



TÜRKİYE
CUMHURİYET
MERKEZ
BANKASI

enflasyon raporu

2010-II



İçindekiler

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. Enflasyon Gelişmeleri	1
1.2. Para Politikası Gelişmeleri	3
1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü	4
1.4. Riskler ve Para Politikası	10
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	13
2.1. Küresel Büyüme	15
2.2. Emtia Fiyatları	17
2.3. Küresel Enflasyon	19
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri	20
2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri	23
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	29
3.1. Enflasyon	29
3.2. Beklentiler	35
4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ	41
4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep	41
4.2. Dış Talep	46
4.3. Emek Piyasası	49
5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	59
5.1. Finansal Piyasalar	59
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler	66
6. KAMU MALİYESİ	79
6.1. Bütçe Gelişmeleri	80
6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler	85
7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	95
7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	95
7.2. Orta Vadeli Görünüm	99
7.3. Riskler ve Para Politikası	101
KUTULAR	
Kutu 2.1. Türkiye İçin Dış Talep Göstergesi	27
Kutu 3.1. Gıda Fiyatlarındaki Artışlarda Et Fiyatlarının Rolü	37
Kutu 4.1. Küresel Kriz, Dış Talep Şokları ve Türkiye Ekonomisi	53
Kutu 5.1. Para Politikası Kararlarının Piyasa Faizleri Üzerine Etkisi	72
Kutu 5.2. Türkiye'de Para Politikasının Kriz Sonrası Süreçte Çıkış Stratejisi	75
Kutu 6.1. Mali Kural: Genel Çerçeve ve Türkiye İçin Planlanan Uygulama	89
Kutu 7.1. Yakın Dönem Enflasyon Gelişmeleri Sonrasında İletişim Politikası ve Enflasyon Beklentileri	104

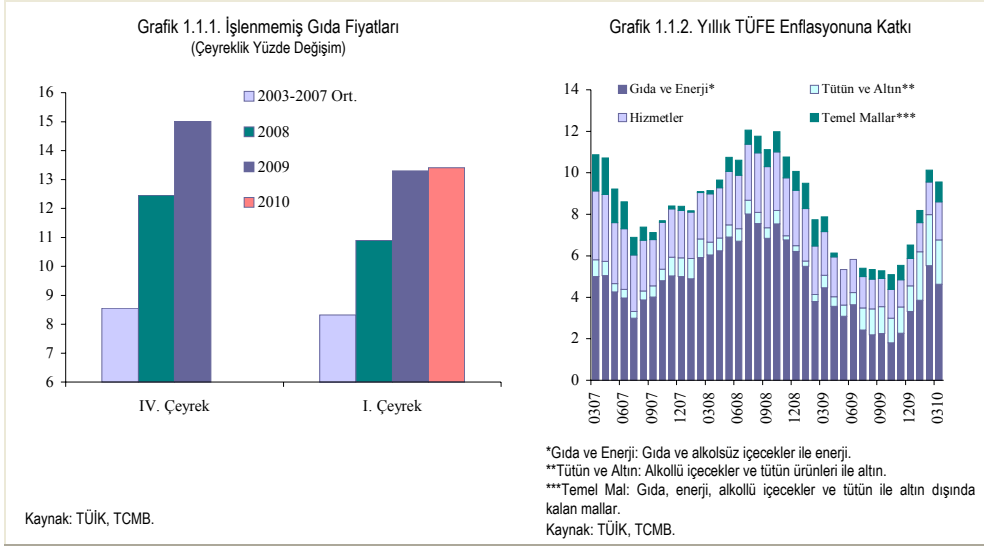
1. Genel Değerlendirme

2010 yılının ilk çeyreğinde küresel ekonomideki toparlanma süreci ve finansal piyasalarda süregelen normalleşme eğilimi devam etmiştir. Bununla birlikte, kamu borçlarının kaygı verici düzeylere ulaşması, kredi piyasalarındaki sorunların kısmen sürmesi ve işsizlik oranlarının yüksek seviyelerini koruması, gelişmiş ülke ekonomilerine ilişkin sorunların kalıcı olarak giderilmesinin uzun zaman alabileceğine işaret etmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerdeki canlanmanın daha belirgin olduğu görülse de, küresel ekonominin önemli bir parçasını oluşturan gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmaya ilişkin belirsizlikler, dış talep kanalıyla tüm gelişmekte olan ekonomiler için risk oluşturmaya devam etmektedir. Bunun yanı sıra, dış finansmana dair kısıtların henüz tam olarak ortadan kalkmamış olması da, bir çok gelişmekte olan ülke için iktisadi faaliyetteki toparlanmayı geciktirebilecek bir etken olmayı sürdürmektedir.

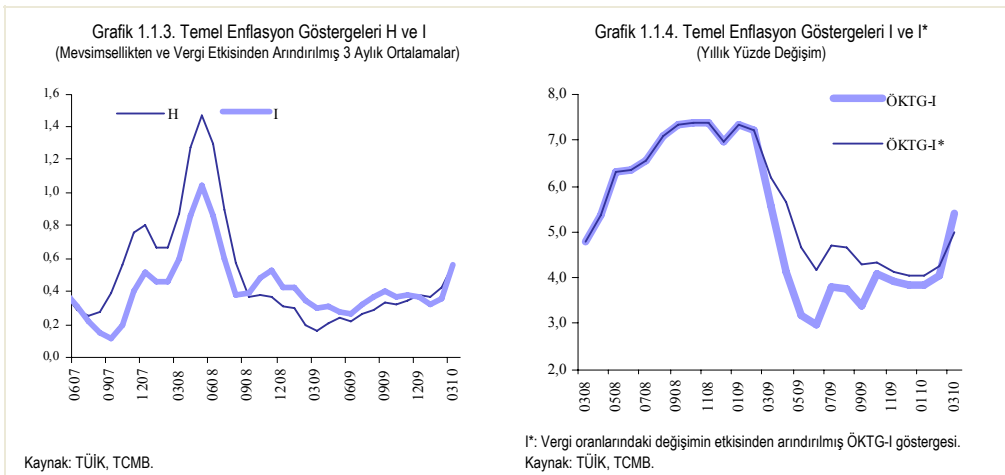
Büyümeye ilişkin orta vadeli belirsizliklerin varlığına karşın, yakın dönemde toparlanmanın hızlı seyretmiş olması, baz etkilerinin belirginleşmesi ve emtia fiyatlarındaki artışların sürmesi gelişmekte olan ekonomileri geçtiğimiz çeyrekte enflasyon baskısı ile karşı karşıya bırakmıştır. Türkiye’de ise bu unsurlara ek olarak 2009 yılının son çeyreğinden itibaren kamu fiyat ayarlamaları ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışların etkisi enflasyondaki yükselişin görece olarak daha belirgin olmasına yol açmıştır.

1.1. Enflasyon Gelişmeleri

2010 yılının ilk çeyreğinde enflasyon yükselmeye devam etmiştir. Ocak ayında yürürlüğe giren ve akaryakıt ürünleri ile alkollü içecekler ve tütün ürünlerini kapsayan vergi düzenlemelerinin oluşturduğu yüksek oranlı fiyat artışları bu gelişmede belirleyici olmuştur. Bunun yanı sıra, 2009 yılının son çeyreğinde olduğu gibi 2010 yılının ilk çeyreğinde de işlenmemiş gıda fiyatları endeksi tarihinin en yüksek dönemsel artışını sergilemiştir (Grafik 1.1.1). Böylece, ilk çeyreğin sonu itibarıyla, gıda, enerji ve tütün kalemlerinin yıllık enflasyona yaptığı katkı 6,7 puana ulaşmıştır (Grafik 1.1.2). Bütün bu gelişmeler 2009 yılının ilk çeyreğindeki zayıf iktisadi faaliyet ve düşen emtia fiyatlarına bağlı olarak gerçekleşen düşük enflasyonun yarattığı baz etkisiyle birleşince, 2010 yılının ilk çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu yaklaşık 3 puan artarak yüzde 9,56’ya yükselmiştir.



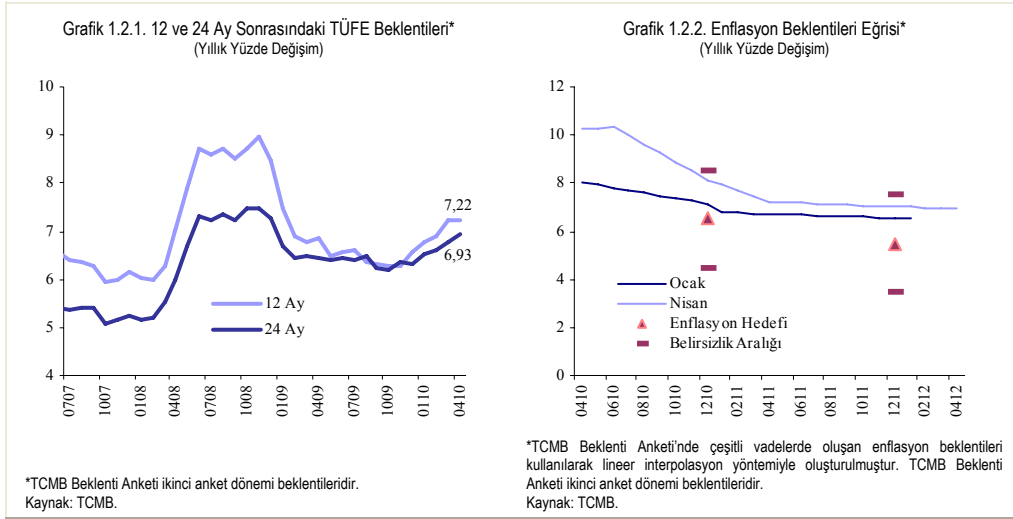
Yılın ilk çeyreğinde temel (çekirdek) enflasyon göstergelerindeki artış talep baskısından ziyade büyük ölçüde maliyet yönlü unsurları ve baz etkisini yansıtmıştır (Grafik 1.1.3). Geçen yıl dayanıklı mallarda uygulanan vergi indirimlerinin ve stok eritme sürecinin oluşturduğu düşük baz, bu dönemde temel enflasyon göstergelerindeki artışların temel belirleyicisi olmuştur. Bunun yanı sıra, gıda ve enerji fiyatlarındaki artışların yemek ile ulaştırma hizmetleri üzerindeki etkisi bu dönemde belirginleşmiş ve 2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren gerileyen hizmet grubu yıllık enflasyonu 2010 yılının ilk çeyreğinde yaklaşık 1,9 puan yükselmiştir. Böylece enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ile altını dışlayan temel fiyat göstergesinin (H) yıllık enflasyonu yüzde 5,01'e, bu endeksten işlenmiş gıda çıkarılarak hesaplanan endeksin (I) yıllık enflasyonu ise yüzde 5,41'e yükselmiştir (Grafik 1.1.4).



1.2. Para Politikası Gelişmeleri

2008 yılının son çeyreğinden itibaren enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını öngören Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek potansiyel tahribatı sınırlamaya odaklanmış, bu süreçte bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını süratli bir şekilde aşağı çekerken, diğer yandan dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasasındaki tikanıklığı gidermeyi hedeflemiştir. Bu çerçevede, 2008 yılının Kasım ayında başlayan bir yıllık süreçte politika faizi 1.025 baz puan indirilmiştir. Geçen süre zarfında kredi piyasasında gözlenen olumlu gelişmeler ve iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanma eğilimini göz önüne alan Para Politikası Kurulu (Kurul), 2009 yılının Aralık ayından itibaren politika faizlerini sabit tutmuştur.

2009 yılının son çeyreğinden itibaren enflasyonda belirgin bir yükseliş gözlenmesi enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemiştir (Grafik 1.2.1). Beklentiler her vadede yükselirken, orta vadeli beklentiler ile hedefler arasındaki fark açılmıştır (Grafik 1.2.2). Kurul, enflasyonun geçici de olsa yüksek seviyelerde seyretmesinin beklentiler üzerindeki olumsuz etkisini göz önünde bulundurarak Mart ayından itibaren daha temkinli bir duruşa geçişin işaretlerini vermiştir. Bu çerçevede Kurul, bir yandan fiyatlama davranışlarına ilişkin risklere dikkat çekerken, diğer yandan para ve kredi piyasalarındaki normalleşmeyi de göz önüne alarak, kriz döneminde uygulanan likidite tedbirlerinin kademeli bir şekilde geri alınmasına karar vermiştir (Kutu 5.2). Bununla birlikte, son dönemdeki iyileşmeye rağmen küresel ekonomideki sorunların henüz tam olarak giderilememiş olduğunu dikkate alan Kurul, politika faiz oranlarının bir süre daha mevcut düzeylerde tutulması ve uzun süre düşük düzeylerde seyretmesi gerekebileceğini ifade etmiştir.



1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü

Parasal ve Finansal Koşullar

2008 yılının Kasım ayından itibaren politika faizlerinde gerçekleştirilen indirimler sonrasında 2009 yılının ikinci yarısından itibaren piyasa faizleri gerek nominal gerekse reel olarak yakın tarihin en düşük seviyelerine inmiştir. 2010 yılının ilk çeyreği itibarıyla politika faizlerinin düşük seviyesi ve dengeleyici likidite önlemleri para ve kredi piyasaları üzerinde etkili olmaya devam etmiştir. Bu dönemde küresel likidite koşullarının ve risk algılamalarının iyileşmesiyle finansal koşullardaki sıkılığın azalmaya devam etmesi para politikasının genişletici etkisini güçlendirmiştir.

Bankacılık sisteminin sağlam yapısı kredilerde toparlanmanın hızlı bir şekilde gerçekleşmesi için elverişli bir ortam sunmaktadır. Nitekim, yakın dönemde kredi piyasasındaki gelişmelerin yurt içi iktisadi faaliyete verdiği desteğin giderek arttığı görülmektedir. Tüketici kredilerindeki canlanma eğilimi devam ederken, özellikle ticari kredilerin ivmelenmeye başladığı gözlenmektedir. Bu dönemde, küçük ve orta boy işletmelere verilen kredilerin de uzunca bir aradan sonra ilk kez artış göstermesi, parasal koşullardaki genişlemenin iktisadi faaliyeti destekleyici etkisini teyid etmektedir.

Yurt dışı kaynaklara erişimin kademeli fakat istikrarlı bir şekilde iyileşmeye devam ettiği ve kamu maliyesindeki duruşun yurt içi fonlar üzerinde baskı oluşturmadığı varsayımları altında, kredi hacminin önümüzdeki

dönemlerde de genişlemeyi sürdüreceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, işsizlik oranlarının uzunca bir müddet daha yüksek seviyelerde seyredecek olması ve küresel ekonomideki sorunların kısmen de olsa devam etmesi, kredilerdeki artışı sınırlayabilecek unsurlar olarak ortaya çıkmaktadır.

Toplam Talep Görünümü

2009 yılının son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri özel kesim talebindeki ılımlı toparlanmanın devam ettiğini göstermiştir. Kamu kesimi tüketim harcamaları ise öngörülenin üzerinde bir artış sergilemiştir. Küresel ekonomideki sorunların devam etmesi dış talebi sınırlarken, iç talepteki canlanmayla birlikte stok birikiminin yavaş da olsa başladığı gözlenmiştir.

2010 yılının ilk çeyreğine ilişkin veriler iç talepteki toparlanmanın giderek istikrar kazandığına ve genele yayıldığına işaret etmektedir. Dış talepte ise henüz kayda değer bir ivmelenme gözlenmemektedir. Küresel büyüme görünümündeki zayıf seyir dış talep bağlantısı güçlü sektörlerde iktisadi faaliyetteki toparlanmayı sınırlamaya devam ederken, maliye ve para politikalarının iç talebi destekleyici etkileri belirginleşmektedir. Bununla birlikte, stok birikiminin sınırlı düzeyde olması ekonomideki toplam talep belirsizliğinin önemini koruduğuna işaret etmektedir. Bu çerçevede, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın kademeli olacağı öngörüsü korunmakta ve toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönündeki desteğini bir müddet daha sürdüreceği tahmin edilmektedir.

Dış talepteki zayıf seyir özellikle sanayi sektörü kanalıyla ekonomi genelinde iktisadi faaliyeti ve istihdamı sınırlamaya devam etmektedir. Nitekim, son dönemdeki kısmi toparlanmaya rağmen, kapasite kullanım oranları ve kişi başına çalışılan saat göstergeleri sanayi sektöründeki kaynak kullanımının düşük düzeylerde seyrettiğine işaret etmektedir. Mevcut atıl kapasitenin yatırım ve istihdam imkanlarını sınırlamaya devam edeceği öngörüsü altında, 2009 yılının ikinci yarısında istihdam verilerinde gözlenen iyileşmenin hızlı bir toparlanmaya dönüşmesi beklenmemekte, işsizlik oranlarının uzunca bir müddet yüksek düzeylerini koruyacağı tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, birim iş gücü maliyetinin enflasyon baskılarını sınırlamaya devam edeceği öngörülmektedir.

Özetle, son dönemde açıklanan veriler ekonomideki toparlanma sürecinin istikrar kazandığını göstermiştir. Küresel büyümedeki zayıf seyrin dış talebe yönelik sektörlerde iktisadi faaliyet ve istihdamı bir süre daha sınırlayacağı, buna karşılık yurt içi talebin toparlanma eğilimini önümüzdeki dönemde de sürdüreceği öngörülmektedir. Bu doğrultuda, iktisadi faaliyetteki kademeli canlanma eğiliminin devam edeceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminlerimiz güncellenirken toplam arz ve talep dengesinin enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkının, bir önceki döneme kıyasla azalmakla birlikte devam ettiği bir görünüm esas alınmıştır.

Temel Varsayımlardaki Güncelleme

Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bu yana, 2010 yılına ilişkin enflasyon tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesine neden olan bazı gelişmeler ortaya çıkmıştır:

- Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerinde Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından geçmişe yönelik yapılan güncellemeler ve iç talebin öngörülenden bir miktar daha güçlü seyretmesi çıktı açığı tahminlerimizin yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur. Bu değişiklik 2010 yıl sonu enflasyon tahminlerini 0,4 puan artırmıştır.
- Petrol fiyatlarına ilişkin son gelişmeler göz önüne alınarak petrol fiyatları varsayımında sınırlı bir güncelleme yapılmıştır. Bu çerçevede petrol fiyatı varsayımı 2010 yılı için 80 ABD dolarından 85 ABD dolarına, 2011 yılı ve sonrası için ise 85 ABD dolarından 90 ABD dolarına güncellenmiştir. Ayrıca, orta vadeli tahminler üretilirken, dünya ekonomisindeki toparlanma sürecine paralel olarak ithal girdi maliyetlerinin de petrol fiyatlarında olduğu gibi kademeli artışlar göstereceği varsayılmıştır. Bu güncellemelerin 2010 yıl sonu enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi yaklaşık 0,15 puan olmuştur.
- Ocak Enflasyon Raporu'nda gıda grubunda yıllık fiyat artış oranının 2010 yılında yüzde 7, 2011 yılında yüzde 6,5, sonraki yıllar için ise yüzde 6 olarak gerçekleşeceği bir çerçeve esas alınmıştır. Geçen süre zarfında beklenenden olumsuz bir seyir izleyen işlenmemiş gıda fiyatları ve süregelen arz yönlü yapısal

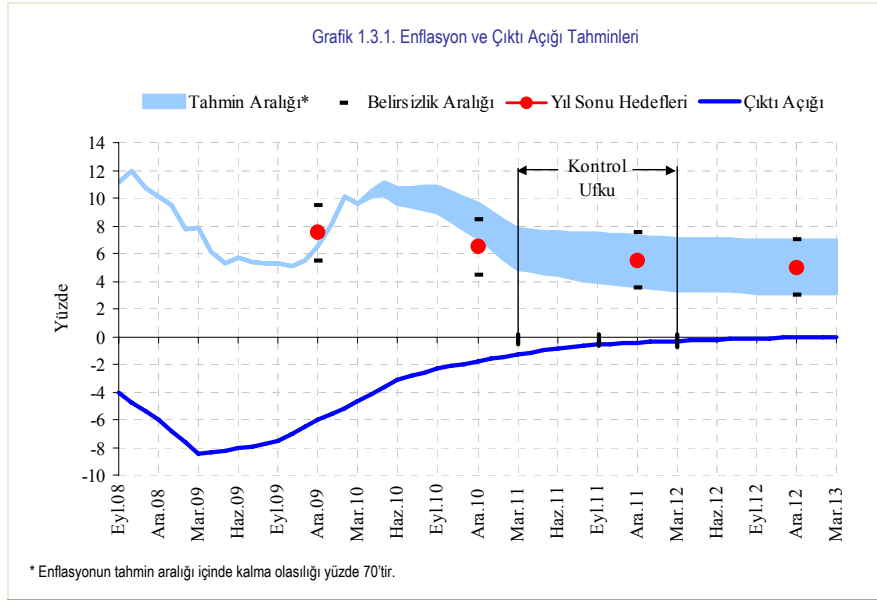
sorunlar göz önüne alınarak, gıda fiyatlarının yıllık artış oranına ilişkin varsayım 2010 yılı için iki puan artırılarak yüzde 9 düzeyine çıkarılmıştır. Söz konusu değişikliğin 2010 yıl sonu enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi 0,55 puan olmuştur. Benzer şekilde gıda fiyatlarının yıllık artış oranına ilişkin varsayım 2011 yıl sonu için yüzde 6,5'ten yüzde 7'ye, sonraki yıllar için ise yüzde 6'dan yüzde 7'ye güncellenmiştir.

- Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda akaryakıt ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünlerine getirilen vergi düzenlemelerinin 2010 yılı tüketici enflasyonuna yaklaşık 1,5 puanlık katkı yapacağı tahmin edilmiştir. Ancak, tüketici fiyat endeksinin ağırlık yapısındaki değişimin de etkisiyle söz konusu vergi artışlarının enflasyon üzerindeki toplam katkısı 1,9 puan olarak gerçekleşmiş, bu da 2010 yılı boyunca enflasyon tahminlerini yaklaşık 0,4 puan yükseltmiştir. Vergi artışlarının yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin 2011 yılının başında ortadan kalkacağı belirtilmelidir.

Maliye politikası tarafında ise, Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları doğrultusunda, 2010 yılında kamu harcamalarının iktisadi faaliyeti destekleyici etkisinin bir önceki yıla kıyasla azalmakla birlikte devam edeceği, 2011 yılından itibaren ise OVP'de sunulan mali kural dahilinde kademeli bir sıkılaşmaya gidileceği öngörülmüştür. Bu çerçevede, iktisadi faaliyetteki canlanma sonucu bütçe gelirlerinin tahmin edilenin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmesi ile ortaya çıkan alanın mali kuralda da öngörüldüğü biçimde ağırlıklı olarak kamu borcunun azaltılmasında kullanılacağı, bu doğrultuda 2011 yılında ve sonrasında mali uyumun yapısal ve kurumsal iyileştirmeler yoluyla gerçekleştirileceği varsayılmıştır. Diğer bir ifadeyle, tahmin ufku boyunca vergi ayarlamalarının enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlandırma mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir. Bu doğrultuda, borcun milli gelire oranındaki yükselişin 2011 yılından itibaren kademeli olarak tersine döndüğü, dolayısıyla tahmin ufku boyunca risk priminde önemli bir değişim olmadığı bir görünüm esas alınmıştır.

Enflasyon Görünümü

Bu çerçevede, kısa vadede likidite tedbirlerinin aşamalı olarak normalleştirildiği, politika faizlerinin ise bir süre daha mevcut düzeylerde tutularak yılın son çeyreğinden itibaren ölçülü artışlar gösterdikten sonra tahmin ufku (üç yıl) boyunca tek haneli düzeylerde kaldığı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2010 yılı sonunda yüzde 7,2 ile yüzde 9,6 aralığında (orta noktası yüzde 8,4), 2011 yılı sonunda ise yüzde 3,6 ile 7,2 aralığında (orta noktası yüzde 5,4) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun 2012 yılı sonunda ise yüzde 5 düzeyine düşeceği öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Çıktı açığına ilişkin yukarı yönlü güncellemeye rağmen, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın kademeli olacağına ilişkin öngörümüz korunmaktadır. Bununla birlikte, son dönemlerde vergi artışları, gıda ve enerji fiyatlarındaki yükseliş ile baz etkisi gibi unsurlar nedeniyle enflasyonun hedefin belirgin olarak üzerinde seyrediyor olması, enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemekte ve fiyatlama davranışlarına ilişkin riskleri gündeme getirmektedir. Bu çerçevede güncellenen tahminler, kısa vadede piyasaya sağlanan ihtiyaçtan fazla likiditenin aşamalı olarak azaltıldığı, yılın son çeyreğinden itibaren ise politika faizlerinin ölçülü olarak artırılmaya başlandığı bir varsayıma dayanmaktadır. Bununla birlikte, ekonomideki kaynak kullanımının bir müddet daha kriz öncesi seviyelere ulaşmayacağı tahmin

edildiğinden, faiz artışlarının sınırlı olduğu ve politika faizlerinin tahmin ufku boyunca tek haneli seviyelerde kaldığı bir görünüm esas alınmıştır.

Grafik 1.3.1’de görüldüğü gibi, 2009 yılındaki geçici vergi indirimleri ve işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen yüksek oynaklığın oluşturduğu baz etkileri nedeniyle 2010 yılında enflasyon dalgalı bir seyir izleyecektir. 2009 yılı Mart ayı ortasında yürürlüğe koyulan, daha sonra Haziran ayında kısmen ve Ekim ayında tamamen geri alınan geçici vergi indirimleri, 2010 yılında yıllık enflasyona Mart ve Nisan aylarında yukarı yönlü, Haziran, Temmuz ve Ekim aylarında aşağı yönlü bir etki yapacaktır. Bu çerçevede yukarıdaki grafikte görüldüğü gibi, enflasyonun ikinci çeyrekte bir miktar artış gösterdikten sonra üçüncü çeyrekte yüzde 10 civarında dalgalanacağı tahmin edilmektedir.

2010 yılının son çeyreğinde ve 2011 yılının ilk çeyreğinde ise enflasyonda belirgin düşüşler olması beklenmektedir. 2010 yılının son çeyreğinde öngörülen düşüş, geçtiğimiz yılın son çeyreğinde gözlenen dolaylı vergilerdeki ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek oranlı artışların oluşturduğu baz etkisini yansıtmaktadır. Benzer şekilde, 2010 yılının ilk çeyreğinde enflasyona 1,9 puanlık katkı yapan vergi artışlarının yıllık enflasyon üzerindeki etkisi 2011 Ocak-Şubat döneminde büyük ölçüde ortadan kalkacaktır. Bu doğrultuda enflasyonun, 2010 yılının sonunda yüzde 8,4 seviyesine gerileyeceği, 2011 yılının ilk çeyreğinde ise belirgin bir düşüş göstererek (12 ay içinde) hedeflerle uyumlu seviyelere yaklaşacağı tahmin edilmektedir (Tablo 1.3.1). Takip eden dönemde ise parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle enflasyonun kademeli olarak gerileyerek yüzde 5 olan orta vadeli hedef düzeylerinde istikrar kazanması beklenmektedir.

Tablo 1.3.1. TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi*
2010 Yıl Sonu	8,4	8,2	6,5
12 Ay Sonrası	6,3	7,2	6,2
24 Ay Sonrası	5,2	6,9	5,3

* Nisan 2. dönem anketi.

** 2010, 2011 ve 2012 yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.

Kaynak: TCMB.

Önümüzdeki dönemde enflasyonun geçici de olsa yüksek seviyelerde seyredecek olması beklenti yönetiminin önemini artırmaktadır. Nitekim Nisan ayı itibarıyla orta vadeli enflasyon beklentileri, güncellenen tahminimizin belirgin olarak üzerindedir (Tablo 1.3.1). İktisadi birimlerin, geçici unsurların farkındalığıyla hareket ederek enflasyonun ana eğilimine odaklanmaları, bu

çerçevede sözleşme ve planlamalarında orta vadeli enflasyon hedeflerini esas almaları büyük önem taşımaktadır.

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

1.4. Riskler ve Para Politikası

Enflasyonun bir süre daha yüksek seviyelerde seyredecek olması fiyatlama davranışlarının yakından takip edilmesini gerektirmektedir. 2009 yılının son çeyreğinden itibaren işlenmemiş gıda, petrol, yönetilen/yönlendirilen kamu fiyatları ve baz etkileri gibi bir çok farklı unsurun olumsuz etkisiyle enflasyonda hızlı bir yükseliş gözlenmiştir. Bu gelişmeler, geçici nitelikte olmasına karşın, yıllık enflasyonun hedeflerin belirgin olarak üzerinde seyretmesine neden olmakta ve beklentileri olumsuz etkilemektedir. Halihazırda maliyet unsurlarından doğrudan etkilenen kalemler dışarıda tutulduğunda, fiyatlama davranışlarında orta vadeli hedeflere ulaşılmasını engelleyecek derecede bir bozulma gözlenmemektedir. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde enflasyon beklentilerindeki artışın devam etmesi ve bu durumun genel fiyatlama davranışlarında bozulmaya yol açması halinde, baz senaryoda öngörülene kıyasla daha erken bir parasal sıkılaştırmaya gidilebilecektir.

Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü riskler, önceki dönemlere kıyasla azalmakla birlikte, henüz tam olarak ortadan kalkmış değildir. Gelişmiş ülkelerde, gerek bütçe açıklarının ulaştığı yüksek seviyeler, gerekse kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarında süregelen sorunlar, küresel ekonominin toparlanma hızına ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Önümüzdeki dönemlerde küresel büyümenin duraklaması ve bu durumun yurt içi iktisadi faaliyetteki toparlanmayı geciktirmesi durumunda, politika faizleri baz senaryoda öngörülene kıyasla daha uzun süre sabit tutulabilecektir.

Uygulanan güçlü parasal tedbirlerin gecikmeli etkilerine ilişkin belirsizliklerin sürmesi, yurt içi ve küresel iktisadi faaliyet üzerinde yukarı yönlü riskleri de gündeme getirmektedir. Yurt içi talebin görece olarak daha istikrarlı bir toparlanma eğilimine girdiği göz önüne alındığında, önümüzdeki dönemde dış talebin öngörülenin ötesinde bir toparlanma göstermesi halinde ekonomideki atıl kapasite hızla kapanma eğilimine girebilecek, bu da maliyet yönlü baskılarla birlikte enflasyonun orta vadeli hedeflere ulaşmasını geciktirebilecektir. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyette beklenenden daha hızlı bir toparlanma olması durumunda baz senaryoda öngörülen parasal sıkılaştırma daha erken gündeme gelebilecektir.

Başta Çin ve Hindistan olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızına ilişkin olumlu beklentiler petrol ve diğer emtia fiyatlarına ilişkin yukarı yönlü riskleri beslemektedir. Söz konusu ülkelerin dünya talebi içinde artan ağırlığı emtia fiyatları üzerinde ek bir baskı oluşturmaktadır. Önümüzdeki dönemde emtia fiyatlarındaki artışların baz senaryoda öngörülenden daha hızlı olması ve bu durumun enflasyondaki düşüşü geciktirmesi halinde, TCMB, fiyatlama davranışlarına ilişkin riskleri bertaraf etmek amacıyla baz senaryoda tarif edilen parasal sıkılaştırmayı öne çekebilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. 2009 yılının ikinci yarısından itibaren iktisadi faaliyetteki canlanmanın OVP’de öngörülenden daha güçlü olması, bütçe gelirlerinin tahmin edilenin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmesini sağlamaktadır. Konjonktürel etkilerle ortaya çıkan bu alanın mali kuralda da öngörüldüğü biçimde ağırlıklı olarak kamu borcunun azaltılmasında kullanılması, gerek toplam talep yönetimini etkinleştirilmesi gerekse dolaylı vergilerdeki artış gereksinimini azaltması bakımından TCMB’nin dengeleyici politika izleme esnekliğini artıracaktır. Bu çerçevede, OVP’de yer alan hedeflerin başta mali kuralın yasalaşması ve uygulanmaya başlanması olmak üzere kurumsal ve yapısal iyileştirmeler yoluyla sağlanması halinde, tahmin ufku boyunca politika faizinin tek hanede kalmasının mümkün olduğu düşünülmektedir.

2008 yılının son çeyreğinden itibaren fiyat istikrarı temel amacı ile çelişmeden küresel krizin yurt içi iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamaya odaklanan TCMB, bu konuda üzerine düşeni büyük ölçüde yapmıştır. Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak

tesis edilebilmesine odaklanmaya devam edecektir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin yerine getirilmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak makroekonomik istikrar ve fiyat istikrarını destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

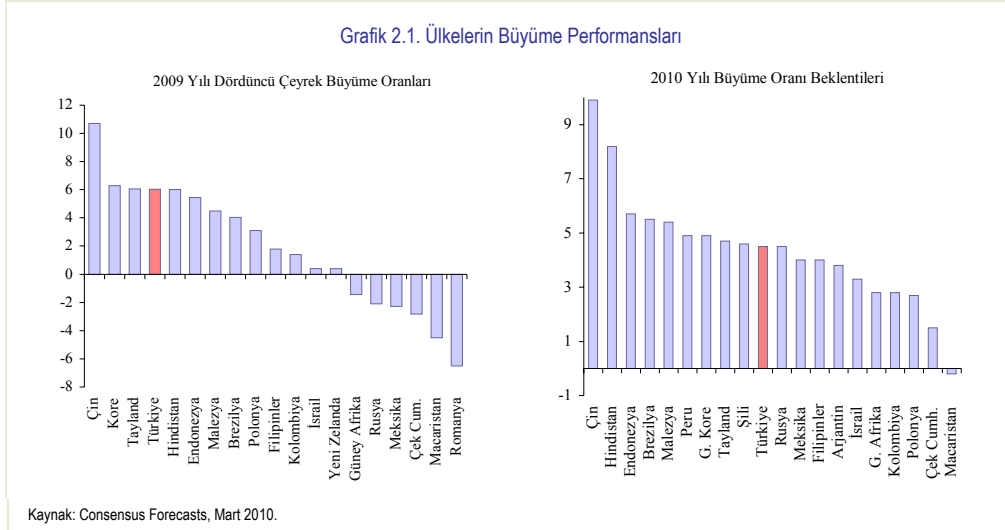
2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

2010 yılının ilk çeyreğinde, küresel ekonominin toparlanma sürecine girdiğine dair algılamalar güçlenmiş, bu da önümüzdeki döneme ilişkin küresel büyüme beklentilerinin yukarı yönlü güncellenmesini beraberinde getirmiştir. Ne var ki, küresel iktisadi görünüme dair aşağı yönlü risk unsurlarının henüz tam olarak ortadan kalkmamış olması, toparlanmanın hızına ve sürdürülebilirliğine ilişkin belirsizliklerin azalarak da olsa varlığını korumasına yol açmaktadır.

