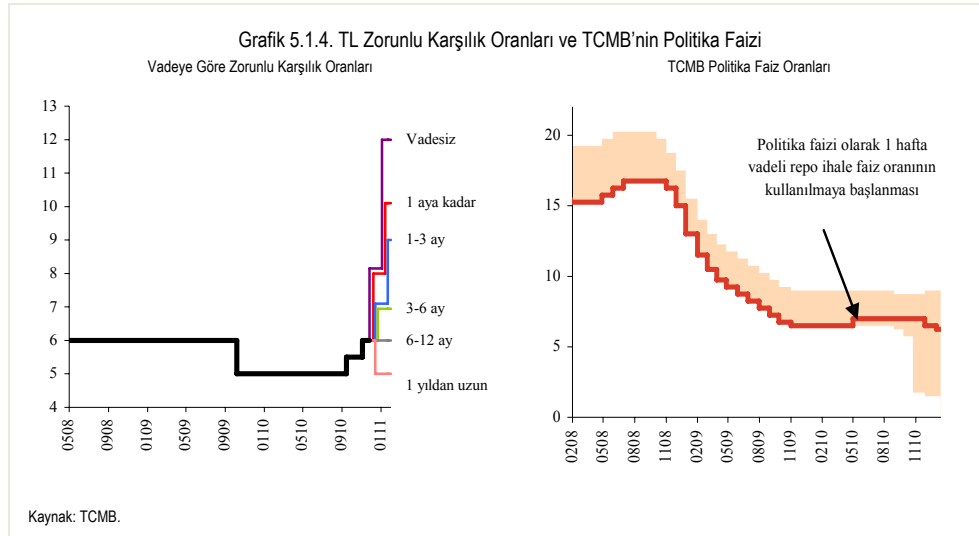


Gelişmekte olan ekonomilere sermaye girişlerinin önümüzdeki dönemde de artarak devam etmesi beklenmektedir. Sermaye girişlerini destekleyebilecek unsurlardan ilki, kriz sonrası süreçte gelişmekte olan ekonomilere ilişkin risklilik algılamalarında gözlenen iyileşmedir. Birçok gelişmekte olan ülkenin risk primi göstergelerinin kriz öncesi seviyelerinin altında olması ve kredi derecelendirme kuruluşlarının bu ülkelere dair not artırımları, ülke riskliliklerindeki değişimin bir göstergesidir (Grafik 5.1.1). Diğer taraftan, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin toparlanma hızları arasında, gelişmekte olan ekonomiler lehine gözlenen ayrışmanın etkisinin, düşük ülke risklilikleriyle beraber önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ekonomilere sermaye girişlerini destekleyici nitelikte olması beklenmektedir (Grafik 5.1.3).



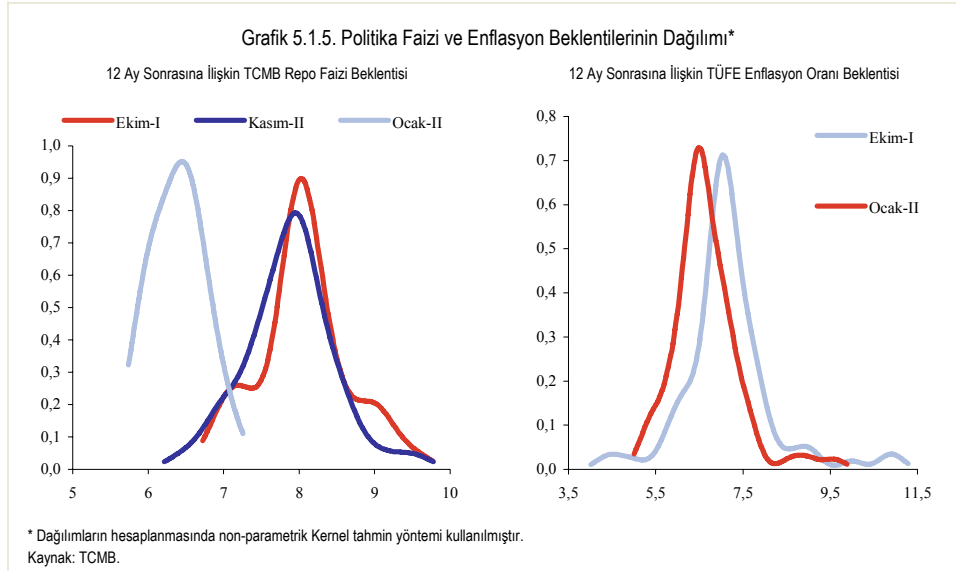
Gelişmiş ülkelerden, gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerini güçlendirebilecek bir diğer unsur ise, gelişmiş ülkelerde uzunca bir süre uygulamada kalması beklenen genişletici para politikalarıdır. Dördüncü çeyrekte önde gelen merkez bankalarının aldıkları ek likidite önlemleri, bu ekonomilerdeki düşük faiz seviyelerinin ve bol likidite koşullarının uzunca bir süre devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 5.1.3). Bu durum, gelişmekte olan ekonomilere portföy yatırımları biçiminde kısa vadeli sermaye girişlerinin önümüzdeki dönemde de güçlenerek devam etme olasılığını gündeme getirmektedir.

Kısa vadeli sermaye girişlerinin güçlenerek devamı, iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışma ve hızlı kredi genişlemesi sonucunda, cari işlemler açığında gözlenen artışa katkıda bulunarak Türkiye için makro finansal risk oluşturma potansiyeli taşımaktadır. Bu durum, kısa vadeli faizlerle birlikte likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif araçların da etkin biçimde kullanıldığı bir politika bileşimini gerekli kılmaktadır. Bu kapsamda, PPK, 2010 yılının Aralık ve 2011 yılının Ocak aylarında yapılan toplantılarında politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının sırasıyla 50 ve 25 baz puan düşürülmesine karar vermiştir. Bu kararlarla, bir taraftan kısa vadeli sermaye girişlerinin uzun vadeye yönlendirilerek cari açığın finansman kalitesinin artırılması, diğer taraftan TL'nin değerinin iktisadi temellerden kopuk eğilimler sergilemesinin önlenmesi amaçlanmıştır. Faiz indirimlerine ek olarak, TL piyasası işlemlerinde vadelerin uzamasını teşvik etmek amacıyla TCMB gecelik borçlanma faizini yüzde 1,5'e kademeli biçimde düşürmüştür. Gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasındaki koridorun genişletilmesiyle kısa vadeli faizlerin konjonktürün gereğine göre daha dalgalı bir seyir izleyebilmesine olanak verilmiştir (Grafik 5.1.4).

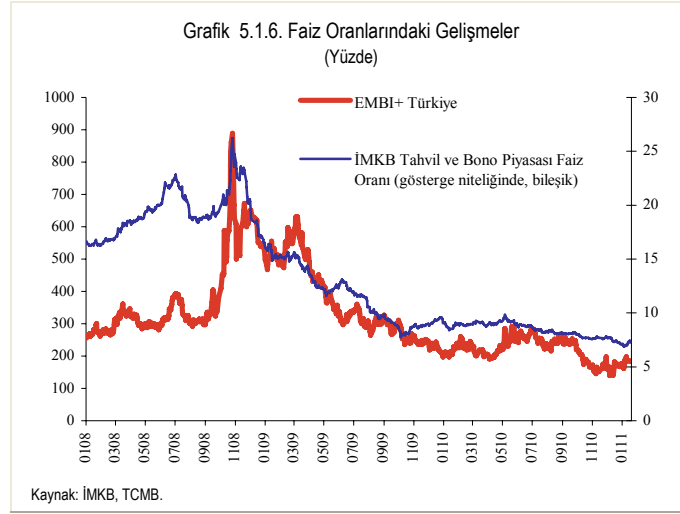


Yeni politika bileşimi belirlenirken, cari dengedeki bozulmaya önemli katkıda bulunan hızlı kredi genişlemesinin yavaşlatılması gerekliliği, göz önünde bulundurulmuş bir diğer husus olmuştur. Bu çerçevede, zorunlu karşılık oranlarının aktif bir politika aracı olarak kullanılması kararlaştırılmıştır. İlk olarak, 12 Kasım 2010 tarihinde TL zorunlu karşılık oranı yüzde 5,5'ten yüzde 6'ya yükseltilmiş; ardından, 17 Aralık 2010 ve 24 Ocak 2011 tarihlerinde TL zorunlu karşılık oranlarının, zorunlu karşılığa tabi olan yükümlülüklerin vadesi

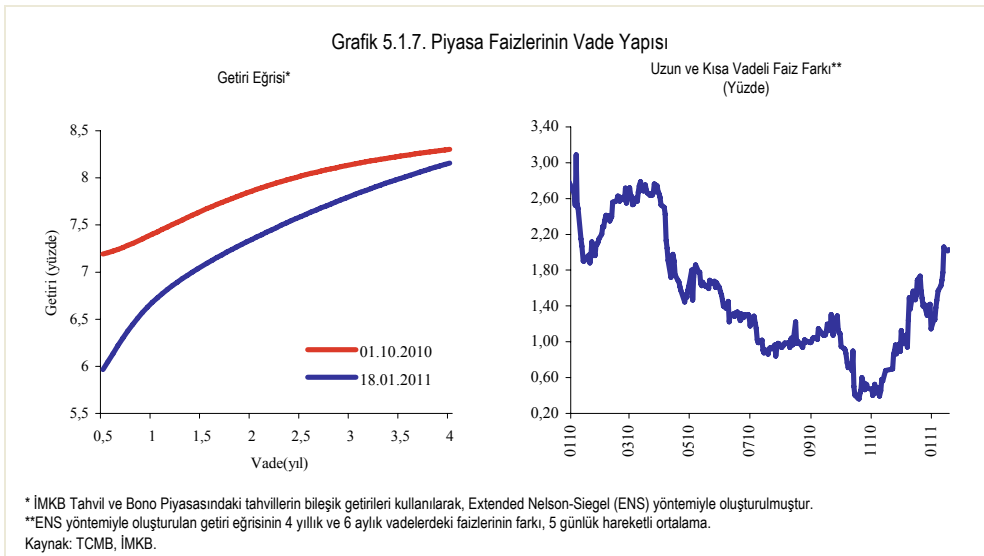
uzadıkça azalan bir biçimde farklılaştırılması kararlaştırılmıştır (Grafik 5.1.4). Bu kararlar bir taraftan kredi genişlemesi yavaşlatılırken, diğer taraftan bankacılık sisteminin pasif vadesinin uzatılarak aktiflerle pasifler arasındaki vade uyumsuzluğunun azaltılması hedeflenmiştir. TCMB, bu süreçte, yeni politika bileşimi kapsamında aldığı kararların parasal koşullar üzerindeki net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olması gereğini vurgulamıştır. Ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranında gerçekleşen artışın maliyet ve likidite kanallarından kredi büyümesi üzerindeki sınırlayıcı etkisinin önümüzdeki dönemde belirginleşeceği öngörülmektedir. TCMB'nin faiz indirim ve zorunlu karşılıklara dair kararlarının ardından, geleceğe yönelik politika faizi seviyesine dair beklentilerin aşağı yönlü güncellendiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.5).



TCMB'nin faiz indirimi ve bununla birlikte geleceğe yönelik politika faizi seviyesine dair beklentilerin aşağı yönlü güncellenmesi piyasa faizlerine de yansımıştır. Bunun sonucunda, küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, yılın son bölümünde daha belirgin olmak üzere piyasa faizleri düşüş eğiliminde olmuş, gösterge kıymetin faizi tarihi olarak en düşük seviyelerine inmiştir. Piyasa faizlerinin aşağı yönlü eğiliminin, TCMB'nin ölçülü faiz indirimlerinin gündeme gelebileceğini belirtmesiyle birlikte Aralık ayının başından itibaren güçlendiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.6). Öte yandan, bu dönemde enflasyon beklentilerinin aşağı yönlü eğiliminin de piyasa faizlerindeki düşüşte etkili olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.1.5).



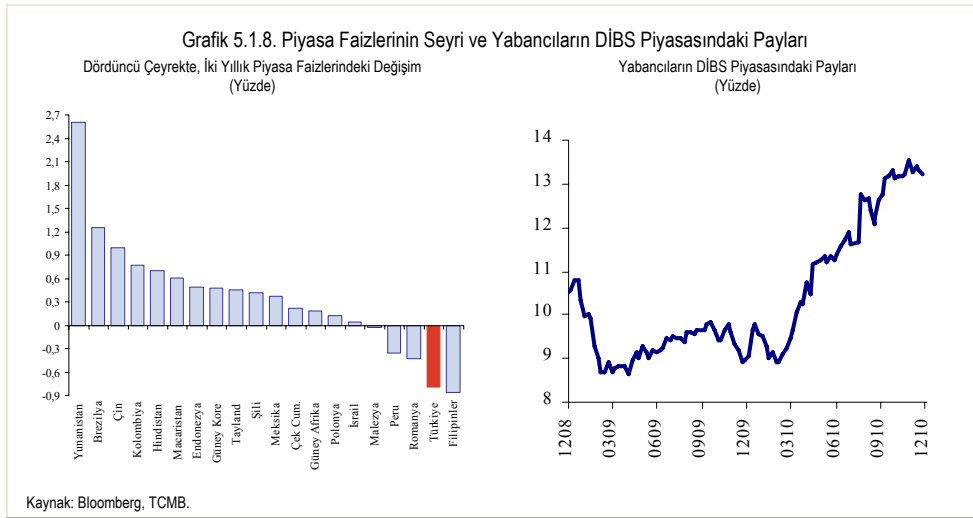
Piyasa faizlerindeki düşüş kısa vadelerde daha belirgin olmuştur. TCMB'nin faiz indirimine gidebileceğine dair beklentilerinin güçlenmesi ve ardından Aralık ayında gelen faiz indirimi kısa vadeli piyasa faizlerinin hızlı bir biçimde düşmesine yol açarken, uzun vadeli faizler üzerinde belirgin bir etkide bulunmadığı gözlenmiştir. Uzun vadeli faizlerdeki sınırlı düşüş ise asıl olarak Türkiye'nin riskliliğine dair algılamalardaki iyileşmeden kaynaklanmıştır. Öte yandan, bu dönemde küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, uzun vadeli faizlerin tarihsel olarak en düşük seviyelerinde ve görece olarak istikrarlı biçimde seyretmeye devam etmesinin, Türkiye'de faizlerdeki düşüşün kalıcı olacağı beklentisinin bir göstergesi olduğu düşünülmektedir. Piyasa faizlerindeki düşüşün kısa vadelerde daha belirgin olmasıyla, getiri eğrisi önceki çeyreğe kıyasla dikleşmiştir (Grafik 5.1.7).



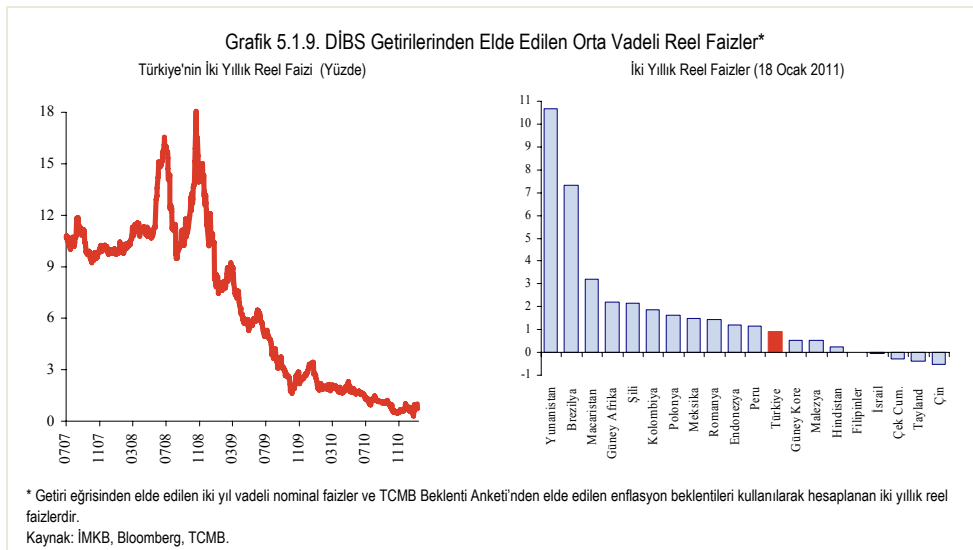
\* İMKB Tahvil ve Bono Piyasasındaki tahvillerin bileşik getirileri kullanılarak, Extended Nelson-Siegel (ENS) yöntemiyle oluşturulmuştur.

\*\*ENS yöntemiyle oluşturulan getiri eğrisinin 4 yıllık ve 6 aylık vadelerdeki faizlerinin farkı, 5 günlük hareketli ortalama.

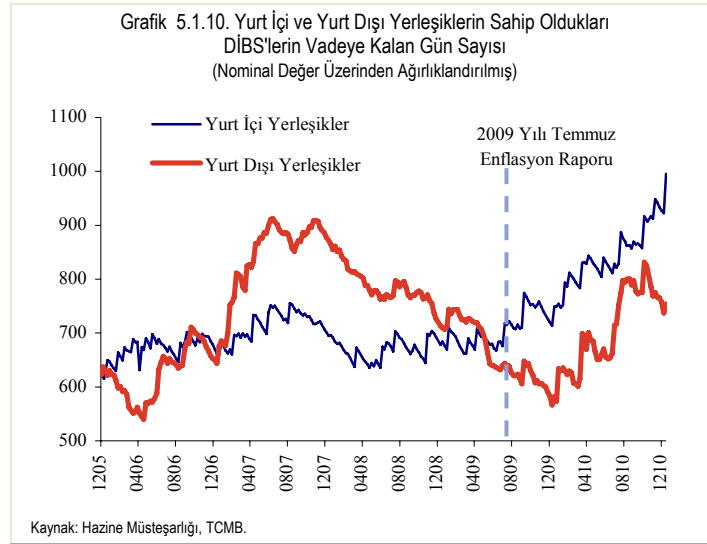
Faizlerin küresel olarak artma eğiliminde olduğu dördüncü çeyrekte Türkiye, piyasa faizlerinin aşağı yönlü hareketi ile genel eğilimden ayrılmıştır. Nitekim, Türkiye, bu dönemde, orta vadeli piyasa faizleri en yüksek miktarda düşen gelişmekte olan ülkeler arasında yer almıştır. Öte yandan, piyasa faizlerinin tarihsel olarak en düşük düzeylerinde bulunmasına karşın, tahvil ve bono piyasasındaki yabancı sermaye payının artmaya devam ettiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.8).



Piyasa faizlerindeki düşüş reel faizlere de yansımış, orta vadeli reel faizler tarihsel olarak en düşük seviyelerine inmesinin ardından sınırlı miktarda yükselmiştir. Bununla birlikte, son dönemde gözlenen düşüşe karşın, Türkiye’de piyasa faizlerinin reel seviyesinin diğer birçok gelişmekte olan ülkeye kıyasla makul düzeylerde seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.9).

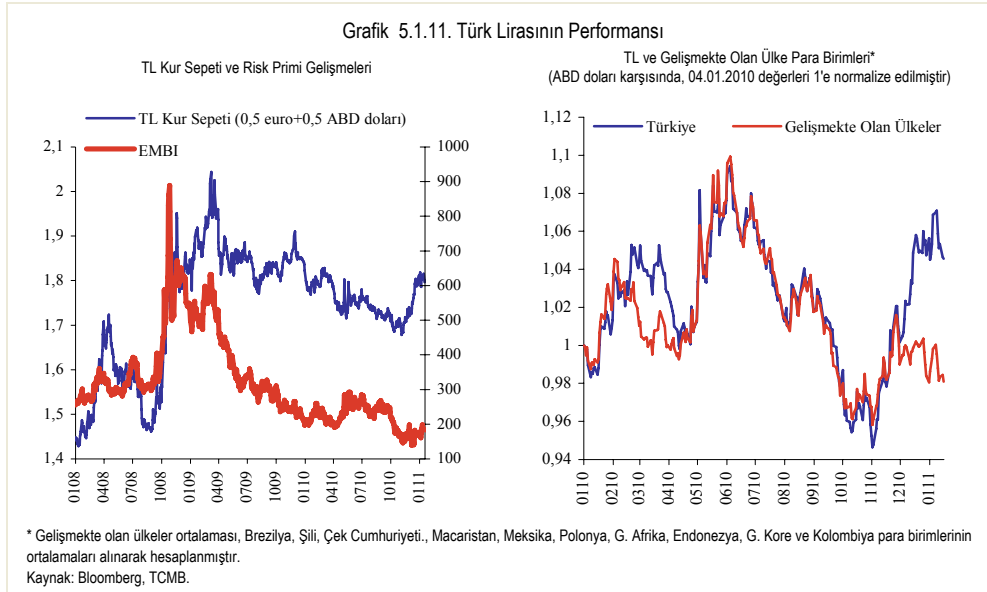


Piyasa faizlerindeki düşüşe, DİBS'lerin ortalama vadeye kalan gün sayılarındaki artış eşlik etmiştir. Yurt içi yerleşiklerin sahipliğindeki DİBS'lerin vadelerinde 2009 yılının Temmuz Enflasyon Raporu'nun ardından belirginleşen istikrarlı artış eğilimi bu dönemde de sürerken, son dönemde yurt dışı yerleşiklerin sahipliğindeki DİBS'lerin vadelerinin azalma eğilimine girdiği gözlenmektedir. Buna karşın, çeyrek sonu itibarıyla gerek yurt dışı yerleşiklerin portföyündeki, gerekse toplam DİBS stokunun ortalama vadesi bir önceki çeyreğin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.10). Krizle birlikte birçok ülkenin borçlanma vadeleri kısalmışken, Türkiye'de bunun tersi bir durumun gözlenmesinin, Türkiye'ye dair risklilik algılamalarındaki kalıcı iyileşmenin ve mali disiplinin tekrar tesisine dair kaygıları azaltıcı yöndeki maliye politikası uygulamalarının bir sonucu olduğu düşünülmektedir.

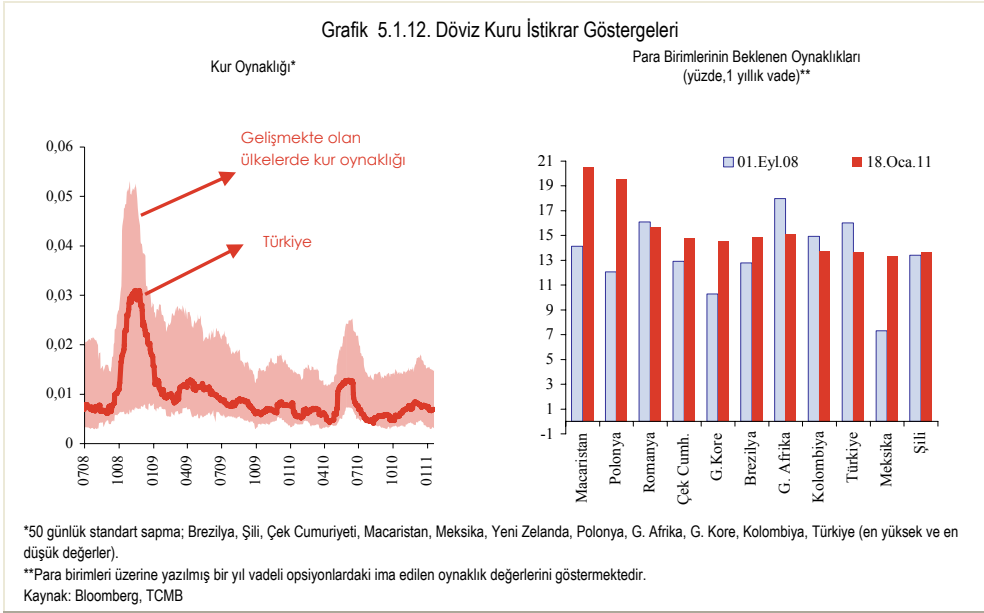


Kriz sonrası süreçte gelişmekte olan ülke para birimleri genel eğiliminden ayrılmayan TL, son dönemde farklı bir seyir izleyerek görece değer kaybı yaşamıştır. Bu gelişmenin, politika faizinde ek indirimlerinin gündeme gelebileceğinin belirtildiği Finansal İstikrar Raporu'nun yayımlanmasıyla başladığı ve TCMB'nin faiz indirimlerinin ardından belirginleştiği dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.11).

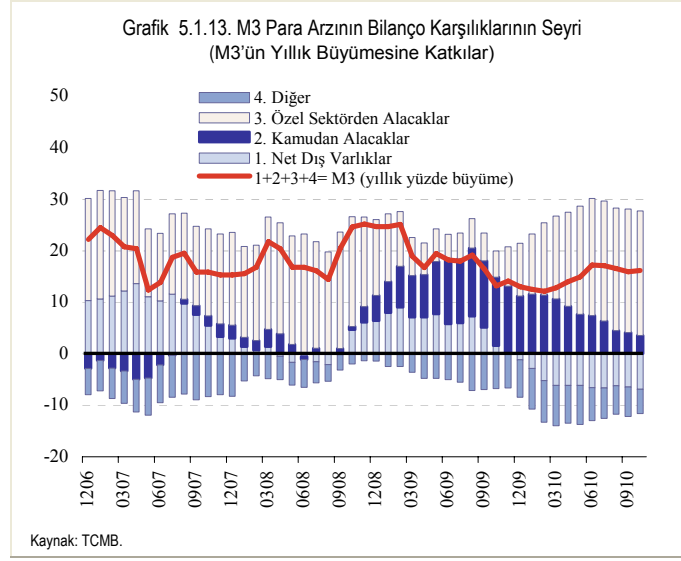




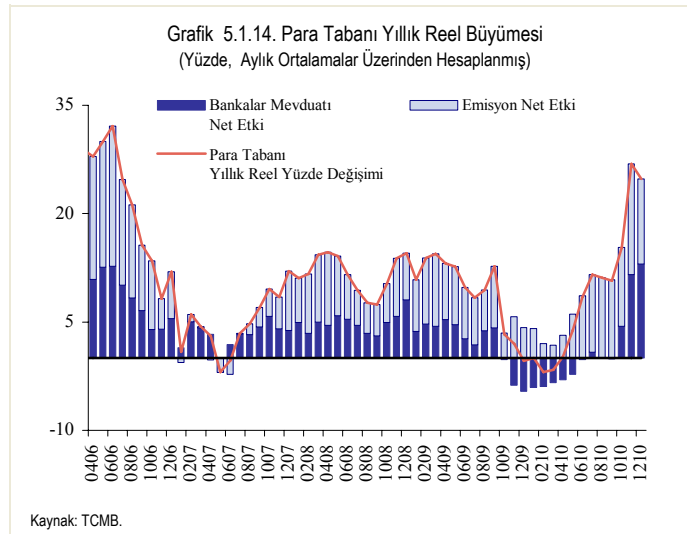
Öte yandan, tarihsel olarak oynaklığı en yüksek ve küresel risk iştahına en duyarlı para birimlerinden olan TL'nin gerek kriz dönemindeki gerekse kriz sonrasındaki görece olarak istikrarlı seyrinin yılın dördüncü çeyreğinde de devam ettiği görülmektedir. Önümüzdeki dönemde, ülkelerin ayrıştırıcı özelliklerinin ön plana çıkacağı, bu bağlamda riskliliği düşük, borç dinamikleri olumlu, iktisadi temelleri sağlam ve yüksek büyüme potansiyeline sahip ülkelerin para birimlerinin daha istikrarlı performans sergileyeceği düşünülmektedir. Bu bağlamda, Türk lirasının bundan sonraki süreçte de istikrarlı para birimleri arasında yer alması beklenmektedir. Nitekim, para birimleri üzerine yazılan opsiyonlardan elde edilen ve para birimlerinin opsiyon vadesi boyunca gösterecekleri oynaklığa dair beklentileri yansıtan "ima edilen oynaklık" değerleri de bu duruma işaret etmektedir. Kriz öncesi süreçte ima edilen oynaklığı en yüksek para birimlerinden olan Türk lirası, kriz sonrası süreçte ima edilen oynaklığı en düşük para birimleri arasında yer almaktadır. Bu durumun, kriz sonrası süreçte Türkiye'ye dair algılamalardaki olumlu dönüşümün bir yansıması olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.1.12). Diğer taraftan, son dönemdeki politika faizi indirimlerinin, TL'nin ima edilen oynaklığını sınırlı oranda artırdığı dikkat çekmektedir (Kutu 5.1).



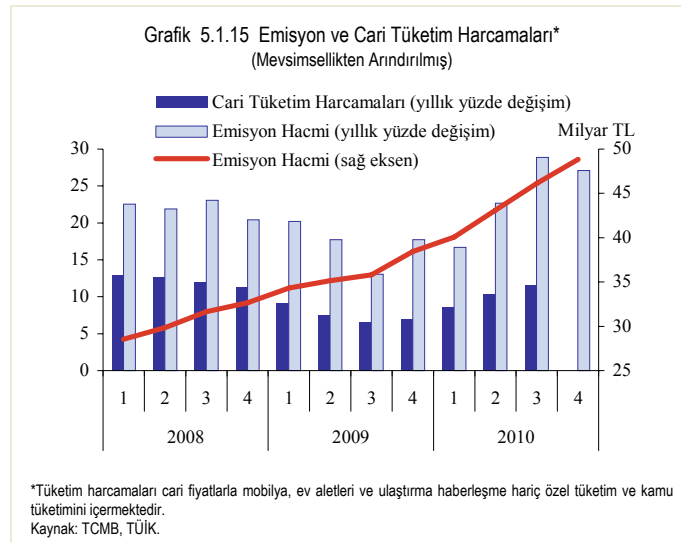
Finansal piyasalarda son dönemde gözlenen dalgalı seyre karşın iktisadi faaliyetlerdeki istikrarlı toparlanma süreci parasal göstergelere de yansımaktadır. Nitekim, Merkez Bankası ve bankacılık sektörünün dahil olduğu parasal sektörün toplam konsolide yükümlülüklerini gösteren M3 geniş para arzının bilanço karşılıkları incelendiğinde, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finans dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki güçlü artış eğiliminin, tüketici ve yatırımcı güveninin artmasına bağlı olarak sürdüğü gözlenmektedir. Buna karşılık, Kamudan Alacaklar kaleminin M3 büyümesine verdiği katkı ise azalmaya devam etmektedir. Net Dış Varlıklar kalemi ise, özellikle ticari bankaların yurt dışından kullandıkları kredilerdeki artışa paralel olarak azalışını sürdürmektedir. Son olarak, parasal sektörün mevduat dışı fon kaynaklarını gösteren Diğer kaleminin M3 büyümesine verdiği negatif katkı, banka kârlılıklarındaki düşüşün de etkisiyle önceki dönemlere kıyasla bir miktar gerileme göstermiştir (Grafik 5.1.13).



İktisadi faaliyetteki toparlanma, dördüncü çeyrekte para tabanı gelişmelerine de yansımıştır. Bu dönemde gerek bankalar mevduatında gerekse emisyonunda yıllık bazda yüksek oranlı reel artış gözlenmiştir. Bankalar mevduatındaki artışın başlıca iki sebebi bulunmaktadır. Bunlardan ilki, TL zorunlu karşılık oranının Kasım ayında yüzde 5,5'ten yüzde 6'ya yükseltilmesidir. Bu değişiklik bankalar mevduatında 2,1 milyar TL'lik artış gerçekleştirmiştir. Bunun yanı sıra, Kasım ve Aralık aylarında küresel risk algılamalarında gözlenen bozulmanın sonucunda hane halkı ve finansal kuruluşların risksiz varlıklara geçme eğilimi de bankalar mevduatındaki artışa katkıda bulunmuştur. 2010 yılının Aralık ve 2011 yılının Ocak aylarında TL zorunlu karşılıklara dair yapılan düzenlemelerin uygulamaya geçmesiyle bankalar mevduatında ek artış gerçekleşecektir (Grafik 5.1.14).

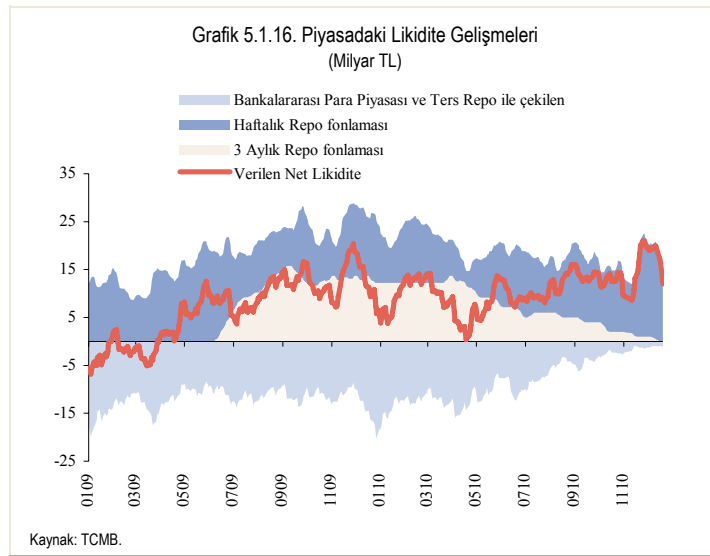


Para tabanının bir diğer bileşeni olan emisyondaki artış eğiliminin ise iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmayla birlikte tüketim harcamalarında gözlenen artıştan kaynaklandığı düşünülmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmindeki güçlü artış eğiliminin son çeyrekte bir miktar yavaşlayarak da olsa korunması, tüketim harcamalarının iktisadi faaliyetlerdeki canlanmaya verdiği katkının devam edebileceğine işaret etmektedir (Grafik 5.1.15). Öte yandan, kriz sonrası süreçte emisyonda gözlenen istikrarlı artış eğiliminde, faizlerin tarihsel olarak en düşük seviyelere inmesinin sonucunda likit kalmanın fırsat maliyetinin azalmasının da etkili olduğu düşünülmektedir.



Küresel likidite koşullarının gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerini önümüzdeki dönemde de desteklemesi beklenmektedir. Böyle bir ortamda güçlü rezerv politikasını sürdüren TCMB, bir taraftan küresel likidite bolluğundan kaynaklanan sermaye akımlarından azami ölçüde faydalanabilmek, diğer taraftan akımların değişkenliğine karşı daha esnek olabilmek amacıyla 4 Ekim 2010 tarihinden itibaren döviz alım ihalelerinde yöntem değişikliğine gitmiştir. TCMB, uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak yurt içine sermaye akışının güçlenmesi durumunda, haftalık alım tutarı haftanın ilk iş günü açıklanmak koşuluyla, döviz alımlarını hızlandırabileceğini açıklamıştır. Bu çerçevede, yılın dördüncü çeyreğinde piyasadan toplam 5,85 milyar ABD doları alınmış ve karşılığında 7,97 milyar TL'lik likidite sağlanmıştır. Öte yandan, likidite yönetimi araç çeşitliliğinin ve operasyonel esnekliğinin sürdürülebilmesi amacıyla 23 Aralık 2009 tarihinde başlanan DİBS alım ihalelerine bu çeyrekte de devam edilmiş, bunun sonucunda toplam nominal 1,1 milyar TL DİBS karşılığı piyasaya 1,01 milyar

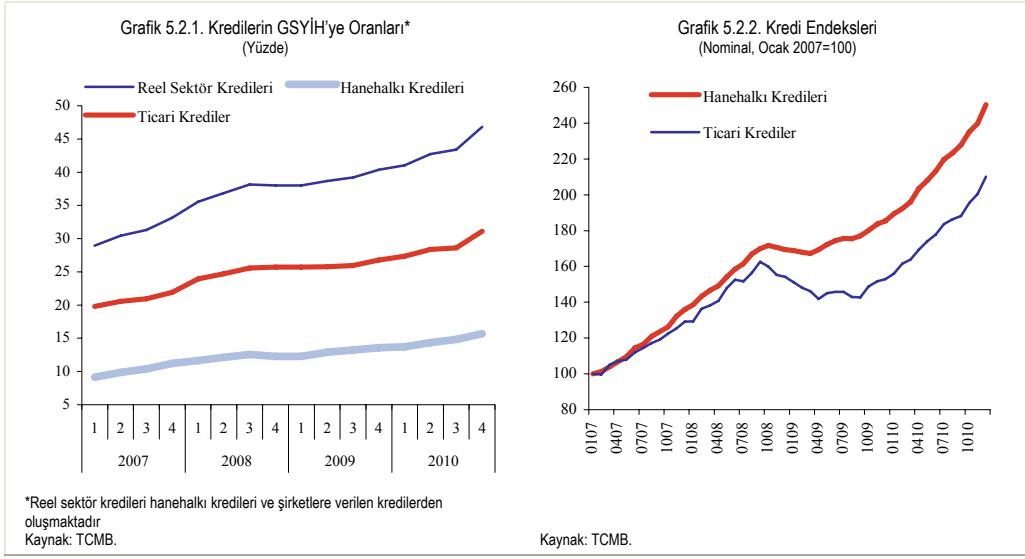
TL'lik likidite sağlanmıştır. Gerek DİBS gerekse döviz alımları likiditeyi artırıcı yönde etkide bulunmuşlardır (Grafik 5.1.16). Bu dönemde, Hazine'nin TCMB nezdindeki ortalama hesap bakiyesi geçtiğimiz çeyreğe kıyasla azalarak likidite açığını daraltıcı yönde etkide bulunmuştur. Tüm bunlara karşın, para tabanında gözlenen yüksek miktardaki artış, yılın dördüncü çeyreğinde bankacılık sisteminin net likidite açığının önceki çeyreğe kıyasla artmasına yol açmıştır (Grafik 5.1.16).



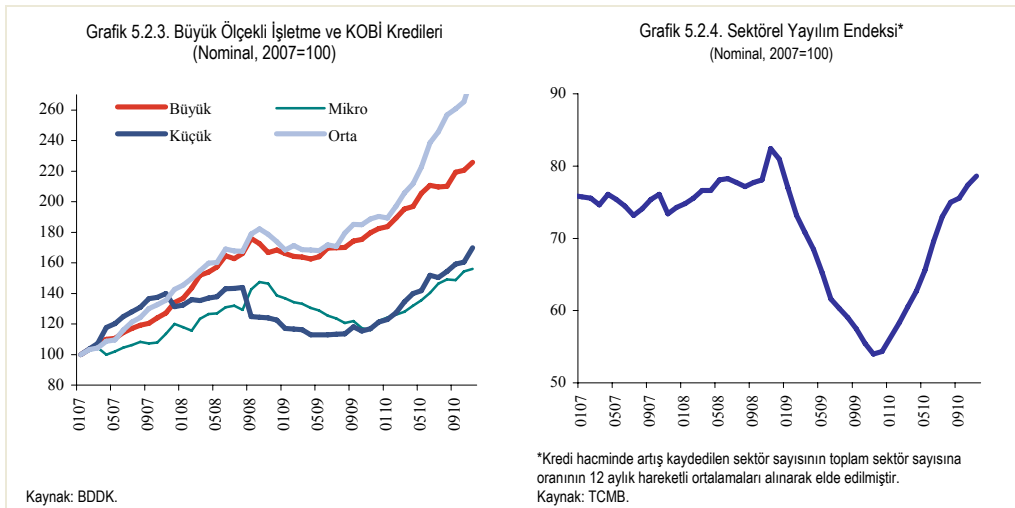
## 5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Kredi piyasalarında 2009 yılının son çeyreğinde başlayan yukarı yönlü eğilim, dördüncü çeyrekte de sürmüştür (Grafik 5.2.2). Yurt içi yerleşik bankaların reel sektöre açtıkları krediler, üçüncü çeyrekteki sınırlı yavaşlamanın ardından son çeyrekte tekrar hızlanmıştır. Alt kalemler bazında incelendiğinde, hane halkı kredilerindeki istikrarlı artış eğiliminin devam ettiği ticari kredilerin ise hız kazandığı görülmüştür. Bunun sonucunda, hane halkı kredileri ve ticari kredilerin artış hızları, üçüncü çeyrekteki ayrışmayı takiben, tekrar birbirine yakınsamıştır.<sup>1</sup> Bu gelişmeler çerçevesinde, reel kesime açılan krediler yıllık bazda yüzde 36'lık bir artış gösterirken, son çeyrek artış oranı yıllıklandırılmış olarak yaklaşık yüzde 52 düzeyinde bir genişleme hızına işaret etmektedir. Kredilerdeki artışın nominal GSYİH büyümesinin üzerinde olması sonucunda, kredilerin GSYİH'ye oranındaki artış eğilimi bu çeyrekte de devam etmiştir (Grafik 5.2.1).

<sup>1</sup> Üçüncü çeyrekte firmaların yurt içi yerleşik bankaların yurt dışı şube ve iştirakleri haricinde sağladığı dış krediler önemli bir artış kaydederken, rapor tarihi itibarı ile Kasım 2010 verisi bulunan son çeyrekte bu krediler yatay bir seyir izlemiştir.

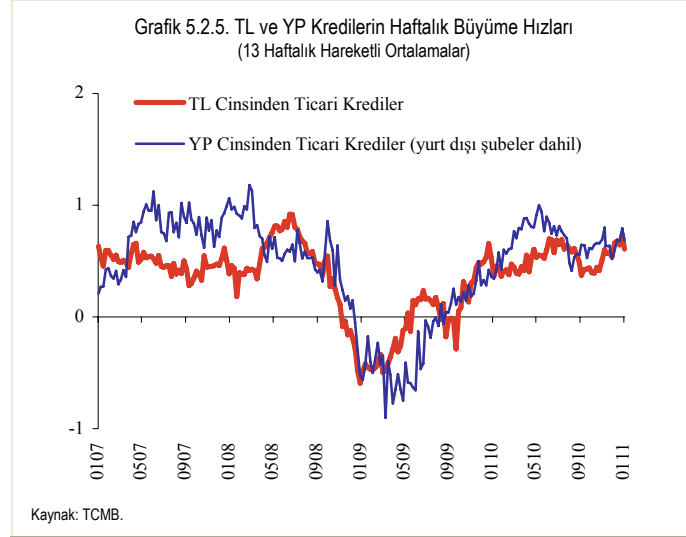


Dördüncü çeyrekte, ticari kredilerdeki artışın belli ölçek veya sektörle sınırlı kalmadığı görülmektedir (Grafik 5.2.3). Nitekim, dördüncü çeyrekte tüm ölçeklerde güçlü kredi artışları kaydedilmiştir. Sektörel yayılım endeksi de kredi artışından yararlanan sektör sayısındaki istikrarlı artışın devam ettiğine ve kriz öncesi seviyelere ulaştığına işaret etmektedir (Grafik 5.2.4). Geri dönmeyen kredi oranlarının daha yüksek olduğu ve kriz sonrası süreçte görece olarak daha geç toparlanan mikro ve küçük ölçekli işletmelere verilen krediler de bu dönemde istikrarlı artışını sürdürmüştür.

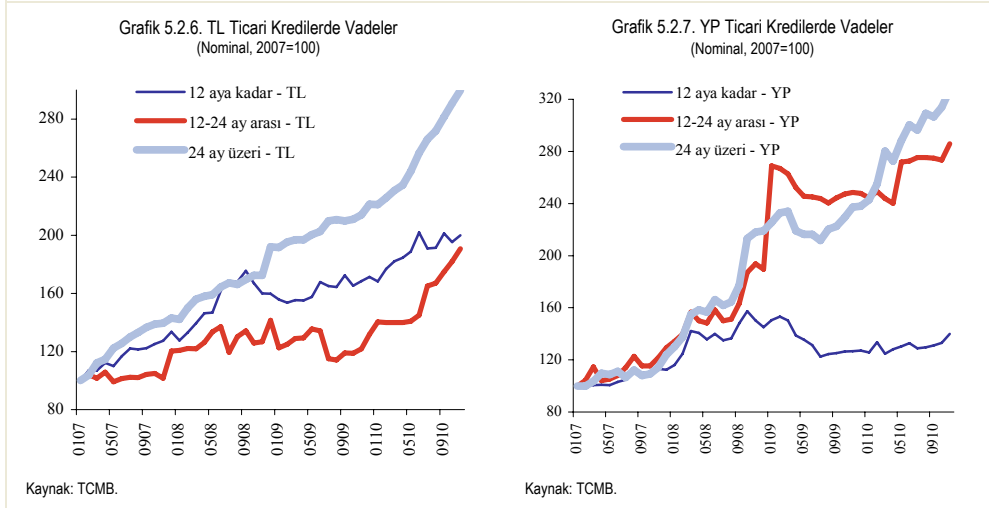


Ticari kredilerdeki yüksek oranlı artış eğilimi, gerek TL gerekse yabancı para cinsi kredilerde gözlenebilmektedir (Grafik 5.2.5). Bu çerçevede, yabancı

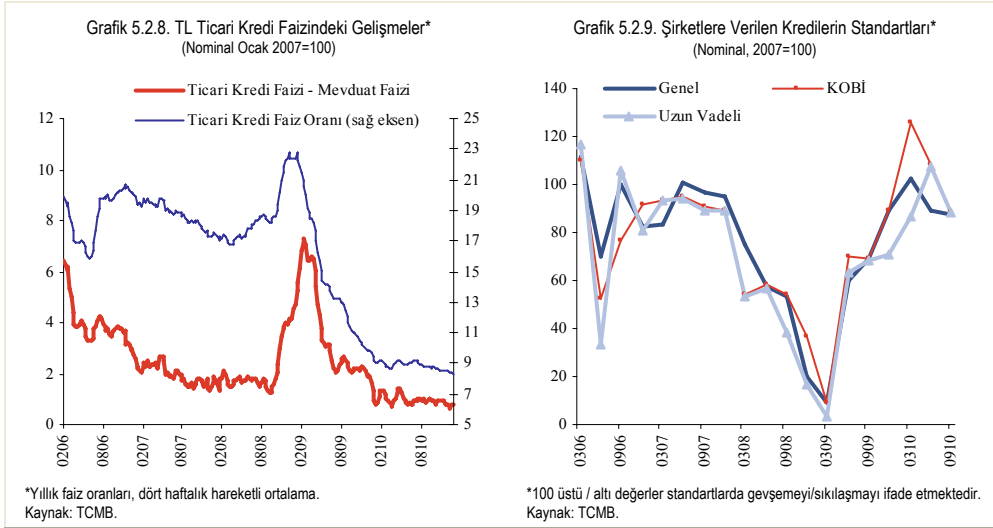
para cinsi krediler de son dönemde tüm ölçeklerde kayda değer bir hızda büyümektedir.