Küresel ekonomiye dair aşağı yönlü risk oluşturan unsurların başında, gelişmiş ekonomilerde özel tüketim ve yatırım harcamalarının ekonomik toparlanmaya henüz istenilen katkıyı verememesi gelmektedir. Nitekim, bu ekonomilerdeki toparlanmanın önemli bölümünün kriz sürecinde uygulamaya koyulan büyük ölçekli mali ve parasal önlem paketlerinden ve stok biriktirme eğiliminden kaynaklandığı gözlenmektedir. İstihdam koşullarındaki toparlanmanın yavaş olması özel tüketime dair belirsizlikleri canlı tutarken, kriz sonrası ortaya çıkan yüksek oranlı atıl kapasite ile birlikte işletmelerin geleceğe dair belirsizlik algılamalarının yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmesi yatırım harcamalarındaki toparlanmanın önünde engel teşkil etmektedir. Diğer taraftan, özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan genişleyici maliye politikalarının bir sonucu olarak hızla artan bütçe açıkları ve kamu borç stokları, uzun vadeli faiz oranlarını artırarak özel sektör talebini olumsuz yönde etkileyebilecek önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Bunlara ek olarak Euro bölgesinde Yunanistan, Portekiz, İspanya, İrlanda ve İtalya'nın yüksek bütçe açığı ve borç stoku nedeniyle faiz oranlarında gözlenen yükseliş, bu ülkelerdeki daralmanın derinleşmesine ve uzunca bir süre devam etmesine yol açabilecektir. Bu durum hem Euro bölgesi hem de küresel büyüme açısından risk oluşturabilecek bir başka unsur olarak değerlendirilmektedir. Sonuç olarak, gelişmiş ekonomilerde iktisadi faaliyetteki toparlanmanın sürdürülebilirliğine dair riskler, geçmiş dönemlere kıyasla azalarak da olsa, devam etmektedir. Büyümeye ilişkin tüm bu belirsizliklere bağlı olarak, gelişmiş ekonomilerin krizden çıkış stratejilerini uzun vadede ve kademeli bir biçimde uygulayacakları düşünülmektedir.

Öte yandan, gelişmiş ekonomilerle kıyaslandığında, gelişmekte olan ekonomilerdeki canlanmanın daha belirgin olduğu, yılın ilk çeyreğinde

açıklanan verilerle teyid edilmiştir. Bu dönemde, Doğu Asya ülkeleri başta olmak üzere, finansal krizden görece olarak az etkilenmiş ekonomiler hızlı bir toparlanma sürecine girerken, Doğu Avrupa ülkelerinin başını çektiği diğer bir grup ülkede yavaş ve kademeli bir toparlanma gözlenmektedir. Öte yandan, Türkiye 2009 yılının dördüncü çeyreğinde Doğu Asya ülkeleriyle birlikte en yüksek oranda büyüyen ülkeler arasında yer almıştır. Türkiye'nin 2010 yılında da hızlı büyüyen ekonomiler arasında yer alması beklenmektedir (Grafik 2.1). Ne var ki, küresel ekonominin önemli bir parçasını oluşturan gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmaya ilişkin belirsizlikler, dış talep kanalından tüm gelişmekte olan ekonomilerde risk unsuru oluşturmaya devam etmektedir. Bunun yanı sıra, iktisadi faaliyetteki yüksek hızlı toparlanma için gerekli finansmana dair kısıtların henüz tam olarak ortadan kalkmamış olması da, bu ülkelerdeki iktisadi faaliyetin kriz öncesi dönemleri kısa sürede yakalamasını zorlaştırabilecek bir etken olmayı sürdürmektedir. Büyümeye ilişkin orta vadeli belirsizliklerin varlığına karşın, yakın dönemde toparlanmanın hızlı seyretmiş olmasına ve emtia fiyatlarındaki artışlara bağlı olarak gelişmekte olan ekonomiler geçtiğimiz çeyrekte enflasyon baskısı ile karşı karşıya kalmış ve bunun neticesinde bazı ülkeler krizden çıkış stratejilerini uygulamaya koymaya başlamıştır.

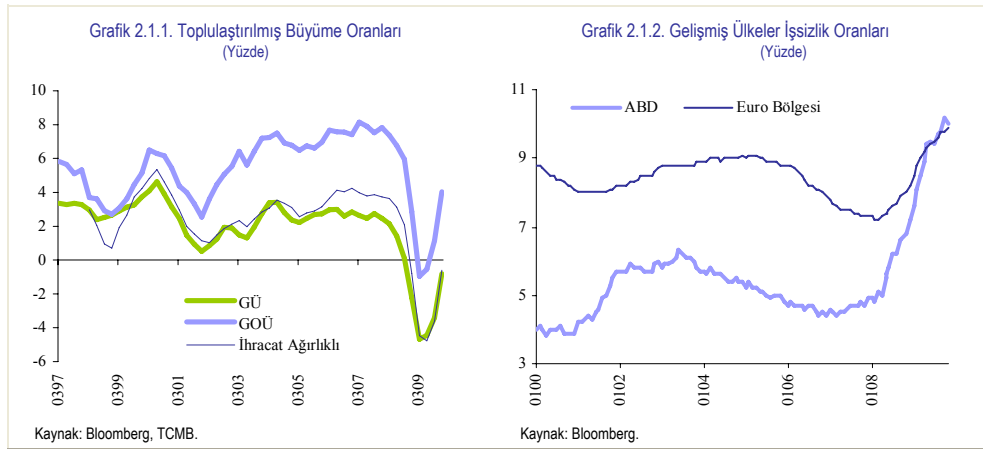


Özetle, yılın ilk çeyreğinde küresel büyüme tahminlerinin sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellendiği dikkat çekmektedir. Ancak, mevcut büyüme gelişmelerinin daha çok geçici faktörlere bağlı olması, toparlanmanın yavaş ve kademeli bir seyir izleyebileceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, Rapor'un son bölümünde yer alan orta vadeli tahminler üretilirken, dış talebin ılımlı bir toparlanma sergilediği bir görünüm esas alınmıştır.

2.1. Küresel Büyüme

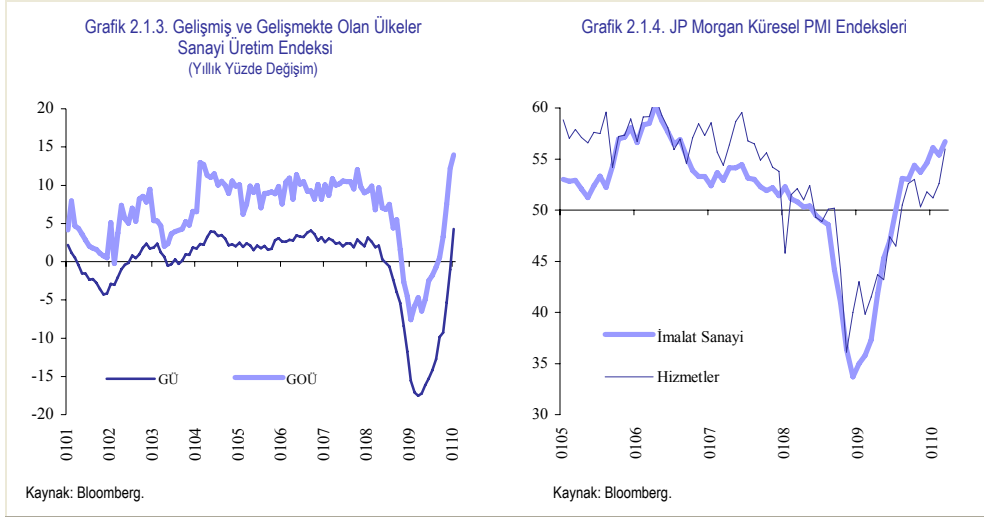
Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ekonomilerde 2009 yılının ilk çeyreğinde en düşük düzeyine gerileyen ve sonraki iki çeyrekte yukarı yönlü hareket eden yıllık büyüme oranları, yılın son çeyreğinde de bu hareketini devam ettirmiştir. Açıklanan milli gelir verilerine göre, 2009 yılı son çeyreğinde gelişmiş ülkelerde daralma oranı yüzde 3,4'ten yüzde 0,8'e gerilerken, aynı dönemde gelişmekte olan ekonomilerde büyüme oranı yüzde 4'e ulaşmıştır. Çin ve Hindistan hariç bırakıldığında gelişmekte olan ülkeler büyüme oranının yeniden pozitif değerler aldığı ve yüzde 1,1'e ulaştığı gözlenmektedir. Türkiye'ye yönelik dış talep gelişmelerini ölçmek amacıyla, ülkelerin Türkiye'nin ihracatı içerisindeki payları ile ağırlıklandırılarak oluşturulan dış talep ağırlıklı küresel büyüme endeksi (Kutu 2.1) ise aynı dönemde yüzde 0,6 oranında gerilemeye işaret etmektedir¹ (Grafik 2.1.1).

Gelişmiş ülkelerde, görece olarak olumlu seyreden büyümeye karşın, işsizlik oranları yüksek seyretmeye devam etmektedir. Euro bölgesinde işsizlik oranı Şubat ayı itibarıyla yüzde 10,0 düzeyine ulaşmıştır. ABD'de ise, sınırlı da olsa gerçekleşen istihdam kazançları iş gücüne katılımın azalmasıyla birleşerek, işsizlik oranının 2009 yılı sonunda yüzde 10,0 olan seviyesinden Mart ayı itibarıyla yüzde 9,7'ye gerilemesini sağlamıştır (Grafik 2.1.2). Gelişmiş ekonomilerde büyümenin önemli ölçüde mali ve parasal teşvik paketlerinden kaynaklanmış olmasına ve önümüzdeki dönemde özel tüketim ve yatırım talebine dair belirsizliklerin geçerliliğini korumasına bağlı olarak, başta ABD olmak üzere, işsizlik oranlarının uzun bir müddet daha yüksek seviyelerde seyretmesi beklenmektedir.



¹ Büyüme rakamları çeyreklik milli gelirin bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişimini göstermektedir.

Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin sanayi üretim endekslerinde gözlenen toparlanma eğilimi 2010 yılının ilk aylarında da devam etmiştir. Bileşik endeksler, gelişmiş ülkelerde yıllık artışın yüzde 4,3 seviyesine, gelişmekte olan ülkelere ise yüzde 14 seviyesine yükseldiğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.3).



JP Morgan Küresel Satın Alma Yöneticileri Endeksi (Purchasing Managers Index - PMI), 2010 yılının ilk çeyreğinde 50 olan nötr seviyenin üzerinde seyretmeye devam etmiştir. İmalat sanayi endeksi ilk çeyrekte ortalama 56,1 puan olarak gerçekleşmiş, böylelikle 54,2 puan olan 2009 yılı son çeyrek ortalamasının üzerine çıkmıştır. Hizmetler sektörü endeksi de, benzer şekilde, ilk çeyrekte 53,3 puan değerini alarak, 51,7 puan olan son çeyrek değerinin üzerinde seyretmiştir (Grafik 2.1.4). İmalat sanayi endeksinin hizmetler sektörü endeksinin üzerinde seyretmesinin, imalat sanayisinde gözlenen stoklama davranışının bir yansıması olduğu düşünülmektedir.

Özetle, küresel ekonomide 2009 yılının son çeyreğinde belirginleşen toparlanma eğiliminin 2010 yılının ilk çeyreğinde de devam ettiği görülmekte, bu da 2010 yılına ilişkin küresel büyüme tahminlerinin yukarı doğru güncellenmesini beraberinde getirmektedir (Tablo 2.1.1). Nihai özel sektör talebinin kısmen toparlanmasının yanı sıra devam eden teşvik paketleri ve stok birimi gibi geçici unsurların da desteğiyle, özellikle ikinci çeyrek olmak üzere, 2010 yılının ilk yarısında küresel büyüme rakamlarının yüksek seyretmesi beklenmektedir. Yılın ikinci yarısında geçici unsurların ortadan kalkması ile birlikte büyüme oranlarının pozitif bölgede kalacağı, ancak daha düşük bir seviyeye gerileyeceği tahmin edilmektedir.

Tablo 2.1.1. Büyüme Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2010	
	Önceki Tahmin	Yeni Tahmin
Consensus Economics		
Dünya	3,0	3,2
ABD	2,9	3,2
Euro Bölgesi	1,3	1,2
Doğu Avrupa	3,0	3,3
Latin Amerika	3,8	4,0
Asya Pasifik	5,2	5,7

Kaynak: Consensus Forecasts, Ocak 2010 ve Nisan 2010.

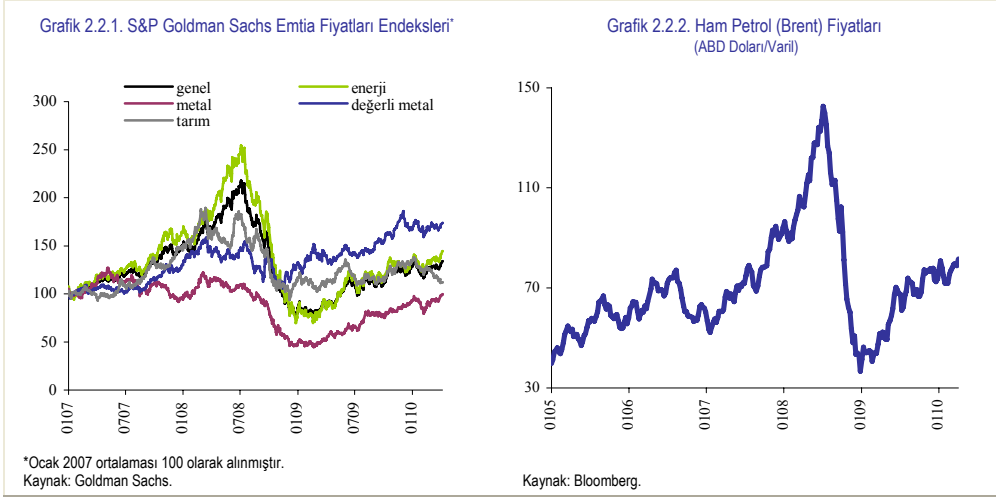
Küresel büyüme tahminlerindeki yukarı yönlü güncellenmenin aksine, Euro bölgesi büyüme tahminlerinin, başta Yunanistan olmak üzere çevre ülkelerden kaynaklanan sıkıntılar nedeniyle, aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir. Diğer ekonomiler için ise daha olumlu beklentiler hakim olmuştur. Küresel krizden en az etkilenen Asya-Pasifik bölgesi, 2010 yılında da en hızlı büyümesi beklenen bölgedir. Krizin merkezinde yer alan ABD’de alınan tedbirler sonucu büyüme tahminlerinin potansiyel seviyesine yaklaşmış olması yine dikkat çekici bir husustur (Tablo 2.1.1).

Küresel ekonomik büyümede gözlenen toparlanma eğilimine karşın, halen aşağı yönlü riskler mevcuttur. Son dönemde yükselen petrol fiyatları ve gerek merkez bankalarının politika sıkılaştırmasına gerekse de artan bütçe açıklarının finansmanına bağlı olarak yükselen faizler, küresel büyüme görünümü üzerinde risk oluşturmaktadır. Ancak, küresel büyüme için en önemli risk unsuru olarak, başta Yunanistan olmak üzere Euro bölgesi çevre ülkelerinin yaşadığı sorunlar ön plana çıkmaktadır. Yunanistan’ın, acil finansman ihtiyacını karşılayabilmesine rağmen, karşı karşıya olduğu yapısal problemler önemli bir belirsizlik unsuru olmaya devam etmektedir.

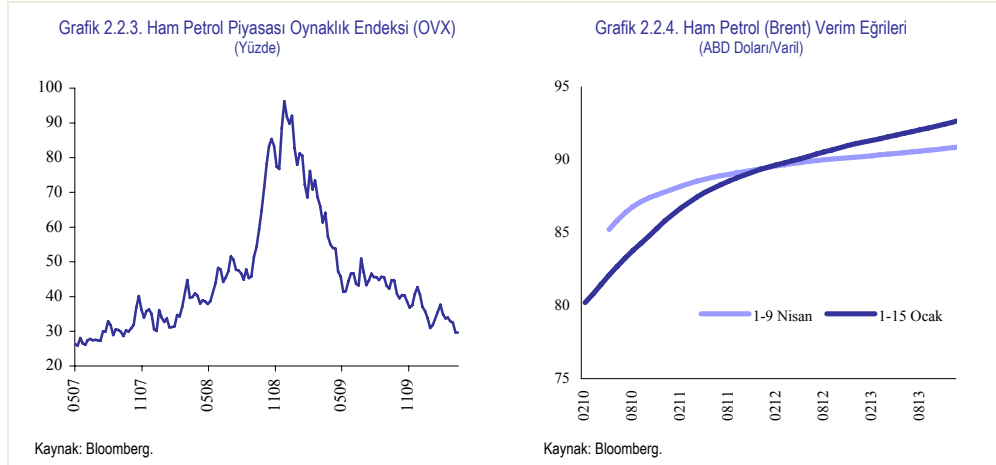
2.2. Emtia Fiyatları

Küresel büyüme beklentilerini etkileyen gelişmeler emtia talebine dair beklentileri de etkilemiş; özellikle petrol ve metal fiyatlarında belirleyici rol oynamıştır. Şubat ayı başlarında, Yunanistan’daki borç krizinin özellikle Euro bölgesini olumsuz etkileyeceğine dair endişelerin oluşması ve Çin’in parasal sıkılaştırmaya gideceğine dair beklentilerin kuvvetlenmesi küresel büyüme beklentilerini zayıflatırken, emtia fiyatları da 2010 yılındaki en düşük seviyelerine gerilemiştir. Ancak, söz konusu gelişmelerin kısa süreli olması fiyatların toparlanarak Ocak ayı seviyelerine tekrar yükselmesine neden olmuştur. Nisan ayında ise büyüme beklentilerindeki olumlu seyrin devam etmesi sonucu emtia fiyatları 2010 yılının en yüksek seviyelerine ulaşmıştır.

Tarım ürünleri fiyatları ise bu genel eğilimin dışında bir seyir izlemiş, dünya genelinde hasatın iyi gitmesine bağlı olarak ilk çeyrek boyunca düşüş eğiliminde olmuştur (Grafik 2.2.1).



Yukarıda bahsedilen gelişmeler ışığında petrol fiyatları Nisan ayı başlarında 2010 yılının en yüksek seviyelerine ulaşmıştır (Grafik 2.2.2). Öte yandan, petrol piyasası oynaklık endeksi petrol fiyatlarındaki görece istikrara bağlı olarak azalışını sürdürürken, stoklardaki düşüşe paralel olarak verim eğrisi belirgin bir biçimde yataylaşmıştır (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).

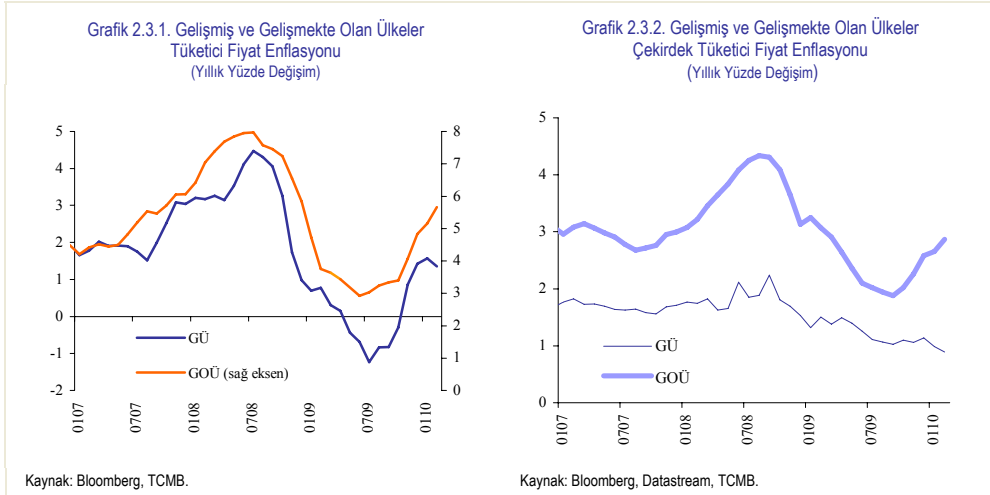


Ocak ayına kıyasla gerek petrol gerekse metallerin stok miktarları düşerken talep beklentilerinin yükselmesi emtia fiyatlarında yukarı yönlü risk unsuru oluşturmaktadır. Öte yandan, petrol fiyatları açısından değerlendirildiğinde, Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (Organisation of the Petroleum Exporting Countries – OPEC) talep artışlarını karşılayabilecek atıl kapasitenin mevcut olduğunu ve küresel büyümeyi olumsuz etkileyecek fiyat

artışlarına sıcak bakmadığını belirtmektedir. Dolayısıyla, önümüzdeki döneme dair fiyat artışları olası gözükmeyle birlikte, bu artışların sınırlı düzeylerde kalması beklenmektedir. Bu çerçevede, Rapor'un son bölümünde yer alan enflasyon tahminleri üretilirken orta vadede emtia fiyatlarının ılımlı artışlar sergilediği bir görünüm esas alınmıştır.

2.3. Küresel Enflasyon

Küresel enflasyon gelişmeleri incelendiğinde dikkat çeken ilk husus bölgesel farklılaşmanın belirginleşmeye başlamasıdır. 2009 yılı ortalarında gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranları en düşük seviyelerine gerilemiştir. Son iki çeyrekte ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon dinamikleri ayrılmaya başlamıştır (Grafik 2.3.1). Bu ayrışma çekirdek enflasyonda daha açık bir şekilde gözlenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde 2009 yılı Eylül ayından itibaren çekirdek enflasyon yaklaşık 1 puan yükselerek Şubat ayında yüzde 2,9 seviyesine ulaşırken, gelişmiş ülkeler çekirdek enflasyonunda 2008 yılı Eylül ayında başlayan gerileme eğilimi devam etmiş ve çekirdek enflasyon Şubat ayında yüzde 0,9 değerini almıştır (Grafik 2.3.2).



Consensus Forecasts verileri, küresel iktisadi faaliyetteki toparlanmaya paralel olarak, küresel tüketici fiyatları enflasyonunda yükselme beklentilerinin hakim olduğunu göstermektedir. Bölgeler itibarıyla bakıldığında, büyüme beklentilerinde olduğu gibi enflasyon beklentilerinde de Euro bölgesinin diğer ekonomilerden farklılaştığı ve 2010 yılı enflasyon beklentisinin Ocak ayı

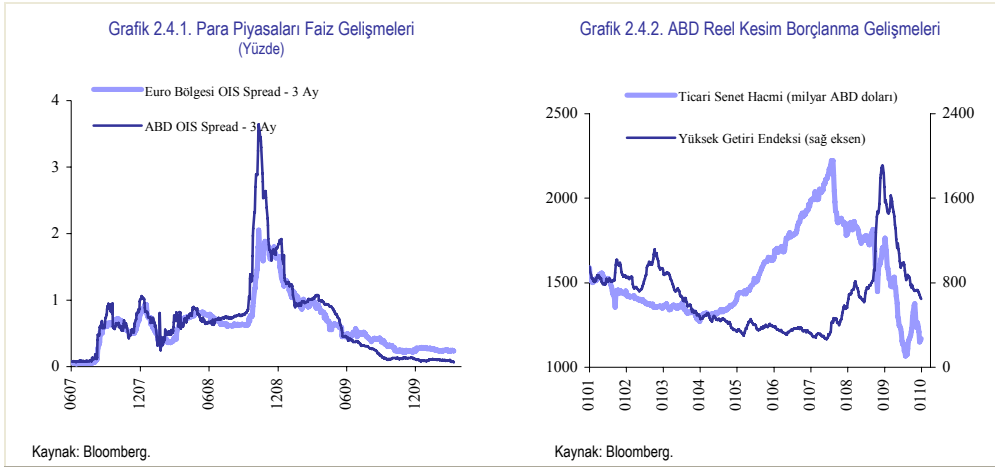
raporuna kıyasla sınırlı miktarda aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir (Tablo 2.3.1).

	2010	
	Önceki Tahmin	Yeni Tahmin
Consensus Economics		
Dünya	2,4	2,7
ABD	2,2	2,1
Euro Bölgesi	1,2	1,2
Doğu Avrupa	5,9	6,0
Latin Amerika	6,8	7,5
Asya Pasifik	1,9	2,1

Kaynak: Consensus Forecasts Ocak 2010 ve Nisan 2010.

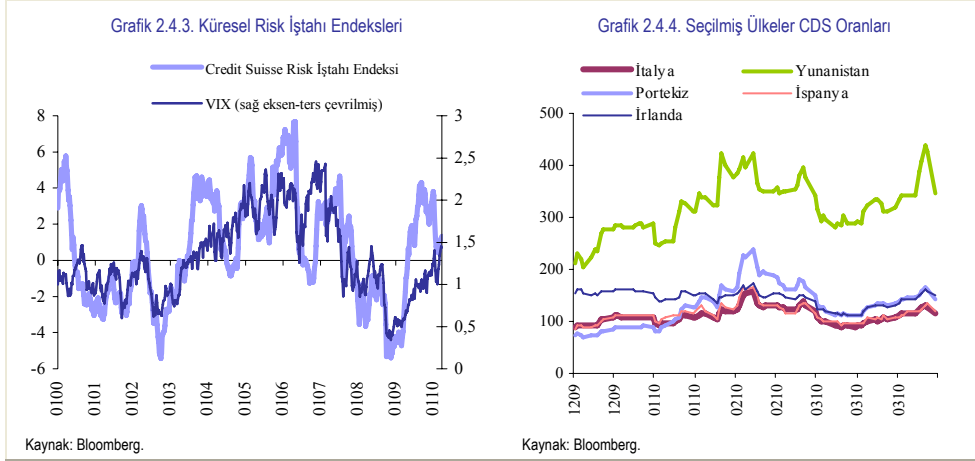
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

Küresel iktisadi faaliyetteki toparlanma ve mali destek programlarının verdiği katkı ile finansal piyasalarda birkaç çeyrektir devam eden normalleşme eğilimi 2010 yılı ilk çeyreğinde de korunmuştur (Grafik 2.4.1). Ancak, finansal koşullarda faiz düzeyi ve risk primi açısından normalleşme gözlense de özellikle firma kesimi borçlanmasında kriz öncesi seviyelere göre sıkılık devam etmektedir (Grafik 2.4.2).

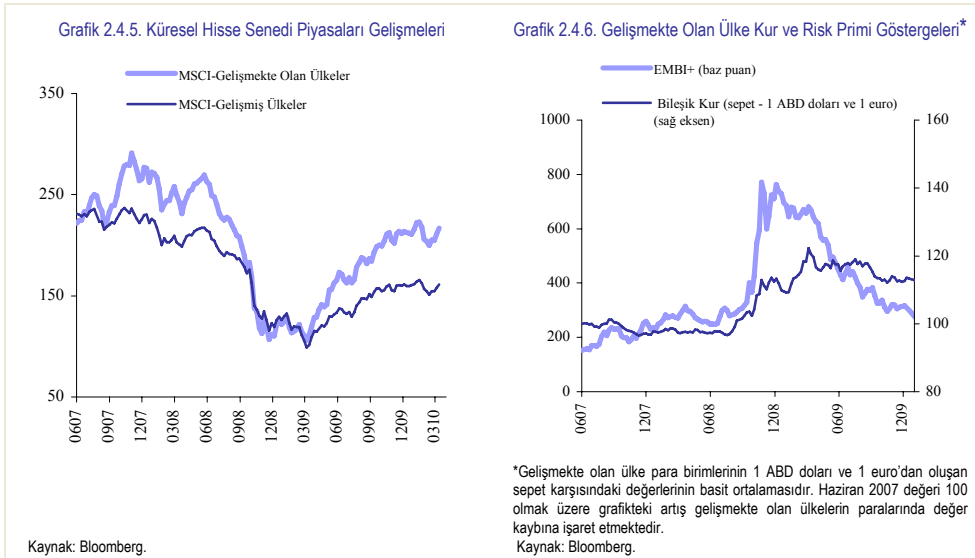


Euro bölgesinde Yunanistan, Portekiz, İspanya, İrlanda ve İtalya'nın büyüyen bütçe açıkları ve borç stokları, yılın ilk çeyreğinin başlarında küresel risk iştahını azaltıcı yönde etki yapmıştır. Mart ayı ile birlikte Avrupa Birliği'nin Yunanistan özelinde doğrudan kredi veya kredi garantisi vereceği beklentisi ve küresel iktisadi faaliyete ilişkin olumlu beklentiler, risk iştahında yılın ilk çeyreğinde iyileşme eğilimine geri dönülmesini sağlamıştır (Grafik 2.4.3). Yunanistan'ın borç çevriminde sıkıntı yaşayacağı beklentisi bu ülkenin risk primine yansımıştır. Avrupa Birliği ve IMF'nin 11 Nisan tarihi itibarıyla

Yunanistan'a kaynak aktaracaklarını açıklamalarına rağmen söz konusu ülkenin risk primi yükselmeye devam etmektedir (Grafik 2.4.4).

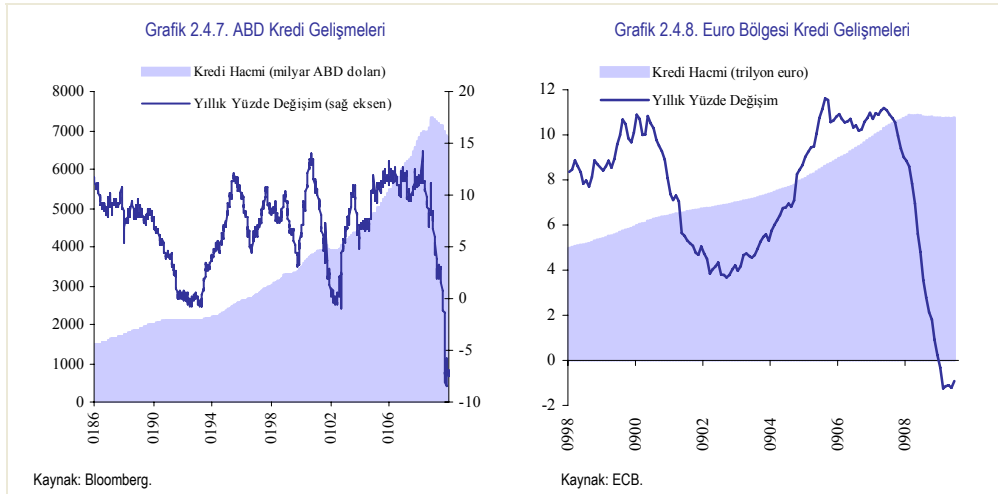


2010 yılı ilk çeyreği sonlarına doğru küresel risk iştahında gözlenen artış ve gelişmiş ülke devlet tahvillerinin getirilerinin düşük düzeylerde seyretmeye devam etmesi, gelişmekte olan ülkelerin finansal varlıklarına olan talebi artırmıştır. Buna paralel olarak, Morgan Stanley Hisse Senedi Endeksi (Morgan Stanley Capital International-MSCI) gelişmekte olan ülkeler alt endeksi ilk çeyrekte artarak gelişmiş ülkeler endeksinden de iyi bir performans gösterirken JP Morgan Gelişmekte Olan Ülkeler Tahvil Endeksi (Emerging Markets Bond Index-EMBI+) ilk çeyreğin sonlarında düşüş eğilimine girmiştir (Grafik 2.4.5 ve Grafik 2.4.6).



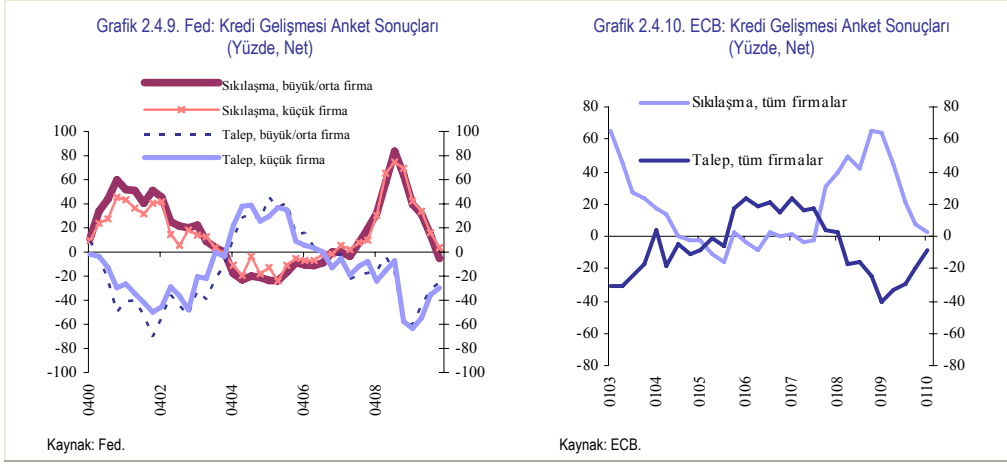
Gelişmiş ülkelerde kısa vadeli faiz oranlarının düşük düzeylerde kalacağı beklentisinin, küresel risk iştahının mevcut durumdaki destekleyici düzeyinin ve gelişmekte olan ülkelerin faiz artırımlarına gelişmiş ülkelere daha erken başlayacakları beklentisinin, 2010 yılının kalan döneminde gelişmekte olan ülkelere gerçekleşecek sermaye akımını olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Öte yandan, küresel risk iştahında gelişmiş ülke devlet borçları çevrimi kaynaklı olası bir bozulmanın, gelişmiş ülkelerin uzun vadeli getirilerindeki artışın ve gelişmiş ülke bankacılık kesiminde yaşanan borç azaltma (deleveraging) sürecinin ise sermaye akımını olumsuz yönde etkileyeceği düşünülmektedir.

Küresel kredi piyasasındaki sorunlar azalmakla birlikte henüz tam olarak ortadan kalkmış değildir. Nitekim, ABD ve Euro bölgesi kredi gelişmeleri incelendiğinde, ABD kredi stokunda krizin başlangıcından itibaren süregelen daralmanın, 2010 yılının ilk çeyreğinde de devam ettiği gözlenmektedir. Benzer bir şekilde Euro bölgesi kredi stoku da yıllık bazda azalmaya devam etmiştir (Grafik 2.4.7 ve 2.4.8).



Yılın ilk çeyreğinde kredi piyasalarındaki sıkılık azalmaya devam etmiştir. Ocak ayı itibarıyla 2009 yılı son çeyrek kredi gelişmelerini yansıtan ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB) Kredi Gelişmeleri Anketlerine göre ABD’de firma kredi koşullarında arz yönlü sıkılığın sonuna gelirken, Euro bölgesinde sıkılaştırma eğilimi azalarak da olsa devam etmektedir (Grafik 2.4.9 ve 2.4.10). Her iki bölgede de kredi talebindeki zayıflığın devam ettiği gözlenmektedir. Öte yandan, Fed Kredi Gelişmeleri Anketi’nde 2010 yılı için konut kredileri

haricindeki diğer kredi türlerinde temerrüde düşme oranlarında kötüleşme beklenmediği dikkat çekmektedir.

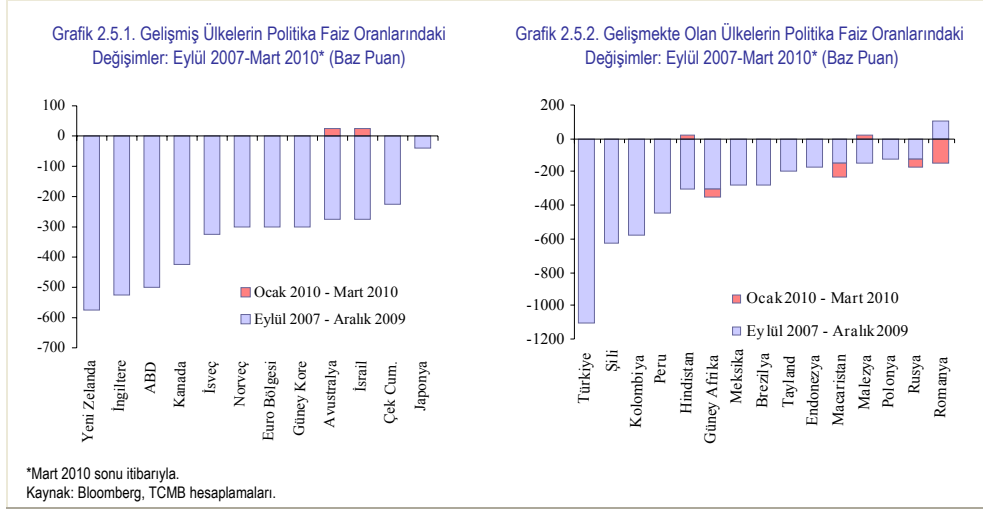


2.5. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

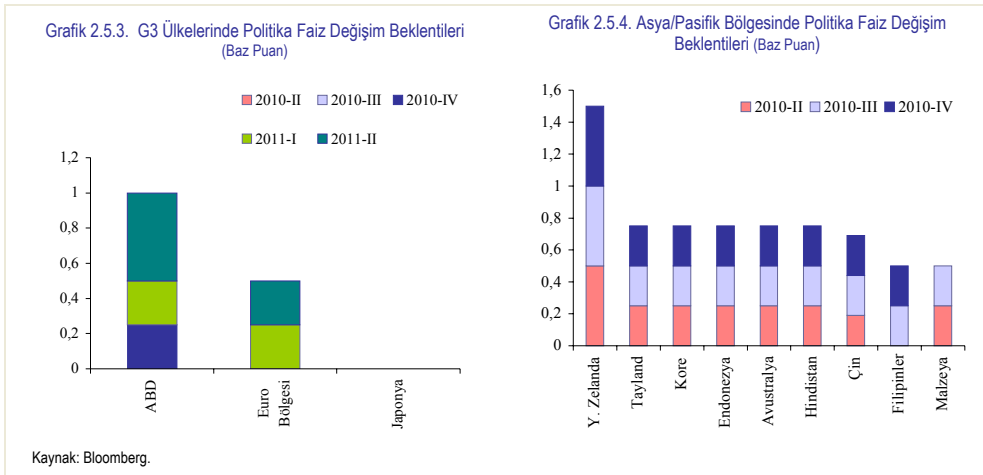
Yılın ilk çeyreği, merkez bankalarının çoğunlukla genişleyici para politikası uygulamalarından çıkış stratejilerini hayata geçirmeye başladıkları, dolayısıyla küresel para politikası görünümünün kısmen sıkılaştığı bir dönem olmuştur. Söz konusu çeyrekte sınırlı sayıda merkez bankası politika faizlerini artırmak suretiyle para politikası duruşunu sıkılaştırırken, büyük çoğunluğu faizlerini düşük seviyelerde tutmaya devam etmiş ancak geleneksel olmayan araçlar kullanarak sürdürdüğü genişleyici para politikası uygulamalarını sonlandırmaya başlamıştır. Bununla birlikte, bir grup merkez bankasının küresel para politikasında geçtiğimiz çeyreğe hakim olan sıkılaştırma döngüsünü gecikmeli olarak takip ettiği görülmektedir.

2010 yılı ilk çeyreğinde, Fed ve ECB genişleyici para politikası uygulamalarından çıkmaya başlamıştır. Her iki merkez bankası da geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanımını sonlandırmaya başlamış ancak enflasyonun ılımlı seyrinin de desteğiyle politika faizlerinde artışa gitmeyerek ekonomilerinin toparlanmasına destek olmaya devam etmiştir (Grafik 2.5.1). Önümüzdeki dönem beklentilerine bakıldığında, geleneksel olmayan araçların kullanımının azaltılmasına devam edileceği tahmin edilirken politika faizlerinde yılın sonlarına kadar artış yapılması beklenmemektedir (Grafik 2.5.3). Japonya ise krizin başlarından itibaren, gerek faizlerini düşük seviyelerde tutarak gerekse geleneksel olmayan araçlar kullanarak uyguladığı oldukça gevşek para politikasını geçtiğimiz çeyrekte de korumuştur. Önümüzdeki dönem

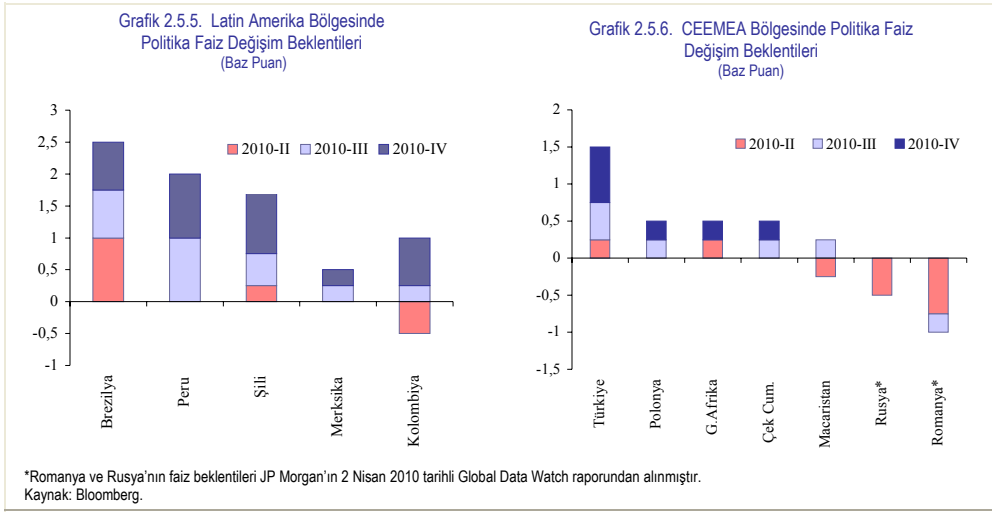
beklentilerine bakıldığında da Japonya'nın faizlerinde uzun bir müddet bir değişiklik yapması beklenmemektedir (Grafik 2.5.3).



G3 ülkeleri dışındaki ülkelerin merkez bankalarının geçtiğimiz çeyrek para politikası uygulamalarına ve önümüzdeki dönem beklentilerine bakıldığında bölgesel farklılıkların ön plana çıktığı görülmektedir. Güçlü ekonomik toparlanmaya bağlı olarak Asya-Pasifik bölgesinde bazı merkez bankaları geçtiğimiz çeyrek para politikalarını sıkılaştırmıştır. Bölge ülkelerinden Avustralya, Malezya ve Hindistan politika faizlerini Mart ayında 25'er baz puan artırmıştır (Grafik 2.5.1, Grafik 2.5.2). Bunun yanında geçtiğimiz çeyrek içerisinde Çin ve Hindistan zorunlu karşılık oranlarını yükseltmiştir. Gelecek dönem faiz beklentilerine bakıldığında da bölgedeki merkez bankalarının çoğunun yılın ikinci çeyreğinden itibaren faiz artışına gitmesinin beklendiği görülmektedir (Grafik 2.5.4)



Latin Amerika bölgesi merkez bankalarının da, bölgedeki güçlü ekonomik toparlanma ve buna bağlı olarak yüksek seyreden enflasyon oranları nedeniyle, yakın dönemde para politikalarında sıkılaştırmaya gitmeleri, en geç yılın üçüncü çeyreği itibarıyla faiz artışlarına başlamaları beklenmektedir (Grafik 2.5.5). Bölge ülkelerinden Brezilya, geçtiğimiz çeyrekte zorunlu karşılık oranlarını artırmıştır. Bunun yanı sıra, oldukça güçlü seyreden ekonomik toparlanmasına bağlı olarak Brezilya'nın diğer bölge merkez bankalarından ayrılarak yılın ikinci çeyreğinin başlarında politika faizlerini artırması beklenmektedir (Grafik 2.5.5). Nitekim, Mart ayında yapılan toplantı sonrasında Brezilya Merkez Bankası Nisan ayında faiz artırımına gideceğinin sinyallerini vermiştir.

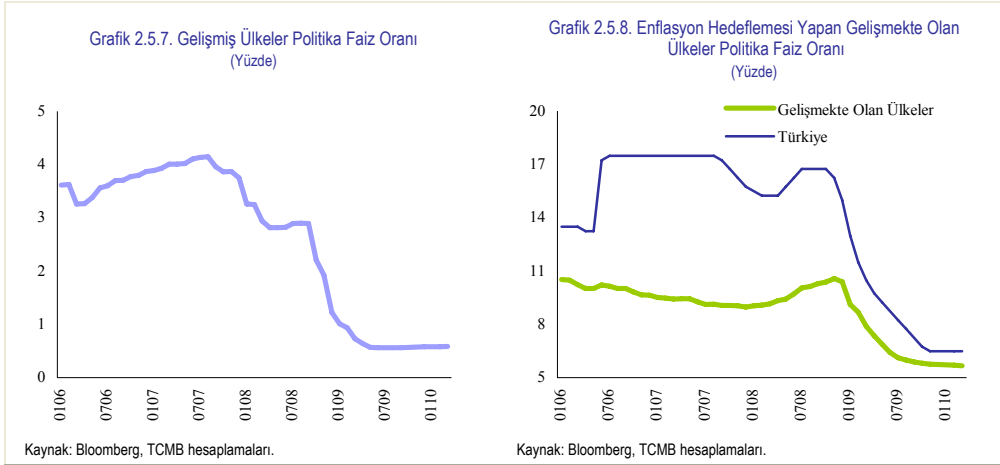


Doğu Avrupa, Ortadoğu ve Afrika bölgesine (Central Eastern Europe, Middle East and Africa – CEEMEA) bakıldığında ise ülke merkez bankalarının para politikası uygulamalarının birbirinden farklılaştığı görülmektedir. İsrail Merkez Bankası 2009 yılının son çeyreğinde başladığı sıkılaştırma sürecini 2010 yılının ilk çeyreğinde de devam ettirmiştir (Grafik 2.5.1). Öte yandan, küresel para politikasındaki gevşeme sürecine gecikmeli olarak giren Romanya, Rusya ve Macaristan gibi ülkelerde geçtiğimiz çeyrekte de bu sürecin sonuna gelmediği görülmektedir (Grafik 2.5.2). Bu ülkelerin önümüzdeki çeyrekte de para politikalarını gevşetmeye devam etmeleri beklenmektedir (Grafik 2.5.6).

CEEMEA bölgesi ülkelerinden Güney Afrika ise Mart ayında sürpriz bir karar ile politika faizlerini 50 baz puan düşürmüştür (Grafik 2.5.2). Karar sonrası yayımlanan toplantı tutanağında, ülke her ne kadar resesyondan çıkmış olsa da toparlanma hızının düşük olmasının beklendiği, enflasyon

görünümünün ise önceki dönemlere göre daha olumlu seyrettiği belirtilmiştir. Bu konjunktürde faizlerde indirimle gidilmesinin ekonominin toparlanmasına yardımcı olacağı, enflasyon hedefine ulaşılmasını ise tehlikeye düşürmeyeceği belirtilmiştir. Dolayısıyla, Güney Afrika'nın politika faizini düşürme kararında büyüme ile ilgili endişelerinin ön plana çıktığı ancak önümüzdeki dönemde faiz indirimine devam etmesinin beklenmediği görülmektedir (Grafik 2.5.6). Bu bölgede yer alan diğer ülkelerden Çek Cumhuriyeti, Türkiye ve Polonya'da gevşetme sürecinin sonuna gelindiği ve CEEMEA ülkeleri içerisinde 2010 yılında sıkılaştırmaya en yakın duran ülkeler oldukları (Grafik 2.5.1, Grafik 2.5.2 ve Grafik 2.5.6) görülmektedir.

Toplulaştırılmış endekslere bakıldığında, 2010 yılının ilk çeyreğinde küresel politika faizlerinin yatay seyrettiği görülmektedir. Geçtiğimiz üç aylık dönemde sınırlı sayıda ülkede yapılan faiz artırımlarına bağlı olarak, gelişmiş ülke merkez bankalarının bileşik politika faiz oranı 2009 yılının dördüncü çeyreğindeki seviyesinin sadece 1 baz puan üzerinde gerçekleşerek, Mart sonu itibarıyla yüzde 0,59 olmuştur (Grafik 2.5.7). Diğer yandan, yılın ilk çeyreğinde faiz indirimi yapan gelişmekte olan ülke merkez bankalarının oldukça sınırlı sayıda olması nedeniyle bu gruptaki ülkelerin bileşik politika faiz oranı 2009 yılının son çeyreğine göre sınırlı bir miktarda azalmış ve Mart sonu itibarıyla yüzde 5,66 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.5.8).



Kutu
2.1

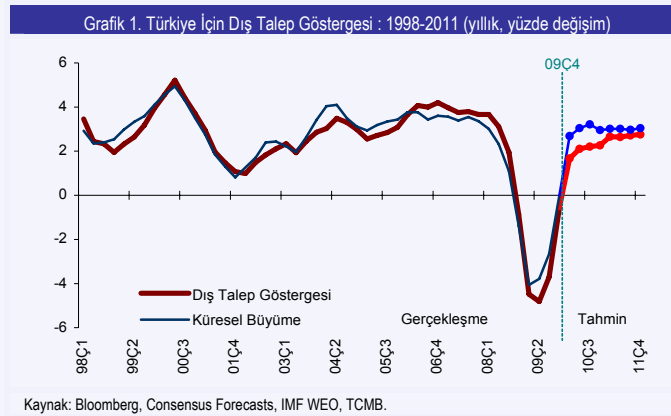
Türkiye İçin Dış Talep Göstergesi

Dış talebe ilişkin gelişmelerin yakından ve sağlıklı bir şekilde izlenmesi iktisadi konjonktürün değerlendirilmesi bakımından büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede, Türkiye'nin ihracat mallarına olan dış talebin zaman içerisinde nasıl değiştiğinin takip edilebilmesi ve uluslararası kuruluşların ülkeler bazında yaptığı tahminler kullanılarak dış talep projeksiyonları yapılabilmesi amacıyla TCMB bünyesinde bir gösterge oluşturulmuş ve takip edilmeye başlanmıştır. Söz konusu dış talep göstergesi Türkiye'nin ihracat yaptığı ülkelerin reel büyüme oranlarının bu ülkelerin Türkiye ihracatı içindeki payları ile ağırlıklandırılması sonucu elde edilmiştir. Göstergeye ilişkin hesaplama yöntemi şu şekildedir:

$$g_t = \sum_{i=1}^n w_{i,t-1} g_{i,t}$$

- g_t , dış talebin bir önceki döneme göre büyüme oranını,
- $g_{i,t}$, ihracat yapılan i ülkesinin aynı döneme ilişkin büyümesini,
- $w_{i,t-1}$, i ülkesinin bir önceki dönem ihracatındaki payını göstermektedir.

Büyüme oranları herhangi bir çeyrekteki reel Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'nın bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzdelik değişiminden hesaplanmıştır. Formüldeki ağırlıklar dönemler arası değişmektedir. Hesaplamaya, 2009 yılı itibarıyla toplam 59 ülke dahil edilmiştir. Ancak bu sayı, bazı ülke verilerinin başlangıç yılı olarak seçilen 1998'den sonra başlaması nedeniyle yıllara göre değişmektedir. Ülkelerin Türkiye'nin ihracatındaki toplam payı ise 2009 yılı itibarıyla yüzde 73 civarındadır. Gösterge, dış talebe ilişkin hem geçmiş dönem gerçekleştirmelerinin izlenmesini sağlamakta, hem de uluslararası kuruluşların tahminlerinin toplulaştırılması yoluyla projeksiyon oluşturulmasına imkan tanımaktadır (Grafik 1).



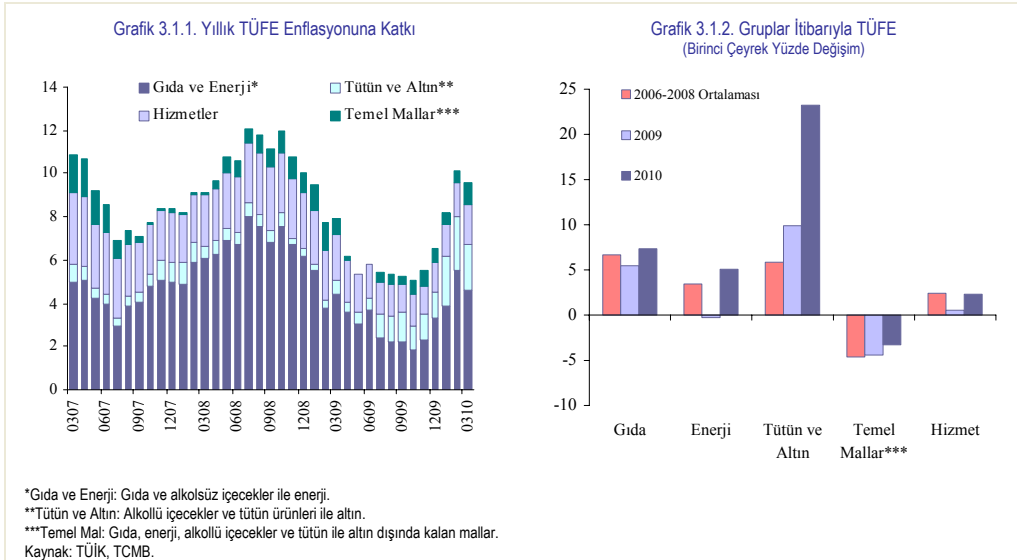
Hesaplanan dış talep göstergesi, Grafik 1'de zaman serisi olarak hem gerçekleşme hem de tahmin bazında ve küresel büyüme oranı ile kıyaslanmaktadır. Buna göre, Türkiye'nin dış talebinin, özellikle 2010 yılı için, küresel büyümenin altında bir performans göstermesi beklenmektedir. Bunun en önemli nedeni, dünyanın geri kalanına göre daha yavaş bir toparlanma sürecinden geçeceği tahmin edilen Euro bölgesi ülkelerinin Türkiye'nin dış talep göstergesi içindeki ağırlığının, bu ülkelerin toplam küresel iktisadi faaliyet içindeki ağırlığına göre daha yüksek olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, Grafik 1, Türkiye ihracatının önemli bir kısmının Euro bölgesi ülkelere yapıyor olması nedeniyle dış talepteki canlanmanın kademeli olacağına dair görüşü teyid etmektedir.

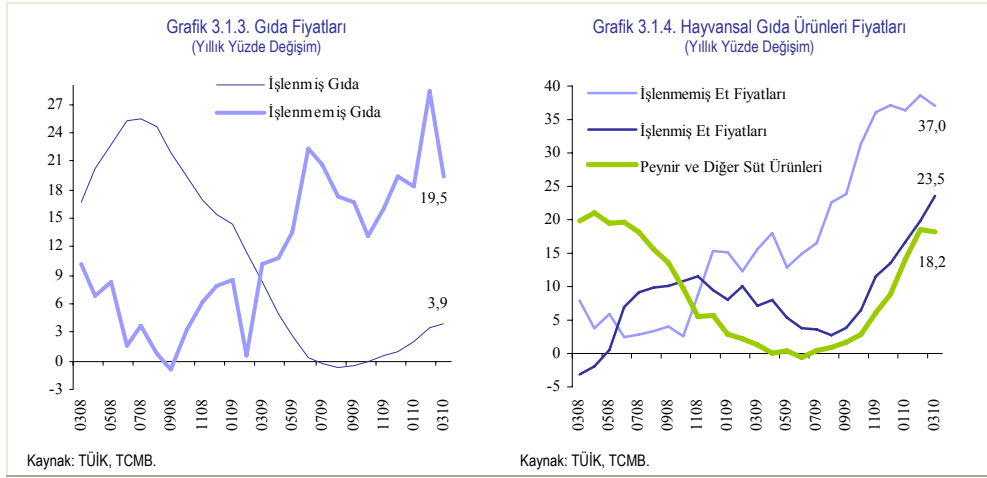
3. Enflasyon Gelişmeleri

3.1. Enflasyon

2010 yılının ilk çeyreğinde tüketici fiyatları yüzde 3,93 oranında yükselmiştir. Bu artışın yaklaşık 1,9 puanlık kısmı, Ocak ayında yürürlüğe giren ve akaryakıt ürünleri ile alkollü içecekler ve tütün ürünlerini kapsayan vergi düzenlemelerinin oluşturduğu yüksek oranlı fiyat artışlarından gelmiştir. Bunun yanı sıra, 2009 yılının son çeyreğinde olduğu gibi 2010 yılının ilk çeyreğinde de işlenmemiş gıda fiyatları endeks tarihinin en yüksek dönemsel artış oranını sergilemiştir. Bütün bu gelişmeler 2009 yılının ilk çeyreğindeki zayıf iktisadi faaliyet ve düşen emtia fiyatlarına bağlı olarak gerçekleşen düşük enflasyonun yarattığı baz etkisiyle birleşince, 2010 yılının ilk çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu yaklaşık 3 puan artarak yüzde 9,56'ya ulaşmıştır.

İlk çeyreğin sonu itibarıyla, gıda ve enerji kalemlerinin yıllık enflasyona yaptığı katkı 4,62 puana ulaşmıştır (Grafik 3.1.1). Gıda ve enerji fiyatlarındaki artışların yemek ile ulaştırma hizmetleri üzerindeki etkisi de bu dönemde belirginleşmiş ve 2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren gerileyen hizmet grubu yıllık enflasyonu yaklaşık 1,9 puan yükselmiştir. Söz konusu maliyet yönlü etkilere ek olarak, geçen yıl dayanıklı mallarda uygulanan vergi indirimlerinin oluşturduğu baz, bu dönemde temel (çekirdek) enflasyon göstergelerinde artışlara yol açmıştır. İç talepte gözlenen ılımlı toparlanmaya rağmen zayıf seyrin sürmesi yılın ilk çeyreğinde enflasyonun ana eğilimini sınırlamaya devam ederken, bu etki önceki dönemlere kıyasla azalmıştır.





Son dönemlerde gıda grubunda özellikle et fiyatlarındaki gelişmeler öne çıkmaktadır. Yapısal nedenler sonucunda yurt içi arzdaki azalmanın etkisi ile canlı hayvan fiyatlarında son dönemde belirgin bir artış gözlenmiş ve bu artışın tüketici fiyatları üzerindeki yansımaları hem işlenmiş hem de işlenmemiş gıda fiyatlarında ivme kazanarak çarpıcı hale gelmiştir (Grafik 3.1.3). Nitekim ilk çeyrekte işlenmemiş et fiyatları yüzde 9,85, işlenmiş et fiyatları ise yüzde 8,86 oranında artmıştır. Böylece bu alt kalemlerde son bir yıldaki artışlar, sırasıyla yüzde 37 ve yüzde 23,5 olarak gerçekleşmiştir (Kutu 3.1). Buna ek olarak, hayvan varlığındaki azalmanın da etkisiyle, peynir ve diğer süt ürünlerinin yıllık enflasyonu yüzde 18,19'a ulaşmıştır (Grafik 3.1.4).

Et ve diğer hayvansal gıda ürünleri fiyatlarının yanı sıra sebze fiyatları da tarihsel olarak oldukça yüksek bir oranda (yüzde 26,43) artış göstererek, gıda fiyatlarındaki yükseliş eğiliminin belirginleşmesine yol açmıştır. Diğer yandan, üretim ve ithalat fiyatlarındaki olumlu görünüm paralelinde ekmek-tahıl ile katı-sıvı yağlar gibi işlenmiş gıda ürünleri fiyatları bir önceki yıldaki düzeyinin altında seyrederek, gıda enflasyonuna olumlu yöndeki katkısını sürdürmüştür.

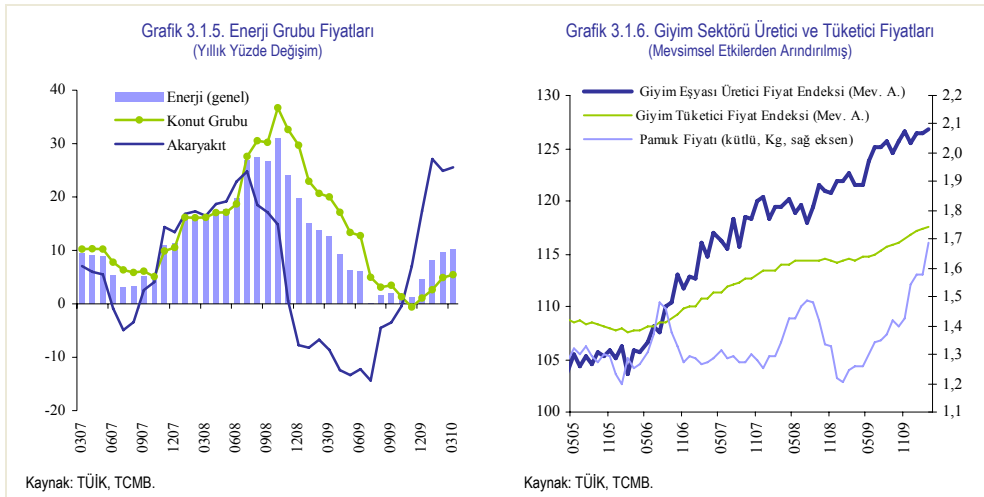
Sonuç olarak, ilk üç aylık dönemde gıda grubu yıllık enflasyonu yaklaşık 2 puan artarak yüzde 11,21 olmuş ve Ocak Enflasyon Raporu'nda çizilen öngörülerin üzerinde gerçekleşmiştir. Mevcut şartlar altında, et fiyatlarındaki artışların kısa dönemde tersine dönmesi beklenmemektedir. Bu durum, gıda fiyatlarına ilişkin varsayımların yukarı yönlü güncellenmesine neden olmaktadır.

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

	2009					2010
	I	II	III	IV	Yıllık	I
TÜFE	1,05	0,77	0,34	4,26	6,53	3,93
1. Mallar	1,22	0,60	-0,22	5,32	7,01	4,50
Enerji	-0,28	-1,90	2,32	4,54	4,64	5,08
İşlenmemiş Gıda	13,29	-3,68	-4,90	15,00	19,35	13,40
İşlenmiş Gıda	-0,93	0,09	0,61	1,27	1,04	1,93
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	-1,89	4,21	0,17	3,65	6,15	1,81
Temel Mallar	-4,42	5,55	-2,32	4,08	2,56	-3,27
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	-0,27	-2,76	2,70	4,18	3,76	1,32
Yarı Dayanıklı Mallar	-2,49	-2,23	2,83	3,25	1,22	1,32
Dayanısız Mallar	-3,46	4,55	-1,65	5,33	4,55	-0,73
2. Hizmetler	0,53	1,27	1,96	1,28	5,13	2,32
Kira	1,51	1,14	1,43	1,10	5,28	0,96
Lokanta ve Oteller	1,88	1,19	1,73	2,32	7,31	3,30
Ulaştırma Hizmetleri	-1,29	1,43	1,15	1,25	2,53	2,44
Diğer Hizmetler	0,13	1,31	2,57	0,87	4,96	2,42

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Enerji fiyatları 2010 yılının ilk çeyreğinde yüzde 5,08 oranında artmıştır (Tablo 3.1.1). Bu gelişmede, başta Ocak ayında yapılan vergi düzenlemeleri nedeniyle artan akaryakıt ve tüp gaz fiyatları olmak üzere, çeşitli illerde su tarifelerinde yapılan artışlar etkili olmuştur. Bu dönemde grup yıllık enflasyonu bir önceki yılın aynı döneminde gerileyen fiyatların oluşturduğu düşük bazın da etkisiyle belirgin olarak yükselerek yüzde 10,26'ya ulaşmıştır (Grafik 3.1.5). Grup yıllık enflasyonunun, baz etkisi nedeniyle yılın ikinci çeyreğinde de yükselmeye devam edeceği tahmin edilmektedir.



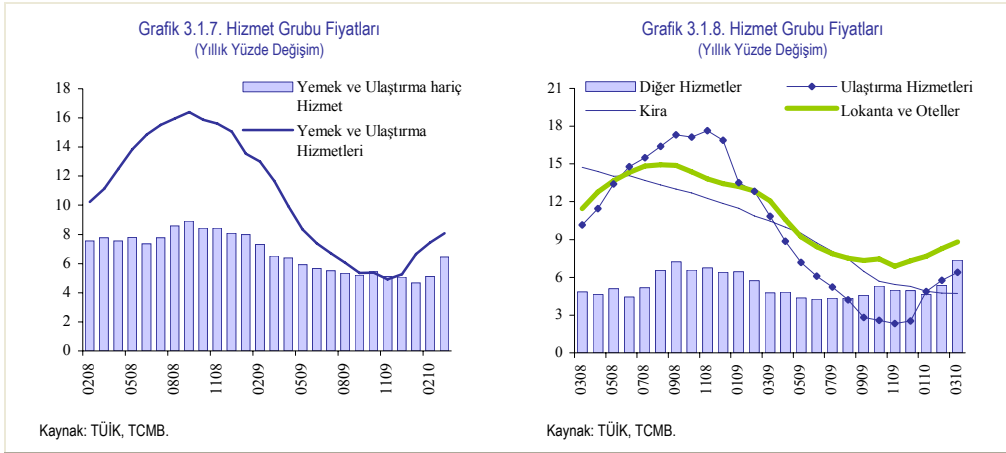
Temel mallarda (gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışında kalan mallar) yıllık enflasyon bir önceki çeyreğe kıyasla 1,2 puan artarak yüzde 3,8 düzeyine yükselmiştir. Bu gelişmede 2009 yılında dayanıklı mallar üzerinde uygulanan vergi indirimlerinin oluşturduğu baz etkisi belirleyici olurken, giyim

fiyatlarındaki gelişmelerin etkisi de hissedilmiştir (Tablo 3.1.2). Giyim sektörünün başlıca girdilerinden biri olan pamuk fiyatları son bir yıllık dönemde yüzde 34 ile kayda değer bir oranda artış göstermiştir. Böylelikle, sektörde kriz döneminde sınırlanan üretici fiyatları kaynaklı baskılar, yurt içi talepteki kademeli toparlanma ile birlikte tüketici fiyatları üzerinde hissedilmeye başlamıştır (Grafik 3.1.6). Diğer taraftan, giyim ve dayanıklı tüketim ürünleri dışında kalan malların yıllık enflasyonundaki yavaşlama eğilimi talep koşullarındaki zayıf seyirle bu çeyrekte de devam etmiş ve söz konusu fiyatlar geçmiş yıllardaki artış eğiliminin tersine, gerileme kaydetmiştir. Temel malların yıllık enflasyonunun, bahsi geçen vergi oranı değişimi kaynaklı baz etkileriyle, yılın kalan döneminde de dalgalı bir seyir izlemesi beklenmektedir. Buna göre, vergi oranı değişimleri grup enflasyonunu yılın ikinci çeyreğinde yukarı, kalan döneminde ise aşağı yönde etkileyecektir.

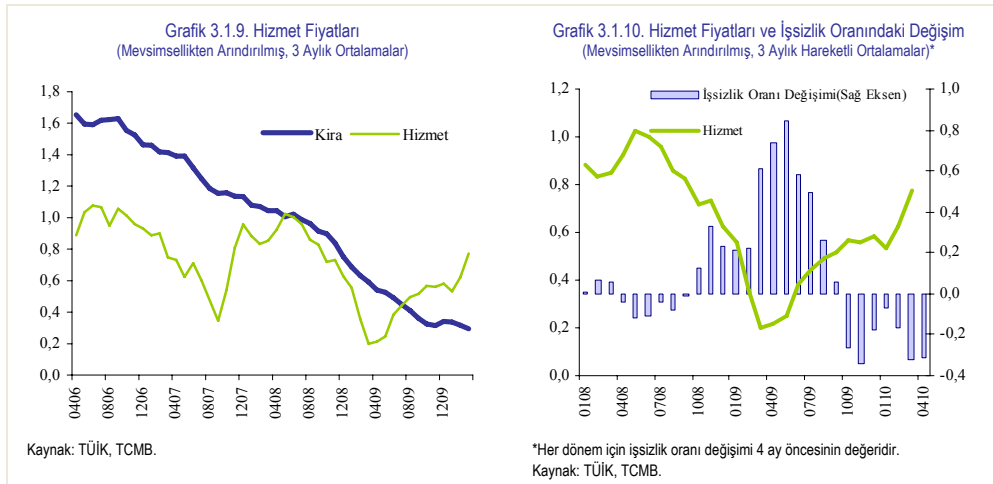
	2009					2010
	I	II	III	IV	Yıllık	I
Temel Mallar	-4,42	5,55	-2,32	4,08	2,56	-3,27
Giyim	-13,46	23,00	-11,91	10,27	3,39	-12,62
Dayanıklı Mallar (Altın Fiyatları Hariç)	-2,49	-2,23	2,83	3,25	1,22	1,32
Mobilya	-3,17	-7,61	1,03	7,86	-2,51	1,41
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	-4,26	-2,54	3,53	-1,11	-4,47	-0,16
Otomobil	-1,36	-0,11	3,20	4,72	6,49	2,17
Diğer Dayanıklı Mallar	0,36	0,20	1,81	0,41	2,79	0,56
İlaç	0,00	7,65	0,00	-1,51	6,02	-1,77
Diğer	1,18	0,86	0,72	0,34	3,14	-0,86

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hizmet fiyatları birinci çeyrekte yüzde 2,32 oranında artmış ve yıllık enflasyon bir önceki çeyrek sonuna kıyasla yaklaşık 1,9 puan yükselmiştir (Tablo 3.1.1). Bu dönemde, vergi artışlarıyla yükselen enerji fiyatları ulaştırma hizmetlerini, son üç çeyrekte oldukça yüksek artışlar gösteren et fiyatları ise yiyecek hizmetlerini olumsuz etkilemiştir (Grafik 3.1.7). Bu kapsamda, yıllık enflasyon yiyecek hizmetleri grubunda bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 2,73, ulaştırma hizmetleri grubunda ise 3,88 puan yükselmiştir (Grafik 3.1.8). Öte yandan, kiralardaki istikrarlı gerileme eğilimi sürmüştür.

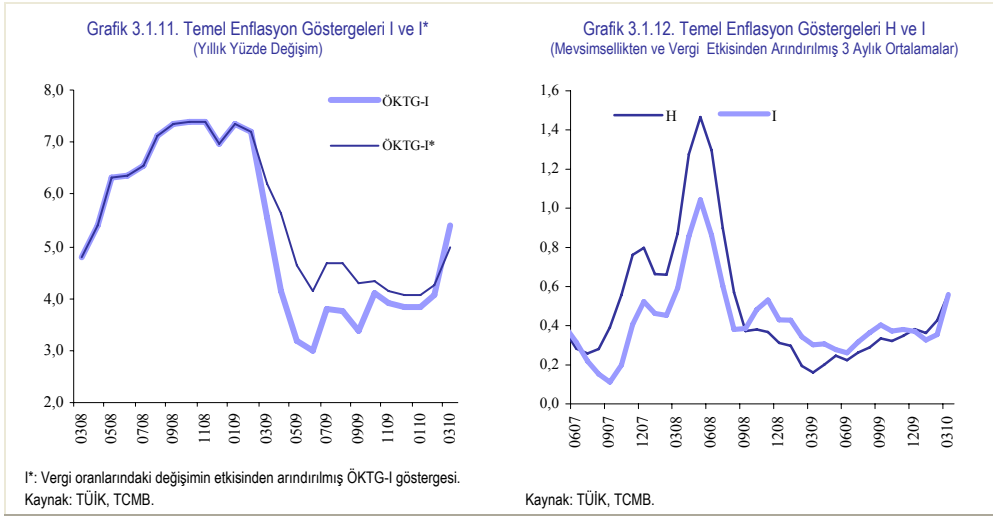


Mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler hizmet grubu fiyat artışlarının bir önceki döneme kıyasla hızlandığına işaret etmektedir (Grafik 3.1.9). Bu gelişmenin temel belirleyicisi maliyet baskılarının belirginlik kazanmasıdır. Diğer taraftan, işsizlik oranlarındaki iyileşmeyle birlikte toparlanma belirtileri gösteren iç talebin hizmet fiyatları üzerindeki etkisi daha sınırlı bir düzeyde kalmıştır (Grafik 3.1.10). Bununla birlikte, artan maliyet baskıları ve iç talepteki toparlanma fiyatlandırma davranışlarına ilişkin risk teşkil etmektedir.