Ticari kredilerdeki hızlı artışa, son dönemde vadelerdeki belirgin uzama eğilimi eşlik etmektedir. Özellikle yabancı para cinsi kredilerin vadelerinde gözlenen artış dikkat çekmektedir (Grafik 5.2.6 ve Grafik 5.2.7).



Kredilerdeki güçlü artışta, yayılma eğiliminde ve vadelerin uzamasında gerek arz yönlü gerekse talep yönlü dinamiklerin etkili olduğu düşünülmektedir. Kredilere dair tüm bu gelişmelere karşın, geride bırakılan dönemde kredi ve mevduat faizleri arasındaki marjın değişmemesi, arz yönlü dinamiklerin bu süreçte önemli rol oynadığına ilişkin güçlü bir işaret niteliğindedir (Grafik 5.2.8).



Kredilerde gözlenen artış ve yayılma eğiliminde, iktisadi faaliyetteki toparlanmayla birlikte kredi standartlarında gözlenen iyileşme, TL ve yabancı para likiditesine erişimin kolaylaşması, TL ve yabancı para birimlerine ilişkin faizlerin öngörülebilirliğinin artması gibi unsurların etkili olduğu düşünülmektedir. Nitekim, bankacılık kesiminin kredi piyasasıyla ilgili görüşlerine dair doğrudan bilgi içeren Kredi Eğilim Anketi verileri de bu yöndeki önermeleri destekler niteliktedir (Grafik 5.2.9). Yayımlanan son ankete göre, katılımcılar üçüncü çeyrekte kredi standartlarında kayda değer bir değişim olmadığını ifade etmekte, ne var ki son çeyrekte kredi standartlarında sınırlı bir iyileşme olmasını beklemektedirler. Öte yandan, iktisadi faaliyete dair gelişmelerin kredi standartları üzerindeki olumlu etkisinin, yurt dışı talep gelişmelerine bağlı olarak GSYİH büyümesinin önemli ölçüde yavaşladığı üçüncü çeyrekte dahi sınırlı da olsa sürdüğü görülmektedir. Bu bağlamda, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın tekrar hızlanma eğiliminde olduğu son çeyrekte de, kredi standartlarının kredi arzını artırıcı yönde değiştiği düşünülmektedir. Bunun yanı sıra, ankete göre, standartlarla birlikte kredi koşulları da faiz marjları, ücret ve komisyonlar bakımından iyileşme eğiliminde olmuştur. Nitekim, zorunlu karşılık oranlarındaki artışlara karşın, faiz marjlarında üçüncü çeyrekte gözlenen iyileşme son çeyrekte de korunmuştur.

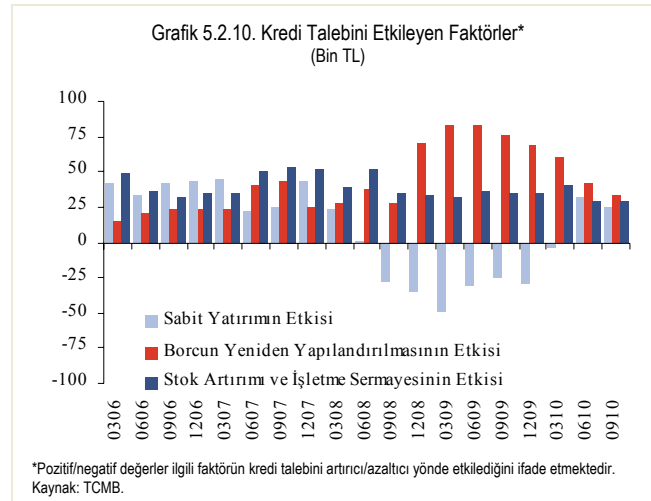
Kredi Eğilim Anketi'ne göre, arz koşullarındaki iyileşmede etkili olan bir diğer unsur rekabettir. Ülke deneyimleri, yoğun rekabetin bankaları daha fazla risk almaya yönelttiğini göstermektedir. Dolayısıyla, arz tarafındaki iyileşmelerin bir kısmı risk algılamalarındaki ve finansmana ulaşımındaki olumlu



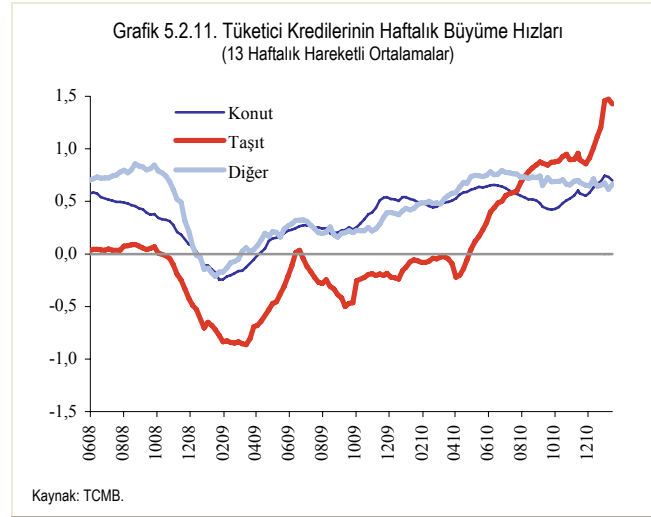
gelişmelerden kaynaklanırken, bir diğer kısmının ise yoğun rekabetin bankaları daha çok risk almaya yöneltmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Arz yönlü unsurların yanı sıra, hızlı kredi genişlemesinde finansman koşulları ile doğrudan ilişkili olmayan talep yönlü unsurların da rol oynadığı düşünülmektedir. İktisadi faaliyetteki hızlı toparlanmaya rağmen, yatırım harcamalarının GSYİH'ye oranının henüz tarihi ortalamaların altında seyretmesi, yatırım talebinin ve bununla ilintili olarak kredi talebinin de önümüzdeki dönemde güçlü bir seyir izlemeye devam edebileceğine işaret etmektedir. Nitekim, Merkez Bankası'nın düzenlediği Yatırım Anketi'nin 2010 güz dönemi sonuçları, finansman koşullarındaki iyileşmenin yatırımlar üzerinde etkili olduğunu göstermekte; ancak talep, yüksek kâr beklentisi ve teknik faktörlerin daha baskın bir rol oynadığına işaret etmektedir. Öte yandan, yatırım finansmanı dışında, işletme sermayesi için talep edilen fonların da iktisadi faaliyetteki toparlanmayla ilintili biçimde artması beklenmektedir.

Kredi Eğilim Anketi, kredi talebi konusunda da önemli bilgiler sunmaktadır. Üçüncü çeyrekte gerek ölçek bazında gerekse vade bazındaki ayrımlarda kredi talebinde güçlü bir artışın olduğuna işaret eden anket katılımcıları, bu genel eğilimin, uzun vadeli kredilerde daha da belirginleşmek üzere yılın son çeyreğinde sürmesini beklemektedirler. Nitekim, yatırım ve işletme finansmanı kaynaklı talebin üçüncü çeyrekte de ağırlığını artırdığı görülmektedir (Grafik 5.2.10). Öte yandan, borcun yeniden yapılandırılması amacıyla talep edilen kredilerin payının da önceki dönemlere kıyasla azaldığı gözlenmektedir.



Ticari kredilerin yanı sıra tüketici kredilerindeki artış da yılın son çeyreğinde tekrar hızlanmıştır. Alt kalemler bazında incelendiğinde, konut ve taşıt kredilerindeki artış hızlanırken, diğer kredilerdeki artış son çeyrekte yavaşlamıştır (Grafik 5.2.11). Buna karşın, tüm alt kalemlerde, yıllıklandırılmış bazda yüzde 40'ı aşan çeyreklik artışlar kaydedilmiştir. Özellikle taşıt kredilerinde dördüncü çeyrek sonu itibarı ile yıllıklandırılmış bazda yüzde 86'ya varan artış dikkat çekicidir. Öte yandan, kredi kartları bakiyeleri incelendiğinde, taksitli tüketici kartlarının toplamdaki payının arttığı görülmektedir. Bu durum, kredi kartlarının tüketicilere sağladığı finansman imkanının kredi niteliğinin arttığına işaret etmektedir.



Ticari kredilerde olduğu gibi, tüketici kredilerindeki artışta da arz ve talep yönlü gelişmelerin rol oynadığı düşünülmektedir. Kredi Eğilim Anketi, üçüncü çeyrekte tüketici kredisi standartlarında, taşıt kredileri haricinde bir gevşeme olmadığına işaret etmektedir. Öte yandan, katılımcılar, takip eden çeyrekte ihtiyaç ve konut kredisi standartlarında bir iyileşme olmasını beklemektedirler. Üçüncü çeyrekte başlayan ve yılın son çeyreğinde de devam ettiği gözlenen uzun vadeli faizlerdeki düşüş eğilimi, tüketici kredisi faizlerine de yansımış gözükmektedir. Anket, üçüncü çeyrekte, tüketici kredisi faizlerinde kâr marjlarının yanı sıra, alınan ücret ve komisyonların da düştüğüne işaret etmektedir. Son çeyrekte de korunduğu tahmin edilen bu durum tüketici kredisinin kullanıcılara olan maliyetinin azaldığı anlamına gelmektedir. Diğer taraftan, finansman koşullarındaki iyileşmenin yanı sıra, işgücü göstergelerinin olumlu seyri ve artan tüketici güveni de kredi talebini artırabilecek etkenler olarak göze çarpmaktadır.

Özetle, son çeyrekte kredilerdeki artışın hızlandığı gözlenmektedir. Söz konusu kredi genişlemede talep yönlü unsurların etkisi olmakla birlikte, arz yönlü gelişmelerin de kredi genişlemesine güçlü bir destek verdiği dikkat çekmektedir. Bu durumun ortaya çıkmasının sebeplerinden biri risk algılamalarındaki iyileşmedir. Ancak, yoğun rekabet ortamının da bankaları daha çok risk almaya yönelterek kredi arzının artmasına sebep olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda, kredi piyasasındaki risk fiyatlamalarının yakından takibi önümüzdeki dönemde finansal istikrarın korunması açısından büyük önem taşımaktadır.

Önümüzdeki dönemde kredi gelişmelerini etkileyecek unsurlardan biri de, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın korunması amacıyla alınan tedbirlerdir. Bu kapsamda, hızlı kredi genişlemesini sınırlamak amacıyla zorunlu karşılık oranlarında düzenlemelere gidilmiştir. Bu doğrultuda, zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiş ve karşılık oranları, bankacılık sisteminin varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunu da dikkate alacak şekilde yükseltilmiştir. Tüm bunlar, kredi maliyetlerini yükseltici ve yükümlülüklerin vadesini artırmayı teşvik edici niteliktedir. Öte yandan, 2011 Yılı Para ve Kur Politikası metninde de değinildiği gibi, finansal sistemin net likidite pozisyonu da para politikasının duruşuna ilişkin önemli bir gösterge teşkil etmektedir. Zorunlu karşılıklardaki artışın, kredi maliyetlerini doğrudan artırmanın yanı sıra, sistemin net likiditesini azaltmak yolu ile de önümüzdeki dönemde bankaların kredi davranışlarını etkilemesi beklenmektedir (Kutu 7.2).

Türev ürünler, piyasa katılımcılarının finansal varlık fiyatlarının gelecekte izleyeceği yöne ilişkin beklentilerini ve belirsizlik algılamalarını yansıttıkları finansal araçlardır. Yerleşik borsaların yanında, tezgah-üstü piyasalarda da işlem gören ve en yaygın türev ürün olan opsiyonlar, piyasa beklentilerine dair bilgi çıkarımında zengin bir kaynak oluşturmaktadır. Yüksek frekansta gözlemlenebilen opsiyon kotasyonları, beklentilerin farklı kaynaklardan elde edilen bulgularla daha doğru ve zamanlı takibine olanak vermektedir.

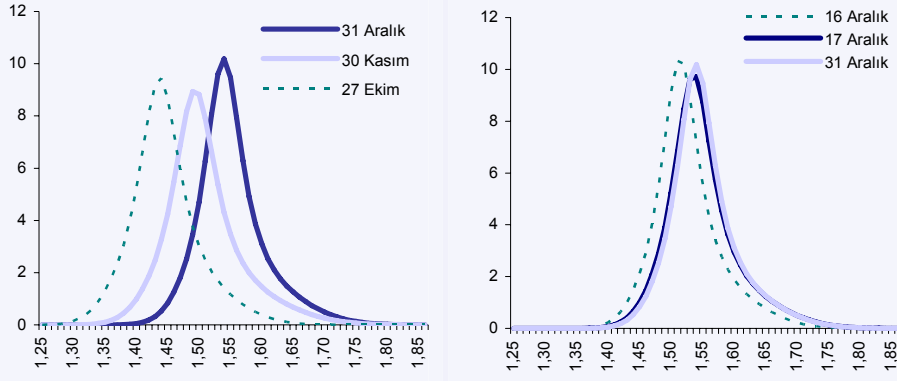
Opsiyon sözleşmeleri, sahibine, tanımlı bir varlık üzerinde belirli bir zaman sonra önceden tespit edilmiş bir fiyattan (işlem fiyatı) satın alma veya satma hakkı tanıyan finansal sözleşmelerdir. Farklı işlem fiyatlarına sahip opsiyon sözleşmelerinin piyasa değerleri, piyasa katılımcılarının vade sonu varlık fiyatının alacağı değerlere attığı olasılıkları içermektedir. Bu bilgiyi açığa çıkarmada en çok kullanılan yöntemlerden biri, opsiyon fiyatlarından ima edilen riske duyarsız olasılık yoğunluk fonksiyonunu, başka bir ifadeyle opsiyonların ima ettiği kur dağılımlarını türetmektir.

Akademik yazındaki çeşitli çalışmalar söz konusu kur dağılımlarının merkez bankaları için büyük önem arz eden piyasa algılamalarına ilişkin bilgi sunabileceğini göstermiştir.<sup>2</sup> Piyasa katılımcılarının faiz oranı ya da döviz kuruna ilişkin beklentilerinin para politikası kararlarından nasıl etkilendiğini, söz konusu dağılımlardan takip etmek mümkündür. Birçok merkez bankası opsiyonların ima ettiği kur dağılımlarını kullanarak, açıklanan önemli bir ekonomik haber ya da alınan bir politika önlemi sonrasında piyasa algılamalarının ve beklentilerinin nasıl değiştiğini takip etmektedir. Bu çerçevede, Aydın ve diğerleri (2010) opsiyonların ima ettiği kur dağılımlarını kullanarak TL/ABD doları döviz kuruna ilişkin beklentilerin ölçülebileceğini göstermektedir. Bu kutuda, söz konusu çalışma çerçevesinde yakın dönem döviz kuru beklentileri incelenmektedir.

<sup>2</sup>BIS (1999), Countant ve diğerleri (2001).

Opsiyonların ima ettiği kur dağılımları döviz kurunun yönü ve genel belirsizliği hakkında bilgi vermektedir. Dağılımın tepe noktası vade sonunda gerçekleşmesi beklenen en olası kur değerini gösterdiği için, beklenen seviyeyi göstermektedir. Bu açıdan yakın dönem kur gelişmeleri incelendiğinde, beklenen kur değerinin son çeyrekte Avrupa'da yaşanan borç krizinin etkisiyle arttığı görülmektedir. Aralık ayı Para Politikası Kurulu kararının etkisi de kurun beklenen değeri üzerinde artırıcı yönde olmuştur. TL'deki görece olumsuz performansın, TCMB'nin 50 baz puanlık faiz indiriminin ardından belirginleştiği 17 ve 31 Aralık tarihleri için oluşturulan dağılım grafiklerinden görülmektedir. Bu tarihlerde kurun 1 ay vadeli beklenen değerinin PPK öncesi tarih olan 16 Aralık'a göre arttığı görülmektedir (Grafik 1).

Grafik 1. Bir Aylık Vadede Opsiyonların İma Ettiği Kur Dağılımı

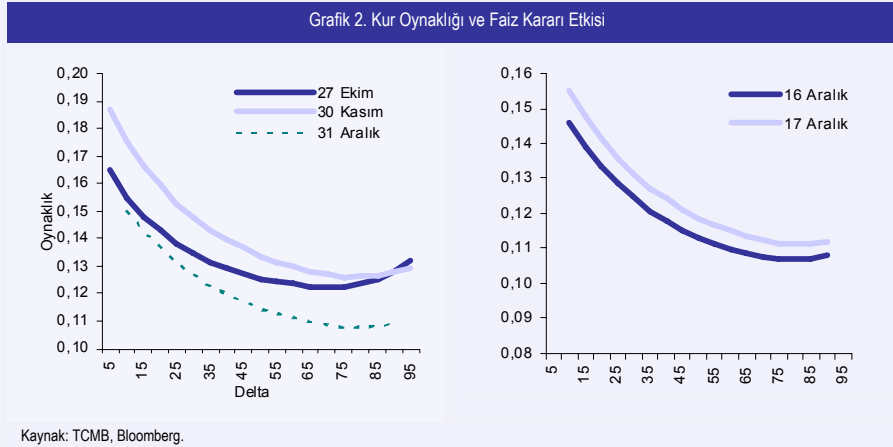


Kaynak: TCMB, Bloomberg.

Kur opsiyonlarından çıkarılabilecek bir diğer grafik ise oynaklık eğrisidir. Oynaklık eğrileri de kur dağılımlarına benzer şekilde döviz kurunun yönü ve genel belirsizliği hakkında bilgi vermektedir. Vadeli Opsiyon Borsası (VOB) gibi organize piyasalardan farklı şekilde işleyen tezgah-üstü piyasalarda kotasyonlar, delta ve ima edilen oynaklık cinsinden verilmektedir. Black-Scholes formülünden türetilen ve bir hassaslık ölçüsü olan delta parametresi işlem fiyatını (vade sonu kur seviyesini), oynaklık ise opsiyon değerini belirtmektedir. Black-Scholes modeli kullanılarak, delta verisinden işlem fiyatına, ima edilen oynaklık verisinden ise opsiyon fiyatına geçiş yapılmaktadır. Deltanın azalması işlem fiyatının artması; yükselmesi ise işlem fiyatının azalması anlamına gelmektedir.

Bu bilgiler ışığında, Grafik 2'de yer alan eğrinin sağ ucu döviz kurunun azalmasına, sol ucu ise artmasına dair öngörülen riski yansıtmaktadır. Mevcut kur seviyesinin 1,5 olduğu kabul edilirse, eğrinin sol ucu kurun artış (1,5'ten yüksek değerler) riskini, sol ucu ise azalış (1,5'ten küçük değerler) riskini göstermektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde kurun artış riski azalış riskinden fazla olduğu için, sol ucun daha yukarıda olması beklenen bir durumdur. Ancak piyasa beklentilerindeki değişime bağlı olarak eğrinin sağ ve sol uçlarındaki kıvrıklık zaman içerisinde değişebilmektedir.

Oynaklık eğrisi kurun yönüne ve genel kur belirsizliğine dair iki farklı bilgiyi içermektedir. Eğrinin uçlarının kıvrılması kurun yönüyle ilişkili riskleri, tamamının kayması ise genel kur belirsizliğiyle ilgili beklentileri yansıtmaktadır. Yakın dönem gelişmeleri değerlendirildiğinde, 27 Ekim 2010 tarihli (1 ay vadeli) oynaklık eğrisinin sağ ucu yukarı yönlü kıvrılmış iken, 30 Kasım ve 31 Aralık 2010 tarihlerinde ortaya çıkan oynaklık eğrilerinin sağ ucu yatay şekil almıştır. Bu durum, piyasa katılımcılarının Ekim ayı sonunda kurun azalışı yönünde bir risk öngördükleri, buna karşın Kasım ve Aralık aylarının sonunda ise kurun azalışına yönelik bir risk beklemedikleri şeklinde yorumlanabilir. Benzer şekilde eğrinin sol ucundaki kıvrıklık Kasım ve Aralık aylarında da sürmüştür. Bu durum kurun artışına yönelik risk öngörüsünün Kasım ve Aralık aylarında devam ettiğine işaret etmektedir. Ayrıca, Aralık ayında eğrinin bütünü aşağı kaymıştır. Bu durum hem aşağı hem de yukarı yönlü belirsizliğin azalması anlamına gelmektedir. Diğer bir ifadeyle, kurun artacağına dair beklentiler Aralık ayında güçlenmektedir. Benzer şekilde, 16 Aralık tarihli Para Politikası Kararları sonrasında, oynaklık eğrisinin yukarı kaydığı gözlenmektedir (Grafik 2). Buna göre piyasa katılımcılarının döviz kuruna ilişkin öngördüğü belirsizlik seviyesinin faiz indirimi kararı sonrasında bir miktar arttığını ifade etmek mümkündür.



Sonuç olarak, yüksek frekansta gözlemlenebilen opsiyon değerleri, açıklanan önemli bir ekonomik haber ya da merkez bankası tarafından alınan bir politika önlemi sonrasında piyasa algılamalarının ve beklentilerinin nasıl değiştiğini gözlemlene imkanı sunmaktadır. Opsiyonların ima ettiği kur dağılımları, TCMB'nin Aralık ayında almış olduğu faiz kararının yakın dönem döviz piyasası gelişmelerinde etkili olduğuna işaret etmektedir.

#### Kaynakça

Aydın, H., İ. Değerli, A. ve P. Özlü (2010), "Recovering Risk-neutral Densities from Exchange Rate Options: Evidence from Lira-Dollar Options" İktisat, İşletme ve Finans, 25 (291), 9-26.