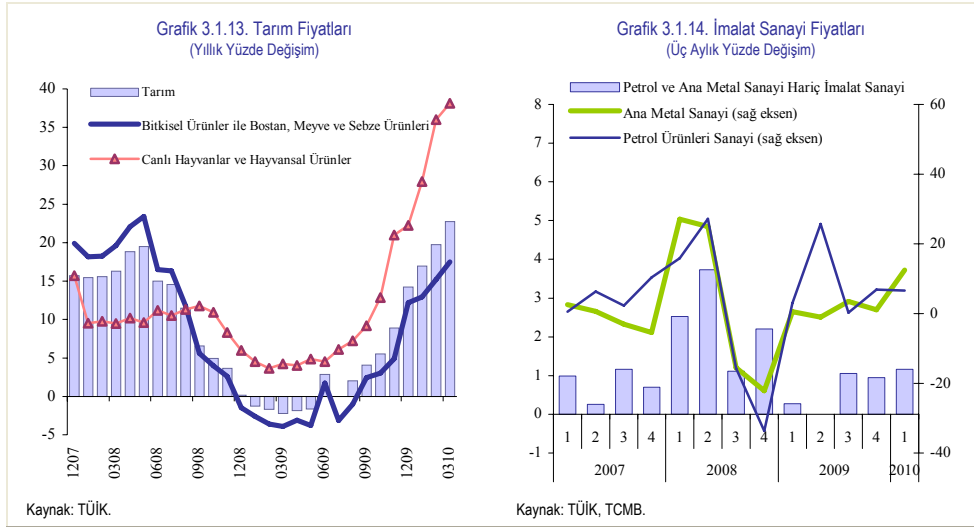
Yılın ilk çeyreğinde, gerek hizmet yıllık enflasyonundaki artış gerekse vergi indirimlerinin oluşturduğu baz etkisi ile çekirdek göstergelerin yıllık değişim oranı yükselmiştir. Enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ile altını dışlayan temel fiyat göstergesinin (H) yıllık enflasyonu yüzde 5,01'e, bu endeksten işlenmiş gıda çıkarılarak hesaplanan endeksin (I) yıllık enflasyonu ise yüzde 5,41'e yükselmiştir (Grafik 3.1.11). Maliyet unsurlarındaki artış ve talepteki sınırlı toparlanmanın yansımaları

mevsimsellikten arındırılmış verilerde de gözlenmektedir (Grafik 3.1.12). 2009 yılının Mart ayının ortasında yürürlüğe konan, daha sonra Haziran ayında kısmen ve Ekim ayında tamamen geri alınan geçici vergi indirimleri, temel enflasyon göstergelerinde Nisan ayında yukarı yönlü, Haziran, Temmuz ve Ekim aylarında ise aşağı yönlü bir etki yapacaktır. Vergi ayarlamalarının H enflasyonu üzerindeki etkisinin anılan aylar için sırasıyla 0,6, -0,2, -0,2 ve -0,5 puan, I enflasyonu için ise 0,8, -0,3, -0,3 ve -0,7 puan civarında olacağı tahmin edilmektedir.



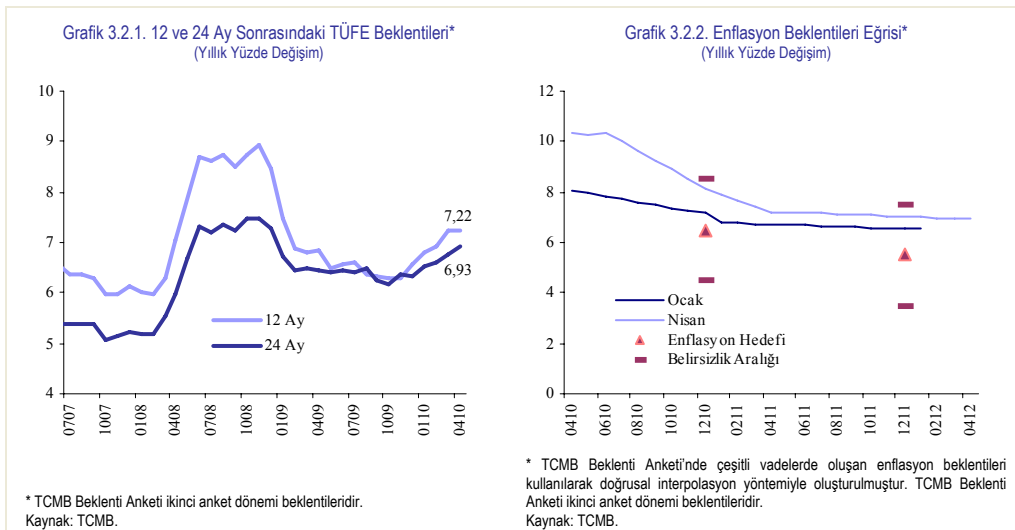
Enflasyonu etkileyen unsurlardan üretici fiyatlarındaki gelişmeler, maliyet yönlü baskıların bir önceki döneme kıyasla güçlendiğine işaret etmektedir. İlk çeyrekte hem tarım hem de imalat sanayi fiyatları yükseliş kaydetmiştir. Tarım fiyatlarında bu çeyrekte de devam eden hızlı artışlarda, meyve-sebze ile canlı hayvan ve hayvansal ürün fiyatlarındaki gelişmeler belirleyici olmuştur (Grafik 3.1.13). Bilhassa canlı hayvan fiyatlarında süregelen kayda değer yükselişler, gerek işlenmemiş gerekse işlenmiş gıda ürünleri kanalıyla tüketici fiyatlarına önemli ölçüde yansımıştır.

İmalat sanayi fiyat artışı yüzde 2,54 ile geçmiş çeyreklere kıyasla ivme kazanmıştır. Bu dönemde enerji ve metalde üretici fiyatları uluslararası emtia fiyat gelişmeleri paralelinde yükselmiştir. Bu çeyrekte özellikle ana metal sanayi fiyatları yüzde 12,51 oranındaki artışla öne çıkmıştır. Petrol ve ana metal dışında kalan imalat sanayi fiyatları da geçmiş dönemlere nazaran sınırlı bir miktar hızlanmıştır (Grafik 3.1.14). Özetle, 2010 yılı ilk çeyreği tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı baskıların belirginleştiği bir dönem olmuştur.

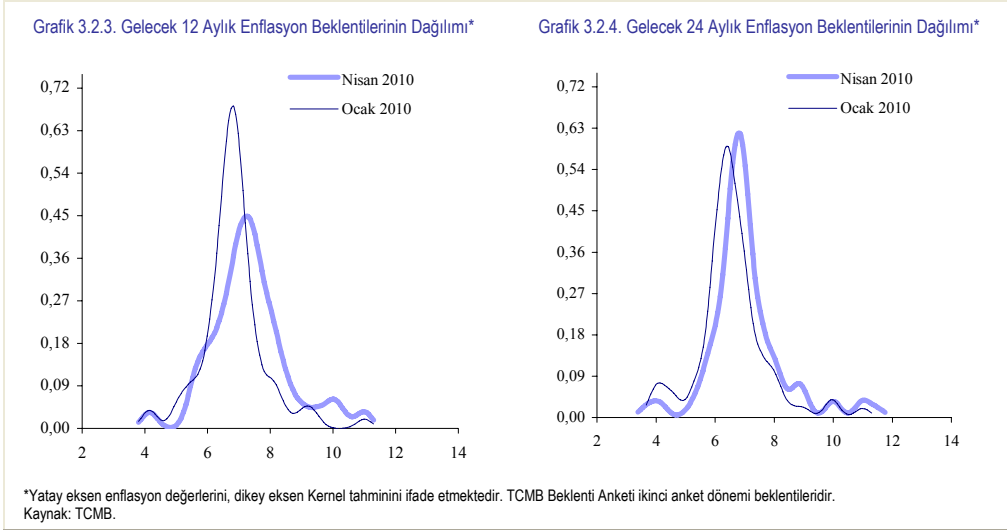


3.2. Beklentiler

2009 yılının son çeyreğinde artmaya başlayan orta vadeli enflasyon beklentileri, 2010 yılının ilk çeyreğinde de bu seyrini sürdürmüştür (Grafik 3.2.1). Enflasyon gelişmeleri yakın dönem enflasyon beklentilerinde bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir artışa sebep olurken, çekirdek enflasyon göstergelerindeki olumlu seyir beklentilerdeki bozulmayı sınırlamış ve vade uzadıkça beklentilerdeki değişim daha sınırlı olmuştur (Grafik 3.2.2). Mevcut durumda 2010 yıl sonu enflasyon beklentileri yüzde 6,5 olan hedefin belirgin şekilde üzerindedir. 12 ve 24 ay sonrasının enflasyon beklentileri ise 2011 ve 2012 yıl sonları için belirlenen yüzde 5,5 ve yüzde 5 düzeyindeki hedeflerin ima ettiği değerlerin bir miktar üzerinde seyretmektedir.



Katılımcıların gelecek 12 aylık enflasyon beklentileri arasındaki uyum Nisan ayında Ocak ayına kıyasla belirgin olarak azalmıştır (Grafik 3.2.3). Gelecek 24 aylık enflasyon beklentileri arasındaki uyumda ise belirgin bir değişim gözlenmezken, beklentilerin seviyesi sınırlı bir miktar yükselmiştir (Grafik 3.2.4).



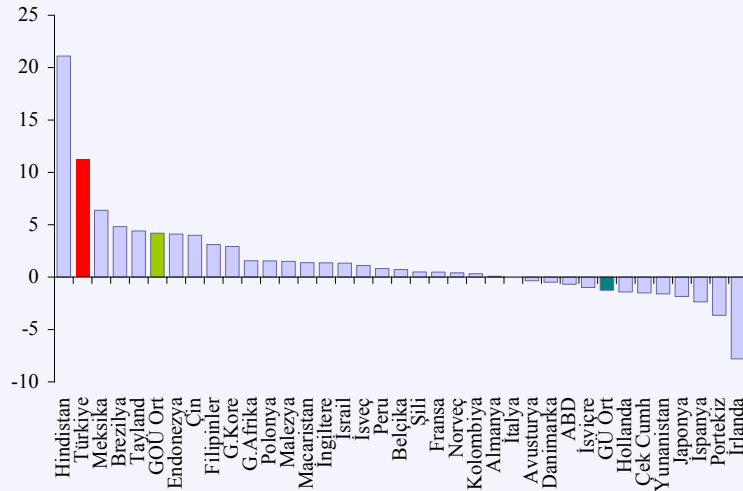
Kutu
3.1

Gıda Fiyatlarındaki Artışlarda Et Fiyatlarının Rolü

Gıda fiyatlarındaki yüksek artışlar Türkiye'de son dönemlerde enflasyonun hedeflerin belirgin olarak üzerinde seyretmesine neden olan temel unsurlardan bir tanesidir. Bu durumun ne ölçüde ülkeye özgü gelişmelerden kaynaklandığı bilgisi, enflasyon tahminleri oluşturulurken önemli bir girdi oluşturmaktadır. Bu kapsamda bu Kutuda ülkeler arası kıyaslama yoluyla gıda fiyat gelişmeleri incelenmekte ve Türkiye'ye özgü çıkarımlar yapılmaktadır.

Diğer ülkelere bakıldığında, Mart 2010 itibarıyla gelişmekte olan ülkelerde gıda enflasyonunun gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek seyrettiği, Türkiye'nin gıda fiyatlarındaki artış oranının ise gelişmekte olan ülkelerin ortalamasının da oldukça üzerinde olduğu gözlenmektedir (Grafik 1).

Grafik 1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Yıllık Gıda Enflasyonu*
(Mart 2010 İtibarıyla)

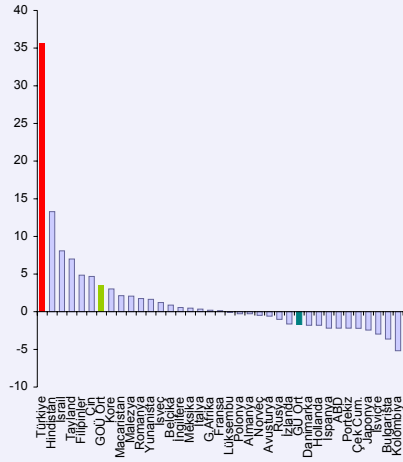


* Çin, Hindistan, Kolombiya, Peru, Filipinler, Malezya ve Tayland için "yemek hizmetleri dahil gıda" verisi kullanılmıştır.
Kaynak: Eurostat, OECD, Datastream, Merkez bankaları İnternet sayfaları, TCMB.

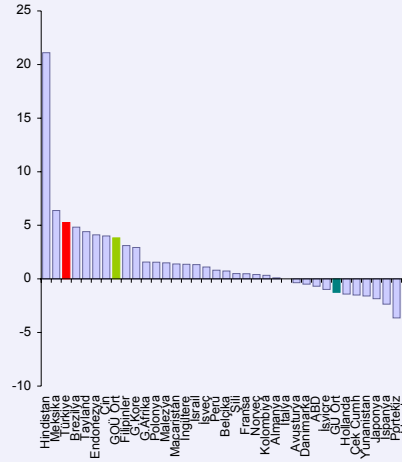
Türkiye'de son dönemde yurt içi canlı hayvan arzındaki azalmaya bağlı olarak et grubu fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artışlar, Türkiye'nin gıda enflasyonunun diğer ülkelere göre ayrışmasının temel nedeninin et fiyatlarındaki gelişmeler olabileceğini düşündürmektedir. Nitekim, Mart ayı itibarıyla TÜFE içinde yer alan et ürünleri fiyatlarının yıllık artış oranı yüzde 35'e ulaşırken, et haricindeki gıda kalemlerinin yıllık enflasyonu yüzde 6,4 olmuştur (Grafik 2). Böylece, et fiyatlarındaki artışların yıllık enflasyona katkısı yaklaşık 1,7 puana ulaşmıştır (Grafik 3).



Grafik 4. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Et Grubu Yıllık Enflasyonu*



Grafik 5. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Yıllık Gıda Enflasyonu* (Türkiye'de Et Grubu Fiyatlarının Diğer Ülkeler Ortalamasında Arttığı Varsayımı Altında)



* Mart 2010 itibarıyla hesaplanmıştır. Veri kısıtı nedeniyle; Japonya, İngiltere, Brezilya, Güney Afrika ve Malezya için Şubat 2010; Çin için Ocak 2010, Hindistan için ise Aralık 2009 itibarıyla hesaplanmıştır.

Kaynak: Eurostat, OECD, Datastream, Merkez bankaları İnternet sayfaları, TCMB.

Özette, son bir yıl içinde Türkiye'de gıda enflasyonunun yüksek seyretmesinde et fiyatlarının belirleyici olduğu gözlenmektedir. Bu çerçevede, Mart ayı itibarıyla TÜFE yıllık enflasyonunun önemli bir bölümü, yıllık gıda enflasyonunun ise yarısından fazlası et grubu fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artış eğiliminden kaynaklanmıştır. Diğer yandan, ülkeler arası kıyaslamalar, et fiyatlarındaki yüksek artışların büyük ölçüde ülkemize özgü olduğunu göstermektedir. Bu tespitler, son dönemlerde Türkiye'de enflasyonun diğer ülkelere kıyasla daha hızlı artmasında et fiyatlarının rolü olduğuna işaret etmektedir.

Rapor'da güncellenen enflasyon tahminleri 2010 yılı sonunda gıda fiyatlarının yüzde 9 olarak gerçekleşeceği varsayımına dayanmaktadır (Tablo 7.1.1). Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde et fiyatlarına ilişkin dinamikleri etkileyebilecek yapısal önlemlerin gündeme gelmesi durumunda, gıda enflasyonunun söz konusu varsayımlara kıyasla daha düşük bir oranda gerçekleşebileceği not edilmelidir.

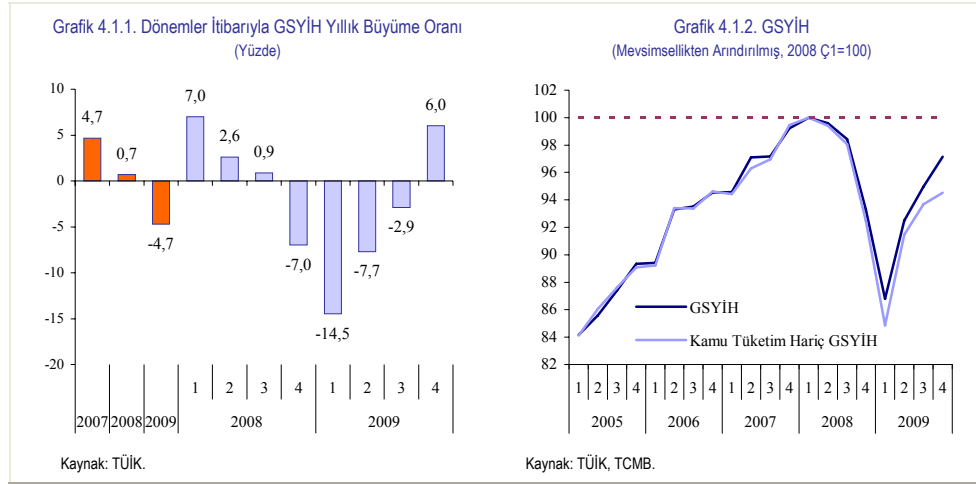
4. Arz ve Talep Gelişmeleri

Yılın son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Anılan dönemde özel kesim talebi zayıf seyrini sürdürmüş, buna karşılık hızla artan kamu kesimi mal ve hizmet alımları dönemlik büyümeyi desteklemiştir. Küresel ekonomideki sorunların devam etmesi neticesinde dış talep görünümünde belirgin bir iyileşme görülmemiş ve ihracat yavaş toparlanma eğilimini korumuştur. İlk bakışta dönemlik büyüme eğiliminde sınırlı bir yavaşlama gözlenirken, kamu tüketimi hariç tutulduğunda yurt içi talebin daha zayıf bir seyir izlediği görülmüştür. Son dönemde açıklanan göstergeler iktisadi faaliyetin 2010 yılı ilk çeyreğinde de toparlanmaya devam ettiğine işaret etmektedir. Bu görünüm altında toplam talep koşulları enflasyona düşüş yönlü katkısını, bir önceki döneme kıyasla azalmakla birlikte, sürdürmüştür.

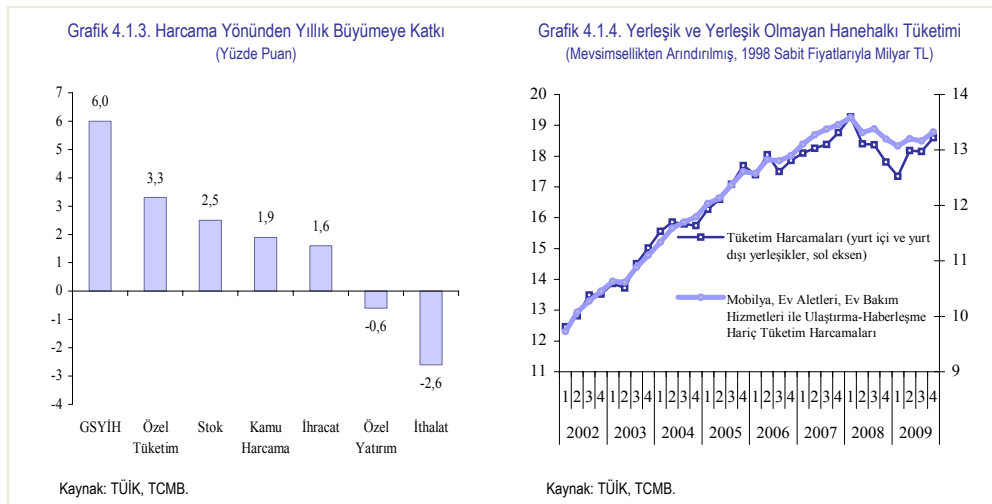
Güncel veriler, ekonomideki toparlanma sürecinin krizin başlangıç dinamiklerine kıyasla daha farklı bir seyir izlediğine işaret etmektedir. Küresel büyüme görünümündeki zayıf seyir dış talep bağlantısı güçlü sektörlerde iktisadi faaliyet ve kaynak kullanımını sınırlamaya devam ederken, maliye ve para politikalarının iç talep üzerindeki etkileri belirginleşmektedir. Bu çerçevede, geçmiş öngörülerimizle uyumlu bir şekilde yurt içi talep, dış talebe kıyasla daha güçlü seyretmektedir. Stok birikiminin henüz kalıcı bir nitelik kazanmamış olması ekonomideki toplam talep belirsizliğinin önemini koruduğuna işaret etmektedir. Bu çerçevede, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yavaş ve kademeli gerçekleşeceği öngörüsü korunmakta ve toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönündeki desteğini bir müddet daha sürdüreceği tahmin edilmektedir.

4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre GSYİH 2009 yılı son çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 6 oranında artarken, yıl genelinde yüzde 4,7 oranında daralmıştır (Grafik 4.1.1). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle GSYİH dönemlik bazda yüzde 2,3 oranında artış kaydetmiştir. Böylelikle iktisadi faaliyette 2009 yılı ikinci çeyreğinden itibaren gözlenen toparlanma eğilimi anılan dönemde bir miktar yavaşlayarak sürmüştür (Grafik 4.1.2).



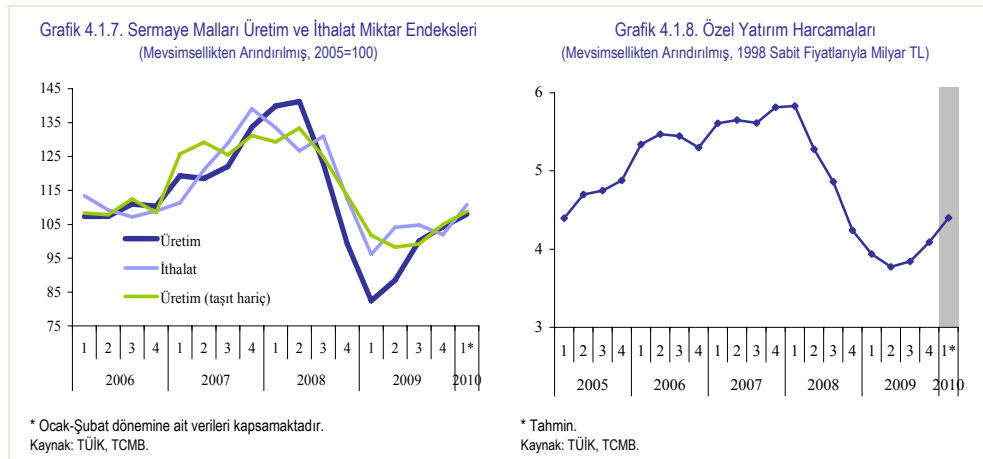
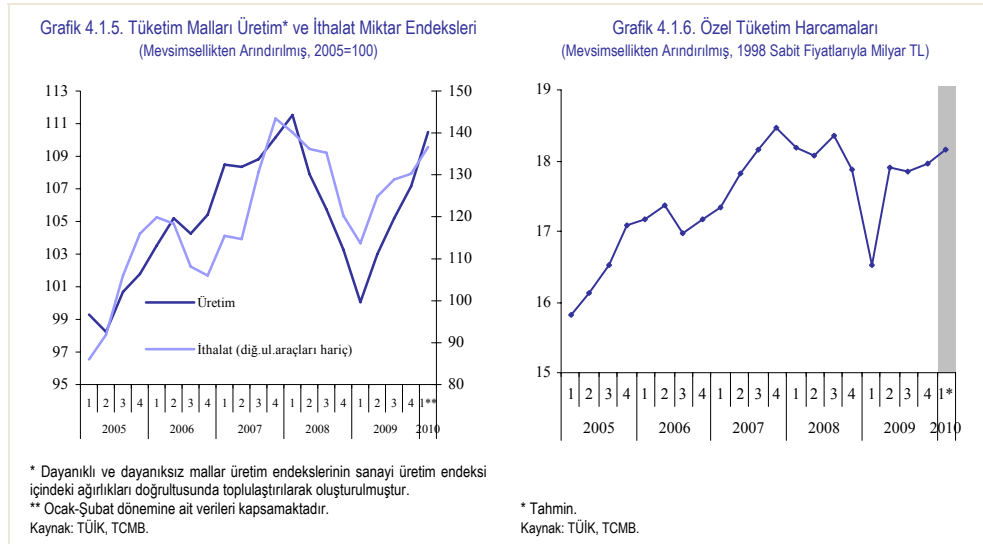
Harcama yönünden incelendiğinde, son çeyrek yıllık büyümesine en büyük katkısı, geçen yılın aynı dönemindeki düşük bazın da katkısıyla, özel tüketim harcamalarının yaptığı görülmektedir (Grafik 4.1.3). Buna karşılık mevsimsellikten arındırılmış veriler tüketim talebindeki zayıf seyrin sürdüğünü göstermektedir. Yerleşik ve yerleşik olmayan hanehalkı tüketimi alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, son çeyrek yıllık tüketim artışına en yüksek katkısı mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetleri ile ulaştırma-haberleşme harcamalarının yaptığı görülmektedir. Cari dönem gelirine duyarlı harcama gruplarına yönelik tüketim talebindeki ılımlı toparlanmanın 2009 yılı son çeyreği itibarıyla devam ettiği görülmektedir (Grafik 4.1.4).



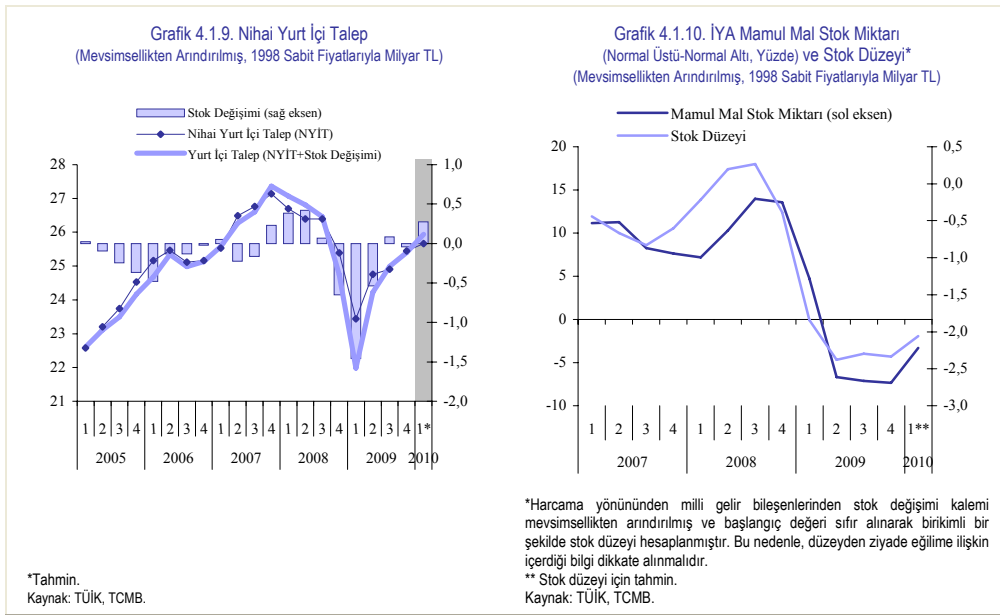
2009 yılı son çeyreğinde kamu kesimi mal ve hizmet alımları ivmelenecek dönemlik büyüme yüksek katkı yapmıştır. Bu gelişimde, 2010 yılında gerçekleştirilmesi planlanan kamu sağlık harcamalarının, bütçe gelir

performansındaki olumlu seyir dahilinde öne çekilmesi etkili olmuştur. Kamu harcamalarındaki bu yükseliş güçlü ve kalıcı bir mali genişlemeden ziyade arzı bir durumu yansıtmaktadır. Kamu tüketimi hariç tutulduğunda iktisadi faaliyetin toparlanma hızındaki yavaşlama eğilimi daha net görülmektedir (Grafik 4.1.2).

Yurt içi talebe ilişkin yakın dönem görünümü değerlendirildiğinde, tüketim malları üretimi ve ithalatındaki artış eğiliminin Ocak-Şubat döneminde sürdüğü görülmektedir (Grafik 4.1.5). Bu gelişmelere paralel olarak özel tüketim talebindeki toparlanmanın 2010 yılının ilk çeyreğinde bir miktar hızlanarak devam etmesi beklenmektedir (Grafik 4.1.6). Sermaye malları üretim ve ithalat verileri ise yatırım talebindeki toparlanmanın devam ettiğine, ancak güçlü büyüme dönemlerine kıyasla düşük düzeylerin korunduğuna işaret etmektedir (Grafik 4.1.7 ve 4.1.8).



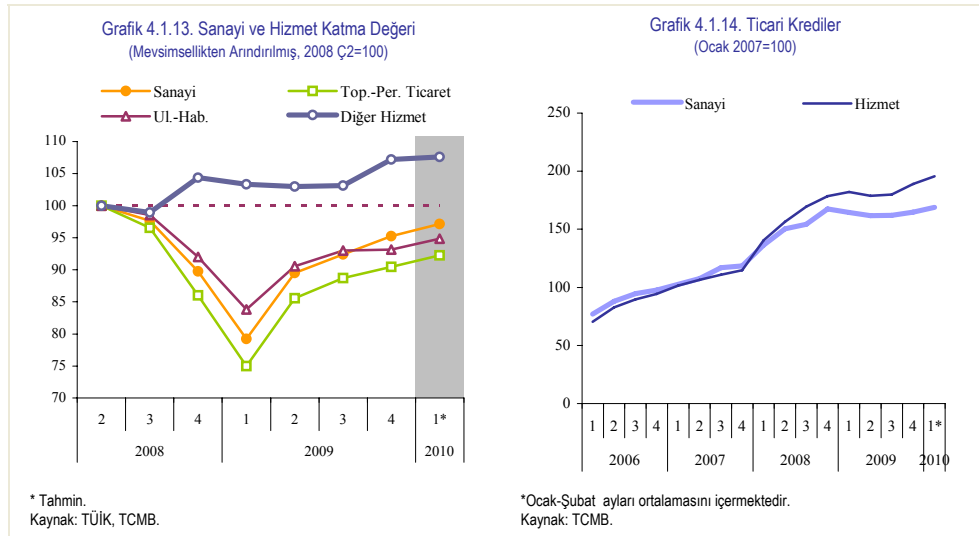
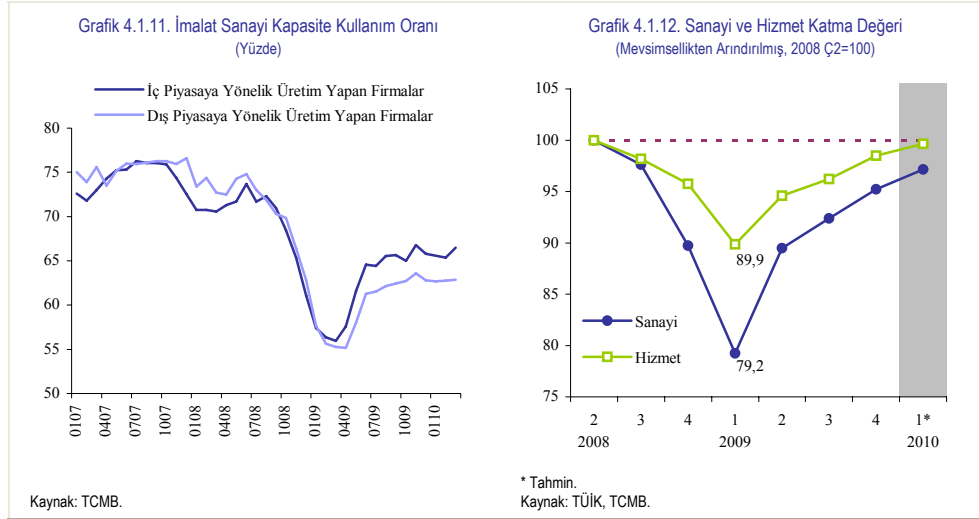
Tüketim ve yatırım talebine ilişkin göstergeler ışığında toplam nihai yurt içi talebin ilk çeyrekte ılımlı bir artış sergileyeceği tahmin edilmektedir (Grafik 4.1.9). İktisadi Yönelim Anketi (İYA)'nden elde edilen mamul mal stok göstergesi dahilinde oluşturulan tahminler, anılan dönemde üretimin mevcut talebi karşılamanın yanı sıra stok birikimine yönelik yapıldığına işaret etmektedir (Grafik 4.1.10). Bu görünüm altında yurt içi talepteki kademeli toparlanma eğiliminin yılın ilk çeyreğinde süreceği öngörülmektedir (Grafik 4.1.9). Yurt içi talebe ilişkin orta vade görünümünde ise küresel toparlanmanın yanı sıra maliye ve para politikalarının duruşu belirleyici olacaktır.



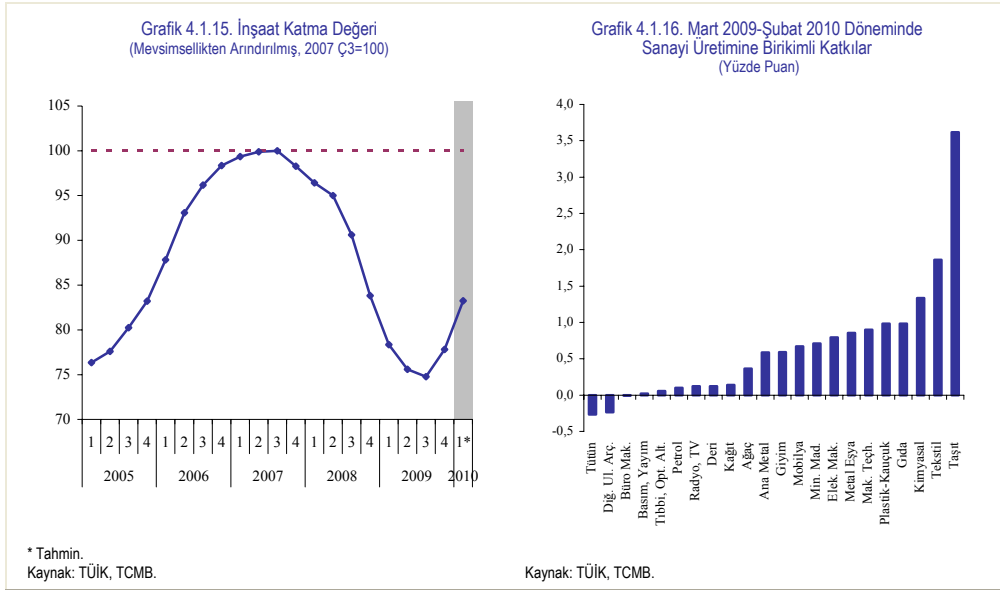
Küresel büyüme görünümündeki zayıf seyir dış talebe görece daha duyarlı sektörlerde (ihracata dönük sanayi sektörleri ve ilgili hizmet sektörleri) iktisadi faaliyeti sınırlamaya devam etmektedir. İmalat sanayisinde ağırlıklı olarak dış piyasaya üretim yapan firmaların, kriz sonrası dönemde iç piyasa odaklı firmalara kıyasla daha düşük kapasite ile çalışması dikkat çekmektedir (Grafik 4.1.11). Nitekim, para politikası faiz indirim süreci ile kamu harcamalarındaki artışın iç talep üzerindeki etkileri belirginleşmekte ve iç talebe duyarlı hizmet sektörlerinde de görece daha güçlü bir faaliyet gözlenmektedir (Grafik 4.1.12 ve 4.1.13). Bankacılık kesimi tarafından firmalara kullanılan ticari krediler ile istihdam gelişmelerinde de benzer bir sektörel farklılaşma görülmektedir (Grafik 4.1.14).¹ Ayrıca, inşaat sektörü katma değerinin uzun bir süre sonra ilk kez 2009 yılı son çeyreğinde dönemlik

¹ İstihdam gelişmelerine ilişkin değerlendirmeler için bkz. Bölüm 4.3.

bazda artış göstermesi, ekonomideki toparlanma sürecinin tüm üretim sektörlerine yayılmaya başladığını teyid etmektedir (Grafik 4.1.15).