Bank for International Settlements (1999), "Estimating and Interpreting Probability Density Functions", *BIS Paper* No 6.

Coutant, S., E. Jondeau ve M. Rockinger (2001), "Reading PIBOR Futures Option Smiles: The 1997 French Snap Election", *Journal of Banking and Finance*, Vol: 25.

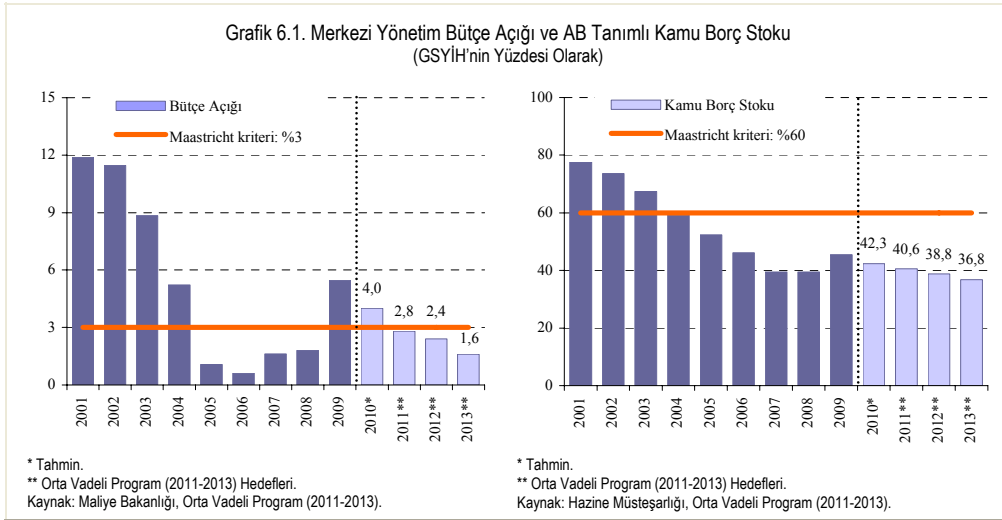




## 6. Kamu Maliyesi

Küresel ekonomik krizin iktisadi faaliyette neden olduğu daralma, gelişmiş ülkelerde daha belirgin olmak üzere, kamu mali açığının ve borç stokunun küresel ölçekte artmasına neden olmuştur. Aralarında Türkiye'nin de yer aldığı çok sayıda yükselen piyasa ekonomisi ise, temel olarak iktisadi faaliyetteki toparlanmanın daha hızlı gerçekleşmesi ve kriz sürecinde uygulanan mali teşvik programlarının görece olarak daha dar kapsamlı olması nedeniyle kamu maliyesi dengeleri açısından daha olumlu bir görünüm sergilemektedir. Bu çerçevede ülkemizde de esas olarak iktisadi faaliyetin öngörülenden daha hızlı toparlanması ve faiz giderlerindeki düşüşler kamu maliyesi dengelerini olumlu yönde etkilemektedir (Grafik 6.1).

2010 yılında bütçe performansındaki iyileşmenin temel kaynağını ekonomideki hızlı büyüme eğilimine bağlı olarak artan vergi gelirleri oluşturmuştur. Bunun yanı sıra, faiz dışı harcamaların artış hızının görece olarak yavaşlaması ve iç borçlanma faiz oranlarındaki gerilemeye bağlı olarak faiz giderlerinde ortaya çıkan düşüş de kamu maliyesi dengelerine olumlu katkıda bulunmuştur.



2010 yılının Ekim ayında kamuoyuna açıklanan ve 2011-2013 dönemini kapsayan OVP'de kamu maliyesine ilişkin olarak belirlenen hedefler, maliye politikasında önümüzdeki dönemde sınırlı bir sıkılaşmaya işaret etmektedir. Bu bağlamda, Rapor'un son bölümünde yer alan orta vadeli tahminler oluşturulurken, maliye politikasının kademeli olarak sıkılaştırılacağı ve kamu

harcamalarının iç talebe yaptığı katkının tedrici olarak azalacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Bununla birlikte, mali disiplinin kalıcılığının sağlanması ve Türkiye'nin diğer yükselen piyasa ekonomilerinden olumlu yönde ayrılmaya devam edebilmesi açısından OVP çerçevesinde belirlenen kurumsal ve yapısal iyileştirmelerin hayata geçirilmesi önemini korumaktadır.

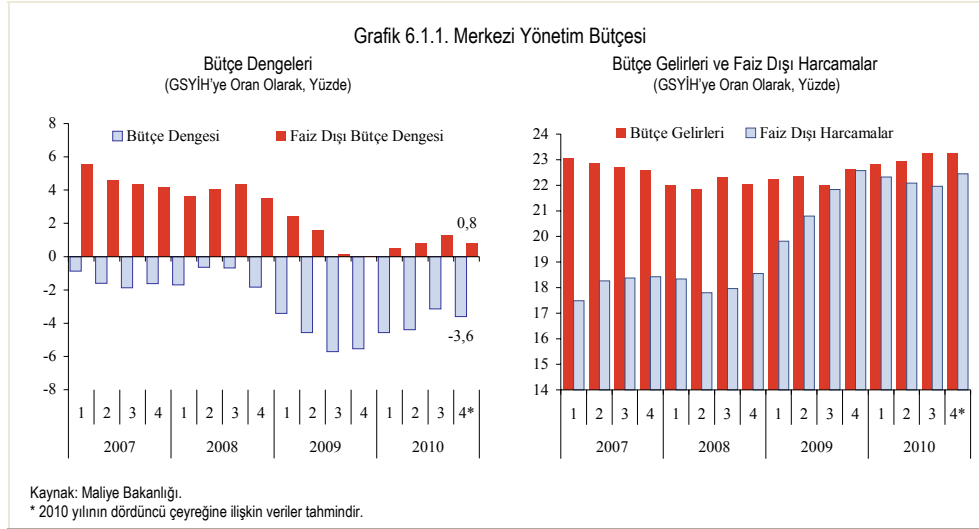
### 6.1. Bütçe Gelişmeleri

Merkezi yönetim bütçesi 2010 yılında 39,6 milyar TL açık verirken, faiz dışı denge 8,7 milyar TL fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). İktisadi faaliyetlerdeki canlanmaya ve yapılan vergi ayarlamalarına bağlı olarak artan vergi gelirlerinin yanı sıra faiz giderlerindeki düşüş, bütçe performansındaki iyileşmenin temel kaynağını oluşturmaktadır. Buna ilaveten, faiz dışı harcamalardaki artış hızının da görece yavaşlaması, bütçe açığındaki düşüşe olumlu yönde katkıda bulunmuştur.

	2009	2010	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme / Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	268,2	293,6	9,5	102,3
Faiz Giderleri	53,2	48,3	-9,2	85,1
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	215,0	245,3	14,1	106,6
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	215,5	254,0	17,9	107,3
I. Vergi Gelirleri	172,4	210,5	22,1	108,9
II. Vergi Dışı Gelirler	36,2	35,6	-1,5	97,2
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-52,8</b>	<b>-39,6</b>	-	<b>78,9</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>0,4</b>	<b>8,7</b>	-	<b>132,5</b>

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2010 yılının ilk üç çeyreğinde iyileşme eğilimi gösteren Merkezi yönetim bütçe dengesi ve faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ye oranları, yılın son çeyreğinde faiz dışı harcamalardaki artışa bağlı olarak bir miktar bozulmuştur (Grafik 6.1.1). Merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranında, vergi gelirlerindeki yüksek performansa bağlı olarak 2009 yılının son çeyreğinden itibaren istikrarlı bir şekilde süren artış eğiliminin, yılın son çeyreğinde duraksadığı gözlenmektedir. Öte yandan, merkezi yönetim faiz dışı harcamalarının GSYİH'ye oranı ise, 2010 yılının ilk üç çeyreğinde sınırlı düşüş eğilimi göstermekle birlikte, yılın son çeyreğinde belirgin bir artış sergilemiştir (Grafik 6.1.1).



Merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderleri 2010 yılında geçen yıla göre yüzde 14,1 oranında artmıştır. Faiz dışı harcamalar içindeki ana kalemlerden cari transferler ve personel giderleri sırasıyla yüzde 10,8 ve yüzde 11,4 oranında artarken, mal ve hizmet alım giderleri yüzde 3,3 oranında azalmıştır. Bu azalışta, kamu personeli sağlık giderlerinin genel sağlık sigortası kapsamından karşılanması nedeniyle sağlık giderlerinde oluşan azalma ile yeşil kartlıların sağlık giderlerinde ortaya çıkan düşüş etkili olmuştur. Diğer yandan, Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK)'na devlet primi giderlerinde gerçekleşen yüzde 53,4 oranındaki yüksek oranlı artış dikkat çekmektedir. Söz konusu artışta, 2010 yılı Ocak ayından itibaren genel sağlık sigortası kapsamına alınan kamu personelinin genel sağlık sigortası ödemelerinin başlatılması etkili olmuştur. Sermaye giderlerinde gözlenen yüzde 29,1 düzeyindeki artış ise, 2010 yılında kamu yatırımlarının GSYİH büyümesine olumlu katkı yaptığına işaret etmektedir (Tablo 6.1.2).

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

	2009	2010	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Faiz Hariç Bütçe Giderleri</b>	<b>215,0</b>	<b>245,3</b>	<b>14,1</b>	<b>106,6</b>
1. Personel Giderleri	55,9	62,3	11,4	103,2
2. SGK Devlet Primi Giderleri	7,2	11,1	53,4	99,5
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	29,8	28,8	-3,3	114,4
a) Savunma-Güvenlik	9,7	9,4	-2,3	103,5
b) Sağlık Giderleri	8,8	5,8	-34,6	119,8
4. Cari Transferler	92,0	101,9	10,8	99,7
a) Görev Zararları	4,1	3,3	-20,3	76,5
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	52,7	55,0	4,5	95,4
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	4,5	5,8	29,4	103,8
d) Gelirden Ayrılan Paylar	21,5	26,4	22,6	110,2
5. Sermaye Giderleri	20,1	25,9	29,1	136,9
6. Sermaye Transferleri	4,3	6,7	56,0	196,4

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

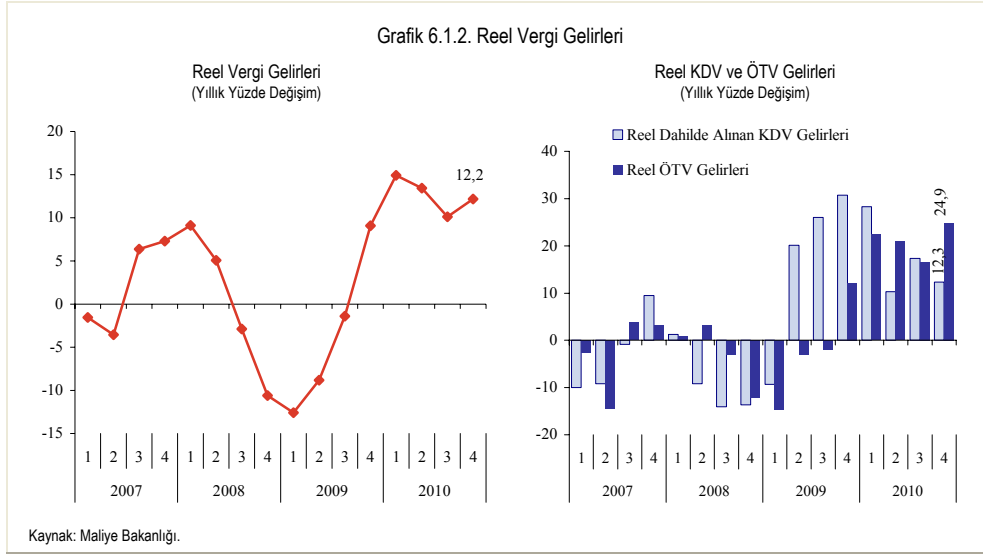
2010 yılında merkezi yönetim genel bütçe gelirleri önceki yıla göre yüzde 18 oranında yükselmiştir. Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüzde 22,1 oranında artarken, vergi dışı gelirlere, teşebbüs ve mülkiyet gelirleri ile faizler, paylar ve cezalardaki düşüşler nedeniyle yüzde 1,5 oranında bir düşüş yaşanmıştır (Tablo 6.1.3). Özellikle tüketime dayalı vergilerde görülen yüksek oranlı artışlar tüketim talebinin güçlü olduğuna işaret etmektedir.

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

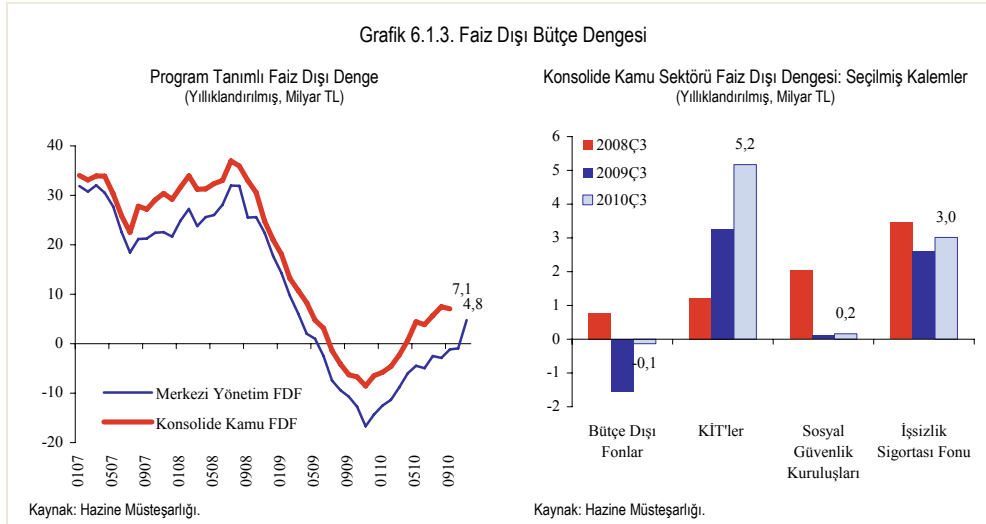
	2009	2010	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
<b>Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>208,6</b>	<b>246,1</b>	<b>18,0</b>	<b>107,0</b>
<b>I-Vergi Gelirleri</b>	<b>172,4</b>	<b>210,5</b>	<b>22,1</b>	<b>108,9</b>
Gelir Vergisi	38,4	40,4	5,1	97,3
Kurumlar Vergisi	18,0	20,9	16,1	116,5
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	20,9	26,3	26,2	116,3
Özel Tüketim Vergisi	43,6	57,3	31,3	104,9
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	26,1	36,2	38,5	120,3
<b>II-Vergi Dışı Gelirler</b>	<b>36,2</b>	<b>35,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>97,2</b>
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	9,9	9,8	-1,6	144,9
Faizler, Paylar ve Cezalar	23,1	21,0	-8,9	117,9
Sermaye Gelirleri	2,0	3,4	65,1	31,7

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren daralmaya başlayan reel vergi gelirleri, özel tüketim talebindeki canlanmayla birlikte 2009 yılının dördüncü çeyreğinden bu yana belirgin bir artış eğilimine girmiştir. 2010 yılının ilk çeyreğinde yüksek oranda gerçekleşen reel vergi gelirlerinin yıllık artış oranı, 2010 yılının sonraki çeyreklerinde baz etkisinin zayıflamasıyla birlikte bir miktar yavaşlamıştır. (Grafik 6.1.2). Reel vergi gelirlerinde gözlenen artışta 2010 yılının başında akaryakıt ve tütün ürünlerinden alınan maktu vergi oranlarına yapılan zamlar da etkili olmuştur. Bu çerçevede, 2010 yılının son çeyreğinde, Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) ve dahilde alınan Katma Değer Vergisi (KDV) tahsilatı, önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak sırasıyla yüzde 24,9 ve yüzde 12,3 oranında yükselmiştir (Grafik 6.1.2).



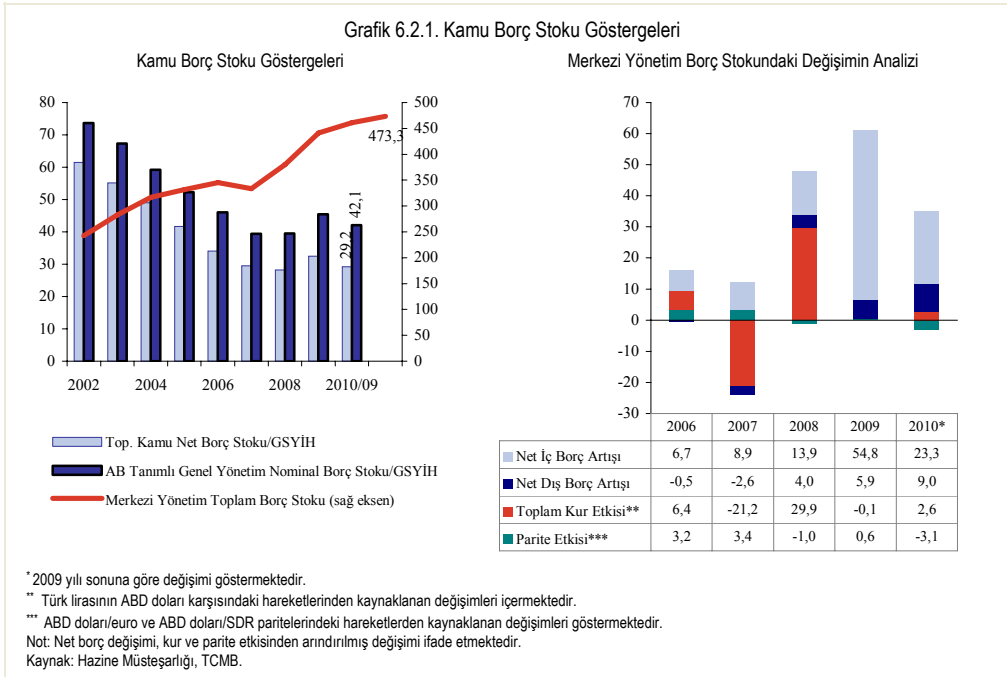
Program tanımlı konsolide kamu sektörü ve merkezi yönetim faiz dışı dengesinde 2009 yılının son çeyreğinden itibaren başlayan iyileşme eğilimi 2010 yılının ilk üç çeyreği itibarıyla devam etmiştir (Grafik 6.1.3). Öte yandan, bütçe dışı fonların, Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT)'nin, sosyal güvenlik kuruluşlarının ve İşsizlik Sigortası Fonu'nun faiz dışı dengesinin 2010 yılının üçüncü çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre iyileştiği dikkat çekmektedir (Grafik 6.1.3).



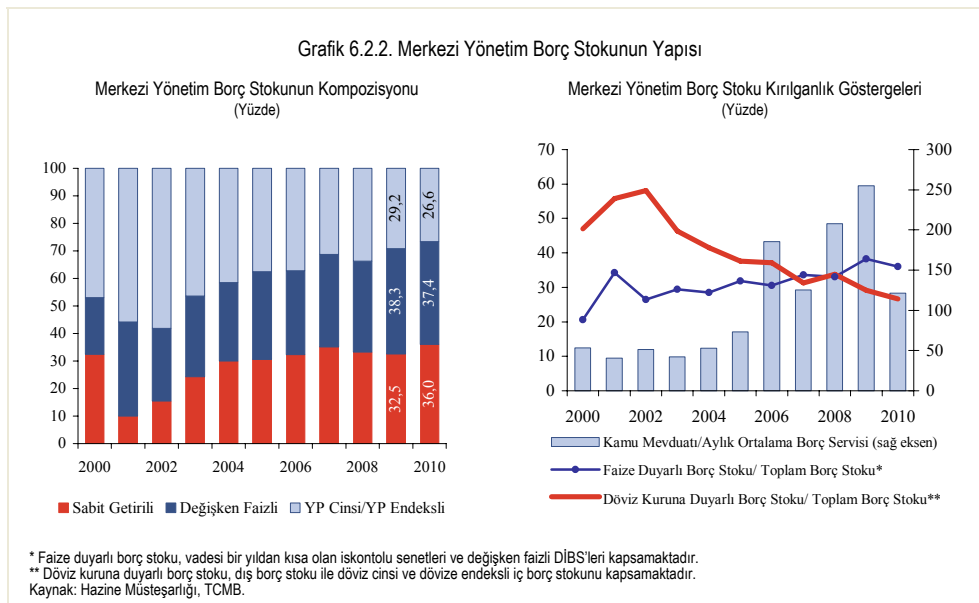
## 6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

2010 yılında uygulanan basiretli para politikası ile uyumlu maliye ve borç yönetimi politikalarının yanı sıra, 2009 yılının son çeyreğinden itibaren iktisadi faaliyetin öngörülenden daha hızlı toparlanmasının kamu maliyesi dengeleri üzerinde yarattığı iyileştirici etki, hızla düşen reel faizlerle beraber kamu sektörünün borçlanma ihtiyacını önemli oranda azaltmış ve bu durum kamu borç stoku göstergelerini olumlu yönde etkilemiştir. Diğer taraftan, gerek kamu borç yönetiminin yasal ve idari çerçevesinin de geliştirilmiş olmasına, gerekse uzun vadeli bir bakış açısıyla oluşturulan borçlanma stratejilerine bağlı olarak, borç stokunun yapısında kayda değer bir iyileşme sağlanmış, kamu borcunun makroekonomik şoklara karşı duyarlılığı önemli ölçüde azalmıştır. Bu çerçevede, 2010 yılı genelinde kamu borç oranlarında iyileşme yaşandığı, borçlanmanın reel maliyetinin önemli oranda düştüğü, borcun ortalama vadesinin uzadığı ve borç stoku içinde TL cinsinden borcun payının arttığı görülmektedir.