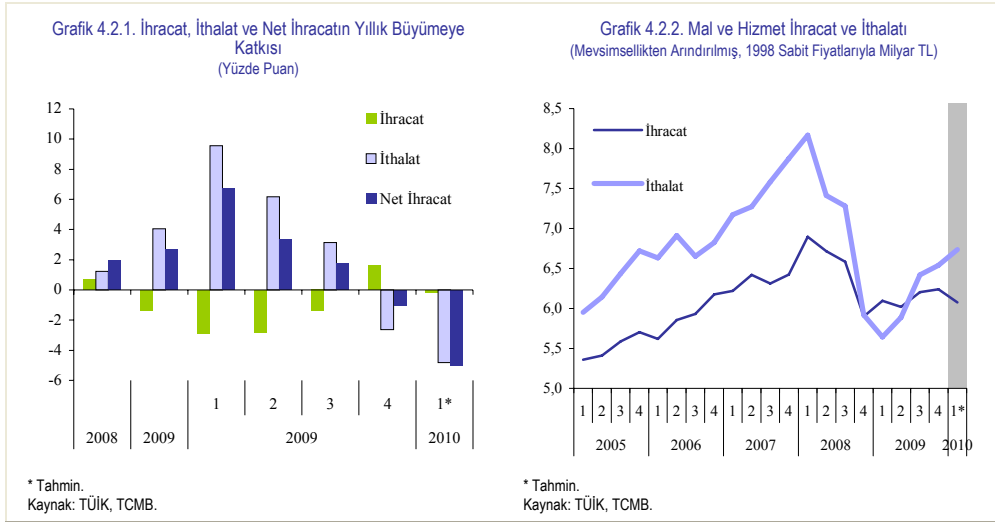
Sanayi üretiminde dip noktası olan 2009 yılı Mart ayını takip eden toparlanma süreci incelendiğinde, mali tedbirlerle uyarılan sektörler ve bunların ara girdi sağlayıcılarının yanı sıra, dayanıksız tüketim malları ile inşaat sektörü bağlantısı güçlü sektörlerdeki olumlu seyir dikkat çekmektedir (Grafik 4.1.16). Gelire duyarlı mal gruplarından olan dayanıksız tüketim malları üretiminin özellikle 2009 yılı son çeyreğinden itibaren ivme kazanması, maliye politikasının yurt içi talebe verdiği desteğin bir yansıması olarak değerlendirilebilir. Para politikasının mevcut durumu ise dayanıklı mallara yönelik talebin yanı sıra inşaat sektörü faaliyetlerini desteklemektedir.



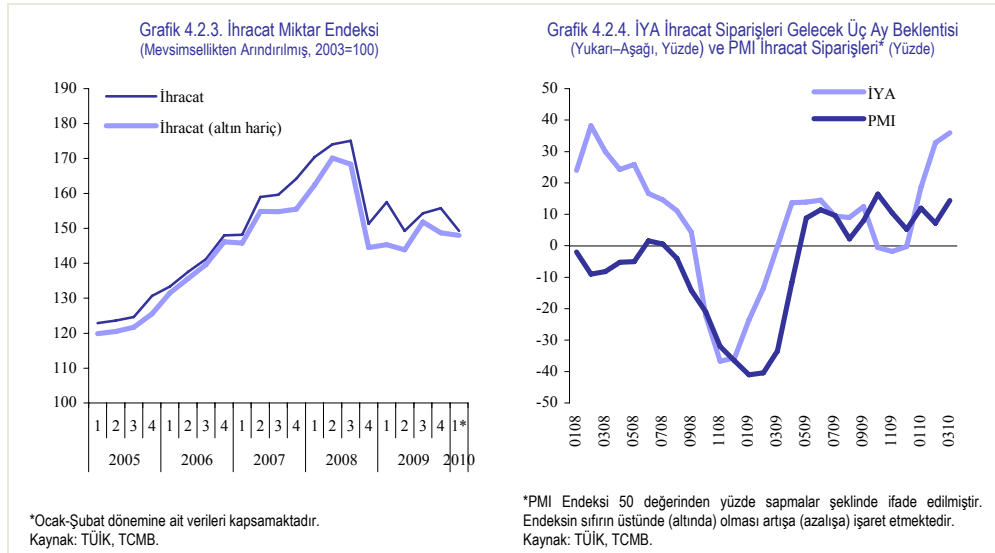
Özetle, 2009 yılı son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda çizilen görünüm ile büyük ölçüde uyumlu seyretmiştir. Kamu harcamalarındaki artış öngörülenin ötesinde olsa da, özel kesim talebindeki toparlanmanın henüz güçlü bir ivme kazanmamış olması ve küresel ekonomideki sorunların azalarak da olsa devam etmesi, geçmiş öngörülerimize paralel bir toplam talep görünümü çizmektedir. Buna ek olarak, stok birikiminin henüz kalıcı bir nitelik kazanmamış olması üretici kesimin karşı karşıya olduğu talep belirsizliğinin önemini koruduğunu göstermektedir. Küresel büyümedeki zayıf seyrin dış talebe yönelik sektörlerde iktisadi faaliyet ve istihdamı bir süre daha sınırlayacağı, buna karşılık mevcut maliye ve para politikalarının desteğiyle yurt içi talebin kademeli toparlanma eğilimini önümüzdeki dönemde de sürdüreceği öngörülmektedir.

4.2. Dış Talep

2009 yılı son çeyreğinde mal-hizmet ihracat ve ithalatı geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 6,4 ve yüzde 10,5 oranlarında artmıştır. Böylelikle net ihracatın yıllık büyümeye katkısı -1 puan olarak gerçekleşirken, ihracat ve ithalat özelinde katkıları sırasıyla 1,6 puan ve -2,6 puan olmuştur (Grafik 4.2.1). Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre yılın son çeyreğinde ihracat ve ithalat Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerle uyumlu olarak dönemlik bazda artmıştır (Grafik 4.2.2).

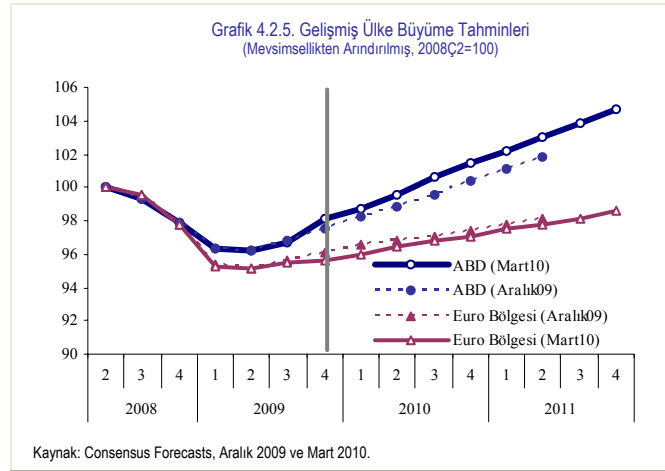


Yakın dönemde açıklanan veriler ihracatın reel olarak yılın ilk çeyreğinde yavaşladığına işaret etmektedir. İhracat miktar endeksi Ocak-Şubat döneminde yıllık yüzde 8,6 oranında gerilerken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle bir önceki çeyrek ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Altın hariç tutulduğunda ise ihracat yatay bir ana eğilim sergilemiştir (Grafik 4.2.3). Bu göstergeler ışığında mal ve hizmet ihracatının 2010 yılı ilk çeyreğinde dönemlik bazda gerileyerek geçen yılın aynı dönemindeki düzeyine yakın gerçekleşmesi beklenmektedir (Grafik 4.2.1 ve 4.2.2).

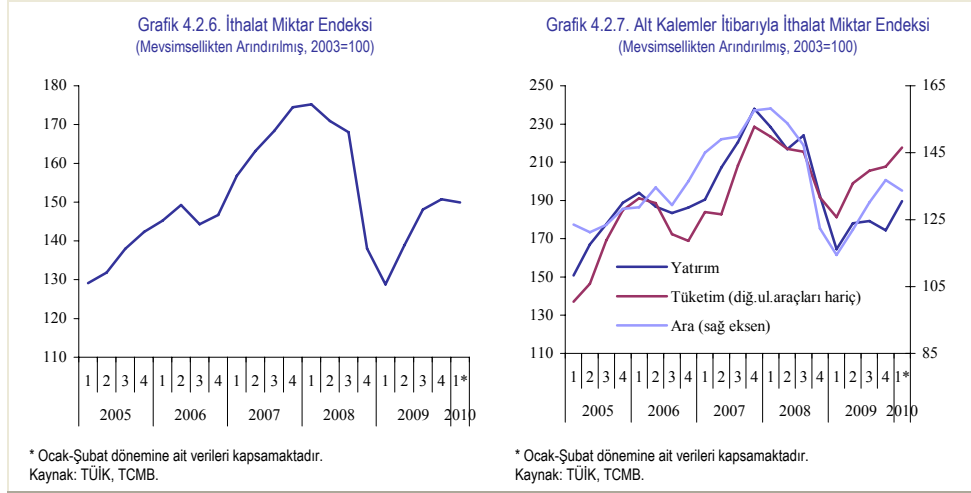


Türkiye ekonomisi, ihracatın milli gelire oranı görece olarak düşük düzeylerde olmasına rağmen, küresel kriz döneminde dış talep kanalından önemli ölçüde olumsuz etkilenmiştir (Kutu 4.1). Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyetin toparlanma hızı açısından dış talep ve dolayısıyla küresel büyüme görünümü önemini korumaktadır.

Önümüzdeki dönemde küresel toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağı tahmin edilmektedir. İYA sipariş göstergesinde son dönemde gözlenen hızlı yükselişin büyük ölçüde mevsimsel unsurlardan kaynaklandığı düşünülmektedir. PMI anketinden türetilen sipariş göstergesi ihracatta kısa vadede güçlü bir toparlanma sinyali vermemektedir (Grafik 4.2.4). Küresel büyümeye ilişkin orta vadeli görünüm ise dış talepteki zayıf seyrin bir müddet daha devam edeceğine işaret etmektedir. Nitekim, en büyük ticaret ortağımız olan Euro bölgesine ilişkin tahminler Mart ayı itibarıyla Ocak Enflasyon Raporu'na kıyasla bir miktar daha olumsuz bir orta vade görünümü çizerek dış talebin eski düzeylerine dönmelerinin zaman alacağı öngörüsünü desteklemiştir (Grafik 4.2.5).



Yılın son çeyreğinde iç talebe paralel olarak mal-hizmet ithalatındaki toparlanma sürmüştür. İthalat miktar endeksi Ocak-Şubat döneminde yıllık yüzde 18,1 oranında artarken mevsimsellikten arındırılmış verilerle bir önceki çeyrek ortalamasının bir miktar altında gerçekleşmiştir (Grafik 4.2.6). Ana sanayi grupları itibarıyla incelendiğinde, ara ve yatırım mallarında kriz öncesine kıyasla düşük düzeylerin korunduğu, buna karşılık tüketim malları ithalatındaki ana eğilimin görece daha güçlü seyrettiği görülmektedir (Grafik 4.2.7).

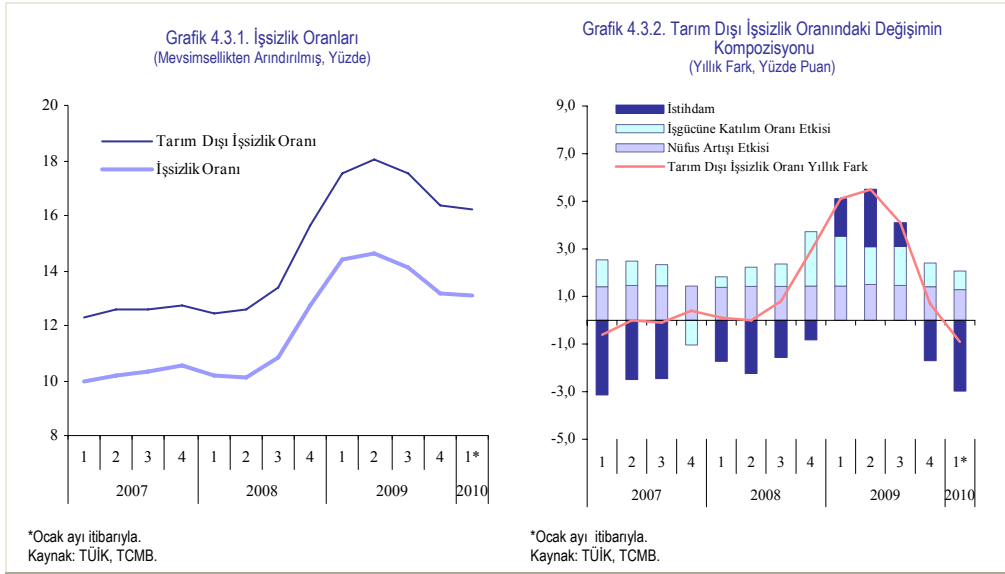


Mal-hizmet ithalatının 2010 yılı ilk çeyreğinde dönemlik bazda ılımlı bir artış sergilemesi, ancak bir önceki yılın aynı dönemindeki düşük seviyenin etkisiyle yıllık bazda oldukça yüksek bir oranda artarak büyümeye olumsuz katkı yapması beklenmektedir (Grafik 4.2.1 ve 4.2.2).

Özetle, önümüzdeki dönemde iç talebin dış talebe kıyasla daha hızlı toparlanacağı öngörüsü altında net dış talebin yıllık büyümeye olumsuz katkısının artacağı tahmin edilmektedir.

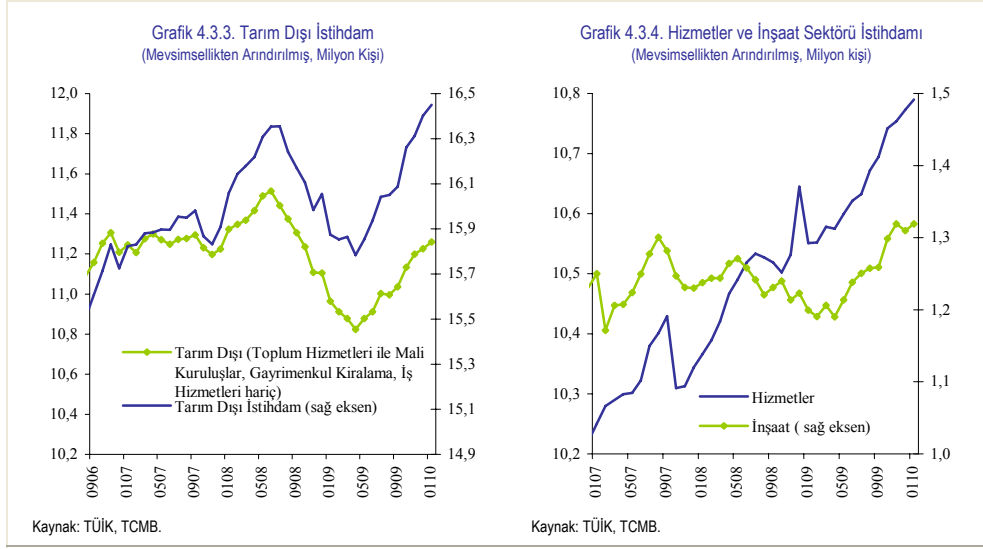
4.3. Emek Piyasası

Emek piyasasında 2009 yılı üçüncü çeyreğinde başlayan iyileşme eğilimi, son dönemde hız keserek devam etmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranları gerilemekle beraber, halen yüksek düzeyde seyretmektedir (Grafik 4.3.1). Tarım dışı işsizlik oranı, istihdam artışının yanı sıra geçen yılın aynı dönemindeki yüksek bazın da katkısıyla, uzunca bir aradan sonra yıllık bazda gerilemeye başlamıştır (Grafik 4.3.2).

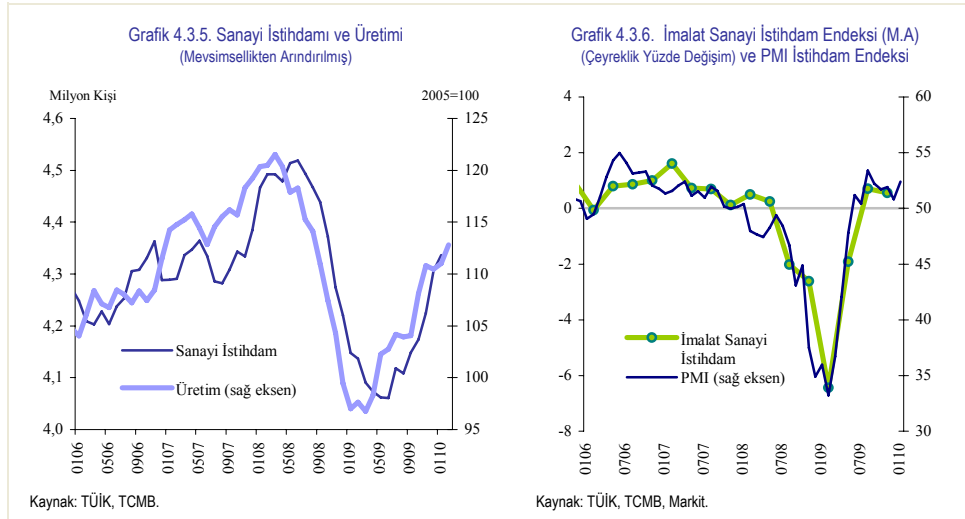


Mevsimsellikten arındırılmış verilerle tarım dışı istihdam artış eğilimini sürdürerek, Aralık ayı itibarıyla kriz öncesi seviyesine ulaşmıştır. Kriz döneminde istihdam temelde sanayi sektörü kaynaklı daralırken, toparlanma sürecinde inşaat ve hizmetler sektörü öne çıkmaktadır. Hizmetler sektöründe süregelen artış ve inşaat sektöründeki güçlü toparlanmanın etkisiyle, tarım dışı istihdam kayıplarının tamamı telafi edilmiştir (Grafik 4.3.3 ve 4.3.4).

Dış talepteki zayıf seyir ticaret bağlantısı güçlü faaliyet kollarında istihdamı sınırlamaya devam etmektedir. Bu durum sanayi sektörünün yanı sıra alt bileşenleri farklı eğilimler sergileyen hizmet sektöründe de açıkça görülmektedir. Ticaret-lokanta-otel ve ulaştırma-haberleşme sektörlerinde daha ılımlı bir artış eğilimi gözlenirken, hizmet sektöründeki olumlu görünüme en büyük katkı mali kuruluşlar-gayrimenkul-iş hizmetleri sektöründen gelmektedir. Bu sektörde istihdamın iş çevrimlerine daha az duyarlı olduğu, krizle birlikte daralan sektörlerde ise tarım dışı istihdamın kriz öncesi düzeyine halen ulaşamadığı dikkat çekmektedir (Grafik 4.3.3).

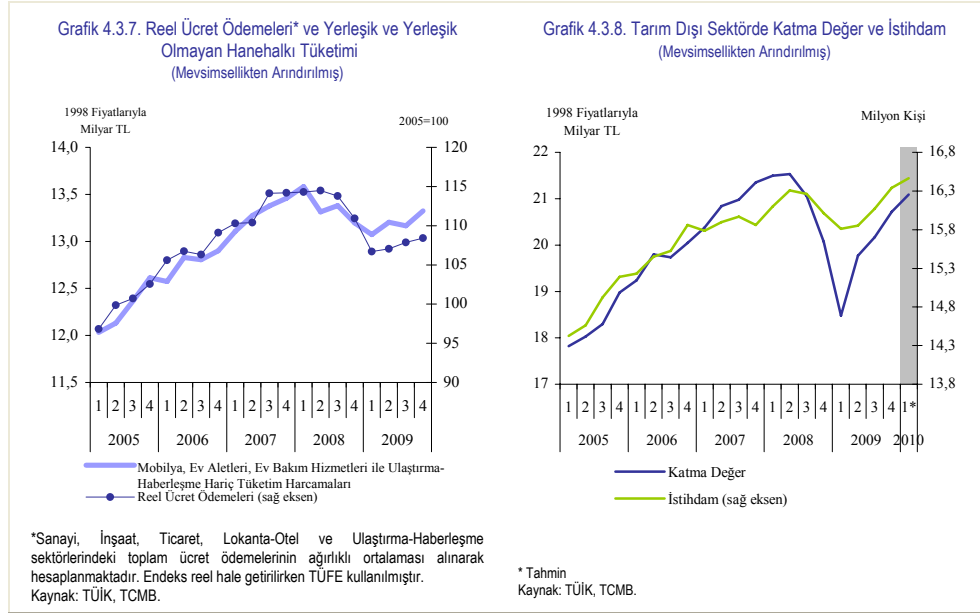


Sanayi sektöründe, üretime paralel olarak istihdamdaki toparlanma devam etmektedir (Grafik 4.3.5). Kriz dönemindeki verimlilik kayıplarını telafi çabası dahilinde istihdamın üretime intibakı gecikmeli olmaktadır. Kapasite kullanım oranları ve kişi başı çalışılan saatteki artış eğilimi üretimin istihdam yaratma potansiyelini güçlendirmektedir. Son dönemde bir miktar yavaşlamakla birlikte artış eğilimini sürdüren sanayi üretimi ve PMI verileri, sektör istihdamındaki toparlanmanın 2010 yılı ilk çeyreğinde de sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 4.3.6).



2009 yılı son çeyreğinde mevsimsellikten arındırılmış toplam reel ücret ödemeleri dönemlik bazda artarak, hanehalkı tüketimini desteklemeye devam etmiştir (Grafik 4.3.7). Bununla birlikte, reel ücret ödemelerinin gerek düzeyi gerekse toparlanma hızı geçmiş dönemlerin oldukça altında seyretmektedir. Bu

görünüm, gelir kanalının, hanehalkı tüketim talebindeki kademeli toparlanma öngörüsünü desteklediğini teyid etmektedir.

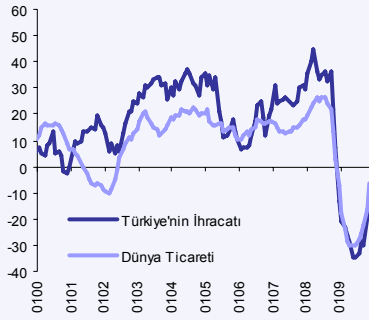


Tarım dışı sektör faaliyetindeki toparlanma eğilimine paralel olarak istihdam koşullarındaki iyileşmenin önümüzdeki dönemde de süreceği tahmin edilse de işsizlik oranlarının uzun bir süre kriz öncesine kıyasla yüksek seviyelerde seyretmesi ve birim iş gücü maliyetleri üzerinde belirgin bir baskı hissedilmemesi beklenmektedir (Grafik 4.3.8).

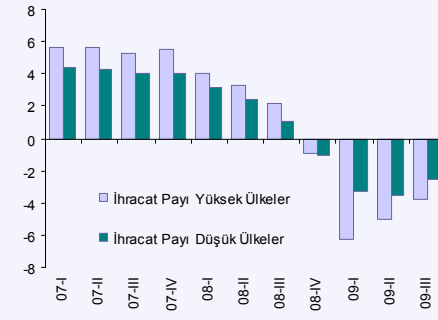
Kutu
4.1

Küresel Kriz, Dış Talep Şokları ve Türkiye Ekonomisi

Küresel finans krizinin dünya ekonomileri üzerindeki etkileri, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren derinleşmiş ve yaygınlık kazanmıştır. Küresel kriz sürecinde dış ticaret, iktisadi faaliyeti olumsuz etkileyen en önemli kanallardan biri olmuştur². Nitekim, 2008 yılında yüzde 15,4 büyüme gösteren dünya ticaret hacmi, 2009 yılında yüzde 22,8 oranında gerilemiştir (Grafik 1).³ Bu oran, 2. Dünya Savaşından bu yana gerçekleşen en yüksek daralmadır. Küresel gelişmelere paralel olarak, 2008 yılında yüzde 20,4 oranında artış gösteren Türkiye'nin ihracat hacmi, 2009 yılında yüzde 27,3 oranında küçülmüştür. Bu kutuda, küresel krizin sebep olduğu dış talep şoklarının iktisadi yansımaları ülkeler ve ülke grupları karşılaştırılarak incelenmekte ve bu çerçevede Türkiye ekonomisinin görelî konumu değerlendirilmektedir.

Grafik 1. Dünya Ticaret Hacmi ve Türkiye'nin İhracatı
(Yıllık Yüzde Değişim)

Kaynak: IFS, TÜİK, TCMB.

Grafik 2. 2008 Yılında İhracatın Ekonomi İçindeki Ağırlığı
(GSYİH'ye oranı) ve Büyüme Hızları (Yıllık Yüzde Değişim)

Not: Ülke sayısı 64. Ülkeler, 2008 yılında ihracatın GSYİH içindeki payına göre sıralanarak üç eşit gruba ayrılmıştır. Yüksek ve düşük ihracat payına sahip olan ülkelerin büyüme hızlarının medyanı rapor edilmiştir.
Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü, IMF, Bloomberg, TÜİK, TCMB.

Dünya ticaret hacminde gözlenen bu sert düşüş ile birlikte, başta ihracata yönelik üretim yapan sektörler olmak üzere, bu sektörler ile yakın ilişkisi olan yan sanayi ile ticaret ve ulaştırma gibi hizmet sektörlerinde de keskin bir daralma yaşanmıştır. İhracatın ekonomi içindeki ağırlığına göre 64 ülke arasında yapılan karşılaştırma, ihracatın milli gelir içindeki payı yüksek olan ülkelerde büyüme hızının diğer ülkelere kıyasla daha fazla gerilediğini göstermektedir. Nitekim, ihracatın milli gelir içindeki payı yüksek olan ülkelere büyüme hızı 2007 yılı ortalaması olan yüzde 5,5 düzeyinden, 2009 yılının ilk çeyreğinde yaklaşık 12 puan gerileyerek yüzde -6,2 olarak gerçekleşmiş, diğer ülkelere ise büyüme oranları aynı dönemde ortalama yüzde 4 seviyesinden yüzde -3,2'ye gerilemiştir (Grafik 2).⁴

² Daha ayrıntılı bilgi için bakınız Gürgür, T., Çınar, B., Erdoğan, Ö. ve T. Polat (2010), "Küresel Kriz, Etkileşim Kanalları ve Türkiye Ekonomisi" TCMB Ekonomi Notu, yayımlanma aşamasında.

³ Kasım 2009 itibarıyla.

⁴ Analizde çeyreklik büyüme verileri bulunan 64 ülke kullanılmıştır. Ülkeler, 2008 yılı itibarıyla ihracatın milli gelir içindeki payına göre sıralanarak üç eşit gruba ayrılmıştır. Bu örneklem içinde, ihracat payı yüksek olan ülkelere, ihracatın milli gelire oranı ortalama olarak yüzde 68,7, ihracat payı düşük olan ülkelere ise yüzde 17,5'dir. Türkiye için bu oran yüzde 17 civarındadır.

Yıllık büyüme verileri kullanılarak 171 ülke arasında yapılan kıyaslama da benzer bir sonuç vermektedir (Tablo 1). GSYİH içinde ihracatın payı yüksek olan ülkelerin büyüme hızları 2007–2009 döneminde 7,1 puan gerilerken, ihracat payı düşük olan ülkelerde bu düşüş 3,7 puan ile sınırlı kalmıştır.

Tablo 1. İhracatın GSYİH'ye Oranına Göre Ülke Grupları ve Büyüme Hızları

İhracat Payına Göre Ülke Grupları	İhracatın GSYİH İçindeki Payı (2008)	GSYİH Büyüme Hızı (yıllık değişim)			
		2007*	2008*	2009*	2007-09 Arası Fark (yüzde puan)
Yüksek Ülkeler	% 61,4	6,1	3,4	-1,0	-7,1
Orta Düzeyde Ülkeler	% 27,9	5,6	4,9	-0,9	-6,5
Düşük Ülkeler (Türkiye % 17; 131/179)	% 11,1	5,0	3,5	1,3	-3,7

*Ülkeler, 2008 yılında ihracatın GSYİH içindeki payına göre sıralanarak üç eşit gruba ayrılmış ve grupta yer alan ülkelerin büyüme hızlarının medyanı rapor edilmiştir.
Kaynak: IFS, TÜİK, TCMB.

Ülkeler ve ülke grupları karşılaştırmaları baz alındığında, Türkiye'nin ihracat/GSYİH oranının düşük ülkeler grubu içinde yer aldığı görülmektedir. Nitekim, 2008 yılı verilerine göre ihracatın Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'ya oranı yüzde 17 seviyesindedir ve bu oran ile Türkiye, 179 ülke arasında 131. sıradadır. Ancak, dış ticaret hacmindeki değişimin boyutu itibarıyla değerlendirildiğinde, küresel finans krizinin dış talep kanalıyla Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisinin Türkiye'nin ülke sıralamasındaki görece konumunun ima ettiği kadar belirgin olduğu görülmektedir. İhracat pazarlarının dağılımı ile ihracat ürünlerinin kompozisyonunun söz konusu gelişmede belirleyici olduğu düşünülmektedir.

Dış Ticaret Kanalında İhracat Pazarlarının Önemi

Küresel kriz, ABD, AB, Japonya gibi gelişmiş ülkelerin ekonomilerini, gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine kıyasla daha yüksek oranda etkilemiştir (Tablo 2).

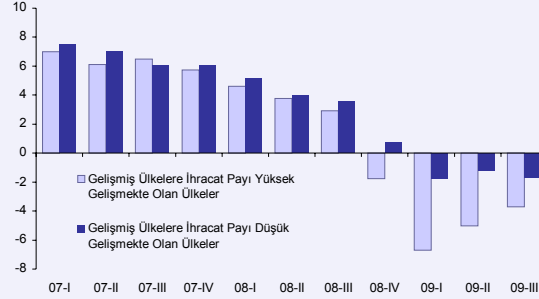
Tablo 2. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme Hızları
(Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Yüzde Değişim)

	2007 Ç1	2007 Ç4	2008 Ç2	2008 Ç3	2008 Ç4	2009 Ç1	2009 Ç2	2009 Ç3
Gelişmiş Ülkeler	2,7	2,2	-0,2	-2,4	-7,2	-8,3	1,0	2,4
Gelişmekte Olan Ülkeler	10,8	9,3	5,0	2,9	-2,2	-3,1	7,9	8,5

Kaynak: WEO, TCMB.

Gelişmiş ülkelere yapılan ihracatın toplam ihracat içindeki payına göre yapılan gruplamada, küresel krize benzer büyüme oranları ile giren gelişmekte olan ülkeler arasında, kriz döneminde belirgin bir ayrışma yaşandığı görülmektedir. 2009 yılı ilk çeyreği itibarıyla, ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelere ihracat yapan ülkelerde ortalama büyüme hızı yüzde -6,7'ye gerilerken, gelişmekte olan ülkelere ihracat yapan ülkelerde bu oran yüzde -1,7 düzeyinde kalmıştır (Grafik 3).

Grafik 3. Gelişmiş Ülkelere Yapılan İhracatın Gelişmekte Olan Ülkelerin Ekonomileri İçindeki Ağırlığına Göre Ülke Grupları (2008, GSYİH'ye oranı) ve Büyüme Hızları (yıllık yüzde değişim)



Not: Ülke sayısı 46. Ülkeler, 2008 yılında gelişmiş ülkelere yapılan ihracatın GSYİH içindeki payına göre sıralanarak üç eşit gruba ayrılmıştır. Yüksek ve düşük ihracat payına sahip olan ülkelerin büyüme hızlarının medyanı rapor edilmiştir.
Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü, IFS, Bloomberg, TÜİK, TCMB.

Türkiye'nin toplam ihracatında, gelişmiş ülkeler, özellikle AB ülkeleri önemli bir paya sahiptir. Bu pazarlara yapılan ihracat, toplam ihracatın yaklaşık üçte ikisini oluşturmaktadır ve bu ölçüde göre yapılan sıralamada Türkiye, 105 gelişmekte olan ülke arasında 49. sırada yer almaktadır. Bu gözlem, yoğun olarak gelişmiş ülkelere ihracat yapan Türkiye'de küresel kriz döneminde dış ticaret kanalının, ihracatın milli gelir içindeki payının ima ettiğinden daha fazla etki yapmış olabileceğine işaret etmektedir.

Dış Ticaret Kanalında İhracat Ürünlerinin Kompozisyonunun Önemi

Küresel krizin dış ticaret kanalı aracılığıyla dünya ekonomilerine etkisi, ihracat ürünlerinin kompozisyonuna bağlı olarak da farklılıklar göstermiştir. Yatırım ve dayanıklı tüketim malları gibi, ekonominin devresel hareketlerine yüksek oranda duyarlı olan ürünlere olan talepte dışsal şokların etkisi daha sert gerçekleşmiştir. (Tablo 3). İmalat sanayi ağırlıklı ihracat yapan ülkelerde büyüme hızları, 2007–2009 arasında ortalama olarak 7,9 puan azalarak yüzde -3,0'e gerilemiştir. Öte yandan, gıda ve enerji gibi, küresel ekonominin devresel hareketlerine göreli olarak duyarlılığı daha az olan sektörlerin ihracat içinde paylarının fazla olduğu ülkelerde iktisadi faaliyetteki yavaşlama 5,5 puan olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 3. İhracatın Kompozisyonuna Göre Ülke Grupları ve Büyüme Hızları

İhracat İçindeki Payı	Ortalama Pay (2008)	GSYİH Büyüme Hızı (yıllık değişim)			
		2007*	2008*	2009*	2007-09 Arası Fark (yüzde puan)
Tarım					
Yüksek	% 35,1	6,0	5,1	0,5	-5,5
Orta	% 13,0	5,7	2,8	-2,3	-8,0
Düşük (Türkiye % 8,5, 91/139)	% 4,4	5,2	3,4	-1,9	-7,1
Enerji					
Yüksek	% 63,6	5,3	4,6	0,9	-4,4
Orta	% 16,1	5,7	2,9	-2,7	-8,4
Düşük (Türkiye % 9,0, 90/139)	% 4,2	6,2	3,5	-1,3	-7,5
İmalat Sanayi					
Yüksek (Türkiye % 78,6, 27/139)	% 81,2	4,9	2,2	-3,0	-7,9
Orta	% 52,5	6,6	4,3	-1,0	-7,6
Düşük	% 7,8	5,5	5,3	1,5	-4,0

* Medyan sonuçları rapor edilmiştir.

Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü, TCMB.

İmalat sanayi ürünlerinin alt kalemleri incelendiğinde de benzer bir durum görülmektedir. Yapılan hesaplamalar, otomotiv ürünlerinin ihracat içindeki payının yüksek olduğu ülkelerde büyüme hızındaki gerilemenin ortalama 8,2 puan olduğunu göstermektedir. Benzer şekilde bu oran, ağırlıklı olarak makine ve ulaştırma araçları (otomotiv hariç) ihraç eden ülkelerde 9,1 puan, ağırlıklı olarak demir-çelik ihraç eden ülkelerde ise 9,3 puan olarak hesaplanmıştır (Tablo 4). Bu ürünlerin ihracat içindeki payının düşük olduğu ülkelerde ise iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlama daha sınırlı gerçekleşmiş ve 2009 yılında büyüme hızı 2007 yılına göre 3,3 ile 4,7 puan arası gerilemiştir.

Tablo 4. İhracatın Kompozisyonuna Göre Ülke Grupları ve Büyüme Hızları (Alt Başlıklar)

İhracat İçindeki Payı	Ortalama Pay (2008)	GSYİH Büyüme Hızı (Yıllık Değişim)			2007-2009 Arası Fark (yüzde puan)
		2007*	2008*	2009*	
Otomotiv Ürünleri					
Yüksek (Türkiye: % 13,5, 10/139)	% 8,2	5,1	2,3	-3,1	-8,2
Orta	% 0,7	6,0	3,6	-1,7	-7,8
Düşük	% 0,1	6,3	5,2	1,5	-4,7
Makine ve Ulaştırma Araçları (Otomotiv Hariç)					
Yüksek (Türkiye % 13,1, 38/139)	% 27,5	5,2	2,1	-3,9	-9,1
Orta	% 5,6	6,3	5,2	0,5	-5,8
Düşük	% 0,8	5,5	5,3	1,5	-4,0
Demir-Çelik					
Yüksek (Türkiye % 12,8, 8/139)	% 5,7	6,2	3,0	-3,1	-9,3
Orta	% 1,2	5,6	2,9	-1,7	-7,3
Düşük	% 0,1	5,1	5,0	1,8	-3,3
Tekstil-Giyim					
Yüksek (Türkiye % 17,4, 20/139)	% 14,0	6,3	5,3	0,5	-5,8
Orta	% 2,3	4,7	2,3	-2,9	-7,6
Düşük	% 0,1	5,4	3,4	0,6	-4,8
Diğer					
Yüksek	% 31,4	4,8	2,5	-3,0	-7,7
Orta (Türkiye % 18,8, 64/139)	% 17,4	6,2	4,0	-1,0	-7,2
Düşük	% 3,4	6,0	5,4	1,5	-4,4

Not: Ülkeler, 2008 yılında ihracatın GSYİH içindeki payına göre sıralanarak üç eşit gruba ayrılmış ve grupta yer alan ülkelerin büyüme hızlarının medyanı rapor edilmiştir.

Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü, WEO, Bloomberg, TÜİK, TCMB.

Türkiye'nin ihracat kompozisyonu incelendiğinde, büyük ölçüde imalat sanayi ürünleri ihraç eden bir ülke olduğu görülmektedir (Tablo 5). Türkiye'nin ihracatında otomotiv, makine-ulaşım parçaları ve demir-çelik ürünleri, sırasıyla, yüzde 14, yüzde 13 ve yüzde 13 gibi yüksek paylara sahiptir. Türkiye, özellikle otomotiv ve demir-çelik ürünlerinde, 139 ülke arasında, toplam ihracat içinde en yüksek paya sahip olan ilk 10 ülkeden biridir. Dolayısıyla, ağırlıklı olarak yatırım ve dayanıklı tüketim malları ihraç eden ancak ekonomisi içinde ihracatın payı yüksek olmayan diğer ülkeler gibi Türkiye'nin de küresel kriz sürecinde olumsuz dış talep koşullarının etkisinde kaldığı gözlenmektedir.

Tablo 5. Türkiye'nin İhracatının Kompozisyonu (2008, Yüzde)

	İhracat	İthalat
Tarım	8,5	6,5
Gıda ürünleri	8,1	4,2
Petrol Ürünleri ve Madencilik	9,0	31,2
Petrol Ürünleri	5,7	22,9
Sanayi	78,6	58,4
Demir ve Çelik	12,8	7,4
Kimyasal Ürünler	4,3	12,5
Makine ve Ulaşım Parçaları	29,6	25,5
Otomotiv Ürünleri	13,5	7,5
Tekstil	7,1	2,8
Hazır Giyim	10,3	1,1
Diğer Ürünler	3,9	4,0

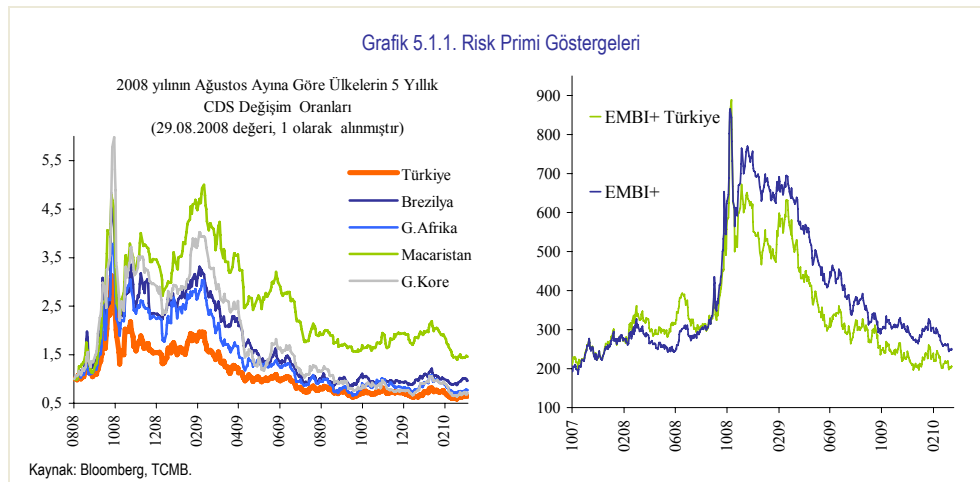
Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü, TÜİK, TCMB.

Sonuç olarak, uluslararası ticaretteki daralma küresel finans krizi boyunca iktisadi faaliyeti olumsuz etkileyen en önemli etkenlerden biri olmuştur. Milli gelir içerisinde ihracatın payı yüksek olan ülkelerde büyüme hızı, düşük olan ülkelere kıyasla daha olumsuz etkilenmiştir. Küresel krizin dış ticaret kanalı aracılığıyla dünya ekonomilerine etkisi, ihracat ürünlerinin kompozisyonuna bağlı olarak da farklılıklar göstermiştir. Türkiye ekonomisinde ihracatın payı görece düşük olmasına rağmen, ihracat pazarlarımızın krizden görece olarak daha çok etkilenen gelişmiş ülkelere oluşması ve ihracatımızın kompozisyonunun ağırlıklı olarak küresel ekonominin devresel hareketlerine duyarlı ürünlerden oluşması dış talep şokunun Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkisini belirginleştirmiştir.

5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

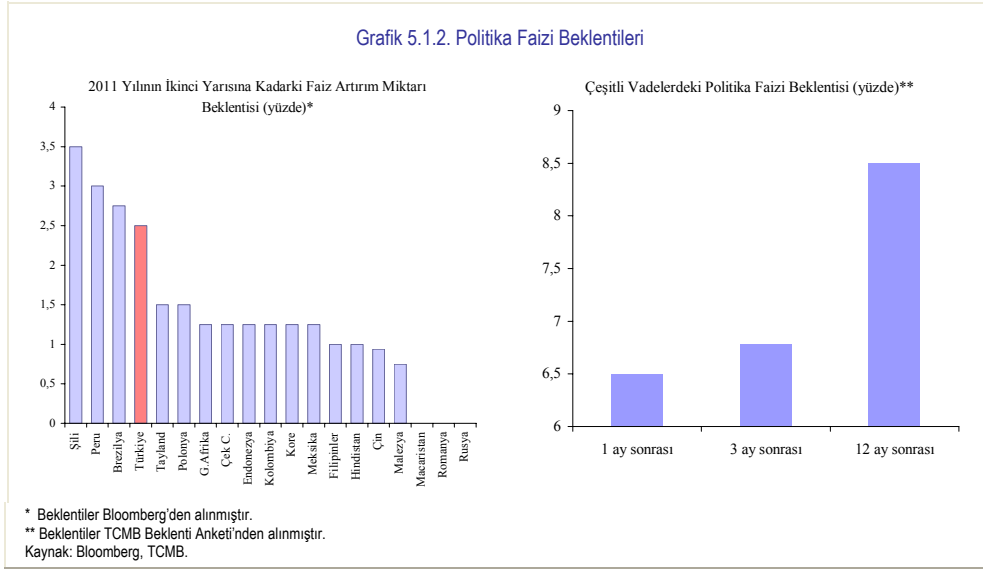
5.1. Finansal Piyasalar

Yılın ilk çeyreğinde, küresel kriz sonrası toparlanma sürecine girildiğine ilişkin algılamaların güçlenmesi risk iştahındaki artış eğiliminin devamını sağlamıştır. Bazı ülkelerin borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişeler, risk algılamalarında dönemsel bozulmalara yol açmış olsa da, bunların etkileri sınırlı ve geçici olmuştur. Bu durum, küresel ölçekte parasal ve mali genişleme sonucunda piyasaya sürülen yüksek miktarda ve düşük maliyetli likidite ile birlikte küresel finans piyasalarındaki iyimserliği destekleyerek riskli varlıklara yönelme eğiliminin sürmesine yol açmıştır. Bunun sonucunda, 2009 yılının ikinci çeyreğinden bu yana olduğu gibi, bu çeyrekte de gelişmekte olan ülkelere portföy hareketleri kanalıyla sermaye girişleri gözlenmiştir. Diğer taraftan, gelişmekte olan ülkelerin büyük bir çoğunluğunda risk primi göstergeleri kriz öncesi seviyelerinin altında seyretmeye devam etmişlerdir. Bu dönemde, Türkiye'nin risk primi göstergeleri de olumlu seyrini sürdürmüş, Türkiye'ye özgü gelişmelerin ön plana çıktığı kısa dönemler haricinde genel eğilimden ayrılmamıştır (Grafik 5.1.1).

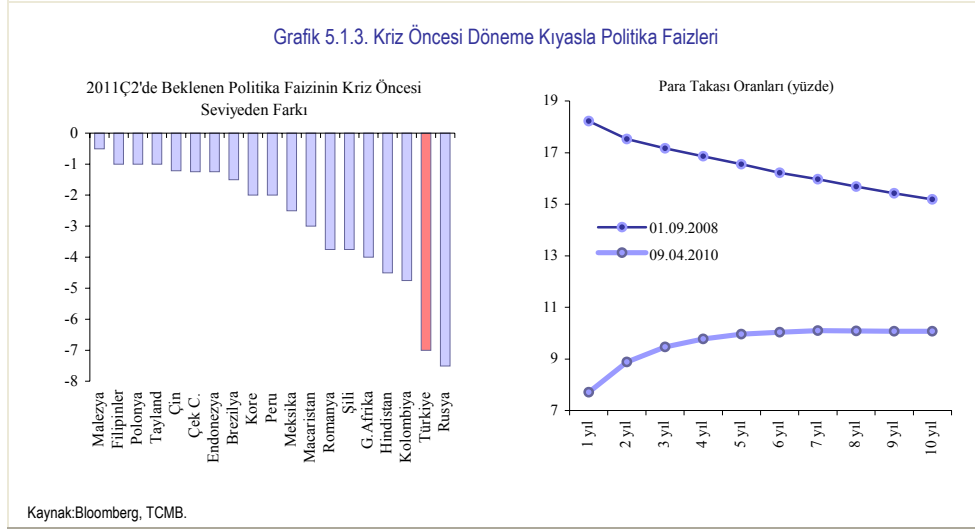


Bu dönemde küresel risk algılamalarının en önemli belirleyicilerinden biri gelişmiş ülkelerin kamu otoritelerinin krizden çıkış stratejilerinin yöntem ve zamanlamasına dair gelişmeler olmuştur. İktisadi faaliyetteki toparlanma hızının mali ve parasal önlem paketleri olmaksızın sürdürülebilirliğine dair belirsizlikler ve enflasyonda yukarı yönlü bir eğilimin henüz gözlenmiyor olması, gelişmiş ekonomilerin krizden çıkış stratejilerini uzun vadede ve

kademeli biçimde uygulamalarını gerekli ve mümkün kılmaktadır. Öte yandan, yılın ilk çeyreğinde gelişmekte olan bazı ülkeler krizden çıkış stratejilerini uygulamaya koymuş ve bu kapsamda faiz artırımlarına başlamışlardır. Önümüzdeki dönemde, krizden görece olarak az etkilenmiş Doğu Asya ülkeleri ve bazı Latin Amerika ülkelerinin faiz artırımına başlayan ülkeler arasına katılması beklenmektedir. Bu süreçte, piyasa beklentileri TCMB'nin de 2010 yılının ikinci yarısında parasal sıkılaştırmaya gideceği yönündedir (Grafik 5.1.2).

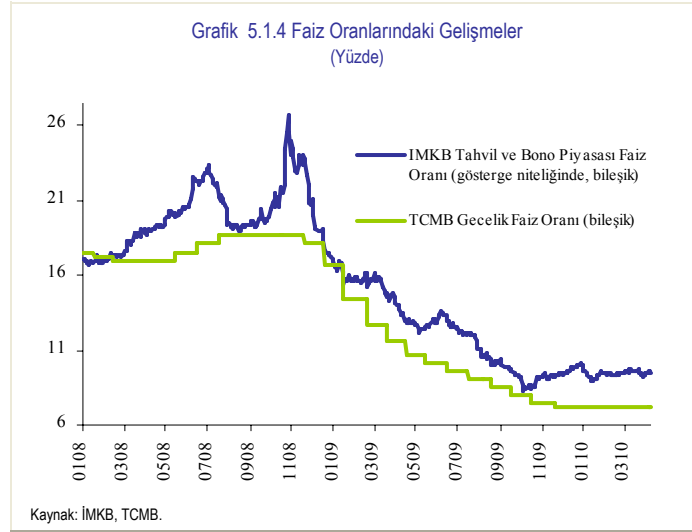


Kriz sürecinde, Türkiye'nin finansal sisteminin sağlam yapısının ve riskliliğindeki görece ve mutlak düşüşün farkındalığıyla politika faizlerini hızlı bir biçimde indiren TCMB, küresel krizin iktisadi faaliyet üzerindeki tahribatını belirgin biçimde sınırlamış; aynı zamanda Türkiye ekonomisinin normalleşmesi sürecinde önemli bir adım atmıştır. Nitekim, Türkiye'nin, 2011 yılı ikinci çeyrek sonuna ilişkin politika faizi beklentileri kriz öncesindeki faiz seviyelerine kıyasla belirgin olarak aşağıdadır. Diğer taraftan, para takası (Cross Currency Swaps-CCS) işlemlerinde oluşan TL faiz seviyesi de, Türkiye'de faizlerdeki düşüşün kalıcı olmasının beklendiğine işaret etmektedir (Grafik 5.1.3).

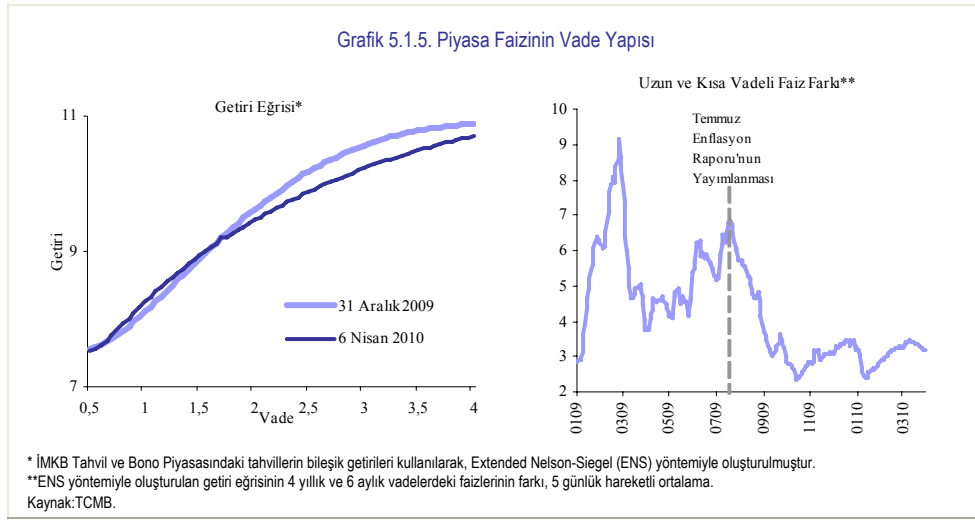


Yılın ilk çeyreğinde, küresel parasal sıkılaştırma sürecine yaklaşıldığına ilişkin algılamaların belirginleşmesine ve enflasyon beklentilerinde gözlenen artışa karşın piyasa faizleri tarihsel olarak en düşük seviyelerinde istikrarlı bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.4). Piyasa faizlerinin istikrarlı seyrinde etkili olan unsurlardan biri, Türkiye'ye dair risklilik algılamalarındaki iyileşmedir. Ülke ekonomilerinin küresel şoklar karşısındaki dayanıklılığının sınıandığı kriz sürecinde, Türkiye ekonomisi ve finansal sistemi başarılı bir sınav vermiştir. Bunun sonucunda yerel ve küresel yatırımcıların Türkiye'ye dair risklilik algılamalarında, birçok ülkenin aksine, iyileşme gerçekleşmiştir. Nitekim, TCMB'nin uzunca bir süredir gerekliliğini dile getirdiği kredi notu artışlarının kredi derecelendirme kuruluşları tarafından gerçekleştirilmesi bunun bir göstergesidir.

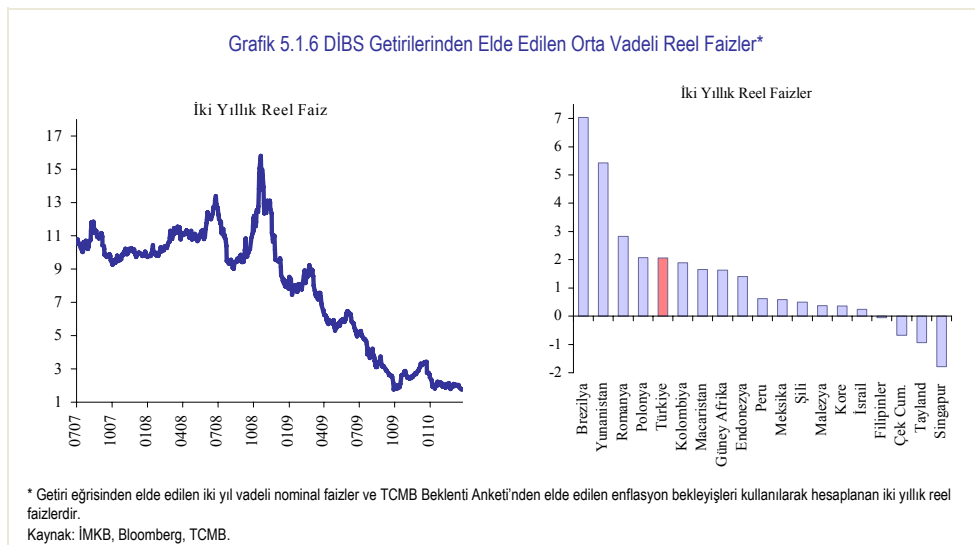
Ülkelerin bütçe açıklarının önemli bir risk unsuru olarak ön plana çıktığı geçen çeyrekte Türkiye'de piyasa faizleri üzerinde aşağı yönde etkide bulunan diğer bir unsurun ise mali disiplinin sağlanması yönündeki gelişmeler olduğu düşünülmektedir. Bundan sonraki süreçte de, mali disiplinin ve borçluluk oranlarının piyasa faizleri üzerindeki belirleyiciliğinin artarak devam etmesi beklenmektedir. Bu bağlamda, faizlerin düşük seviyelerinin korunabilmesi için, başta mali kural olmak üzere kurumsal iyileştirmeler yoluyla mali disiplini sağlama uygulamalarına devam edilmesinin büyük önem taşıdığı vurgulanmalıdır.



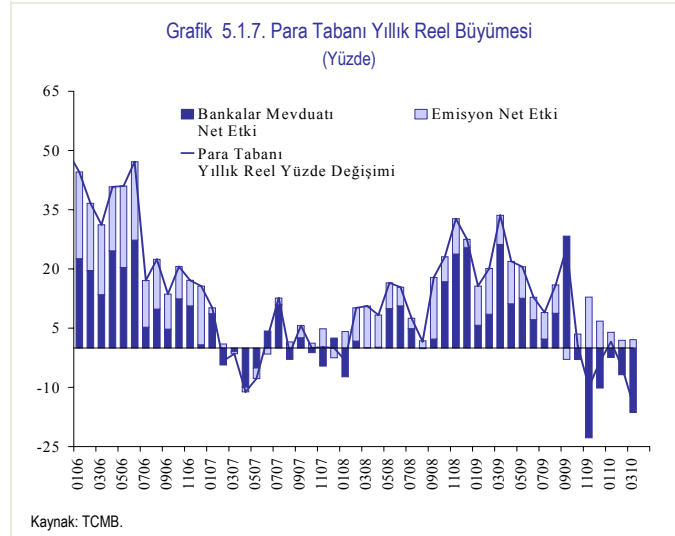
Bu çeyrekte, para politikasının seyrine dair beklentilerin, piyasa getirileri üzerinde etkili olduğu gözlenmektedir (Kutu 5.1). Nitekim, 6 Nisan 2010 tarihinde Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) piyasasında oluşan getiriler, 31 Aralık 2009 tarihinde oluşan getirilere kıyasla kısa ve orta vadelerde daha yüksek, uzun vadelerde ise daha düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. 2010 yılının ikinci yarısında parasal sıkılaştırmaya gidileceği yönündeki piyasa beklentileri, getiri eğrisinin kısa ucunu yukarı yönde etkilemektedir. Diğer taraftan, uzun vadelerdeki getirilerin son çeyrekte düştüğü görülmektedir. Bu durumun, piyasanın uzun vadedeki faiz seviyesi beklentisinin düşmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Uzun vadeli para takası getirilerinde son dönemde gözlenen aşağı yönlü eğilim de bu durumla uyumlu gözükmektedir. Uzun vadeli faizlerdeki düşüş, Türkiye ekonomisinin iktisadi temellerine olan güveni ve uzun dönemde enflasyona ilişkin olumlu beklentileri göstermesi açısından önem taşımaktadır. Getiri eğrisindeki bu yataylaşma eğilimine paralel olarak, uzun ve kısa vadeli faizler arasındaki fark önceki çeyreğin sonuna kıyasla sınırlı miktarda azalmıştır (Grafik 5.1.5).



Bu dönemde piyasa faizlerindeki istikrarlı seyir orta vadeli reel faizlere de yansımış ve reel faiz tarihinin en düşük seviyelerinde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 5.1.6). TCMB'nin faiz indirimlerinin sonucunda istikrarlı biçimde azalan piyasa faizlerinin reel seviyesinin, iktisadi faaliyetteki toparlanmaya karşın yükseliş eğilimi göstermemesinin bir nedeni Türkiye'ye dair risklilik algılamalarında gözlenen iyileşmedir. Bunun yanı sıra, son dönemde mali disiplinin sağlanmasına yönelik gelişmeler de reel faizlerin istikrarlı seyrinde etkili olmuştur. Reel faizlerin istikrarlı seyri, aynı zamanda, kriz sonrası dönemde Türkiye'de reel faizlerin kriz öncesine kıyasla daha düşük seviyelerde kalabileceğinin de göstergesidir. Diğer taraftan, Türkiye'de piyasa faizlerinin reel seviyesinin diğer birçok gelişmekte olan ülkeye kıyasla makul düzeylerde olduğu dikkat çekmektedir.

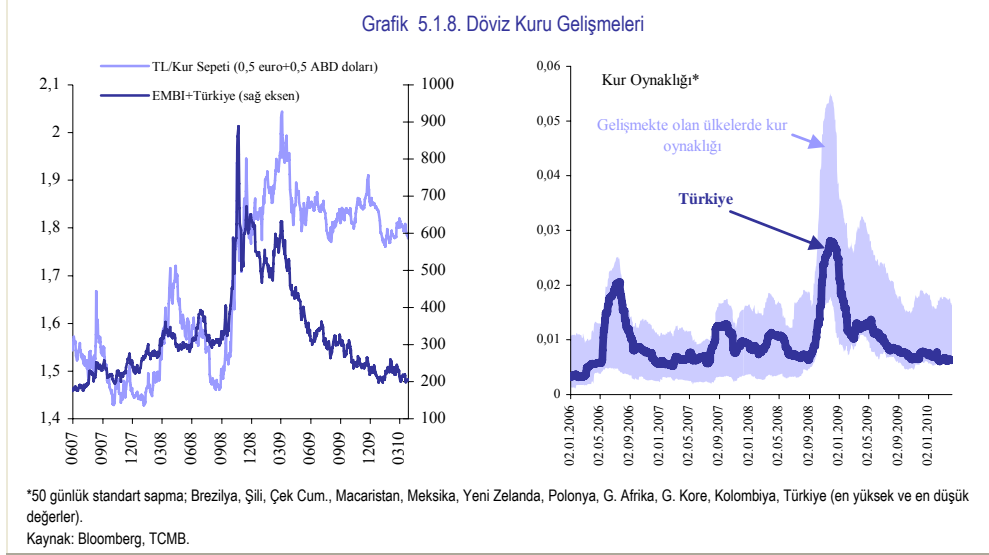


İlk çeyrekte, iktisadi faaliyetteki toparlanma eğiliminin belirginleşmesiyle emisyonda yıllık bazda sınırlı oranda reel artış gözlenmiştir. Emisyondaki artışa karşın, bankalar mevduatında yıllık bazda reel olarak azalış eğilimi devam etmiştir. Bu azalışta, küresel krizin en yoğun dönemlerini teşkil eden 2009 yılının ilk çeyreğinde hanehalkının ve finansal kuruluşların risksiz varlıklara geçme eğilimi sonucunda bankalar mevduatında gözlenen yüksek oranlı artış etkili olmuştur. Öte yandan, 2009 yılının Ekim ayında TCMB'nin TL zorunlu karşılık oranlarını bir puan azaltması da, 2009 yılının Ekim ayından itibaren para tabanının bankalar mevduatı kaleminde gözlenen azalış eğiliminde önemli rol oynamaktadır. Bankalar mevduatındaki yüksek oranlı yıllık reel azalışın etkisiyle, emisyon ve bankalar mevduatının toplamı olan para tabanı yıllık bazda reel olarak azalış göstermiştir (Grafik 5.1.7). Para tabanı gelişmeleri, kriz sonrası süreçte iktisadi faaliyetteki toparlanmanın ve risk algılamalarının normalleşmesiyle riskli varlıklara geçme eğiliminin devam ettiğine işaret etmektedir.

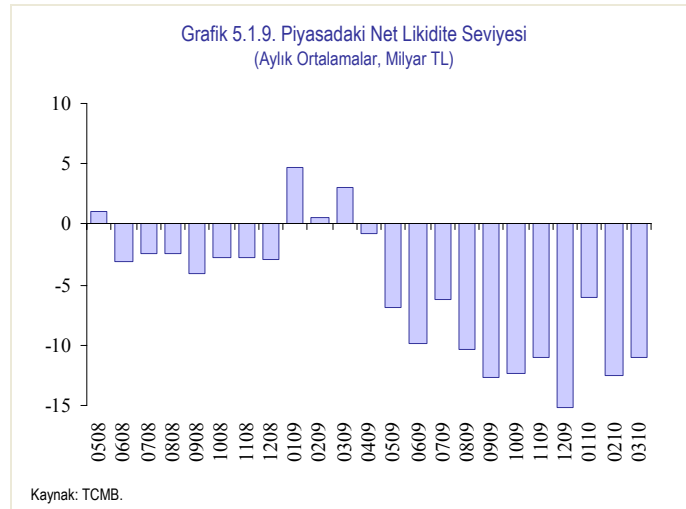


Küresel risk algılamalarında yılın ilk çeyreğinde gözlenen iyileşme, birçok gelişmekte olan ülke para biriminin sınırlı miktarda değer kazanmasına neden olmuştur. Bu dönemde, Türk lirası, değer değişimleri bakımından, diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden belirgin bir biçimde ayrılmamıştır. Tarihsel olarak oynaklığı en yüksek ve küresel risk iştahına en duyarlı para birimlerinden olan Türk lirasının kriz dönemindeki görece olarak istikrarlı seyri, kriz sonrası süreçte de devam etmiştir (Grafik 5.1.8). Önümüzdeki dönemde, ülkelerin ayrıştırıcı özelliklerinin ön plana çıkacağı, bu bağlamda riskliliği düşük, iktisadi temelleri sağlam ve yüksek büyüme potansiyeline sahip

ülkelerin para birimlerinin daha olumlu performans sergileyeceği düşünülmektedir.



Bu dönemde, genel stratejisi çerçevesinde güçlü döviz rezervi pozisyonuna sahip olmayı amaçlayan TCMB, küresel likidite sorunlarının ortadan kalkmasıyla ve döviz piyasalarının tekrar istikrara kavuşmasıyla 4 Ağustos 2009 tarihinde başladığı döviz alım ihalelerine devam etmiştir. Bu kapsamda, yılın ilk çeyreğinde piyasadan toplam 2,87 milyar ABD doları alınmış ve karşılığında 4,33 milyar TL'lik likidite sağlanmıştır. Öte yandan, 23 Aralık 2009 tarihinde başlanan DİBS alım ihalelerine bu çeyrekte de devam edilmiş, 6 Nisan 2010 tarihi itibarıyla toplam nominal 2,9 milyar TL DİBS karşılığı piyasaya 2,84 milyar TL'lik likidite sağlanmıştır. Bunun sonucunda, piyasadaki likidite sıkışıklığı önceki çeyreğe göre azalmıştır (Grafik 5.1.9).

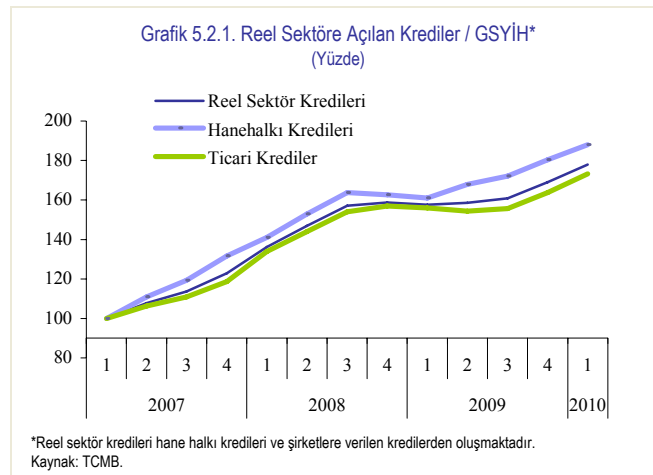


Yılın ilk çeyreği itibarıyla politika faizlerinin düşük seviyesi ve dengeleyici likidite önlemleri para ve kredi piyasaları üzerinde etkili olmaya devam etmiştir. Finansal koşullardaki sıkılığın azalmasıyla, uygulanan para politikasının genişletici etkisi belirginleşmiştir.

Küresel ekonomideki sorunların henüz tam olarak giderilememiş olması faiz oranlarının düşük düzeylerde tutulmasını gerekli kılmaktadır. Bununla birlikte, küresel piyasalardaki normalleşme eğiliminin devam etmesi, iç talebin istikrarlı bir toparlanma sürecine girmiş olması, öte taraftan yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki ayarlamaların ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki dalgalı seyrin enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemesi, kriz döneminde alınan parasal tedbirlerin bir bölümünün geri çekilmesini gündeme getirmektedir. Bu çerçevede, öncelikle doğrudan kriz yönetimi kapsamında uygulamaya konulan dengeleyici likidite tedbirlerinin bütün dünyada olduğu gibi ülkemizde de temkinli, zamana yayılan ve finansal istikrarı gözetilen bir biçimde geri alınması planlanmaktadır (Kutu 5.2).

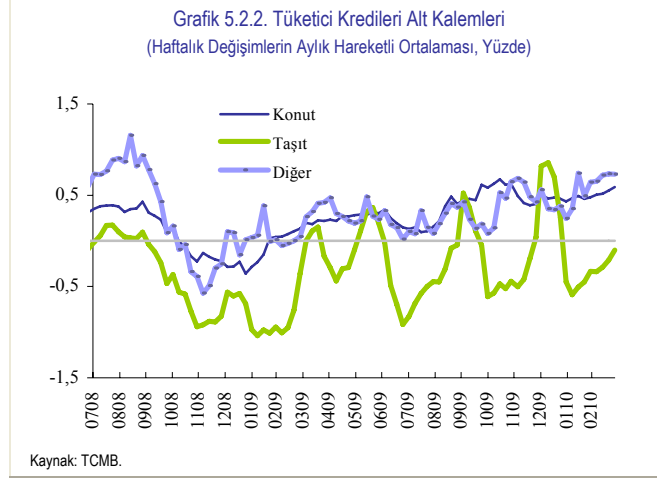
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

2010 yılının ilk çeyreği, bir önceki çeyrekte kredi piyasalarında gözlenmeye başlanan olumlu eğilimlerin belirginleştiği bir dönem olmuştur (Grafik 5.2.1). Söz konusu dönemde, tüketici kredilerinde 2009 yılı son çeyreğinde ulaşılan artış oranları korunurken, şirket kredilerinde gözlenen toparlanma güç kazanmıştır.

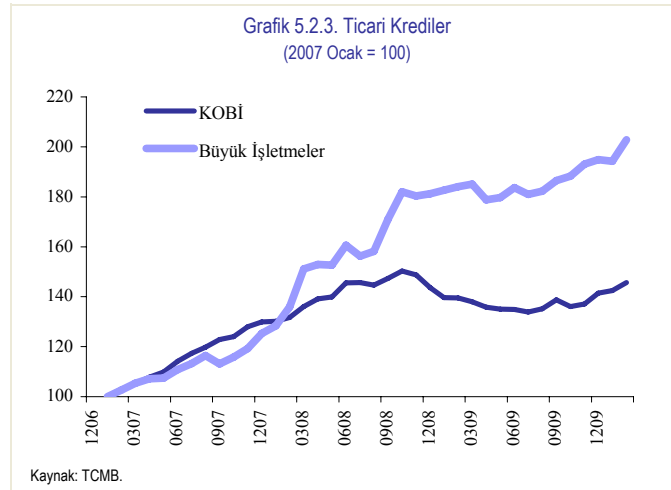


Tüketici kredilerinde payları toplamı yüzde 95'lere ulaşan ve birbirlerine oldukça benzer bir seyir izleyen konut ve ihtiyaç kredilerindeki istikrarlı artış

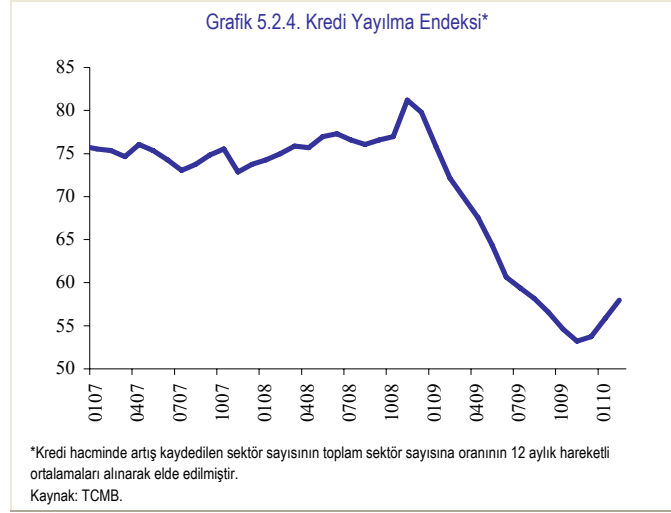
yılın ilk çeyreğinde devam etmiştir. Otomobil kredileri ise 2009 yılının son aylarında gözlenen keskin artıştan sonra yılın ilk çeyreğinde önemli ölçüde daralmıştır (Grafik 5.2.2).