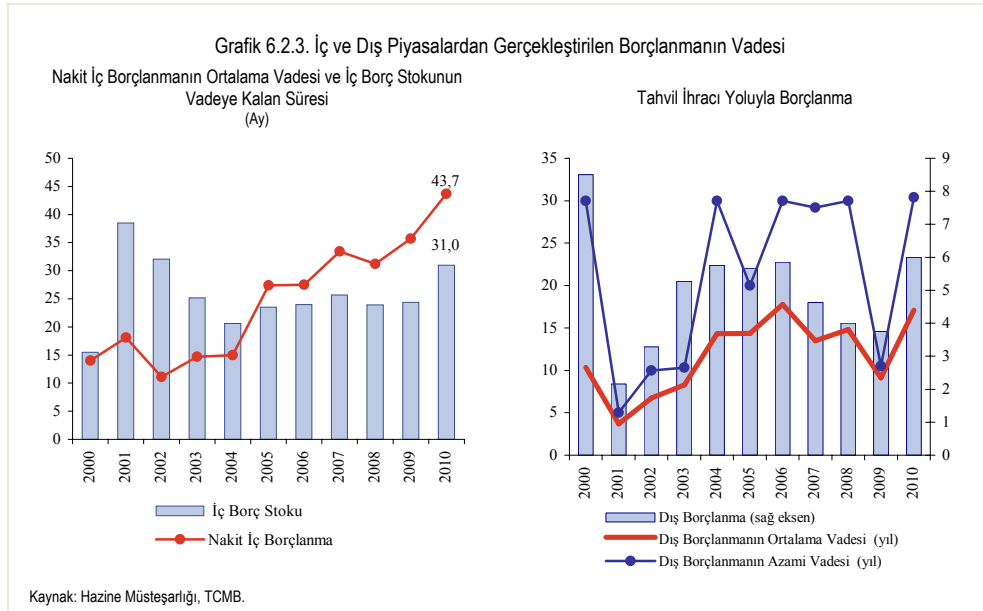
2010 yılı sonu itibarıyla, merkezi yönetim borç stoku 2009 yılı sonuna göre yüzde 7,2 oranında artış göstererek 473,3 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Merkezi yönetim borç stokundaki değişimin alt bileşenleri incelendiğinde, net iç borç ve net dış borç değişimlerinin merkezi yönetim borç stokunu sırasıyla, 23,3 milyar TL ve 9 milyar TL tutarında artırdığı görülmektedir. Diğer yandan, 2010 yılında ABD dolarının euro karşısında değer kazanması ile beraber parite değişimleri merkezi yönetim borç stokunu 3,1 milyar TL azaltıcı yönde etkilemiştir (Grafik 6.2.1). Bu gelişmeler çerçevesinde, 2010 yılının üçüncü çeyreğinde borç oranları gerilemeye devam etmiştir. Toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı 2009 yılı sonuna göre 3,3 puan düşerek yüzde 29,2'ye, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı ise 3,4 puan düşerek yüzde 42,1'e inmiştir (Grafik 6.2.1).



2010 yılı Hazine finansman programına göre, piyasa koşullarına bağlı olarak, döviz cinsi iç borç itfalarının azami yüzde 50'si oranında döviz cinsi iç borçlanma yapılması ve TL cinsi borçlanmanın daha çok sabit faizli enstrümanlarla gerçekleştirilmesi planlanmıştır. Bu strateji çerçevesinde, 2010 yılı sonu itibarıyla merkezi yönetim borç stoku içinde döviz kuruna duyarlı (döviz cinsinden ve dövizde endekli) borç senetlerinin payı 2009 yıl sonuna göre azalırken, sabit faizli borç senetlerinin payı artmıştır (Grafik 6.2.2).

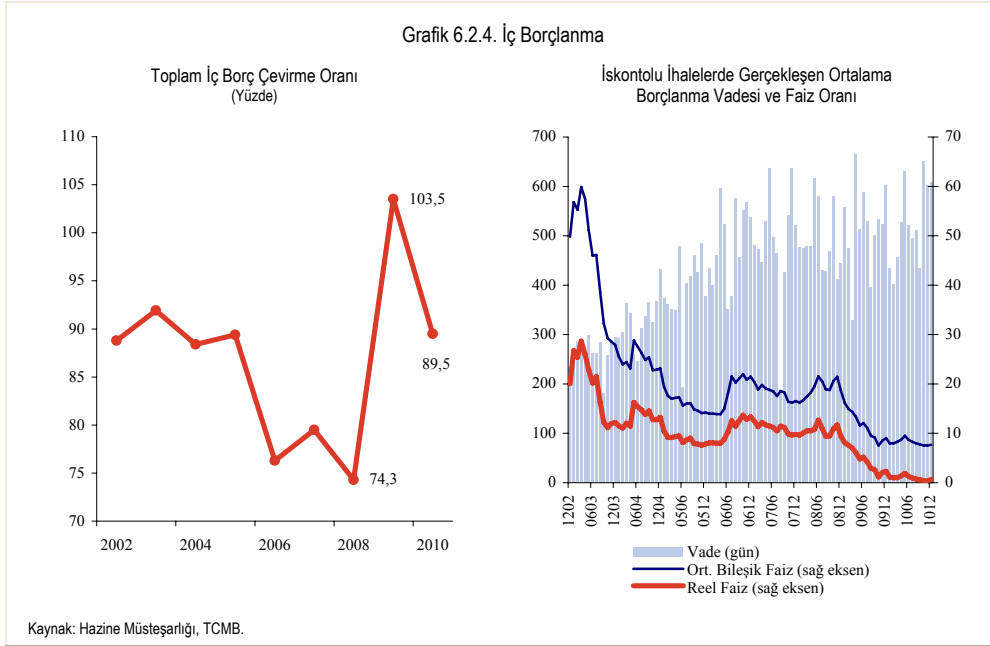


Likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak, kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı 2010 yılında yüzde 121,5 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.2). Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesinin 2009 yılı ortalamasına göre uzamasına paralel olarak toplam iç borç stokunun vadeye kalan süresi 2010 yılı sonu itibarıyla 31 aya çıkmıştır (Grafik 6.2.3). Ayrıca, 2010 yılında tahvil ihracı yoluyla 6 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli dış borçlanma gerçekleştirilmiş ve söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 2009 yılına göre 8 yıl artarak 17,1 yıl olmuştur (Grafik 6.2.3).



İskontolu Hazine bonusu ihalelerinde aylık ağırlıklı ortalama reel faizler 2009 yılının başından itibaren hızlı bir şekilde gerileyerek 2010 yılının Aralık ayında yüzde 0,7'ye düşmüştür (Grafik 6.2.4). İç borçlanmanın gerek ortalama vadesindeki artış, gerekse maliyetinin tarihsel düşük seviyelerine gerilemiş olması kamu borcunun sürdürülebilirliği ile ilgili endişeleri büyük ölçüde geri plana itmiştir.





2009 yılında oluşan yüksek bütçe açığının büyük ölçüde iç borçlanma yoluyla finanse edilmesi ile beraber yüzde 100'ün üzerine çıkan toplam iç borç çevirme oranı, 2010 yılında yüzde 89,5'e kadar gerilemiştir (Grafik 6.2.4). Aralık ayı iç borçlanma ve iç borç servisi rakamları iç borç çevirme oranının söz konusu ayda yüzde 100'ün üzerine çıktığına işaret etse de, 2011 yılının ilk çeyreğinde bu oranın tekrar düşmesi beklenmektedir. Nitekim, Hazine Müsteşarlığı'nın Ocak-Mart 2011 dönemine yönelik olarak açıkladığı iç borçlanma stratejisine göre iç borç çevirme oranının yılın ilk çeyreğinde yüzde 88,2 olacağı öngörülmektedir.



## 7. Orta Vadeli Öngörüler

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

### 7.1. Son Dönemde Alınan Para Politikası Kararları

Yurt içi talep yılın üçüncü çeyreğinde istikrarlı bir şekilde toparlanmaya devam ederken, iç ve dış talepteki ayrışma daha da belirgin hale gelmiştir. Maliye ve para politikalarının yurt içi talep üzerindeki genişletici etkileri belirginleşirken, dış talepteki zayıf toparlanma eğilimi devam etmiştir. Bununla birlikte, toplam talep koşulları henüz enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturacak düzeye gelmemiştir. Buna karşın, 2010 yılı ikinci yarısında gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin toparlanma hızları arasında gelişmekte olan ekonomiler lehine olan ayrışma iyice belirginleşmiş, gelişmekte olan ülkelerin göreceli risk primlerinde azalış gözlenmiştir. Bunun yanında, yılın son çeyreğinde ABD ve Avrupa ekonomilerindeki gelişmeler ve alınan kararlar küresel ölçekte parasal genişlemeye yol açmıştır. Gerek düşen risklilik gerekse genişletici politikalar, 2010 yılının son çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerini desteklemiştir. Söz konusu niceliksel genişleme paketlerinin sermaye hareketlerini artırıcı ve dolayısıyla cari işlemler dengesini bozucu etkilerini sınırlamak amacıyla, gelişmekte olan ülkeler niceliksel sıkılaştırmaya gitmeye başlamıştır.

Kısa vadeli sermaye girişlerinin güçlenerek devam etmesi, iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışma ve hızlı kredi genişlemesi, cari işlemler açığında gözlenen artışa katkıda bulunarak Türkiye için de makro finansal riskler açısından dikkatle değerlendirilmesi gerekli bir durumun ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bunların bir sonucu olarak, TCMB para politikasını belirlerken fiyat istikrarı ile finansal istikrarın birbirini tamamlayıcı olduğu bir çerçeveyi esas almaktadır (Kutu 7.1). Dolayısıyla, fiyat istikrarı temel amacı ve finansal istikrar görevi doğrultusunda TCMB, 2010 yılının son çeyreğinde makro finansal riskleri kontrol altında tutmaya yönelik olarak daha

düşük bir politika faizi, daha geniş bir faiz koridoru ve daha yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan yeni bir politika bileşimini uygulamaya koymuştur.

Bu çerçevede, sermaye girişlerini uzun vadeye yönlendirmek ve Türk lirasının istikrarını korumak amacıyla, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı Aralık ve Ocak ayında alınan kararlarla yüzde 7'den yüzde 6,25'e düşürülmüştür. Bunun yanı sıra TCMB, gecelik piyasada uyguladığı borç alma ve borç verme faiz aralığını belirgin şekilde genişletmiştir. Bu doğrultuda TCMB, gecelik borçlanma faiz oranını yüzde 1,50'ye çekmiş, borç verme faiz oranını ise yüzde 9'a çıkarmıştır. Benzer bir düzenleme geç likidite penceresi faiz oranlarında da uygulanmıştır.

TCMB'nin makro finansal riskleri kontrol altında tutma amacı doğrultusunda kullanmaya başladığı politika bileşiminin önemli bir unsuru olan zorunlu karşılık oranlarına yönelik olarak Eylül 2010'dan bu yana önemli kararlar alınmıştır. Öncelikle, çıkış stratejisi kapsamında Türk lirası zorunlu karşılık oranı Eylül ve Kasım aylarında 0,50'şer puan artırılmıştır. Buna ilave olarak, Eylül ayında alınmış olan kararlar zorunlu karşılık oranlarının bir politika aracı olarak daha etkin şekilde kullanılabilmesini sağlamak amacıyla Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına da son verilmiştir. Aralık ayında kapsamlı bir düzenlemeye daha gidilerek, gerek bankacılık sisteminde yükümlülüklerinin vadesinin uzatılması ve banka bilançolarındaki vade uyumsuzluğunun azaltılması, gerekse yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yönlendirilmesi amacıyla yönelik olarak Türk lirası zorunlu karşılık oranları vadelere göre farklılaştırılmıştır. Bu doğrultuda kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları artırılmış, ayrıca bankaların, birbirleriyle ve TCMB'yle yaptıkları hariç olmak üzere repo işlemlerinden sağladıkları fonların zorunlu karşılık kapsamına alınması suretiyle zorunlu karşılık tabanı genişletilmiştir. Son olarak, 24 Ocak 2011 tarihinde alınan kararlar Türk lirası zorunlu karşılık oranları, kısa vadeli mevduat/katılım fonu ve bunlar dışındaki diğer yükümlülükler için yeniden yükseltilmiştir. Zorunlu karşılıklara ilişkin olarak 16 Ekim 2009 tarihinden itibaren yapılan düzenlemeler Tablo 7.1.1'de özetlenmiştir. Tablonun son sütunundan da görüleceği gibi, yükümlülüklerin payı dikkate alınarak hesaplanan ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları, 23 Eylül'den bu yana yaklaşık 4,4 yüzde puanlık bir artışa işaret etmektedir.

Zorunlu karşılıklardaki değişikliklerin maliyet ve likidite kanalları üzerinden kredi piyasasını etkilemesi beklenmektedir (Kutu 7.2). Söz konusu düzenlemelerle piyasadan toplam olarak yaklaşık 22,5 milyar Türk lirası çekilmiş olacaktır. Bu tutar, güncel veriler itibarıyla Türk lirası cinsinden mali kesim hariç kredilerin yaklaşık olarak yüzde 5,8'ine tekabül etmektedir. Zorunlu karşılıkların ağırlıklı ortalamasının artırılması yoluyla maliyet ve likidite kanalından gerçekleşen parasal sıkılaştırmanın, faiz indirimlerinin genişletici etkisini fazlasıyla telafi edeceği değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, TCMB'nin son dönemde aldığı para politikası kararlarının net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olması beklenmektedir.

Tablo 7.1.1 Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar  
(Yüzde)

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

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

Kaynak: TCMB.

Bir yandan döviz rezervlerini kuvvetlendirmek amacıyla ülkemize yönelik sermaye akımlarından daha etkin bir şekilde faydalanmak, diğer taraftan akımların değişkenliğine karşı daha esnek olabilmek doğrultusunda Ekim ayında döviz alım ihalelerinde yöntem değişikliği yapılmıştır. Bu doğrultuda gerçekleştirilen haftalık ilave ve toplam döviz alım tutarları aşağıdaki tabloda özetlenmektedir (Tablo 7.1.2). 3 Ocak 2011 tarihinden itibaren gerçekleştirilecek düzenli ihalelerde ise bankaların opsiyon hakkı olmayacağı karara bağlanmıştır. Ayrıca aynı kararla günlük ihale alım tutarı 50 milyon ABD dolarına yükseltilerek, opsiyon uygulamasının sona erdirilmesinden ötürü Merkez Bankası'nın döviz alımlarının belirgin şekilde hız kesmemesinin sağlanması amaçlanmıştır.

Tablo 7.1.2. Yeni Döviz Alım İhale Yöntemi Sonrası Döviz Alım Tutarları

(Milyon ABD Doları)

Dönem	İlave Döviz Alımı	Toplam Döviz Alımı
Ekim 2010	1.500	2.220
Kasım 2010	1.340	1.940
Aralık 2010	420	1.691
Ocak 2011*	0	650
Toplam	3.260	6.501

\*20 Ocak 2011'e kadar olan alımları içermektedir.

Kaynak: TCMB.

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

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan milli gelir verileri, Ekim Enflasyon Raporu'ndaki görünümle uyumlu bir resim çizmiş ve yılın ilk yarısına kıyasla daha yavaş bir toparlanma eğilimi sergilemiştir. Yurt içi talep istikrarlı bir şekilde toparlanmaya devam ederken, Avrupa ekonomilerinde Mayıs ayından itibaren derinleşen sorunlar paralelinde dış talepteki zayıf seyir devam etmiştir. Bu bağlamda, iç ve dış talebin toparlanma hızlarına ilişkin ayrışma daha da belirginleşmiştir. Söz konusu dönemde, kamu yatırımlarının yıllık büyümeye olumlu katkısı devam ederken, özel tüketim talebindeki artış eğiliminin güçlenerek sürdüğü görülmektedir. Bu dönemde öngörülerimizle uyumlu olarak ihracat gerilerken, ithalat yüksek oranda büyümüş ve net ihracatın büyümeye olumsuz katkısı bir önceki çeyreğe kıyasla artmıştır.

Tüketici enflasyonu 2010 yılında yüzde 6,4 oranında artmış ve Ekim Enflasyon Raporu'nda paylaşılan öngörülerin altında gerçekleşmiştir (Kutu 7.3). Söz konusu saptamada bir önceki çeyrekte yüksek oranda artış gösteren işlenmemiş gıda fiyatlarının yaptığı düzeltme belirleyici olmuştur. Temel (çekirdek) enflasyon göstergeleri ise orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini korumuştur.

İşlenmemiş gıda fiyatları 2010 yılının üçüncü çeyreğinde yakın tarihin en yüksek artışını gerçekleştirdikten sonra yılın son çeyreğinde taze meyve ve sebze fiyatlarındaki gelişmelerin etkisiyle belirgin bir düzeltme kaydetmiştir. Bunun yanında, kırmızı et fiyatları da ithalata ilişkin alınan önlemler doğrultusunda gerileme göstermiştir. Ekim Enflasyon Raporu'nda, söz konusu mal gruplarının fiyatlarında yılın son çeyreğinde düzeltme olacağı ve gıda enflasyonunda azalış görüleceği belirtilmiştir. Ancak, gerçekleşen düzeltmenin öngörülerin de ötesinde olması nedeniyle, gıda fiyatlarının 2010 yılındaki artış oranı Ekim Enflasyon Raporu'nda belirtilen yüzde 10,5 varsayımının oldukça altında kalarak yüzde 7 olmuştur.

Temel mal grubu enflasyonunda, geçen yılın aynı dönemindeki vergi ayarlamalarının oluşturduğu baz etkisinin ortadan kalkmasıyla, yılın son çeyreğinde azalış gözlenmiştir. Söz konusu etkiden arındırıldığında temel mal grubu enflasyonunda belirgin bir değişim gözlenmemiş olup tarihsel düşük düzeylerin devam ettiği görülmektedir. Benzer şekilde 2010 yılının son

çeyreğinde, hizmet enflasyonu da tarihsel olarak en düşük seviyelerini korumuştur.

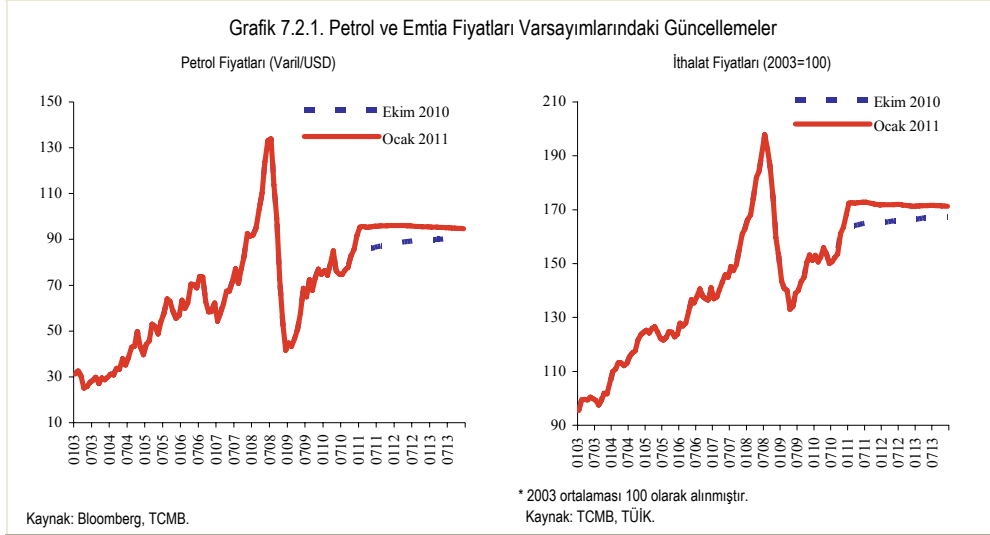
Tablo 7.2.1. 2011 Yılı Varsayımlarındaki Güncelleme

	Ekim 2010	Ocak 2011
<b>Gıda Fiyat Enflasyonu</b> (Yıllık Yüzde Değişim)	7,0	7,5
İşlenmiş Gıda	5,2	6,0
İşlenmemiş Gıda	9,0	9,0
<b>İthalat Fiyatları</b> (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	6,1	10,9
<b>Petrol Fiyatları</b> (Yıllık Ortalama, ABD doları)	85	95
<b>İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi</b> (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,56	2,60

Yılın son çeyreğinde işlenmemiş gıda enflasyonundaki sert düşüşle gıda enflasyonu beklenenden daha olumlu bir seyir izlemiştir. Bununla birlikte, tarımsal emtia fiyatlarında son dönemlerde gözlenen hızlı artışların işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki potansiyel etkileri göz önüne alınarak yüzde 7 düzeyindeki gıda enflasyonu varsayımı yüzde 7,5 seviyesine yükseltilmiştir (Tablo 7.2.1). Bu gelişmenin 2011 yılı enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi yaklaşık 15 baz puan civarında olmuştur.

Ekim Enflasyon Raporu'nda petrol fiyatlarının 2011 yılında 85 ABD doları, 2012 yılı ve sonrası için ise 90 ABD doları olarak gerçekleşeceği varsayılmıştı. Bunun yanı sıra, vadeli piyasalarda oluşan emtia fiyatları referans alınarak tahmin ufku süresince ithalat fiyatlarının kademeli artışlar sergileyeceği ve bu çerçevede ithalat fiyatlarının 2011 yılında ortalama olarak 2010 yılına kıyasla yüzde 6,1 oranında artış göstereceği bir görünüm esas alınmıştı. Gerek gelişmiş ülkelerin para politikalarında niceliksel genişleme uygulamalarına devam edilmesi gerekse gelişmekte olan ülkelerdeki güçlü büyüme eğiliminin korunması, Ekim Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bu yana emtia fiyatlarında hızlı artışların sürmesine neden olmuştur. Hali hazırda vadeli fiyatlar önümüzdeki dönem için yatay bir eğilim gösterse de Ekim ayından bu yana emtia fiyatlarında gözlenen hızlı artışlar bir önceki döneme göre daha yüksek bir seviyeye işaret etmektedir (Grafik 7.2.1). Bu çerçevede, Ocak ayının ilk yarısında oluşan vadeli emtia fiyatları dikkate alınarak petrol fiyatı varsayımı 2011 ve sonrası için 95 ABD dolarına güncellenmiştir. Ayrıca, yine vadeli emtia fiyatları göz önüne alınarak, ithalat fiyatlarının 2011 yılı için bir önceki yıla kıyasla yüzde 10,9 civarında bir artış

göstereceği varsayılmıştır (Tablo 7.2.1). Varsayımlardaki bu değişiklikler 2011 enflasyon tahminlerinin yaklaşık 35 baz puan yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur.

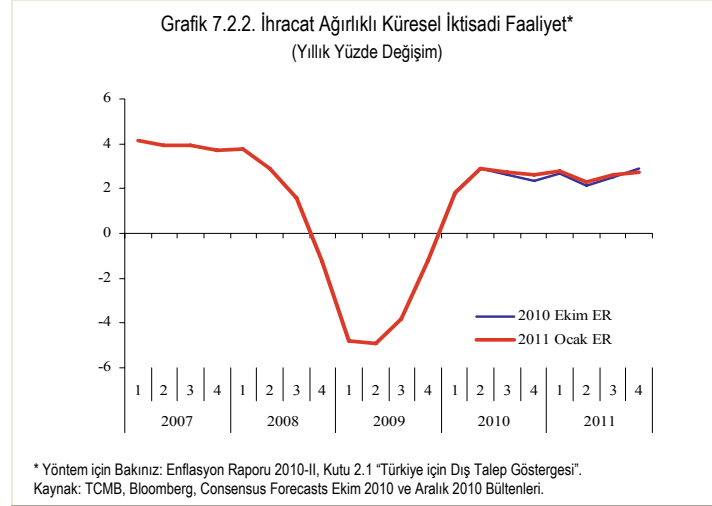


2010 yılının son çeyreğine ilişkin yakın dönemde açıklanan veriler, iktisadi faaliyette üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlamanın geçici olduğuna işaret etmiştir. Sanayi üretimi gelişmelerinin yanı sıra kapasite kullanım oranı ve sipariş beklentileri gibi anket göstergeleri imalat sanayi üretiminde yılın son çeyreğinde güçlü bir artış eğilimi göstermiştir. Bunun yanında, talep belirsizliğinin azalması ve Türkiye'nin görece performansındaki olumlu görünümün dış finansman erişimini kolaylaştırması ile birlikte yatırım harcamalarının toparlanma eğilimini önümüzdeki dönemde de sürdüreceği tahmin edilmektedir. Başta ara malı üreten sektörler olmak üzere imalat sanayinde kapasite kullanım oranlarındaki toparlanma eğilimi oldukça hızlanmıştır. Ayrıca, yılın son çeyreğinde maliye ve para politikalarının yurt içi talep üzerindeki etkileri belirginleşirken, tüketim eğilimi de giderek güçlenmiş ve özel kesim talebindeki toparlanma ivme kazanmıştır.

Buna karşın, dış pazarlardaki büyümeye yönelik riskler devam etmektedir. Küresel iktisadi faaliyet, gelişmekte olan ülkelerdeki istikrarlı büyümeye bağlı olarak kademeli olarak toparlanmaya devam ederken, gelişmiş ülkelerin büyüme görünümü kırılma yapısını sürdürmüştür. Bu bağlamda, Türkiye'nin ağırlıklı olarak ihracat yaptığı gelişmiş ülkelerdeki toparlanma yavaş gerçekleşmektedir. Nitekim, TCMB bünyesinde oluşturulan ihracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi, Türkiye'nin ihracat yaptığı



ülkelerdeki büyümenin bir müddet daha kriz öncesi seviyesinin altında kalacağına işaret etmektedir (Grafik 7.2.2).



Bu değerlendirmeler doğrultusunda, tahminler üretilirken, dış talepteki zayıf seyre karşın iç talepteki canlanma eğilimi göz önüne alınarak, 2010 yılının son çeyreğinde toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkının bir önceki Rapor dönemine göre azaldığı bir çerçeve esas alınmıştır. Bu bağlamda, orta vadeli öngörüler üretilirken kullanılan çıktı açığı tahminleri başlangıç noktası itibarıyla yukarı yönlü güncellenmiştir. Bununla birlikte, son dönemde gerçekleştirilen parasal sıkılaştırma göz önüne alınarak, 2011 yılı boyunca çıktı açığının daha yavaş kapandığı bir çerçeve esas alınmıştır (Grafik 7.3.3).

Küresel ekonomiye ilişkin orta vadeli görünümün Ekim ayı Enflasyon Raporu'ndan sonraki dönemde çok sınırlı bir iyileşme kaydetmiş olmasına karşın, dış pazarlardaki büyümeye yönelik aşağı yönlü riskler devam etmektedir. Nitekim, dış talebimizde önemli yere sahip pek çok gelişmiş ekonomide kriz öncesi GSYİH seviyelerine henüz ulaşılmış değildir. Ayrıca, geçici faktörlerin etkilerini yitirmesi nedeniyle, 2011 yılında küresel büyüme oranının 2010 yılına kıyasla bir miktar gerilemesi beklenmektedir.

ABD'de 2010 yılının son çeyreğinde açıklanmış olan öncü göstergelerin, ABD ekonomisinde son dönemde büyümeye ilişkin gözlenen olumlu eğilimin devam edebileceğine işaret etmesine rağmen, aşağı yönlü risklerin de önemini koruduğu gözlenmektedir. ABD ekonomisindeki nispeten olumlu gelişmelere karşın, 2010 yılının son çeyreğinde büyümenin önemli ölçüde yavaşladığı euro bölgesinde toparlanmanın yavaş ve kademeli gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Euro bölgesindeki özellikle çevre ülkelerin kamu maliyesi ve bankacılık sektöründeki sorunlar euro bölgesinin 2011 yılındaki büyüme görünümünü olumsuz etkileyebilecek başlıca unsurlardır. Dolayısıyla, orta vadeli tahminler üretilirken dış talebin 2011 yılı içinde kademeli ve sınırlı şekilde toparlanmaya devam edeceği bir çerçeve esas alınmıştır.

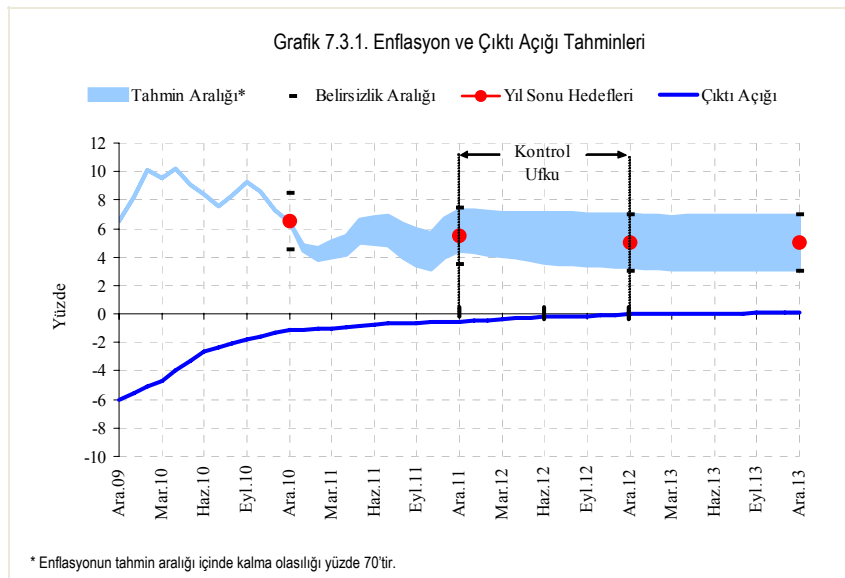
2010 yılının dördüncü çeyreğinde önde gelen gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişleme önlemleri almaları, gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz ve bol likidite koşullarının uzunca bir süre korunacağı yönündeki beklentileri güçlendirerek gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerini hızlandırmıştır. Öte yandan, Avrupa'daki ülke borçluluklarına dair endişelerin Kasım ayından itibaren artması, riskli varlıklardan kaçınma eğiliminin güçlenmesine ve sonuç olarak risk algılamalarında dalgalı seyir gözlenmesine neden olmuştur. Buna karşın, 2010 yılı son çeyreğinde Türkiye'nin risk primi göstergeleri diğer birçok ülkeye kıyasla daha olumlu bir performans göstererek kriz öncesi seviyelerinin altında seyretmeyi sürdürmüştür. Küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, gerek enflasyondaki düşüşün gerekse politika faizindeki indirimin etkisiyle kısa vadeli piyasa faizleri aşağı yönlü bir eğilim sergilemiştir. Ayrıca, kredi standartlarında gözlenen iyileşme ve dış finansmana erişimin kolaylaşması gibi unsurlar, kredi hacminde gözlenmekte olan hızlı büyümenin 2010 yılı dördüncü çeyreğinde de devam etmesine neden olmuştur.

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

Son olarak, kamu maliyesinin görünümü için 2010 yılı Ekim ayında güncellenen OVP projeksiyonları temel alınmıştır. Bu doğrultuda, kamu harcamalarının iç talebe yaptığı katkının tedrici olarak azalacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Diğer bir ifadeyle, kamu kesiminin toplam talep üzerinde enflasyonist bir baskı yapmayacağı öngörülmektedir. Ayrıca, tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

### 7.3. Orta Vadeli Görünüm

Bir önceki bölümde yer alan varsayım ve öngörüler doğrultusunda güncellenen tahminlere göre, politika bileşiminin 2011 yılının kalanında sınırlı bir ek parasal sıkılaştırma sağlayacak şekilde değiştirildiği varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 4,5 ile yüzde 7,3 aralığında (orta noktası yüzde 5,9), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,3 ile 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.3.1).

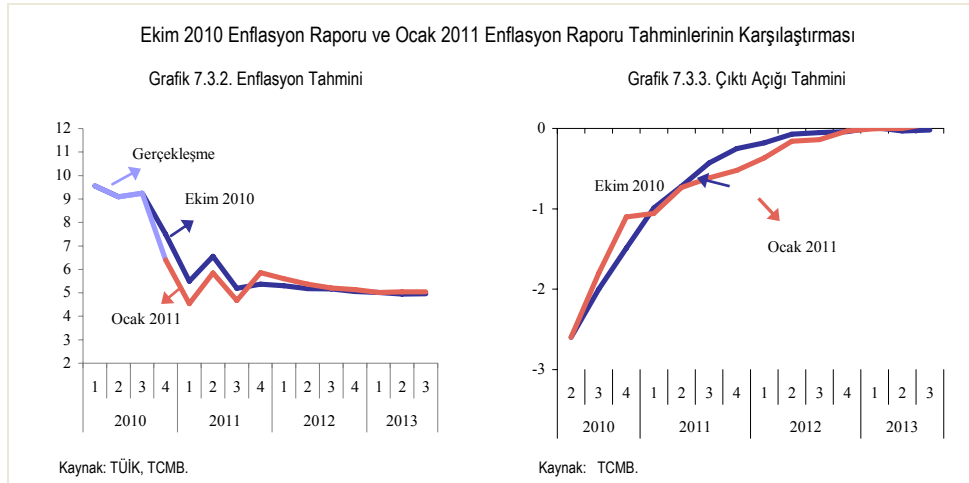


Sonuç olarak, güncellenen tahminler, 2011 yılı içinde sınırlı bir parasal sıkılaştırma yapılarak kredi genişleme hızının yüzde 20-25 civarına düşürüldüğü bir senaryo altında enflasyonun 2011 yılı sonunda hedefe yakın gerçekleşeceğine işaret etmektedir. Burada vurgulanması gereken, bugünkü bilgilerle 2011 yılı içinde uygulanması öngörülen parasal sıkılaştırmanın birçok farklı bileşimle gerçekleştirilebileceğidir. Parasal sıkılaştırma zorunlu karşılık oranları veya politika faiz oranı aracılığıyla, ya da her iki aracın bileşimi ile sağlanabilecektir. Ayrıca, söz konusu sıkılaştırma sırasında her iki araç aynı yönde değiştirilebileceği gibi birbirine zıt yönde de hareket edebilecektir. Bununla birlikte, ana senaryoda politika bileşiminin krediler ve iç talep üzerindeki net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olmasının planlandığı belirtilmelidir.

İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı düşüş kısa dönemli enflasyon tahminlerinin aşağı çekilmesine neden olurken, petrol ve diğer emtia fiyatları varsayımlarındaki yukarı yönlü güncelleme 2011 yılsonu enflasyon

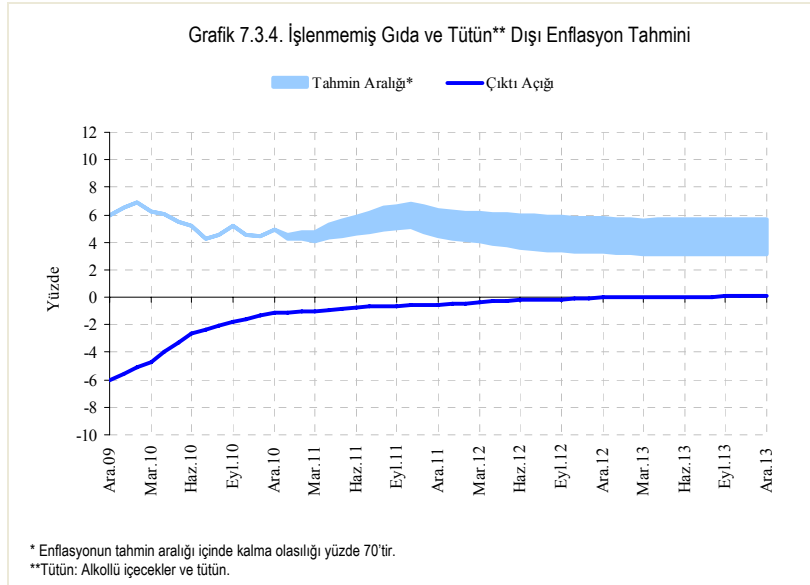
tahminlerinin yükseltilmesini beraberinde getirmiştir (Grafik 7.3.2). Çıktı açığında ise 2010 yılının son çeyreği için sınırlı miktarda yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Grafik 7.3.3). Öte yandan, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri göz önüne alınarak, çıktı açığının bir önceki rapora kıyasla daha yavaş kapandığı bir çerçeve esas alınmıştır.

Enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerle uyumlu ve istikrarlı bir seyir izlemeye devam edeceği öngörülse de, önümüzdeki bir yıl boyunca enflasyonun seyrinde baz etkilerinin büyük ölçüde belirleyici olacağı belirtilmelidir. Söz konusu etkilerin doğru anlaşılması, kamuoyunun enflasyon gelişmelerini sağlıklı yorumlamasına katkıda bulunarak beklenti yönetimini etkinleştirecektir. 2011 yılının ilk iki ayında, 2010 yılının başında yapılan vergi artışlarının 1,9 puanlık katkısının büyük ölçüde ortadan kalkmasıyla enflasyonda belirgin bir düşüş gözlenecektir. 2011 yılının geri kalanında gıda fiyat hareketlerinden kaynaklanan baz etkilerinin enflasyonun seyrinde belirleyici olması, bu bağlamda yıllık enflasyonun 2011 yılının ikinci çeyreğinde yükselmesi, üçüncü çeyreğinde ise düşmesi beklenmektedir. 2012 yılının ortalarından itibaren ise emtia fiyatlarındaki artışların etkisinin azalmasıyla enflasyonun yüzde 5 düzeyindeki orta vadeli hedefe ulaşacağı öngörülmektedir (Grafik 7.3.2).



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.

İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerdeki öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle, geçtiğimiz rapordan itibaren işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de ayrıntılı olarak kamuoyuyla paylaşılmaya başlanmıştır. Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde yıllık enflasyonunun yüzde 9 düzeyinde; tütün ve alkollü içecekler grubu endeksi yıllık artış oranının ise enflasyon hedefleriyle uyumlu seviyelerde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.3.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2011 yılının son çeyreğine kadar kademeli bir yükseliş göstereceği, daha sonra düşüş eğilimine girerek orta vadede yüzde 4,5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Söz konusu tahminlerin bir önceki rapora kıyasla sınırlı oranda yükselmesinin nedeni işlenmiş gıda fiyatlarının yıllık artış oranına dair yapılan varsayımın yukarı çekilmesidir (Tablo 7.2.1).



### 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. 2011 yıl sonuna ve 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon

beklentilerinin aynı dönemlere ilişkin tahminlerimizin yaklaşık 0,8 puan üzerinde olduğu görülmektedir. Daha uzun vadeler incelendiğinde ise, enflasyon beklentilerinin güncellenen tahminlerimizin yaklaşık 1,1 puan üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.3.1).

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2011 Yıl Sonu	5,86	6,61	5,5
12 Ay Sonrası	5,78	6,55	5,4
24 Ay Sonrası	5,09	6,17	5,0

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

#### 7.4. Riskler ve Para Politikası

Orta vadeli tahminlerin dayandığı temel senaryoya göre enflasyonun hedeflerle uyumlu seyretmesini sağlamak için politika faizi ve zorunlu karşılık oranlarından oluşan politika bileşiminin sınırlı bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirilecek şekilde belirlenmesi öngörülmektedir. Söz konusu sıkılaştırmanın temel hedefi kredi genişlemesini ve yurt içi talep artış hızını yavaşlatarak bir yandan enflasyonu kontrol altında tutmak, diğer yandan finansal istikrara ilişkin riskleri azaltmaktır. Aralık ve Ocak aylarında uygulanan parasal sıkılaştırmanın krediler üzerindeki etkisinin yakın dönemde görülmeye başlayacağı tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, uygulanan para politikası bileşiminin etkisinin boyutu ve zamanlaması, para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelere bağlı olarak farklılaşabilecektir. Bu nedenle TCMB, önümüzdeki dönemde alınan tedbirlerin etkilerini yakından takip edecek, zaman içinde kredilerin büyüme hızının veya enflasyonun arzu edilen görünümünden farklılaşacağına değerlendirilmesi halinde ilave tedbirler alacaktır.

Küresel ekonomiye ilişkin gelişmeler, yurt içi enflasyon ve para politikasının görünümü açısından belirleyici konumunu korumaktadır. Mevcut konjonktürde TCMB fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetilen bir bakış açısıyla birden fazla araç kullanmaktadır. Bu nedenle, küresel iktisadi gelişmeler, önceki dönemlerden farklı olarak, uygulanan politikanın sadece yönünü değil aynı zamanda bileşimini de etkileyecektir. Bu çerçevede, küresel ekonomiye ilişkin riskler toplam talebin büyüme hızının yanı sıra kompozisyonuna ilişkin görünümü yönünden de değerlendirilecektir.

Son dönemde ABD ekonomisine dair beklentilerde sınırlı bir iyileşme gözlenmekle birlikte, özellikle euro bölgesi çevre ülkelerinde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair belirsizlikler önemini korumaktadır. Gelişmiş ülkelerde gerek kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarındaki sorunların devam etmesi gerekse olası mali konsolidasyonun etkilerine yönelik belirsizlikler, küresel ekonominin toparlanma hızına ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Küresel ekonomide öngörülenden daha uzun süreli bir yavaş büyüme dönemi yaşanması ve gelişmiş ülkelerin niceliksel genişlemeye uzun süre devam etme olasılığı, bir yandan dış talebe ilişkin aşağı yönlü riskleri beslerken, diğer yandan ülkemize yönelik sermaye akımlarının güçlenerek sürme olasılığını gündemde tutmaktadır. Böyle bir senaryonun gerçekleşmesi durumunda iç ve dış talebi dengelemek ve finansal istikrara ilişkin riskleri azaltmak amacıyla, düşük politika faizi ve yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan bir politika bileşimi uzun süre uygulanabilecektir. Küresel ekonomideki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde ise bütün politika araçlarının genişletici yönde belirlenmesi söz konusu olacaktır.

Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü riskler önemini korumakla birlikte yukarı yönlü riskler de mevcuttur. Özellikle, geçtiğimiz iki yılı aşkın bir dönemde gelişmiş ülkelerde uygulanan olağanüstü genişletici para politikalarının küresel iktisadi faaliyet üzerindeki gecikmeli etkileri konusunda yukarı yönlü riskler bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde küresel iktisadi faaliyette beklenenden daha hızlı bir toparlanma olması durumunda küresel ölçekte enflasyon baskıları ortaya çıkabilecek ve gelişmiş ülkelerin para politikalarında sıkılaştırma eğilimi başlayabilecektir. Böyle bir senaryonun gerçekleşmesi halinde gerek küresel faizlerdeki yükseliş gerekse talep yönlü enflasyon baskısı karşısında politika faiz oranının ve zorunlu karşılıkların bir arada artırılması gündeme gelebilecektir.

Petrol ve diğer emtia fiyatları son dönemlerde hızlı bir artış eğilimi sergilemiştir. Yurt içi talebin güçlü seyri dikkate alındığında, emtia fiyatlarındaki artışların kalıcı olması halinde genel fiyatlama davranışlarına yansıma riski bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde böyle bir riskin gerçekleşmesi ve orta vadeli enflasyon hedeflerine ulaşılmasını tehdit etmesi halinde baz senaryoda öngörülene kıyasla daha güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gidilebilecektir. Bununla birlikte, uygulanacak politikanın bileşimi dış talep, sermaye akımları ve kredi genişlemesinin görünümüne göre farklılaşabilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam etmektedir. Mevcut konjunktürde iç ve dış talep arasındaki ayrışmaya bağlı olarak artan cari açığın getirdiği risklerin sınırlanması bakımından kamu tasarruflarının artırılması, dolayısıyla mali disiplinin sürdürülmesi büyük önem taşımaktadır. Enflasyon tahminleri üretilirken kamu maliyesinde OVP hedefleri esas alınmıştır. Mali duruşun bu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

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



Kutu  
7.1Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Çerçevesinde Finansal İstikrar:  
TCMB Uygulamaları

Küresel finans krizi öncesinde, merkez bankalarının temel amaç olarak fiyat istikrarını benimsedikleri, finansal piyasalardaki gelişmelere enflasyon ve iktisadi faaliyet görünümüne olan yansımaları doğrultusunda tepki verdikleri bir para politikası çerçevesi kabul görmekteydi. Ancak küresel finans krizi sırasında ve sonrasında yaşanan gelişmeler, politika yapıcılar nezdinde fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da ön plana çıkarmıştır. Bu kutuda enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişki tartışılmakta ve bu çerçevede son dönemde TCMB tarafından alınan kararlar özetlenmektedir.

Finansal istikrar, yazında genel kabul görmüş bir tanıma sahip olmamakla birlikte, finansal sistemin sağlıklı işleyişini sürdürerek etkin fon dağılımını sağlaması ve geçici şoklar karşısında kararlı bir dengeye geri dönme yeteneğine sahip olması şeklinde tanımlanabilmektedir. Varlık fiyatlarının iktisadi temellerle tutarlı bir seyir izlemesi ve iktisadi faaliyette finansal sistemden kaynaklanan ani bir durgunluğun görülmemesi de finansal istikrarın göstergeleri olarak kabul edilmektedir.

Türkiye gibi finansal sistemin gözetim ve denetim yetkisinin merkez bankası dışında ayrı bir kurumda olduğu ülkelerde, merkez bankaları politika araçlarını kullanırken finansal sistemin istikrarını bir bütün olarak gözetmekte, sistemi tehdit eden ve sistemik risk oluşturan çeşitli faktörleri makro bir perspektifle değerlendirmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin anlaşılması, TCMB'nin son dönemde aldığı politika kararlarının kamuoyu tarafından doğru bir şekilde algılanması açısından büyük önem taşımaktadır. Finansal istikrar çerçevesinde düzgün işleyen güçlü bir finansal sistemin varlığı, aktarım mekanizmasının, dolayısıyla para politikasının etkinliğinin artmasına yardımcı olduğu gibi, dışsal şoklara karşı gerekli esnekliği de sağlamakta ve bu sayede fiyat istikrarının tesisinde kritik rol oynamaktadır. Benzer şekilde, merkez bankaları fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda enflasyon beklentilerinin kontrol altında tutulmasını sağlayarak piyasa faizlerinin ve diğer finansal değişkenlerin oynaklığını azaltabilmekte ve bu sayede fiyat istikrarı, finansal istikrarın tesisini desteklemektedir.

Küresel finans krizi döneminde yaşanan deneyimler fiyat istikrarının, finansal istikrarın sağlanması için gerekli ancak yeterli olmayan bir koşul olduğunu göstermiştir. Örneğin küresel kriz öncesi dönemde özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan politikalar enflasyonu düşük seviyelerde tutmayı başaramamış ve borçluluk oranlarının ve varlık fiyatlarının aşırı artmasına engel olamamış, sonuç olarak finansal istikrar bozulmuş ve tarihin en derin finansal krizi yaşanmıştır. Bu gelişmeler, para politikası kararlarında finansal piyasalardaki dengesizliklerin öneminin arttığı, merkez bankalarının finansal istikrara yönelik görevlerinin yeniden gözden geçirildiği ve para politikasına olan yaklaşımda değişimlerin yaşandığı bir süreci beraberinde getirmiştir.

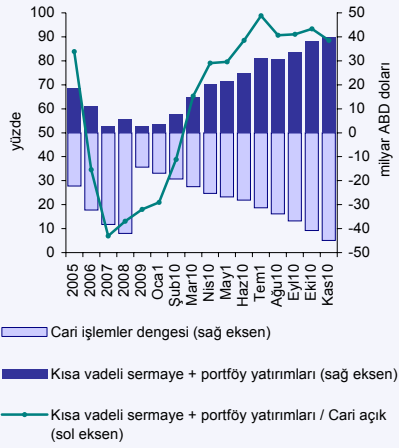
Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankalarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçlarına ulaşmak için kullandıkları temel politika aracı faiz oranlarıdır. Ancak, ekonomide fiyat istikrarı için gerekli olan faiz seviyesi ile finansal istikrar için gerekli olan faiz seviyesi her zaman birbirleri ile uyumlu olmayabilir. Söz konusu durum, merkez bankalarının faizlerin yanı sıra ek politika araçlarını da kullanarak hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar için uygun bir politika bileşimi uygulamalarını gerekli kılmaktadır. Makro ekonomik istikrara yönelik bu araçların etkin kullanımı, finansal istikrar ve fiyat istikrarı için gerekli olan faiz oranlarının yaklaşmasına yardımcı olmaktadır.

Son dönemde TCMB'nin aldığı kararlar bu çerçevede değerlendirilmelidir. Temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olan TCMB kuruluş kanunu gereği Türkiye'de finansal istikrardan sorumlu kurumlardan biridir. TCMB'nin finansal istikrar açısından takip ettiği temel konular borçluluk oranları, borçlanma vadeleri, döviz pozisyonları ile risk yönetim süreçleri ve yöntemi olarak belirlenmiştir.

Güvenilir ve dinamik yükselen piyasa ekonomilerine yoğun sermaye akışlarının olduğu mevcut iktisadi konjonktürde finansal istikrara ilişkin riskler, kısa vadeli sermaye girişleri kanalıyla artan cari işlemler açığı ve hızlı kredi genişlemesi şeklinde kendini göstermektedir. Son dönemde Türkiye'ye yönelen sermaye miktarında da önemli artış olduğu, küresel kriz öncesine kıyasla doğrudan yatırımların ve özel sektör kredilerinin payı azalırken, portföy yatırımlarının payının arttığı görülmektedir (Grafik 1). Bu durum, küresel risk algılamalarındaki olası ani değişimlere karşı kırılganlık oluşturmakta ve finansal istikrara ilişkin riskleri gündeme getirmektedir. Bu bağlamda TCMB, söz konusu makro finansal riskleri sınırlamaya yönelik olarak, kısa vadeli sermaye girişlerini uzun vadeye yönlendirmek ve döviz kurunun iktisadi temellerden kopuk eğilimler sergilemesini sınırlamak amacıyla; bir yandan politika faizlerini düşürürken, diğer yandan gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasındaki koridoru genişleterek kısa vadeli faizlerin konjonktürün gereğine göre dalgalı bir seyir izleyebilmesine imkân tanımıştır.

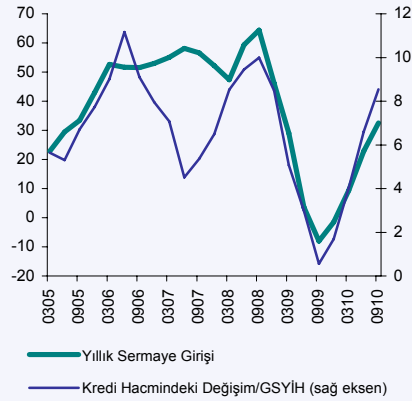
Son dönemde ülkemize gelen sermaye miktarındaki artışın yarattığı ucuz ve bol borçlanma imkânları kredi hacmindeki değişimin GSYİH'ye oranında hızlı artışlara neden olmuştur (Grafik 2). İç talebin istikrarlı, dış talebin ise zayıf olduğu bir dönemde, kredilerin genişleme hızı gerek cari dengedeki bozulmaya yaptığı katkı gerek TCMB'nin finansal istikrar için gözettiği borçluluk oranlarını etkilemesi nedeniyle ayrı bir önem taşımaktadır. Bu doğrultuda TCMB, zorunlu karşılık oranlarını kredi artış hızını yavaşlatmak amacıyla aktif bir politika aracı olarak kullanmaktadır. Öte yandan kredilerdeki ve kısa vadeli sermaye girişlerindeki artışlar bankacılık sisteminin aktif ve pasiflerine ilişkin vade uyumsuzluğunu da gündeme getirmektedir. Bu bağlamda TCMB, bankacılık sisteminin pasif vadesinin uzatılması amacıyla zorunlu karşılık oranlarında vadelere göre farklılaşmaya gitmiştir. Mevcut durumda uygulanan politika bileşiminin krediler üzerindeki yavaşlatıcı etkisinin yılın ilk çeyreğinden itibaren gözlenmeye başlaması beklenmektedir.

Grafik 1. Cari Açığın Finansmanı



Kaynak: TCMB.

Grafik 2. Kredi Hacmindeki Değişimin GSYİH'ye Oranı ve Yıllık Sermaye Girişi (Milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB, BDDK.

Sonuç olarak, kriz sırasında yaşanan gelişmeler, merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanırken finansal istikrarı göz ardı etmemeleri gerektiğini göstermiştir. Krizden çıkış sürecinde yükselen piyasa ekonomilerine yönelen yoğun sermaye akışı borçluluk oranları ve cari açık üzerinden finansal istikrara ilişkin riskleri ön plana çıkarmaktadır. Bu çerçevede, para politikasının fiyat istikrarını sağlama amacının yanı sıra finansal istikrara dair makro ekonomik riskleri de gözetmesi ve söz konusu politikaların yeni dönemin özelliklerine uygun olarak şekillenmesi gerekmektedir. Bu kapsamda son dönemde TCMB tarafından alınan kararlar fiyat istikrarı hedefinden ödün vermeden finansal istikrarı gözetilen bir politika çerçevesinin gereği olarak değerlendirilmelidir.

Zorunlu karşılıklar, bankaların ve diğer finansal kuruluşların çoğunlukla mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin belirlenen bir orandaki kısmının merkez bankası nezdinde tutulmasıyla uygulanan bir para politikası aracıdır.

Türkiye'de zorunlu karşılıklara ilişkin esaslar 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 40'ıncı maddesinin II numaralı fıkrasına dayanılarak çıkarılan 2005/1 sayılı tebliğle belirlenmiştir. Buna göre, vadesiz, ihbarlı mevduatlar, özel cari hesaplar, vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülükler zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır. 17 Aralık 2010 tarihinde yapılan değişiklikle, bankaların birbirleriyle ve TCMB ile gerçekleştirdikleri repo işlemlerinden sağlanan fonlar dışında kalan yurt içi ve yurt dışı tüm repo işlemlerinden sağladıkları fonlar da zorunlu karşılığa tabi tutulmuştur.

#### Neden kullanılır?

Tarihsel olarak zorunlu karşılıkların uygulanma gerekçeleri zamana göre değişse de zorunlu karşılıklar genel olarak üç temel amaç için kullanılmaktadır: İhtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontrol. Bu gerekçelerden en eskisi, zorunlu karşılıkların bankalardan olağanüstü likidite çekilişi olduğu durumlarda kullanılmak üzere ihtiyati bir rezerv sağlamasıdır.

Zorunlu karşılıklar merkez bankalarının likidite yönetiminde de önemli rol oynamaktadır. Likiditenin açık piyasa işlemleri yoluyla da etkin şekilde yönetilebilmesine karşın, yapısal nitelikteki daha kalıcı adımlar için zorunlu karşılıkların kullanılması daha uygun bir seçenek olmaktadır.

Zorunlu karşılıkların operasyonel yapısıyla ilgili bazı unsurlar da likidite yönetimi üzerinde belirleyici etkiye sahiptir. Örneğin, bankaların ödeme ve takas sistemlerinde kullanılmak üzere merkez bankası nezdinde gönüllü olarak tutmak istedikleri rezerv para miktarı günden güne büyük ölçüde değişebileceğinden ötürü merkez bankasının rezerv paraya olan talebi tahmin etmesi oldukça güçtür. Dolayısıyla, zorunlu karşılıkların bankaların gönüllü olarak tutmak istedikleri rezerv para talebinden daha yüksek belirlenmesi halinde rezerv paraya olan talep daha istikrarlı ve öngörülebilir olacaktır.

Diğer taraftan, Türkiye dahil birçok ülkede uygulanmakta olduğu gibi, zorunlu karşılıkların günlük olarak değil, dönemsel ortalama olarak tutulabilmesi imkânı bankaların likidite şoklarını yönetebilmelerini kolaylaştırmaktadır. Türkiye'de zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler iki haftada bir cuma günleri itibarıyla hesaplanmakta olup, zorunlu karşılıklar 14 günlük sürelerde tesis edilmektedir. Bu süre yükümlülüklerin hesaplandığı tarihten iki hafta sonraki cuma günü başlamakta ve tesis tarihini izleyen ikinci haftanın perşembe günü mesai saati bitiminde sona ermektedir. Zorunlu karşılıklar ortalama olarak tutulmakta, bu hesapların tesis süresi içindeki günlük bakiyelerinin 14 günlük ortalamasının tesis edilmesi gereken Türk lirası karşılık tutarından az olmaması gerekmektedir.

Zorunlu karşılıkların uygulanma gerekçelerinden üçüncüsü ise, zorunlu karşılıkların, özellikle küresel kriz sürecinde ve sonrasında yeniden önem kazanarak, merkez bankalarının makroekonomik istikrarı sağlamaya yönelik olarak kullandığı bir *parasal kontrol* aracı olmasıdır.

Küresel finans krizi sonrasında ortaya çıkan uluslararası iktisadi konjonktürün en belirleyici unsurları, gelişmiş ekonomilerde devam eden genişletici para politikası ve bunun yansıması olarak ortaya çıkan güçlü sermaye akımlarıdır. Buna ilave olarak, Türkiye de dahil olmak üzere, pek çok gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, iç talepte ve kredilerde hızlı bir artış eğilimi gözlenmektedir. Küresel konjonktürün kredi imkânları ve iç talep üzerindeki etkisi, gelişmekte olan ülke para birimleri üzerindeki değerlenme baskısıyla güçlenerek, Türkiye'de olduğu gibi, iç ve dış talepteki ayrışmayı belirginleştirmektedir.

İç ve dış talepte gözlenen ayrışma hızlı kredi genişlemesi ile beraber cari açığın artmasına neden olmakta ve TCMB'nin finansal istikrara ilişkin riskleri yakından takip etmesini gerektirmektedir. Para politikasının fiyat istikrarı temel amacından ödün vermeden finansal istikrarı de aktif bir şekilde gözetebilmesi için tek bir araç yeterli olmamaktadır. Bundan dolayı TCMB, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarına ilave olarak zorunlu karşılık oranlarını ve diğer likidite yönetimi araçlarını etkin bir şekilde kullanıma sokmaktadır.

### Zorunlu Karşılıkların Aktarım Kanalları

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde zorunlu karşılıkların makroekonomi üzerindeki etkisi *maliyet ve likidite kanalları* üzerinden çalışmaktadır. Temel olarak, maliyet kanalı merkez bankasının zorunlu karşılıkları değiştirerek bankaların kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkı etkilemesi yoluyla çalışırken, likidite kanalı zorunlu karşılıklardaki değişimin bankaların kısa vadeli merkez bankası kaynaklarına olan ihtiyaçlarını değiştirmek suretiyle kredi verme davranışlarını etkilemesi yoluyla çalışmaktadır. Aşağıda bu kanalların işleyişleri ayrıntılı bir şekilde ele alınmaktadır.

#### *Maliyet kanalı*

Zorunlu karşılıklardaki değişimler, bankaların yükümlülüklerinin maliyetini etkilemek suretiyle, mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkın, zorunlu karşılık oranındaki değişimi telafi edecek şekilde ayarlanmasına neden olacaktır. Tek yükümlülüğün mevduatlar ve tek varlığın krediler olduğu basit bir çerçevede, zorunlu karşılık oranlarında yapılacak değişikliklerin mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı ne oranda etkileyeceği ise temelde zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin faiz oranlarına ve mevcut zorunlu karşılık oranının seviyesine bağlı olacaktır.

Maliyet kanalının etkin olabilmesi için öncelikle zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesi (veya piyasa faizlerinin önemli bir oranda altında kalacak bir faiz ödenmesi) ve bankaların gönüllü olarak merkez bankası nezdinde tuttukları mevduatın zorunlu karşılıklar nedeniyle tutmak zorunda oldukları miktarın üzerinde olmaması gerekmektedir. Bu şartlar gerekli ancak yeterli değildir.

Zorunlu karşılıkların maliyet kanalıyla kredi ve mevduat faizlerine ne ölçüde yansıtacağı finansal sektörün yapısıyla doğrudan ilişkilidir. Zorunlu karşılıkların mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı açma yönündeki etkisinin banka ve (mevduat ve kredi) müşterileri arasında nasıl paylaşıldığı uygulamanın sonuçları açısından belirleyici öneme sahiptir (Reinhart ve Reinhart, 1999; Hein ve Stewart, 2002).

Mevduat ile merkez bankası fonları arasındaki ikame edilebilme derecesi de kredi ve mevduat faizleri arasındaki maliyet etkisinin yaratacağı farkın ne yönde oluşacağına etkili olabilecektir (Vargas ve diğerleri, 2010). Bankalar için kısa vadeli merkez bankası fonlarının mevduata tam ikame olması durumunda, zorunlu karşılık oranındaki bir artışa tepki olarak bankalar maliyeti artan mevduatın faizini düşürecek ve böylelikle artan maliyet kredi faizlerinden çok mevduat faizlerine yansıtacaktır.

### Likidite Kanalı

**P**ara politikasının parasal hedefler vasıtasıyla yürütüldüğü, faiz oranlarına ilişkin belirli bir hedefin olmadığı bir çerçevede merkez bankasının piyasadaki likiditeye ilişkin kararları para arzı üzerinde güçlü bir etkiye sahip olacaktır. Böyle bir çerçevede, finansal sistemde yaratılabilecek mevduat miktarının para çarpanı mekanizması yoluyla merkez bankası likiditesine bağlı olması, merkez bankasının krediler üzerinde güçlü bir etkiye sahip olmasını temin eder. Merkez bankasının politika faiz oranını belirlediği ve piyasa faizlerinin de merkez bankasınca belirlenen faizler etrafında seyrettiği (enflasyon hedeflemesi gibi) bir rejimde ise, merkez bankasının likidite miktarı üzerinde doğrudan değil ancak dolaylı yoldan etki yapması mümkündür. Bunun nedeni, merkez bankasının, para piyasasındaki faizlerin politika faizine yakın seviyelerde oluşmasını temin etmek amacıyla, piyasada talep edilen likiditeyi sağlamak durumunda olmasıdır.

**Z**orunlu karşılıklar yoluyla bankacılık sisteminden likidite çekildiğinde bankaların merkez bankasından fazladan borçlanarak çekilen likiditeyi telafi etmeleri mümkün olmakla birlikte, bu durum bankaların çok kısa vadeli merkez bankası kaynaklarına daha bağımlı hale gelmelerine neden olacaktır. Dolayısıyla, bankaların kredi seviyeleri aynı kaldığı durumda dahi üstlendikleri vade uyumsuzluğu artacaktır. Netice olarak, bankalar söz konusu vade uyumsuzluğundan kaynaklanan ilave faiz riskini kredi faiz oranlarına yansıtmak durumunda kalacaklar ve/veya kısa vadeli fonlara olan bağımlılıklarını düşürmek için kredilerini azaltacaklardır. Öte yandan, likidite yeterlilik oranına ilişkin finansal sistemi bağlayıcı nitelikte bir düzenlemenin mevcut olması durumunda, zorunlu karşılıklardaki değişimler bankaların likidite pozisyonlarını değiştirmek suretiyle bankaların davranışlarını doğrudan ve dışsal olarak da etkileyebilecektir.

**F**aiz riski kanalının bankaların davranışı üzerinde ne ölçüde etkili olabileceği, kısa vadeli merkez bankası fonlarının diğer yükümlülüklerin ne ölçüde ikamesi olabileceğine bağlıdır. Eğer tam ikame edilebilirlik söz konusu ise bankalar için daha fazla kısa vadeli kaynak kullanmak risklilikte bir artış anlamına gelmeyecek, dolayısıyla bankalar kredi faizlerini yükseltmek durumunda kalmayacaktır. Kısa vadeli merkez bankası fonları ile diğer yükümlülük kalemleri arasındaki ikame ilişkisi temelde bu iki farklı türdeki fonun ima ettikleri faiz riskine bağlı olacaktır. Merkez bankasının politika duruşu faiz riskini belirleyen en önemli etkenlerden biridir. Merkez bankası politika faizinin görünümüne ilişkin algılanan belirsizliğin yüksek olması durumunda, kısa vadeli kaynaklara artan bağımlılık bankaların maruz kaldığı faiz riskini daha belirgin hale getirecektir.

Zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin vadeye göre farklılaştırılması da bankaların finansman kaynaklarının faiz riskini belirleyen bir başka unsurdur. Bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesini uzatmaya yönelik olarak tasarlanan bir zorunlu karşılık oranları şeması bankaların yükümlülüklerinin ortalama vadesini uzatacaktır. Böylelikle, kısa vadeli merkez bankası fonlarının mevduatlarla ikame edilebilirlik derecesi azalacaktır. Dolayısıyla, zorunlu karşılıkların likidite kanalı yoluyla oluşan etkilerinin güçlenmesi beklenebilecektir.

#### Genel Değerlendirme

Zorunlu karşılıkların bir para politikası aracı olarak politika faizini tamamlayıcı bir rol oynayabilmesi, esas olarak, politika faizinin tüm faiz oranlarını aynı yönde değiştirirken, zorunlu karşılıkların yalnızca belirli faiz oranlarının etkilenmesine yönelik olarak kullanılabilmesinden kaynaklanmaktadır. Güçlü sermaye akımlarının gerek döviz kurları üzerinden gerekse bankacılık sisteminin erişebildiği fonları artırmak yoluyla cari işlemler açığını artırdığı bir konjunktürde, merkez bankalarının ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıları da kontrol altında tutması gerekmektedir. Ancak, ekonomiyi soğutma amacıyla politika faizini yükseltmek sermaye akımlarının şiddetlenmesine yol açabilecektir. Öte yandan, sermaye akımlarını hafifletmek amacıyla yapılabilecek bir faiz indirimi ise ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıları artırıcı bir etki yapabilecektir. Diğer yandan, zorunlu karşılıkların devreye girmesi gerek maliyet gerekse likidite kanalı yoluyla kredi genişlemesini yavaşlatabilecektir. Özetle, zorunlu karşılıklar sermaye akımlarını artırmadan sıkılaştırıcı para politikası uygulamaya imkân tanımakta, dolayısıyla mevcut konjunktürde Merkez Bankası açısından elverişli bir araç niteliği taşımaktadır.

#### Kaynakça

Hein, Scott E. ve Jonathan D. Stewart (2002). "Reserve requirements: a modern perspective." Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, 87 (4), s. 41-52.

Reinhart, Carmen M. ve Vincent R. Reinhart (1999). "On the use of reserve requirements in dealing with capital flow problems." International Journal of Finance and Economics, 4 (1), s. 27-54.

Vargas, Hernando, Carlos Varela, Yanneth R. Betancourt ve Norberto Rodríguez (2010). "Effects of reserve requirements in an inflation targeting regime: the case of Colombia." Kolombiya Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No. 587.



Kutu  
7.3

## 2010 Yılı Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları

Son bir yıl içinde işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen aşırı oynaklık 2010 yılı enflasyon tahminlerinin seyrinde belirleyici olmuştur. Bunun yanında, küresel ekonomiye ilişkin tahminler 2010 yılında oldukça dalgalı bir seyir izlemiş, bu durum gerek dış talep gerekse emtia fiyatlarına ilişkin yapılan varsayımlarda yıl içinde değişiklikler yapılmasına yol açmıştır. Söz konusu varsayımlarda meydana gelen değişiklikler nedeniyle 2010 yılı içinde enflasyon tahminlerinde de güncellemeler yapılmıştır. TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde yayımladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna hesap verme yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu kutuda, söz konusu yükümlülük çerçevesinde 2010 yıl sonu enflasyon tahminlerinde ortaya çıkan temel değişiklikler ve nedenleri özetlenmektedir.

## Ocak Enflasyon Raporu

Küresel krizin yansımalarının azalarak da olsa hissedilmeye devam ettiği bu dönemde küresel büyüme göstergeleri sınırlı bir miktar yukarı güncellenmiştir. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde kamu borçlarının kaygı verici düzeylere ulaşması, kredi piyasalarındaki sorunların sürmesi ve işsizlik oranlarının yüksek seviyelerini koruması toparlanma üzerindeki aşağı yönlü risklerin sürdüğü ve dış talebin iktisadi faaliyeti sınırlamaya devam ettiği bir görünüm oluşturmuştur. Bu dönemde toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkı sürse de işlenmemiş gıda ve petrol fiyatlarındaki yükselişler ile geçici vergi indirimlerinin geri alınması gibi etkilerin enflasyonun seyrinde etkili olacağı öngörülmüştür. Bu doğrultuda Ocak 2010 Enflasyon Raporu'nda 2010 yıl sonunda enflasyonun yüzde 6,9 olacağı tahmin edilmiştir.

Tablo.1 Enflasyon Raporu Varsayımları

		Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER
<b>Büyüme Tahminleri</b>					
Dünya	2010	3,0	3,2	3,5	3,7
	2011	-	3,3	3,3	3,1
ABD	2010	2,9	3,2	3,1	2,7
	2011	3,1	3,1	3	2,4
Euro bölgesi	2010	1,3	1,2	1,1	1,6
	2011	1,6	1,5	1,4	1,4
Gıda Enflasyonu	2010	7,0	9,0	7,5	10,5
	2011	6,5	7,0	7,0	7,0
Brent tipi ham petrol varil fiyatı (ABD doları)	2010	80	85	80	80
	2011	85	90	85	85

### Nisan Enflasyon Raporu

Yılın ilk çeyreğinde açıklanan veriler, nihai yurt içi talepteki toparlanmanın Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülenden güçlü olduğunu göstermiştir. Bu dönemde Türkiye'nin ağırlıklı olarak ihracat yaptığı euro bölgesinde iktisadi faaliyet zayıf seyrini korusa da, küresel ekonomiye ilişkin büyüme tahminleri olumlu yönde güncellenmiştir (Tablo 1). Bu çerçevede toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının azalarak sürdüğü bir çerçeve esas alınmış ve çıktı açığı tahminleri belirgin olarak yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik.1a). Bu güncelleme, enflasyonun ana eğilim tahmininin yaklaşık 0,3 puan yukarı çekilmesine neden olmuştur.

Diğer yandan gıda ile petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki yükselişlerin öngörülerimizin ötesinde gerçekleşmesi, bu kalemlere ilişkin varsayımların yukarı yönlü güncellenmesini gerektirmiştir. Gıda fiyatlarında 2010 yılı ilk çeyreğinde yüksek artışların gözlenmesinin ardından gıda enflasyonu varsayımı, Ocak Enflasyon Raporu'na kıyasla 2 puan yukarı yönlü güncellenmiş (Tablo 1), bu durum yıl sonu enflasyon tahminini 0,6 puan yukarı çekmiştir (Tablo 2). Benzer şekilde, ham petrol varil fiyatına ilişkin varsayımın 80 ABD dolarından 85 ABD dolarına artırılması da yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan artırmıştır.

Bu dönemde kamu mali dengesini sağlamaya yönelik olarak yılın başında yürürlüğe giren akaryakıt ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünlerindeki vergi düzenlemelerinin yıl sonu enflasyonuna yapacağı katkının 1,5 puan olacağı öngörülmesine karşın 1,9 puan olarak gerçekleşmesi de enflasyon tahminlerinde yukarı yönlü güncellemeye neden olan bir başka unsurdur. Bu durum 2010 yıl sonu tahminleri üzerinde 0,4 puan yukarı yönlü etki yapmıştır. Sonuç olarak, Nisan 2010 Enflasyon Raporu'nda yıl sonu enflasyon oranına ilişkin tahminimiz Ocak Enflasyon Raporu'ndaki yüzde 6,9 değerinden yüzde 8,4'e çıkarılmıştır (Tablo 2).

### Temmuz Enflasyon Raporu

Yılın ikinci çeyreğinde açıklanan veriler, yurt içi talepteki toparlanmanın öngörülerle uyumlu olarak istikrar kazandığını, ihracatın ise küresel ekonomideki sorunların devam etmesi nedeniyle zayıf seyrini sürdürdüğünü göstermiştir. Önemli ticaret ortağımız olan euro bölgesi büyüme tahminleri aşağı çekilmeye devam etmiş, Avrupa ekonomilerinde Mayıs ayından itibaren öne çıkan sorunların toplam talebe ilişkin belirsizlikleri artırmasıyla dış talebin iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkisi devam etmiştir (Tablo 1). Bu bağlamda toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının sınırlı bir miktar arttığı bir çerçeve esas alınmış ve çıktı açığı tahminleri sınırlı oranda aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1a). Bu gelişmelerle beraber hizmet enflasyonundaki olumlu gelişmeler doğrultusunda enflasyonun ana eğilimine ilişkin tahminimiz aşağı yönlü güncellenmiş, bu durumun yıl sonu tahminleri üzerindeki etkisi 0,3 puan azaltıcı yönde olmuştur.

İşlenmemiş gıda fiyatlarında ikinci çeyrekte gözlenen keskin düşüşle beraber, gıda fiyatları Nisan Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerin altında seyretmiştir. Bu bağlamda 2010 yıl sonu gıda fiyat enflasyonu varsayımı yüzde 7,5'e düşürülmüştür (Tablo 1). Bu güncelleme, 2010 yıl sonu tahminini 0,4 puan aşağı çekmiştir. Küresel büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü risklerin ağırlık kazanmasının bir yansıması olarak petrol fiyatları bir önceki rapor dönemine kıyasla daha düşük seviyelerde seyretmiş, bu doğrultuda ham petrol fiyat varsayımı 2010 yılı için 85 ABD dolarından 80 ABD dolarına indirilmiştir. Bu değişiklik ise, 2010 yıl sonu enflasyon tahminininin 0,2 puan aşağı yönlü güncellenmesine neden olmuştur. Sonuç olarak, Temmuz 2010 Enflasyon Raporu'nda yer alan yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki rapora göre aşağı yönlü güncellenerek yüzde 7,5'e çekilmiştir (Tablo 2).

#### Ekim Enflasyon Raporu

Yılın ikinci çeyreğinde GSYİH'nin belirgin bir artış kaydetmesi ve üçüncü çeyreğe dair açıklanan diğer veriler nihai yurt içi talepteki toparlanmanın Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülenden güçlü olduğunu gösterirken, dış talep koşullarındaki zayıf seyir devam etmiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının azaldığı bir görünüm esas alınmış ve çıktı açığı tahminleri bir önceki rapor dönemine kıyasla yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1a). Buna karşın 2010 yılı üçüncü çeyreğinde hizmet enflasyonu ve temel enflasyon göstergelerinin öngörülenden belirgin bir şekilde olumlu seyretmesi nedeniyle, enflasyonun ana eğilimine ilişkin tahminimiz belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenmiş ve bu değişikliğin yıl sonu enflasyon tahminleri üzerindeki düşürücü etkisi 0,8 puan olmuştur.

Öte yandan gıda fiyatlarının yıllık artış oranı Temmuz Enflasyon Raporu'nda çizilen görünümün oldukça üzerinde kalmıştır. Bu gelişmede üçüncü çeyrekte endeks tarihinin en yüksek artışını gösteren işlenmemiş gıda grubu fiyatları belirleyici olmuştur. Bu bağlamda 2010 yıl sonuna ilişkin yüzde 7,5 olan gıda enflasyonu varsayımı yukarı yönlü güncellenerek yüzde 10,5 düzeyine çekilmiştir (Tablo 1). Bu durum, 2010 yıl sonu enflasyon tahminini 0,8 puan yukarı çekmiştir. Sonuç olarak 2010 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 7,5 olarak korunmuştur (Tablo 2).

Tablo 2. 2010 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

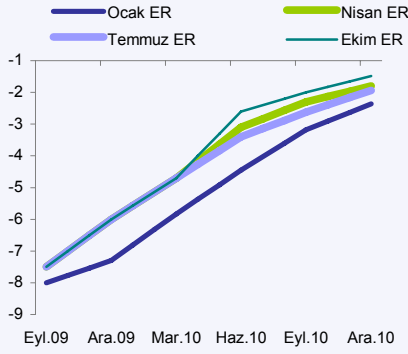
	Ocak 10	Nisan 10	Temmuz 10	Ekim 10
Enflasyon Tahminleri (Yüzde)	6,9	8,4	7,5	7,5
İki Enflasyon raporu Tahmini Arasındaki Farkın Kaynakları (puan katkı)				
	Nis-Oca	Tem-Nis	Eki-Tem	Ara-Eki*
Gıda	0,6	-0,4	0,8	-1,0
İşlenmiş	0,1	-0,2	0,4	-0,1
İşlenmemiş	0,5	-0,2	0,4	-0,9
Petrol	0,2	-0,2	0,0	0,0
Ek Mali Tedbirler	0,4	0,0	0,0	0,0
Enflasyondaki Ana Eğilim	0,3	-0,3	-0,8	-0,1

\*Ekim yıl sonu tahmini ile yıl sonu gerçekleşmesi arasındaki farkın alt kalemler düzeyinde katkısını göstermektedir. 2010 yıl sonu enflasyonu yüzde 6,4 olarak gerçekleşmiştir.  
Kaynak: TCMB.

## 2010 Yılı Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi

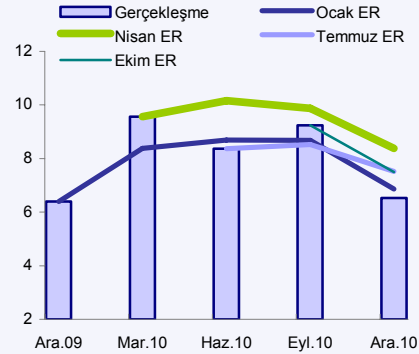
2010 yılının son çeyreğindeki gelişmeler, enflasyonun ana eğilimini etkileyen unsurların Ekim 2010 Enflasyon Raporu'nda sunulan görünümle büyük ölçüde uyumlu olduğunu teyid etmiştir. Bununla birlikte, özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülerin üzerinde gerçekleşen aşağı yönlü düzeltme nedeniyle, Ekim 2010 Enflasyon Raporu'nda 2010 yıl sonu için yüzde 10,5 olarak varsayılan gıda enflasyonu yüzde 7,0 olarak gerçekleşmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki söz konusu gelişme, Ekim 2010 Enflasyon Raporu'nda yüzde 7,5 olarak tahmin edilen 2010 yıl sonu enflasyonu ile yüzde 6,4 düzeyindeki gerçekleşme arasındaki farkı büyük ölçüde açıklamaktadır (Grafik 1b).

Grafik 1.a: 2010 Yılı İçinde Yapılan Çıktı Açığı Tahminleri



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.b: 2010 Yılı İçinde Yapılan Enflasyon Tahminleri



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Özetle, 2010 yılı boyunca enflasyonun izlediği seyir TCMB'nin 2010 yılının başı itibarıyla kamuoyuyla paylaştığı tahminlerle büyük ölçüde uyumludur (Grafik 1.b). Bununla birlikte, küresel krizin toplam talep üzerindeki etkilerine dair belirsizlikler ile petrol ve gıda fiyatlarındaki öngörülemez hareketler 2010 yıl sonuna dair enflasyon tahminlerinin çeyrekler boyunca dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur.

TCMB enflasyon raporları aracılığı ile tahminlerdeki güncellemeleri ve kaynaklarını şeffaf bir şekilde kamuoyuna duyurmaya ve bu bağlamda hesap verme sorumluluğunu düzenli olarak yerine getirmeye devam edecektir.

## Grafikler

### 1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.1.1. Tahminler ve Gerçekleşmeler	2
Grafik 1.1.2. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	3
Grafik 1.1.3. Gruplar İtibarıyla TÜFE	3
Grafik 1.1.4. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	3
Grafik 1.1.5. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	3
Grafik 1.2.1. TCMB'nin Politika Faizi ve TL Zorunlu Karşılık Oranları	5
Grafik 1.3.1. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	6
Grafik 1.3.2. 12 ve 24 Ay Sonrası İçin TÜFE Beklentileri	6
Grafik 1.3.3. Piyasa Faizlerinin Vade Yapısı	7
Grafik 1.3.4. DİBS Getirilerinden Elde Edilen Orta Vadeli Reel Faizler	7
Grafik 1.3.5. Türk Lirasının Performansı	8
Grafik 1.3.6. TL Ticari Kredi ve Mevduat Faiz Farkı	8
Grafik 1.3.7. Kredi Endeksleri	8
Grafik 1.3.8. Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	9
Grafik 1.3.9. Cari İşlemler Dengesi	9
Grafik 1.3.10. Özel Kesim Talebi (Tüketim ve Yatırım)	10
Grafik 1.3.11. Tahminler ve Güncellemeler	12
Grafik 1.3.12. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	13
Grafik 1.3.13. Enflasyon Tahmini	14
Grafik 1.3.14. Çıktı Açığı Tahmini	14

### 2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1. Topulaştırılmış Büyüme Oranları	21
Grafik 2.1.2. İhracat ve GSYİH Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksleri	21
Grafik 2.1.3. Gelişmiş Ülkeler İşsizlik Oranları	22
Grafik 2.1.4. JP Morgan Küresel PMI Endeksleri	22
Grafik 2.2.1. S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	23
Grafik 2.2.2. Ham Petrol (Brent) Fiyatları	23
Grafik 2.3.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	24
Grafik 2.3.2. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	24
Grafik 2.4.1. OIS Spread	25
Grafik 2.4.2. Seçilmiş Ülkelerin CDS Gelişmeleri	26
Grafik 2.4.3. Seçilmiş Ülke Tahvillerinin Alman Tahvilleriyle Getiri Farkı	26
Grafik 2.4.4. Küresel Risk İştahı Endeksleri	26
Grafik 2.4.5. Gelişmekte Olan Ülke Kur ve Risk Primi Göstergeleri	26
Grafik 2.4.6. Küresel Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	27
Grafik 2.4.7. Fed Açık Piyasa Komitesi (FOMC) Faiz Oranı Beklentileri	27
Grafik 2.4.8. ABD Kredi Hacmi Alt Kalemleri	27
Grafik 2.4.9. Euro Bölgesi Kredi Hacmi Alt Kalemleri	27
Grafik 2.5.1. Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Eylül 2007-Aralık 2010	28
Grafik 2.5.2. Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Eylül 2007-Aralık 2010	28
Grafik 2.5.3. Gelişmiş Ülkeler Politika Faiz Oranı	29
Grafik 2.5.4. Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler Politika Faiz Oranı	29
Grafik 2.5.5. Politika Faiz Değişim Beklentileri	31

**3. ENFLASYON GELİŞMELERİ**

Grafik 3.1.1. Gruplar İtibarıyla TÜFE	40
Grafik 3.1.2. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	40
Grafik 3.1.3. İşlenmemiş Gıda Fiyatları	41
Grafik 3.1.4. Gıda Fiyatları	41
Grafik 3.1.5. Uluslararası ve Yurt İçi Gıda Fiyatları	41
Grafik 3.1.6. Seçilmiş İşlenmiş Gıda Ürünleri Fiyatları	41
Grafik 3.1.7. Enerji Grubu Fiyatları	42
Grafik 3.1.8. Enerji ve TL Cinsinden Petrol Fiyatları	42
Grafik 3.1.9. Temel Mal Fiyatları	43
Grafik 3.1.10. Dayanıklı Tüketim Malı Fiyatları	43
Grafik 3.1.11. Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	44
Grafik 3.1.12. Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları	44
Grafik 3.1.13. Hizmet Fiyatları	44
Grafik 3.1.14. Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi	44
Grafik 3.1.15. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	45
Grafik 3.1.16. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	45
Grafik 3.1.17. TÜFE Yayılım Endeksi	45
Grafik 3.1.18. Temel Enflasyon Göstergesi H Yayılım Endeksi	45
Grafik 3.1.19. Tarım Fiyatları	46
Grafik 3.1.20. İmalat Sanayi Fiyatları ve PMI Çıktı Fiyatları Endeksleri	46
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	47
Grafik 3.2.2. Enflasyon Beklentileri Eğrisi	47
Grafik 3.2.3. Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	48
Grafik 3.2.4. Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	48

**4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ**

Grafik 4.1.1. Talep Unsurlarının Yıllık Büyümeye Katkıları	60
Grafik 4.1.2. GSYİH ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep	60
Grafik 4.1.3. Tüketici Güven Endeksleri	60
Grafik 4.1.4. İYA Gelecek 12 Ayda Yatırım Harcaması Beklentisi	60
Grafik 4.1.5. Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	61
Grafik 4.1.6. Yurt İçi Otomobil Satışları	61
Grafik 4.1.7. Haftalık Bazda Tüketici Kredileri	61
Grafik 4.1.8. Tüketim Malları Üreten Sektörlerin Gelecek Üç Aya İlişkin İç Piyasa Sipariş Beklentileri	61
Grafik 4.1.9. Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	62
Grafik 4.1.10. Özel Yatırımlar/GSYİH Oranı	62
Grafik 4.1.11. Özel Kesim Talebi	62
Grafik 4.2.1. Net Dış Talebin Yıllık Büyümeye Katkısı	63
Grafik 4.2.2. Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	63
Grafik 4.2.3. Altın Hariç İhracat Miktar Endeksi	64
Grafik 4.2.4. Dünya İthalat ve Sanayi Üretim Endeksleri	64
Grafik 4.2.5. Gelişmiş Ülke GSYİH Tahminleri	64
Grafik 4.2.6. İYA Gelecek Üç Aya İlişkin İhracat Sipariş Beklentileri	64
Grafik 4.2.7. İthalat Miktar Endeksi	65
Grafik 4.2.8. Alt Kalemler İtibarıyla İthalat Miktar Endeksi	65
Grafik 4.2.9. Cari İşlemler Dengesi	65
Grafik 4.3.1. Tarım Dışı İstihdam	66
Grafik 4.3.2. İşsizlik Oranları	66
Grafik 4.3.3. Hizmetler ve İnşaat Sektörleri İstihdamı	67
Grafik 4.3.4. Sanayi İstihdamı ve Üretimi	67
Grafik 4.3.5. Kayıtlı ve Kayıt Dışı İmalat Sanayi İstihdamı	68
Grafik 4.3.6. İmalat Sanayi İstihdam Endeksi	68
Grafik 4.3.7. İş Bulma Olanakları Endeksi ve İş Bulma Ümidi Olmayanlar	68
Grafik 4.3.8. Özel Sektör Açık İş Oranı ve İşsizlik Sigortasına Yapılan Başvurular	68
Grafik 4.3.9. Saatlik İşgücü Maliyeti	69
Grafik 4.3.10. Hanehalkı Tüketimi, Tarım Dışı İstihdam ve Reel Ücret Ödemeleri	69
Grafik 4.3.11. Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam	70

<b>5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK</b>		
Grafik 5.1.1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Risk Primi Göstergeleri	72	
Grafik 5.1.2. Yurt Dışı Yerleşiklerin Net Portföy Hareketleri	72	
Grafik 5.1.3. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme ve Politika Faizi Patikaları	73	
Grafik 5.1.4. TL Zorunlu Karşılık Oranları ve TCMB'nin Politika Faizi	74	
Grafik 5.1.5. Politika Faizi ve Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	75	
Grafik 5.1.6. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	76	
Grafik 5.1.7. Piyasa Faizlerinin Vade Yapısı	76	
Grafik 5.1.8. Piyasa Faizlerinin Seyri ve Yabancıların DİBS Piyasasındaki Payları	77	
Grafik 5.1.9. DİBS Getirilerinden Elde Edilen Orta Vadeli Reel Faizler	77	
Grafik 5.1.10. Yurt İçi ve Yurt Dışı Yerleşiklerin Sahip Oldukları DİBS'lerin Vadeye Kalan Gün Sayısı	78	
Grafik 5.1.11. Türk Lirasının Performansı	79	
Grafik 5.1.12. Döviz Kuru İstikrar Göstergeleri	80	
Grafik 5.1.13. M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri	81	
Grafik 5.1.14. Para Tabanı Yıllık Reel Büyümesi	81	
Grafik 5.1.15. Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları	82	
Grafik 5.1.16. Piyasadaki Likidite Gelişmeleri	83	
Grafik 5.2.1. Kredilerin GSYİH'ye Oranları	84	
Grafik 5.2.2. Kredi Endeksleri	84	
Grafik 5.2.3. Büyük Ölçekli İşletme ve KOBİ Kredileri	84	
Grafik 5.2.4. Sektörel Yayımlı Endeksi	84	
Grafik 5.2.5. TL ve YP Kredilerin Haftalık Büyüme Hızları	85	
Grafik 5.2.6. TL Ticari Kredilerde Vadeler	85	
Grafik 5.2.7. YP Ticari Kredilerde Vadeler	85	
Grafik 5.2.8. TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler	86	
Grafik 5.2.9. Şirketlere Verilen Kredilerin Standartları	86	
Grafik 5.2.10. Kredi Talebini Etkileyen Faktörler	87	
Grafik 5.2.11. Tüketici Kredilerinin Haftalık Büyüme Hızları	88	
<b>6. KAMU MALİYESİ</b>		
Grafik 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Açığı ve AB Tanımlı Kamu Borç Stoku	95	
Grafik 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçesi	97	
Grafik 6.1.2. Reel Vergi Gelirleri	99	
Grafik 6.1.3. Faiz Dışı Bütçe Dengesi	99	
Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri	101	
Grafik 6.2.2. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	101	
Grafik 6.2.3. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	102	
Grafik 6.2.4. İç Borçlanma	102	
<b>7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER</b>		
Grafik 7.2.1. Petrol ve Emtia Fiyatları Varsayımlarındaki Güncellemeler	110	
Grafik 7.2.2. İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet	111	
Grafik 7.3.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	113	
Grafik 7.3.2. Enflasyon Tahmini	114	
Grafik 7.3.3. Çıktı Açığı Tahmini	114	
Grafik 7.3.4. İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini	115	

## Tablolar

<b>2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER</b>		
Tablo 2.1.1. ABD ve Euro Bölgesinde 2010 yılı için Büyümeye Katkıları	21	
Tablo 2.1.2. Büyüme Tahminleri	23	
Tablo 2.3.1. Enflasyon Tahminleri	25	
Tablo 2.5.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Niceliksel Para Politikası Uygulamaları	30	

### 3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	42
Tablo 3.1.2. Temel Mal Fiyatları	43
Tablo 3.1.3. ÜFE ve Alt Kalemler	46

### 6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	96
Tablo 6.1.2. Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	97
Tablo 6.1.3. Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	98

### 7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.1.1. Zorunlu Karşılık Oranları	107
Tablo 7.1.2. Yeni Döviz Alım İhale Yöntemi Sonrası Döviz Alım Tutarları	107
Tablo 7.2.1. 2011 Yılı Varsayımlarındaki Güncelleme	109
Tablo 7.3.1. TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	116



## Geçmiş Enflasyon Raporlarında Yayımlanan Kutular

### 2010-IV

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

### 2010-III

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

### 2010-II

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

### 2010-I

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

### 2009-IV

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

### 2009-III

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

### 2009-II

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

### 2009-I

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

#### 2008-IV

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

#### 2008-III

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

#### 2008-II

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

#### 2008-I

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

#### 2007-IV

- 5.1. Getiri Eğrileri ve Para Politikası Kararları

#### 2007-III

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

#### 2007-II

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

#### 2007-I

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

#### 2006-IV

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

#### 2006-III

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

#### 2006-II

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

#### 2006-I

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

## Kısaltmalar

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

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