Ticari kredilerdeki toparlanma, 2010 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla daha genele yaygın bir görünüm kazanmıştır. İstihdama sağladığı önemli katkı ve iş çevrimlerinde krediye ulaşım açısından büyük ölçekli şirketlere kıyasla daha çok etkilenmesi nedeni ile Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ)'e açılan kredilerdeki gelişim yakından takip edilmektedir. 2009 yılının son çeyreğinde ticari kredilerde kaydedilen artıştan sınırlı bir pay alabilen KOBİ'lerin, 2010 yılının ilk çeyreğinde kredi artışlarından daha çok faydalandıkları görülmektedir (Grafik 5.2.3). Ancak, eğilimlerdeki bu değişimin, krizle birlikte KOBİ ile büyük işletme kredileri arasında oluşan ayrışmanın kısa sürede kapanmasına yetecek kadar güçlü olmadığı gözükmektedir.



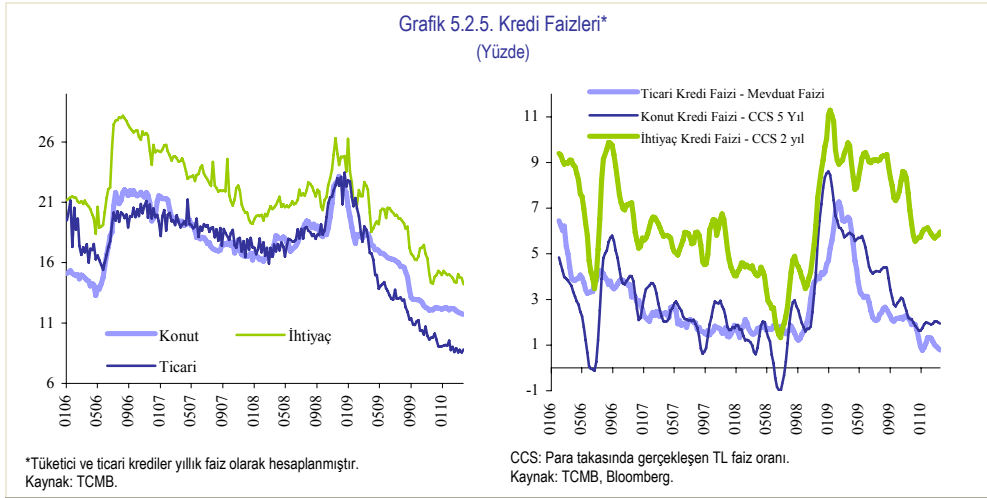
Ticari kredilerdeki olumlu gelişmelerin işletme ölçeğine göre olduğu gibi sektörel bazda da genele yaygınlaştığı görülmektedir.¹ Yılın ilk çeyreğinde, kredi hacmi bakımından artış gösteren sektörler toplam sektör sayısına oranla yükselmiştir (Grafik 5.2.4).



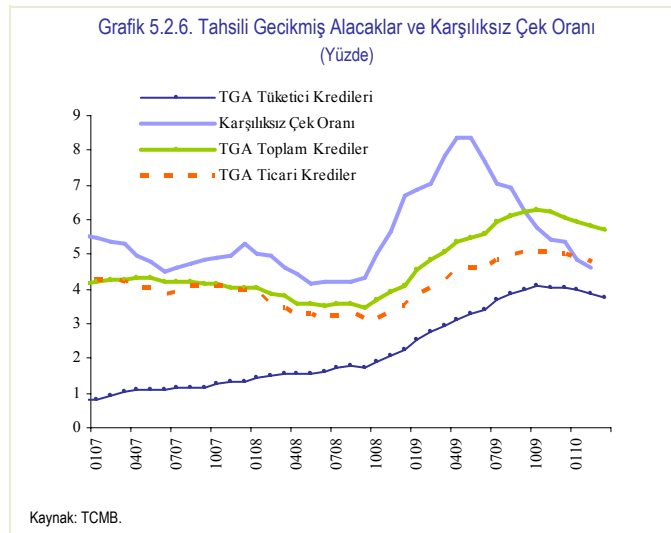
Reel kesime ilişkin açıklanan son veriler gerek tüketici gerekse ticari kredi talebindeki artışın süreceği yönündedir. Tarım dışı istihdamda devam eden olumlu eğilim tüketicilerin gelecekteki gelirlerinin düzeyine ve istikrarına ilişkin beklentilerini olumlu etkileyebilecek bir gelişme olarak öne çıkmaktadır. Nitekim, tüketici güven endeksinde gözlenen eğilimler bu öngörüğü teyid eder niteliktedir. Şirketler tarafında ise talepteki canlanma, stok biriktirme eğilimindeki artış ve yatırımların henüz sınırlı olmakla birlikte yükselme eğilimi göstermesi şirketler kesiminin de kredi taleplerini artıracığına işaret eder niteliktedir.

Bir önceki çeyrekte gözlemlendiği gibi, yılın ilk çeyreğinde de kredi arzı tarafındaki olumlu gelişmeler kredi hacmindeki genişlemeyi ve iktisadi faaliyetlerdeki canlanmayı destekler nitelikte olmuştur. Tüketici kredisi faizleri tarihsel olarak düşük seviyelerini korumuştur (Grafik 5.2.5).

¹ Reel kesim kredileri hizmet ve sanayi ayrımında incelendiğinde krizle birlikte sanayi kredilerinin yatay bir seyir izlerken, hizmet sektörü kredilerinin arttığı görülmektedir.

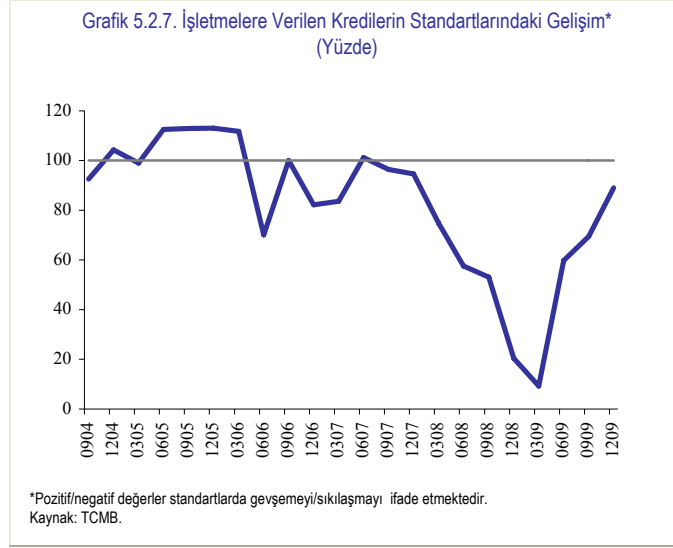


Ticari kredi faizleri ise, yükümlülük tarafında vade bağlamında benzeşen mevduat faizlerinde 2009 Kasım ayından bu yana aşağı yönlü bir hareket olmamasına rağmen 2010 yılının ilk çeyreğinde de düşmeye devam etmiştir. Ticari kredi faizleri ile mevduat faizi arasındaki farkın daralmaya devam etmesinin, tahsili gecikmiş alacaklar ve karşılıksız çek oranlarının gelişiminin ima ettiği üzere, kredi riskindeki düşüşün sürmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir (Grafik 5.2.6).



Son açıklanan ve 2009 yılı dördüncü çeyreğine ilişkin gelişmeleri gösteren Kredi Eğilim Anketi, yukarıdaki gelişmelerle uyumlu olarak bankaların kredi koşullarını sıkılaştırma eğiliminin azaldığına işaret etmektedir. Anket, geçen yılın üçüncü çeyreği itibarıyla tüketici kredilerindeki sıkılaştırma

eğiliminin sona erdiğine işaret etmekteydi. Son açıklanan anket verilerine göre bu eğilimde bir değişiklik olmadığı gözlenmektedir.



Anket, bankaların ticari kredilere yönelik sıkılaştırma eğilimlerinin ise son çeyrek itibarıyla durma noktasına yaklaştığına işaret etmektedir (Grafik 5.2.7). 2010 yılının ilk çeyreğinde ticari kredilerdeki iyileşme genele yaygınlaşırken faiz oranlarındaki düşüşün sürmesi bu kredi türü için sıkılaştırma eğiliminin önemli ölçüde ortadan kalktığına işaret eder niteliktedir. Kriz süresince bankaların sıkılaştırma eğilimine gerekçe olarak makroekonomik görünümdeki belirsizliği göstermesi ve makroekonomiye ilişkin açıklanan son verilerin kayda değer bir toparlanmaya işaret ediyor olması nedeniyle kredi standartlarındaki iyileşmenin devam ettiği tahmin edilmektedir.

Sonuç olarak, gerek ekonomideki canlanma gerekse faiz oranlarının düşük seviyelerde seyretmesi 2010 yılının ilk çeyreğinde kredi hacmindeki genişlemenin güçlenerek sürmesine yol açmıştır. Kredilerdeki artış eğilimine kredi standartlarındaki iyileşmenin de önemli bir katkı yaptığı düşünülmektedir. Söz konusu gelişmeler, geçmiş öngörülerle uyumlu olarak, para politikasının kredi piyasasına verdiği desteğin güçlü bir şekilde hissedilmeye başlandığına işaret etmektedir.

Uygulanan dengeleyici para ve maliye politikalarının iktisadi faaliyet üzerindeki gecikmeli etkileri ve risk algılamasındaki iyileşme ile kredi hacminin önümüzdeki dönemlerde de istikrarlı artışını sürdürmesi beklenmektedir. Yurt dışı kaynaklara erişimin kademeli ancak istikrarlı bir

şekilde iyileştiği, bankacılık sisteminin sağlam yapısını koruduğu ve kamu maliyesindeki duruşun yurt içi fonlar üzerinde baskı oluşturmadığı göz önüne alındığında kredilerdeki genişlemenin arz tarafındaki kısıtlarla sınırlanması ihtimalinin düşük olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte, işsizlik oranlarının bir müddet daha yüksek seviyelerde seyredecek olması, önümüzdeki dönemde kredi talebindeki artışı sınırlayacak bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır.

**Kutu
5.1****Para Politikası Kararlarının Piyasa Faizleri Üzerine Etkisi**

Politika faizlerinden finansal varlık fiyatlarına olan geçişkenlik, para politikası aktarım mekanizmasının ilk basamağını oluşturmaktadır. Finansal varlık fiyatlarındaki değişimler ise iktisadi faaliyetin önemli bileşenleri olan yatırım ve tüketim kararlarını etkilemektedir. Bu nedenle, politika faizlerinin finansal piyasalar üzerindeki etkilerini güvenli yöntemlerle tahmin etmek merkez bankaları için önem arz etmektedir.²

Para politikasının varlık fiyatları üzerindeki etkisinin ölçülmesinde içsellik probleminin dikkate alınması bulguların güvenilirliği açısından gerekli görülmektedir. Zira, iki değişkenin aynı yönde hareket ettiklerinin gözlenmesi nedensellik hakkında yeterli bilgi içermemektedir. İktisadi yazında bu sorunu çözmek için genellikle vaka çalışması yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemde, temel olarak, para politikası duyurularından hemen sonraki menkul kıymet fiyatları duyurudan hemen önceki fiyatlarla kıyaslanarak değişimler para politikası sürprizlerine atfedilmektedir.

Bu konuda Türkiye için yapılan kapsamlı bir çalışmada Aktaş ve diğerleri (2009) vaka çalışması yöntemiyle 2004-2008 dönemi için para politikasının 6, 12 ve 24 ay vadeli piyasa faizleri, İMKB 100 ve İMKB mali endeksleri, bazı risk primi göstergeleri ve döviz kurları üzerindeki etkisini incelemiştir. Bu çalışmada, faizler üzerindeki etki pozitif ve anlamlı bulunmuştur.³

Rigobon ve Sack (2004), vaka çalışması yöntemine alternatif olarak değişen oynaklığa dayalı genelleştirilmiş beklemler yöntemi (GMM) metodunu geliştirmişlerdir. Bu yöntemin, vaka çalışmasından daha zayıf varsayımlar gerektirdiğinden, daha güvenilir olduğu düşünülmektedir. Bu kutuda, söz konusu teknikler kullanılarak, Para Politikası Kurulu faiz kararı duyurusuna konu olan günlerde piyasa faizlerinin politika faizi sürprizlerine verdikleri tepkiler incelenmekte ve bu çerçevede aktarım mekanizmasına ilişkin çıkarımlarda bulunmaktadır.⁴

² Akademik yazında para politikası ve piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi çalışan bazı makaleler Ellingsen ve Soderstrom (2001), Rigobon ve Sack (2004), Ehrmann ve diğerleri (2005), Gürkaynak ve diğerleri (2005)'dir.

³ İnal (2006) vaka analizi ile para politikasının daha uzun vadeli faizler üzerindeki etkisine bakmakta ve Aktaş ve diğerleri'ne (2009) benzer sonuçlar bulmaktadır.

⁴ Daha ayrıntılı bilgi için bakınız Duran ve diğerleri (2010).

Piyasa faizleri olarak İMKB ikincil piyasasında işlem gören DİBS faizleri alınmıştır. İstenen her vadede piyasa faizi verisine düzenli zaman serisi olarak ulaşılamaması nedeniyle günlük İMKB verileri kullanılarak, gösterge faizi de dahil olmak üzere, farklı vadeler için hesaplanan getiri eğrisi tahminlerinden faydalanılmıştır.⁵ Politika faizi olarak bir ay vadeli DİBS faizi alınmıştır. Çalışmada kullanılan farklı vadelerdeki getiri eğrisi tahminleri Mart 2005'ten başladığı için örneklem olarak Mart 2005-Aralık 2009 dönemi seçilmiştir. Örneklem 60 adet faiz kararı dönemini kapsamaktadır. Faiz verileri bir önceki güne göre düzey farkı alınarak oluşturulmuştur. Vaka çalışması yöntemi sadece politika kararının açıklandığı günkü menkul kıymet fiyatı değişimlerini, değişen oynaklığa dayalı GMM yöntemi ise hem kararın açıklanmasından bir gün önceki hem de kararın açıklandığı günkü değişimleri karşılaştırmalı olarak kullanmaktadır.

Vaka çalışması ve değişen oynaklığa dayalı GMM yöntemi kullanılarak değişik vadelerdeki piyasa faizlerinin bir baz puanlık para politikası faizi sürprizine verdikleri tepkiler için elde edilen tahmin sonuçları Tablo 1'in ikinci ve dördüncü sütunlarında verilmektedir.

Tablo 1. DİBS Faizleri için Tahmin Sonuçları				
	Vaka Çalışması		GMM-Değişen Oynaklığa Dayalı	
	Tahmin	Std.hata	Tahmin	Std.hata
6 ay	0.731***	0.085	1.050***	0.061
9 ay	1.092***	0.120	1.769***	0.143
12 ay	1.005***	0.117	1.382***	0.178
15 ay	0.866***	0.110	0.915***	0.215
18 ay	0.770***	0.110	0.696***	0.193
Gösterge faiz	0.724***	0.112	0.623***	0.172
21 ay	0.716***	0.113	0.611***	0.168
24 ay	0.687***	0.115	0.558***	0.161
27 ay	0.670***	0.115	0.502***	0.172
30 ay	0.659***	0.114	0.447**	0.189
33 ay	0.648***	0.112	0.411**	0.197
36 ay	0.637***	0.110	0.399**	0.198

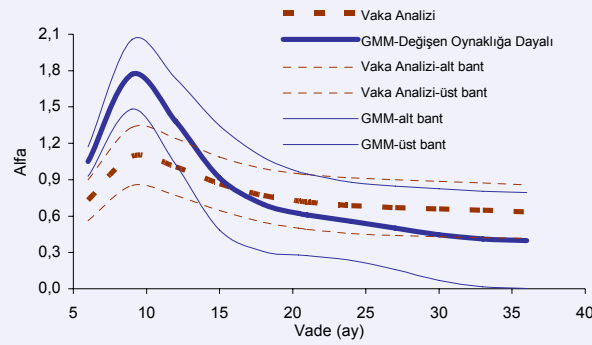
Notlar: Gösterge faizin ortalama vadesi 20.4 ay olarak alınmıştır. ***, ** ve *, sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerindeki istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Daha zayıf varsayımlara dayalı olduğu için daha güvenilir olduğu düşünülen GMM tahmin sonuçlarına göre 6-36 ay arası çeşitli vadelerdeki DİBS faizleri kısa vadeli faizdeki değişimlere anlamlı ve aynı yönde tepki vermektedirler. Bu tepkinin düzeyi 9 aydan uzun vadelerde aşamalı olarak düşmekte, bu nedenle politika faizi arttığında getiri eğrisinin eğimi azalmaktadır (Grafik 1). Kısa vadeli faizdeki 100 baz puanlık bir artış, 9 aylık faizi 177 baz puan, gösterge faizi 62 baz puan, 36 aylık faizi ise 40 baz puan artırmaktadır. Bu sonuçlar literatürde yer alan diğer ampirik bulgularla paralellik göstermektedir.

⁵ Getiri eğrisi tahmin yöntemi için bakınız: Akıncı ve diğerleri (2007).

Diğer taraftan, tahvil ve bono piyasası faizleri için elde edilen sonuçların her iki yöntemle de hem yön olarak aynı, hem de büyüklük olarak yakın olmaları sonuçların istatistiksel olarak güvenilir olduğuna işaret etmektedir.⁶ Bu bulgular, Türkiye’de tahvil ve bono piyasası esas alındığında, para politikası aktarımının ilk adımı olan politika faizlerinden finansal piyasalara aktarımın işlediğini göstermektedir.

Grafik 1. Farklı Vadelerdeki DİBS Faizlerinin Kısa Vadeli Faize Verdikleri Tepki (±2 standart hata bandı ile)



Kaynakça

- Akinci, Ö., B. Gürçihan, R. Gürkaynak ve Ö. Özel (2007), "Devlet İç Borçlanma Senetleri İçin Getiri Eğrisi Tahmini" *İktisat, İşletme ve Finans*, 22 (252), 5-25.
- Aktaş, Z., H. Alp, R. Gürkaynak, M. Kesriyeli ve M. Orak (2009), "Türkiye’de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi" *İktisat, İşletme ve Finans*, 24 (278), 9-24.
- Duran, M., R. Gürkaynak, P. Özlü ve D. Ünalmiş (2010), "TCMB Faiz Kararlarının Piyasa Faizleri ve Hisse Senedi Piyasaları Üzerine Etkisi" TCMB Ekonomi Notu, yayımlanma aşamasında.
- Ehrmann, M., M. Fratzscher ve R. Rigobon (2005), "Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission" NBER working paper no. 11166.
- Ellingsen, T. ve U. Soderstrom (2001), "Monetary Policy and Market Interest Rates" *American Economic Review*, 91 (5), 1294-1607.
- Gürkaynak, R., B. Sack ve E. Swanson (2005), "Do actions speak louder than words?" *International Journal of Central Banking*, 1 (1), 55-93.
- İnal, D.G. (2006), "Türkiye’de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerine Etkisi" TCMB Uzmanlık Tezi.
- Rigobon R. ve B. Sack (2004), "The Impact of Monetary Policy on Asset Prices" *Journal of Monetary Economics*, 51, 1553-1575.

⁶ Bu sonuçların güvenilirliğini sınamak için yapılmış olan tanınmış testlerin sonuçları da, diğer detaylar ile birlikte Duran ve diğerleri (2010) çalışmasında bulunabilir.

Kutu
5.2

Türkiye'de Para Politikasının Kriz Sonrası Süreçte Çıkış Stratejisi

Tüm dünyada merkez bankaları, aldıkları geniş kapsamlı önlemlerle küresel krizle mücadele sürecinde etkin rol üstlenmişlerdir. Bu kapsamda, politika faizleri küresel olarak hızlı biçimde düşürülmüş, finansal sistemin işleyişini kolaylaştırmak amacıyla ek likidite imkanları sağlanmıştır. Bunun yanı sıra, alışlagelmiş para politikası uygulamalarının krizle mücadelede yetersiz kalması üzerine, gelişmiş ülke merkez bankaları, bilançolarında yüksek miktarlarda genişlemeye yol açan olağan dışı para politikası uygulamalarıyla da finansal piyasalara likidite sağlama yoluna gitmişlerdir.

Bu dönemde, TCMB, krizin iktisadi faaliyet ve finansal sistem üzerindeki tahribatını en aza indirebilmek için para politikası araçlarını etkin bir biçimde kullanmıştır. Bu çerçevede, TCMB, enflasyon görünümü ve Türkiye'nin risk priminin görece olarak olumlu performansı doğrultusunda 2008 ve 2009 yıllarının Kasım ayları arasında toplam 1025 baz puan faiz indirimine giderek en yüksek miktarda faiz indirimine giden merkez bankası olmuştur.

Ancak, faiz kararlarının iktisadi faaliyet üzerinde etkili olabilmesi için finansal sistemin sağlıklı biçimde işliyor olması büyük önem taşımaktadır. Zira, parasal aktarım mekanizmasının etkin bir biçimde çalışabilmesi, politika faizinin para piyasalarına ve para piyasaları vasıtasıyla kredi piyasalarına tesir edebilmesine bağlıdır. Ne var ki, kriz süreçlerinde artan belirsizlik algılamaları ve riskten kaçınma eğilimi finansal sistemin işleyişini sekteye uğratabilmekte, bunun bir sonucu olarak para piyasalarında oynaklıklara sebep olabilmektedir. Finansal sistemde oluşan belirsizlik, finansal kuruluşların artan kredi riski algılamalarıyla birleşerek para politikası kararlarının kredi piyasaları üzerindeki etkilerini kısıtlayabilmektedir. Nitekim, bu durum kriz sürecinde birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomide gözlenmiş; politika faizlerinin yüksek miktarlarda düşürülmesine karşın para piyasası faizleri uzunca bir süre yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmiş, kredi piyasasının işleyişi durma noktasına gelmiştir.

Kriz koşullarının parasal aktarım mekanizması üzerindeki olumsuz etkilerinin farkında olan TCMB, son kriz sürecinde bir yandan yüksek miktarlarda faiz indirimlerine giderken, diğer yandan faiz indirimlerinin etkinliğini artırmak amacıyla gerek TL gerekse döviz piyasalarına yönelik dengeleyici likidite tedbirleri almıştır. Alınan tedbirlerin bir bölümü kriz sürecinde finansal sistemde ortaya çıkabilecek oynaklıkları önleme odaklıyken, diğer bir bölümü kredi piyasalarının sağlıklı biçimde işleyebilmesini sağlama amacı taşımaktadır.

Bu bağlamda değerlendirildiğinde, krizin finansal piyasalar üzerindeki etkilerinin hafiflemesi, kriz koşulları kapsamında finansal piyasalara dair riskleri azaltmaya yönelik alınan önlemlerin önümüzdeki dönemde kademeli bir biçimde geri alınmaya başlanmasını mümkün kılmaktadır. Bu kapsamda, krizin etkilerinin hafiflemesi ile birlikte döviz piyasalarına yönelik önlemlerin bir kısmı hali hazırda geri alınmış durumdadır. Küresel piyasalardaki normalleşme belirginleştikçe, sağlanan diğer imkanlar da aşamalı bir şekilde geri alınacaktır. Diğer taraftan, TCMB'nin krizin Türk lirası para piyasaları üzerinde oluşturduğu belirsizliği gidermeye yönelik önlemlerinden biri olan, piyasaya ihtiyacın üzerinde likidite sağlanması politikası çerçevesinde repo ihaleleri vasıtasıyla yapılan fonlamanın miktarı da para piyasalarındaki normalleşmeye paralel olarak kademeli bir biçimde azaltılmaya başlanmıştır.

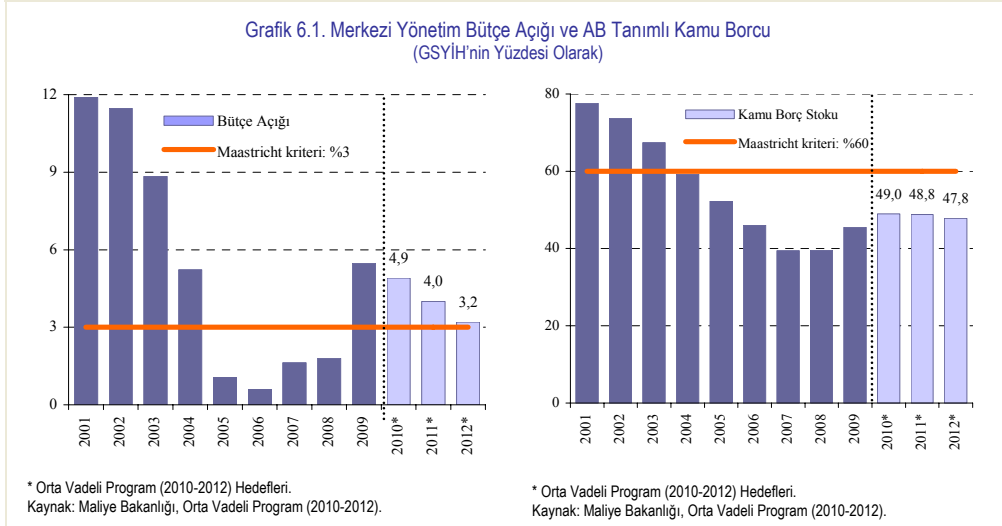
TCMB'nin piyasayı net fonlayıcı konumuna geçmesi, sadece krizin yoğun olduğu dönemlere özgü bir durum değildir. Kriz sürecinde tüm dünyada fon akışlarının zayıflaması ülkemize yönelik sermaye girişlerini yavaşlatarak kalıcı likidite açığının oluşmasına neden olmuştur. Likidite açığının kalıcı hale gelmesi, önümüzdeki dönemde teknik faiz ayarlamasına gidilmesini mümkün ve gerekli kılmaktadır. Bu çerçevede, TCMB'nin piyasayı fonlama miktarının azaltılması, yalnız para piyasasındaki normalleşme eğiliminin bir sonucu olarak değil, aynı zamanda teknik faiz ayarlaması sürecine geçişin bir aşaması olarak da algılanmalıdır. Zira, fonlama miktarı azaltılarak, teknik faiz ayarlaması öncesinde bankaların kalıcı likidite açığı koşullarına ve bu ayarlama ile biçimlenecek yeni sisteme uyum sağlamaları amaçlanmaktadır. Bu çerçevede, teknik faiz ayarlamasının zamana yayılarak aşamalı bir biçimde gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Teknik faiz ayarlamasına geçiş sürecinde, TCMB repo ihaleleri ile yaptığı fonlamayı tedricen azaltsa da halen piyasayı ihtiyacından fazla miktarlarda fonlamaya devam edecektir. Teknik faiz ayarlaması süreci tamamlandığında ise, TCMB, fonlama miktarını belirlerken piyasa ihtiyacının üzerinde fonlama yapmayacak bankacılık sistemi likidite açığını dikkate alacaktır. Bu süreçte, bir hafta vadeli repo ihalesi faizi politika faizi olacak ve ihaleler sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemine göre gerçekleştirilecektir.

Diğer taraftan, mevcut durumda kredi piyasalarındaki toparlanma hızının, enflasyonist baskı veya finansal istikrar için risk oluşturabilecek düzeyin altında olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle, kriz sürecinde kredi piyasalarına yönelik alınan tedbirlerin kaldırılmasında acele edilmeyecektir. Bu bağlamda, üç aylık repo ihalelerine, miktarı likidite gelişmelerine bağlı olarak zaman zaman değişebilecek olsa da, devam edilecektir. Benzer şekilde, Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında da mevcut koşullarda bir değişiklik öngörülmemektedir.

Sonuç olarak, krizden çıkış stratejisi çerçevesinde, öncelikle krizle mücadele kapsamında finansal sisteme yönelik riskleri azaltmayı amaçlayan önlemlerin geri çekilmesi planlanmaktadır. Öte yandan, küresel kriz sonrası piyasada TL likidite açığının kalıcı hale gelmesiyle, önümüzdeki dönemde teknik faiz ayarlaması için gerekli koşulların oluşacağı öngörülmektedir. Kredi piyasalarına yönelik likidite önlemlerinin ise yakın dönemde geri alınması planlanmamaktadır. Bu noktada, TL ve döviz cinsi likidite uygulamalarının birincil amacının parasal aktarım mekanizmasının sağlıklı işleyebilmesini sağlamak, böylelikle politika faizi seviyesi ile belirlenen para politikası duruşunun etkinliğini artırmak olduğu tekrar vurgulanmalıdır. Önümüzdeki dönemde de, politika faizi dışındaki para politikası araçları, para politikasının etkinliğini artırmak ve ekonomiye dair riskleri azaltmak amacıyla kullanılabilir.

6. Kamu Maliyesi

Küresel ekonomik krizin etkilerini hafifletmeye yönelik olarak uygulanan geniş kapsamlı mali teşvik politikaları, gelişmiş ülkelerde daha belirgin olmak üzere kamu mali açığının ve borç stokunun küresel ölçekte artmasına neden olmuştur. Buna ilaveten, iktisadi faaliyetteki daralmaya bağlı olarak vergi gelirlerinde ortaya çıkan düşüşler de, bütçe açıklarındaki artışları hızlandırıcı yönde bir etki yapmıştır. Kamu mali dengelerinde yaşanan küresel eğilime paralel olarak ülkemizde de 2009 yılında kamu kesimi bütçe açığının ve borç stokunun milli gelire oranlarında kayda değer artışlar söz konusu olmuştur (Grafik 6.1).



Bu dönemde, yurt içi talepteki daralma nedeniyle vergi gelirlerinin düşmesi ve istihdamdaki gerilemeye bağlı olarak başta Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK)'na yapılan cari transferler olmak üzere faiz dışı harcamaların artması, bütçe açığındaki artışın başlıca nedenleri olmuştur. Diğer yandan, küresel krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini hafifletmek ve iç talebi canlandırmak amacıyla alınan mali önlemler de bütçe dengesi üzerinde ek baskıya yol açmıştır. Bu gelişmeler sonucunda merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranı 2009 yılında belirgin bir artış göstererek yüzde 5,5 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ancak bu oran, OVP'de GSYİH'nin yüzde 6,6'sı olarak öngörülen seviyenin altındadır. Yılın son çeyreğinde iktisadi faaliyette gözlenen canlanmaya paralel olarak vergi gelirleri OVP öngörülerinin üzerinde artarken, faiz giderleri de beklenenden daha düşük gerçekleşmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak, 2009 yılında AB tanımlı kamu borç stokunun

GSYİH'ye oranı da yüzde 45,5 ile yine OVP'de öngörülen yüzde 47,3'lük düzeyin altında gerçekleşmiştir (Grafik 6.1).

2009 yılının ikinci yarısından itibaren iktisadi faaliyetteki canlanmanın OVP'de öngörülenden daha güçlü olması, bütçe gelirlerinin tahmin edilenin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmesini sağlamaktadır. Ortaya çıkan bu mali alanın tasarruf edilmesi, ilerleyen dönemlerde dolaylı vergilerdeki artış gereksinimini azaltarak enflasyonda görülebilecek dalgalanmaları sınırlayacaktır. Bu bağlamda, mali disipline ilişkin OVP'de öngörülen kurumsal ve yapısal iyileştirmelerin hayata geçirilmeye devam etmesi önemini korumaktadır.

Bilindiği gibi, OVP'de 2011 yılından itibaren mali kural uygulamasına geçileceği kamuoyuna duyurulmuş, kamu mali yönetiminin belirlenen mali kural ile uyumlu olarak yürütüleceği belirtilmiştir (Kutu 6.1). Uygulanacak mali kural çerçevesinde, orta-uzun vadede kamu açığının milli gelire oranının sürdürülebilir bir borç yapısı ile uyumlu bir düzeyde gerçekleşmesi hedeflenmektedir. Mali kural uygulamaları üzerine yapılan ampirik çalışmalar, kuralların uygulandığı ülkelerde mali performansın iyileştiğini ortaya koymaktadır (Kutu 6.1). Ülkemizde de mali kural uygulaması, gerek maliye politikasının orta-uzun dönem öngörülebilirliğini artırarak beklentilerin daha iyi yönetilmesi, gerekse borç sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları azaltarak makroekonomik istikrarı desteklemesi bakımından önem taşımaktadır. Kamu mali dengesinde sağlanacak iyileşmeler, aynı zamanda, kamu kesiminin finansal piyasalar üzerindeki baskınlığını azaltarak para politikasının daha etkin bir şekilde uygulanmasına olanak tanıyacaktır.

6.1. Bütçe Gelişmeleri

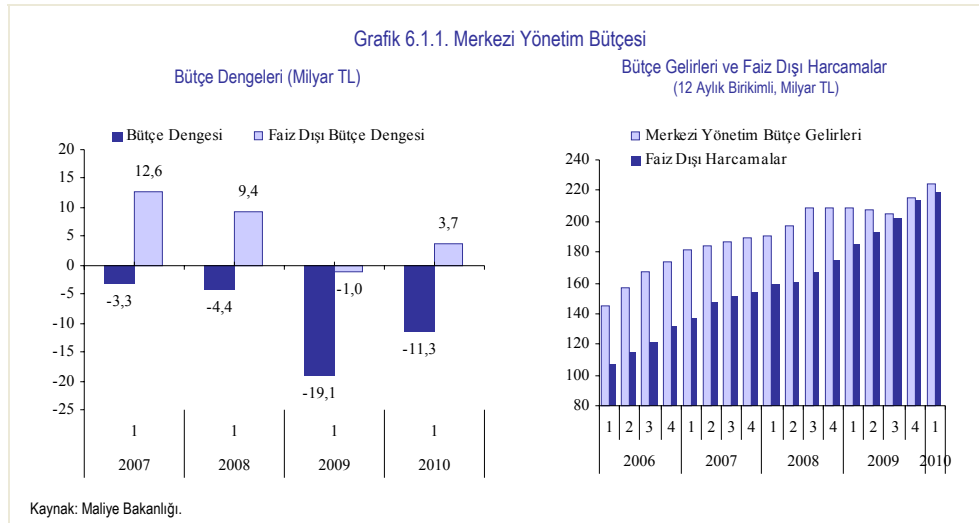
Merkezi yönetim bütçesi 2010 yılının ilk çeyreğinde 11,3 milyar TL açık verirken, faiz dışı denge 3,7 milyar TL fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). 2009 yılının aynı döneminde açık veren faiz dışı denge kaleminin 2010 yılında fazlaya dönmesi ve faiz harcamalarının yüzde 17,1 oranında gerilemesi merkezi yönetim bütçe açığını önemli oranda azaltmıştır. Faiz dışı fazla performansındaki iyileşme temelde iktisadi faaliyette gözlenen canlanmaya paralel olarak yükselen vergi gelirlerinden kaynaklanmaktadır.

Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri
(Milyar TL)

	2009Ç1	2010Ç1	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	66,42	68,37	2,93	23,82
Faiz Giderleri	18,09	15,00	-17,09	26,43
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	48,33	53,37	10,43	23,18
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	47,30	57,03	20,58	24,09
I. Vergi Gelirleri	38,14	47,90	25,58	24,78
II. Vergi Dışı Gelirler	7,29	6,82	-6,51	18,61
Bütçe Dengesi	-19,13	-11,34	-	22,60
Faiz Dışı Dengesi	-1,04	3,66	-	55,75

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Küresel krizin derinleştiği 2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren faiz dışı harcamalar hızlanırken merkezi yönetim bütçe gelirlerindeki artış duraklamıştır. 2009 yılının son çeyreğinde ise iktisadi faaliyetlerdeki canlanmaya paralel olarak vergi gelirlerinde belirgin bir iyileşme gözlenmiştir (Grafik 6.1.1). Vergi gelirlerindeki olumlu gelişmeler merkezi yönetim bütçe dengesi ile faiz dışı bütçe dengesinin 2010 yılının ilk çeyreği itibarıyla önceki yıla göre yüksek performans sergilemesinde önemli rol oynamıştır (Grafik 6.1.1).



Merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderleri 2010 yılının ilk çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 10,4 oranında artış göstermiştir. Faiz dışı harcamalar içindeki ana kalemlerden cari transferler ve personel giderleri sırasıyla yüzde 14,6 ve yüzde 11,9 oranında artarken, mal ve hizmet alım giderleri yüzde 12,5 oranında azalmıştır. Bu azalışta, kamu personeli sağlık giderlerinin genel sağlık sigortası kapsamında karşılanması nedeniyle sağlık giderlerinde oluşan azalma ile yeşil kartlıların sağlık giderlerinde ortaya çıkan düşüş etkili olmuştur. Diğer yandan, SGK'ya devlet primi giderlerinde gerçekleşen yüzde 55,7 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. Cari transferler içinde önemli bir kalem olan gelirden ayrılan paylar ise vergi gelirleri tahsilatındaki yüksek performansın etkisiyle yüzde 31,2 oranında artmıştır (Tablo 6.1.2).

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

	2009Ç1	2010Ç1	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	48,33	53,37	10,43	23,18
1. Personel Giderleri	14,50	16,22	11,92	26,88
2. SGK Devlet Primi Giderleri	1,77	2,75	55,65	24,79
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	4,80	4,20	-12,48	16,68
a) Savunma-Güvenlik	1,26	1,06	-15,86	11,59
b) Sağlık Giderleri	1,76	1,12	-36,15	23,36
4. Cari Transferler	24,18	27,72	14,64	27,13
a) Görev Zararları	1,47	0,97	-34,18	22,46
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	13,18	14,78	12,15	25,62
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	2,36	3,16	34,35	56,47
d) Gelirden Ayrılan Paylar	5,02	6,58	31,15	27,52
5. Sermaye Giderleri	1,11	1,01	-8,85	5,35
6. Sermaye Transferleri	0,39	0,28	-27,43	8,20

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2010 yılının ilk çeyreğinde merkezi yönetim genel bütçe gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 20,4 oranında yükselmiştir. Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüzde 25,6 oranında artarken, vergi dışı gelirler ise yüzde 6,5 oranında azalmıştır. Gelir vergisi dışındaki belli başlı vergi türlerinin tamamında önemli oranda yükselişler kaydedilmiştir (Tablo 6.1.3). Özellikle tüketime dayalı vergilerde görülen yüksek oranlı artışlar, 2009 yılının ilk çeyreğindeki daralmanın yarattığı baz etkisinin kısmi yansıması olmakla birlikte, 2009 yılının son çeyreğinde ekonomik faaliyette görülmeye başlayan canlanmanın 2010 yılının ilk çeyreğinde sürdüğüne işaret etmektedir. Diğer yandan, vergi dışı gelirler, sermaye gelirlerindeki yüksek oranlı düşüş nedeniyle önceki yılın aynı dönemdeki seviyesinin gerisinde kalmıştır. Söz konusu gelişmede, 2009 yılının Şubat ayında işsizlik sigortası fonundan bütçeye aktarılan 1,3 milyar TL tutarındaki sermaye gelirinin yarattığı baz etkisi etkili olmuştur.

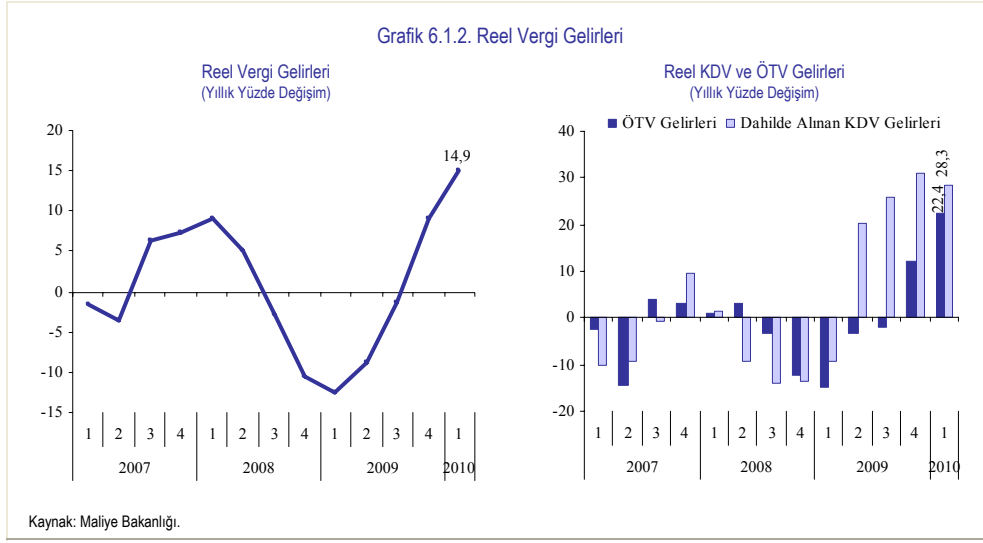
Tablo 6.1.3. Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri
(Milyar TL)

	2009Ç1	2010Ç1	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Genel Bütçe Gelirleri	45,44	54,72	20,43	23,80
I-Vergi Gelirleri	38,14	47,90	25,58	24,78
Gelir Vergisi	9,44	9,59	1,60	23,10
Kurumlar Vergisi	4,02	4,63	15,12	25,75
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	4,15	5,81	39,95	25,69
Özel Tüketim Vergisi	8,74	11,68	33,71	21,39
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	4,87	7,67	57,59	25,47
II-Vergi Dışı Gelirler	7,29	6,82	-6,51	18,61
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	1,23	1,67	36,57	24,78
Faizler, Paylar ve Cezalar	4,32	4,56	5,59	25,61
Sermaye Gelirleri	1,34	0,06	-95,75	0,54

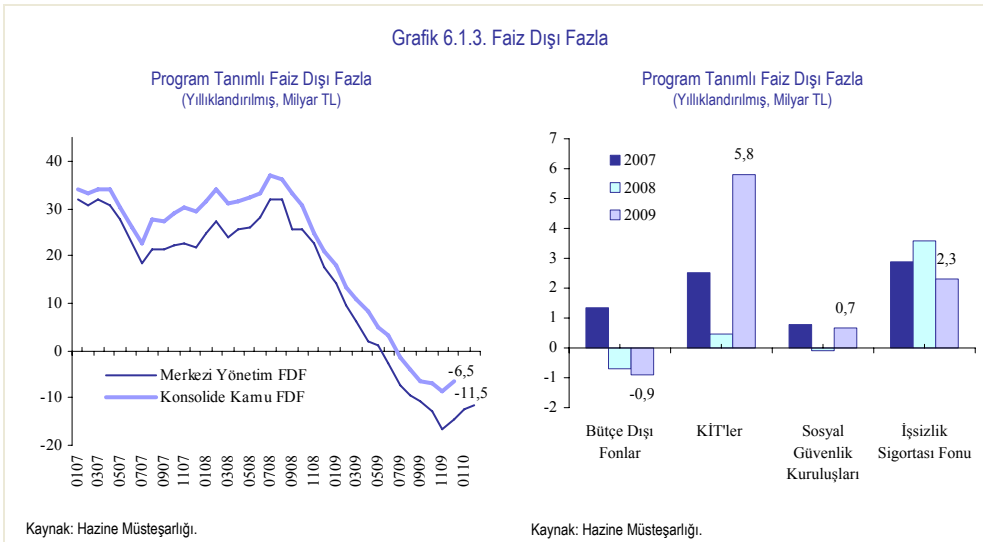
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Vergi gelirleri reel bazda değerlendirildiğinde, 2008 yılının üçüncü çeyreğinde başlayan yıllık daralma eğiliminin, özel tüketim talebindeki toparlanmayla birlikte 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yavaşladığı ve 2009 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren yerini güçlü bir artış eğilimine bıraktığı görülmektedir. 2010 yılının ilk çeyreği itibarıyla vergi gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak yüzde 14,9 oranında artmıştır (Grafik 6.1.2). Söz konusu artışta, 2009 yılının ilk çeyreğinin vergi gelirleri tahsilatı açısından kötü bir dönem olmasından kaynaklanan baz etkisinin yanı sıra 2010 yılının başında yapılan vergi ayarlamaları da etkili olmuştur. Nitekim, 2010 yılının ilk çeyreği itibarıyla Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) ve dahilde alınan Katma Değer Vergisi (KDV) tahsilatı önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak sırasıyla yüzde 22,4 ve yüzde 28,3 oranında yükselmiştir (Grafik 6.1.2). ÖTV tahsilatındaki yüksek oranlı artışta, akaryakıt ve tütün ürünlerinden alınan maktu vergi oranlarında Ocak ayında yapılan zamlar da belirleyici olmuştur.

2010 yılının ilk çeyreğinde vergi gelirlerinde görülen yüksek oranlı artışın, baz etkisinin ortadan kalkmasıyla birlikte sonraki çeyreklerde yavaşlayacağı ancak yıl boyunca olumlu görünümünü sürdüreceği tahmin edilmektedir. İktisadi faaliyetteki toparlanmanın OVP’de öngörülenin üzerinde seyretmesine paralel olarak vergi gelirlerinin 2010 yılında bütçe kanununda hedeflenen seviyenin belirgin olarak üzerinde gerçekleşeceği düşünülmektedir.



12 aylık birikimli olarak bakıldığında, 2008 yılının Eylül ayından itibaren belirgin olarak bozulan kamu sektörü faiz dışı dengesinin iktisadi faaliyette gözlenen toparlanmanın vergi gelirleri üzerindeki olumlu yansımalarının belirginleşmesi ve baz etkisinin güçlenmesiyle birlikte Kasım ayından itibaren düzelmeye eğilimine girdiği izlenmektedir (Grafik 6.1.3). Öte yandan, 2009 yılında merkezi yönetim faiz dışı dengesinin büyük oranda kötüleşmesine karşın, Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT)'nin faiz dışı fazlasının önceki iki yıla göre önemli miktarda iyileştiği dikkat çekmektedir. Ayrıca, 2009 yılında bütçe dışı fonların faiz dışı fazla performansı önceki yıllara kıyasla kötüleşirken, sosyal güvenlik kuruluşlarının faiz dışı fazla performansı 2008 yılına göre bir miktar iyileşmiş, İşsizlik Sigortası Fonu'nun faiz dışı fazla performansı ise kötüleşmiştir (Grafik 6.1.3).

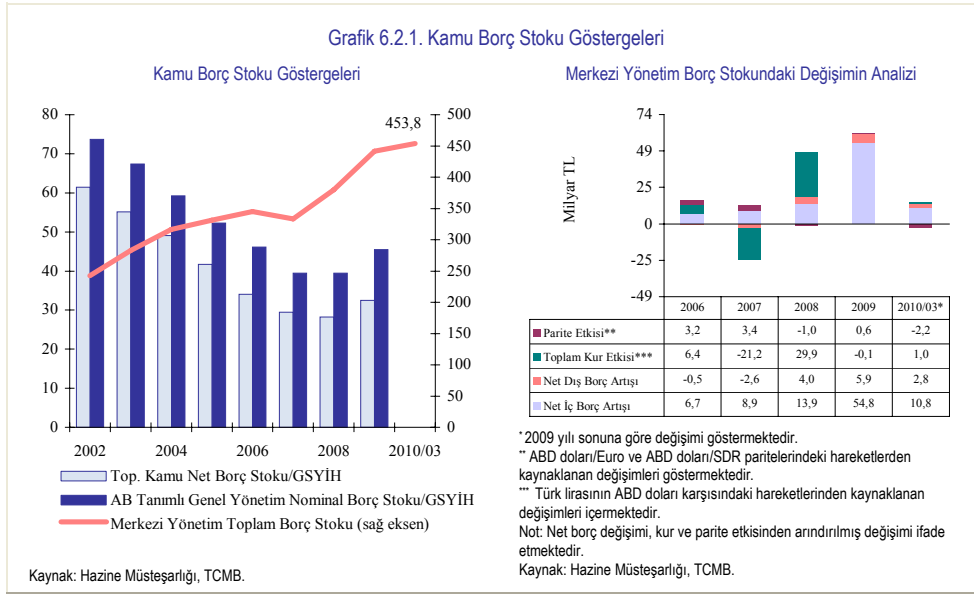


2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren hızlanan merkezi yönetim faiz dışı bütçe harcamalarına paralel olarak, 2009 yılında kamunun tüketim harcamalarının GSYİH büyümesine yaptığı katkı artmıştır. 2010 yılının ilk çeyreğinde harcamaların artış hızında bir miktar yavaşlama gözlenmekle birlikte, faiz dışı harcamaların GSYİH içindeki payının ulaştığı yüksek seviye göz önüne alındığında, önümüzdeki dönemde kamu harcamalarının iktisadi faaliyeti destekleyici etkisinin azalarak da olsa devam edeceği tahmin edilmektedir. Bu doğrultuda, Rapor'un son bölümünde sunulan orta vadeli tahminler oluşturulurken, 2010 yılında kamu harcamalarının iktisadi faaliyete verdiği desteğin sürdüğü, 2011 yılından itibaren ise nötr duruş aldığı bir çerçeve esas alınmaktadır.

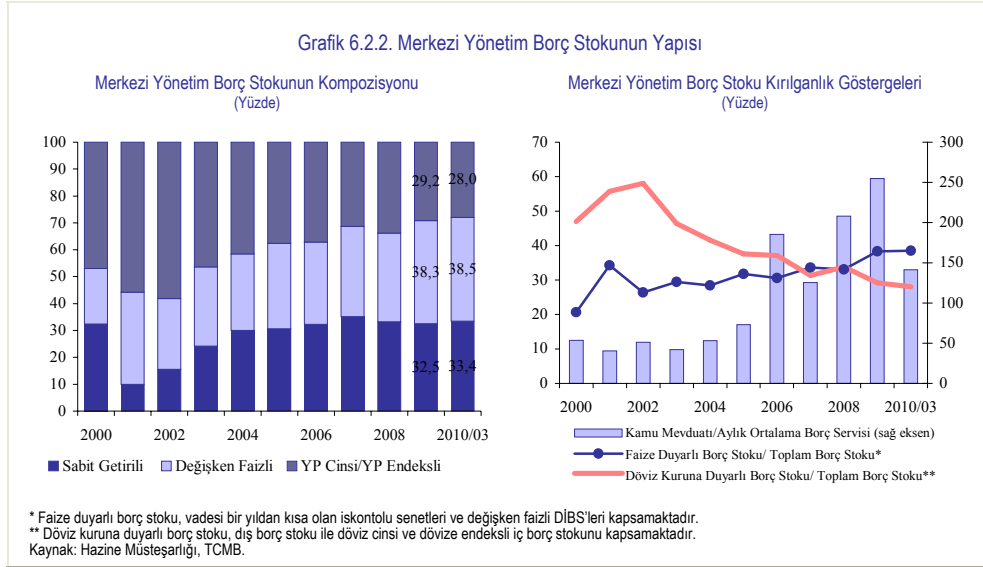
6.2. Borç Stokundaki Gelişmeler

Geçtiğimiz yıllarda uygulanan basiretli maliye politikaları çerçevesinde kamu borç yükü hızla azaltılmış, borcun vade ve döviz kompozisyonunda önemli iyileştirmeler sağlanmıştır. Bununla birlikte, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren toplam kamu sektörü faiz dışı fazlasının hızla gerilemesine paralel olarak kamu sektörünün borçlanma ihtiyacı önemli oranda artmış ve 2009 yılının sonu itibarıyla kamu borç stoku göstergelerini olumsuz etkilemiştir. Söz konusu dönemdeki yüksek iç borç çevirme oranına rağmen, bankacılık sektörünün DİBS'lere olan talebinin güçlü olması, kamu borçlanma maliyetleri üzerinde baskı oluşmasını engellemiştir.

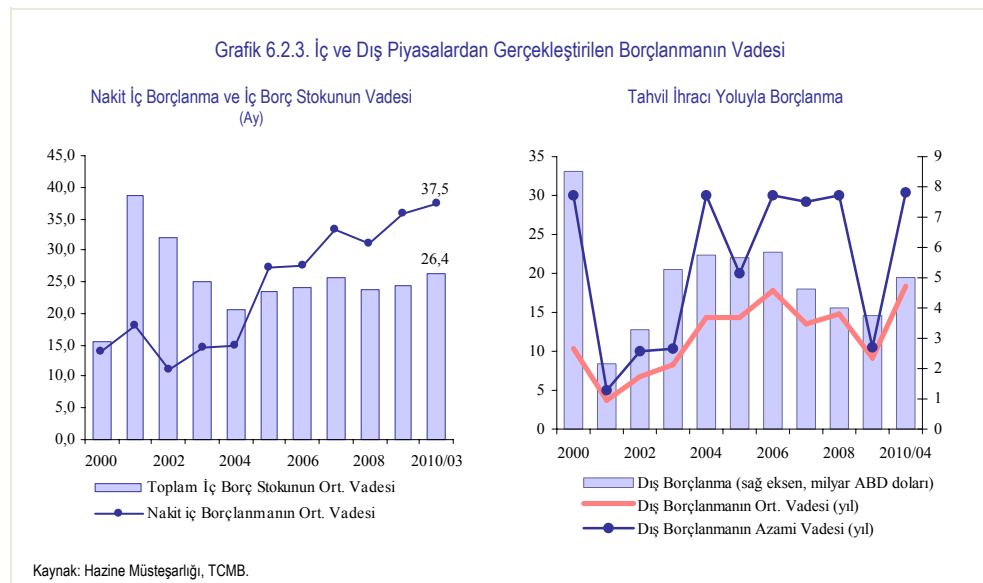
2010 yılının ilk çeyreği itibarıyla, merkezi yönetim borç stoku 2009 yılı sonuna göre yüzde 2,8 oranında artış göstererek 453,8 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Merkezi yönetim borç stokundaki değişim incelendiğinde, net iç borç değişiminin 10,8 milyar TL, net dış borç değişiminin 2,8 milyar TL, toplam kur etkisinin ise 1 milyar TL tutarında merkezi yönetim borç stokunu artırdığı görülmektedir. Diğer yandan, parite değişimleri merkezi yönetim borç stokunu azaltıcı yönde etkilemiştir (Grafik 6.2.1). 2009 yılı itibarıyla, toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı yüzde 32,5'e, AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı ise yüzde 45,5'e yükselmiştir (Grafik 6.2.1). 2002 yılından itibaren belirgin bir düşüş eğilimi içinde olan kamu borç stoku oranları, 2009 yılında kamunun sergilediği düşük faiz dışı fazla performansının sonucu olarak artış göstermiştir.



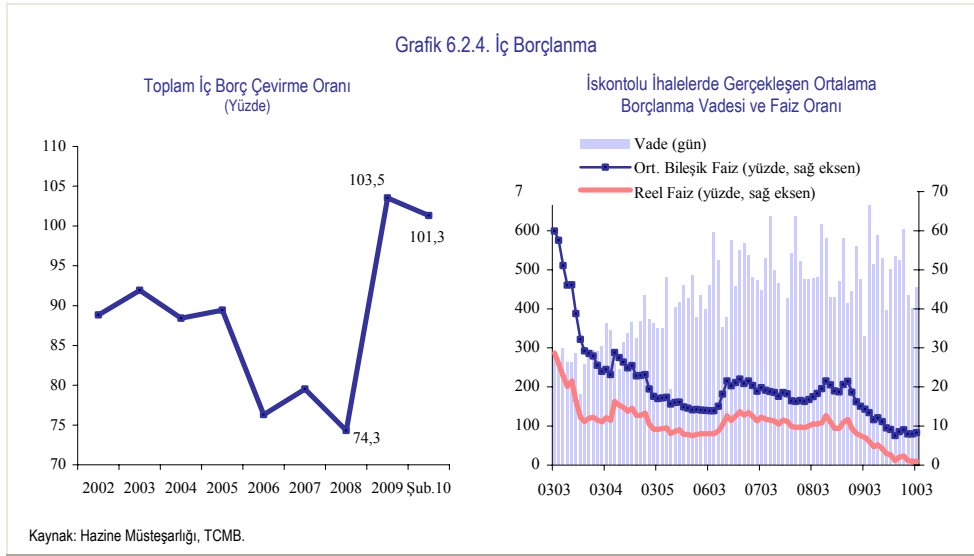
2003 yılından bu yana stratejik ölçütler çerçevesinde uygulanan borç ve risk yönetimi politikalarının ve sağlanan makroekonomik istikrarın katkısıyla kamu sektörü borç portföyünün likidite ve döviz kuru risklerine karşı duyarlılığı önemli ölçüde azalmıştır. Son dönemlerde merkezi yönetim borç stoku içinde döviz kuruna duyarlı (döviz cinsinden ve dövize endekli) borç senetlerinin payı azalırken, değişken faizli borç senetlerinin payının arttığı göze çarpmaktadır. 2010 yılının Mart ayı itibarıyla da söz konusu eğilimin sürdüğü görülmektedir (Grafik 6.2.2). 2010 yılı Hazine finansman programına göre, 2010 yılında piyasa koşullarına bağlı olarak, döviz cinsi iç borç itfalarının azami yüzde 50'si oranında döviz cinsi iç borçlanma yapılması planlanmaktadır. Bu çerçevede, merkezi yönetim borç stoku içinde döviz kuruna duyarlı olan kısmın 2010 yılı boyunca gerilemeye devam etmesi, değişken faizli ve sabit getirili borç senetlerinin paylarının ise artması beklenmektedir.



Likidite riskinin azaltılması yönünde uygulanan finansman stratejisine bağlı olarak, kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı 2010 yılının Mart ayında yüzde 141,3 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.2). Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesinin 2009 yılı ortalamasına göre uzamasına paralel olarak toplam iç borç stokunun ortalama vadesi de 2010 yılı Mart ayında 26,4 aya çıkmıştır (Grafik 6.2.3). Ayrıca, 2010 yılının Nisan ayı itibarıyla tahvil ihracı yoluyla 5 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli dış borçlanma gerçekleştirilmiş ve söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 18,4 yıl olmuştur (Grafik 6.2.3).



İskontolu Hazine bonusu ihalelerinde aylık ağırlıklı ortalama olarak gerçekleşen ex-ante reel faizler 2009 yılının başından itibaren hızlı bir şekilde gerileyerek, 2010 yılının Mart ayında yüzde 1'e düşmüştür (Grafik 6.2.4). İç borçlanma gereksinimindeki artışa karşın, reel iç borçlanmanın maliyetinin yakın geçmişteki en düşük seviyelerine gerilemiş olması kamu borcunun sürdürülebilirliği ile ilgili endişeleri büyük ölçüde gidermiştir.



2002 yılından itibaren yüzde 100'ün altında seyreden toplam iç borç çevirme oranı, 2008 yılında yüzde 74,2 seviyesine kadar gerilemiştir. 2009 yılındaki yüksek bütçe açığının büyük ölçüde iç borçlanma yoluyla finanse edilmesi nedeniyle yüzde 103,5 oranına ulaşan iç borç çevirme oranı, 2010 yılının ilk iki ayı itibarıyla yüzde 101,3 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.4). Hazine Müsteşarlığı toplam iç borç çevirme oranının yılın kalan aylarında gerileyeceğini ve 2010 yılının tamamında yüzde 95 dolayında gerçekleşeceğini tahmin etmektedir. İç borç çevirme oranındaki düşüş, artan kamu kesimi borçlanma ihtiyacının özel sektörün kaynaklarını dışlamaması ve para politikası kararlarının etkinliğini sınırlamaması açısından önem taşımaktadır.

Kutu
6.1

Mali Kural: Genel Çerçeve ve Türkiye İçin Planlanan Uygulama

I. Mali Kuralın Genel Çerçevesi ve Ülke Uygulamaları

Mali kural, kamunun bütçe ve borç dinamiklerine ilişkin basit sayısal hedefler tanımlanarak maliye politikasına kalıcı kısıtlar getirilmesi şeklinde tanımlanabilir (Debrun *et al.*, 2008). Mali kuralın ilk uygulanma biçimi yaklaşık 150 yıl önce ortaya çıkmış (19. yüzyılın ortalarında ABD'nin birçok eyaletinde ve 1920'lerden itibaren İsviçre'nin kantonlarında), II. Dünya Savaşı sonrası dönemde ise (Almanya, İtalya, Japonya ve Hollanda) yürürlüğe koyulan istikrar programlarının temel dayanağını mali kurallar oluşturmuştur (Kopits, 2001). 1990'lı yılların başlarında sınırlı sayıda ülke tarafından uygulanan mali kural, mali disiplin ve borç sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıların belirginleşmesiyle günümüzde daha sistematik bir nitelik kazanarak hızla yaygınlaşmıştır. 2009 yılı itibarıyla 21'i gelişmiş, 33'ü gelişmekte olan ve 26'sı da az gelirlili olmak üzere toplam 80 ülke ulusal ve/veya uluslar üstü düzeyde mali kural uygulamaktadır (IMF, 2009).

Mali kurallar, değişik amaçlara yönelik olarak kullanılabilirle birlikte, temelde borç sürdürülebilirliğine ilişkin özellikleri bakımından (Tablo 1) dört sınıfta tanımlanmaktadır (IMF, 2009):

- I. **Bütçe dengesi kuralları:** Genel denge, yapısal veya çevrime göre uyarlanmış (cyclically adjusted) denge ve çevrim boyunca (over the cycle) bütçe dengesi¹ olarak tanımlanabilmekte ve borcun GSYİH'ye oranının belli bir sınıra yakınsaması amaçlanmaktadır. Faiz dışı denge kuralı ise, faiz ödemelerindeki artışların bütçe dengesi ve kamu borcunu etkilemesine rağmen bir uyarılama gerektirmemesi nedeniyle borç sürdürülebilirliği ile daha az bağlantılıdır.
- II. **Borç kuralları:** Kamu borcunun GSYİH'ye oranı için belirli bir sınır veya hedef tanımlanmaktadır. Bu kural, borcun belirli bir hedef değerin üzerinde olduğu durumlarda maliye politikasının yönünü belirlemede etkili olmakla beraber, borcun hedef değerinin altında kaldığı dönemlerde, maliye politikasının nasıl şekillenmesi gerektiğini belirlememektedir.

¹ Çevrim boyunca bütçe dengesi, yıllık hedefler belirleyen yapısal veya çevrime göre uyarlanmış bütçe dengesinden farklı olarak, hükümetin tam bir ekonomik çevrim boyunca ortalama bir nominal bütçe dengesi hedefine ulaşmasını ifade eder.

III. Harcama kuralları: Bu kurallarda toplam, faiz dışı veya cari harcamalara; mutlak değer, artış oranı veya GSYİH'ye oran olarak kalıcı sınırlar getirilmektedir. Harcama kuralları gelirler tarafına kısıt getirmediğinden borç sürdürülebilirliği amacı ile doğrudan bağlantılı değildir. Yine de, borç veya bütçe dengesi kuralları ile birlikte uygulandıklarında, sürdürülebilirlikle uyumlu mali dengenin sağlanmasında işlevsel bir araç olarak kullanılabilir.

IV. Gelir kuralları: Bu kurallar gelirlere ilişkin tavan ve taban belirlemek suretiyle toplam geliri kontrol etmeyi ve/veya vergi yükünü dengelemeyi amaçlamaktadır. Bu kurallar da, harcamalara yönelik herhangi bir kısıtlama getirmediğinden, kamu borcunun denetim altına alınmasında doğrudan etkili değildir.

Mali kurallar, iktisadi konjonktürdeki dalgalanmalara (çevrimler) karşı ima ettikleri politika tepkisi bağlamında farklılaşmaktadır. Genel bütçe dengesi, faiz dışı denge ve borç kuralları, iktisadi faaliyetteki dalgalanmaları yumuşatma konusunda (dengeleyici maliye politikası) en düşük düzeyde esnekliğe sahip olan kurallardır (Tablo 1). Yapısal veya çevrime göre uyarlanmış denge kuralı, ihtiyari (discretionary) mali teşvikleri dışlamakla birlikte, iktisadi faaliyette ortaya çıkan dalgalanmalar karşısında otomatik dengeleyicilerin² tam olarak işlemesine olanak tanıdığından, ekonomik istikrarın sağlanmasında etkilidir. Diğer taraftan, "çevrim boyunca" bütçe dengesi kuralı, hem ihtiyari hem de zamanlar arası uyarlamalara olanak tanımaktadır. Harcama kuralları, vergi gelirlerindeki çevrimsel ve ihtiyari değişimleri dışlamamakla birlikte, ihtiyari harcamalara genelde imkan tanımaz. Gelir kuralları ise, gelir tarafındaki otomatik dengeleyicilerin işlemesini sınırladığından, iktisadi faaliyetteki dalgalanmaları yumuşatma özelliğine sahip değildir.

Tablo 1. Değişik Mali Kural Türlerinin Temel Amaçlara Göre Özellikleri*

Mali Kural Türü	Amaçlar		
	Borç Sürdürülebilirliği	Ekonomik İstikrar	Kamu Kesiminin Büyüklüğünün Sınırlanması
Genel Denge	++	-	0
Faiz Dışı Denge	+	-	0
Çevrime Göre Uyarlanmış Denge	++	++	0
Çevrim Sırasında Bütçe Dengesi	++	+++	0
Kamu Borcunun GSYİH'ye Oranı	+++	-	-
Harcama	+	++	++
Gelir			
Gelir tavanları	-	-	++
Gelir tabanları	+	+	-
Beklenmedik gelirlere yönelik sınırlar	+	++	++

* Amaca yönelik olarak artı işaretler (+) güçlü özelliğe, eksi işaretler (-) zayıf özelliğe, sıfırlar (0) ise tarafsızlığa işaret etmektedir.
Kaynak: IMF, Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, December 16, 2009.

² Otomatik dengeleyiciler, maliye politikasının doğrudan müdahalesi olmaksızın iktisadi faaliyette ortaya çıkan dalgalanmaların etkisini hafifleten vergi ve transferler gibi kamu maliyesi unsurlarıdır.

Kamu kesiminin büyüklüğünü sınırlamaya ve nesiller arası eşitliği sağlamaya yönelik olarak da mali kurallar kullanılmaktadır. Harcama ve gelir tavanı kuralları, kamu kesiminin büyüklüğünün sınırlandırılması işlevini üstlenmektedir (Tablo 1). Buna ilaveten, bütçe dengesi kuralları doğal kaynaklardan sağlanan kamu varlıklarının tasarruf edilmesi yoluyla nesiller arası eşitliğin desteklenmesi amacıyla yönelik olarak kullanılabilir. Gelir kuralları da belli sektörler (eğitim, sağlık, vb.) için kaynak tahsisinde bulunarak öncelikli harcamaları desteklemekte işlevsel olabilmektedir.

Zamanla ülkeler tek bir kural yerine borç sürdürülebilirliği ile yakından ilgili olan bir kurallar bileşkesi uygulamaya başlamışlardır. 2009 yılının başları itibarıyla mali kural uygulayan ülkelerin önemli bir kısmı bütçe dengesi ve borç hedefi kurallarını birlikte kullanılmaktadır (Tablo 2). Bu durum, hükümetlerin kural tercihlerinin mali sürdürülebilirlikle yakından ilgili olduğunu göstermektedir. Yükselen piyasa ekonomilerinde de daha çok mali sürdürülebilirlik kaygılarıyla bu iki tip kuralın genellikle birlikte uygulandığı dikkat çekmektedir.

Tablo 2. Mali Kuralların Uluslararası Karşılaştırması

	Kural Türü ¹	Planlama Ufku ²	Kapsam ³	Yasal Çerçeve ⁴
Gelişmiş Ülkeler				
Almanya	HK, BDK, BK	Yıllık (HK çok yıllık)	GD, MY	UA, A
Avusturya	BDK, BK	Yıllık	GD, MY	UA, YD
Danimarka	HK, GK, BDK, BK	ÇU veya çok yıllık	GD	UA, ST
Fransa	HK, GK, BDK, BK	Yıllık (HK çok yıllık)	GD, MY	UA, YD, ST
Hollanda	HK, GK, BDK, BK	Çok yıllık harcama tavanı	GD	UA, KA
İngiltere	BDK, BK	ÇU veya çok yıllık	GD	UA, ST
İspanya	BDK, BK	ÇU veya çok yıllık	GD	UA, YD
İsviçre	HK, BDK, BK	Yıllık (HK çok yıllık)	GD, MY	UA, ST
İtalya	BDK, BK	Yıllık	GD	UA
Japonya	HK	Çok yıllık	MY	YD
Kanada	HK, BDK, BK	Yıllık	MY	ST
Norveç	BDK	ÇU veya çok yıllık	MY	ST
Yükselen Piyasa Ekonomileri				
Arjantin	HK, BDK, BK	Yıllık	GD, MY	YD
Brezilya	HK, BDK, BK	Yıllık	GD	YD, A
Çek Cumhuriyeti	HK, BDK, BK	Yıllık (HK çok yıllık)	GD, MY	UA, YD
Hindistan	BDK	Yıllık	MY	YD
İsrail	BDK, HK	Yıllık (HK çok yıllık)	MY	YD
Macaristan	BDK, BK	Yıllık	GD	UA, YD
Meksika	BDK, GK	Çok yıllık harcama tavanı	GD	YD
Polonya	BDK, BK	Yıllık	GD, MY	UA, A
Slovakya	BDK, BK	Yıllık	GD	UA
Şili	BDK	Çok yıllık	MY	ST

1. BDK = Bütçe dengesi kuralı; BK = Borç kuralı; HK = Harcama Kuralı; GK = Gelir Kuralı.

2. ÇU = Çevrime göre uyarlanmış.

3. GD = Genel devlet; MY = Merkezi yönetim.

4. UA = Uluslararası anlaşma (Avrupa Birliği üyesi ülkeler için Maastricht kriterlerine belirlenen GSYİH'nin yüzde 3'ü düzeyindeki bütçe açığı ve GSYİH'nin yüzde 60 düzeyindeki borç stoku sınır değerlerini ifade eder); A = Anayasal; YD = Yasal düzenleme; ST = Siyasi taahhüt; KA = Koalisyon anlaşması.

Kaynak: IMF (2009)'dan uyarlanmıştır.

Ülke uygulamalarında göze çarpan bir diğer gelişme de yapısal ve çevrime göre uyarlanmış bütçe dengesi hedeflerinin giderek yaygınlık kazanmaya başlamasıdır. Çevrim boyunca bütçe dengesi kuralı ise şimdiye kadar ancak İngiltere ve İsviçre tarafından uygulamaya koyulmuş, finansal kriz nedeniyle İngiltere bu kuralın uygulamasını askıya almıştır.

Gelişmiş ülkeler ile yükselen piyasa ekonomilerinin uyguladığı mali kurallar arasında farklılıklar olduğu gözlenmektedir (Tablo 2). Bu farklılıklar daha çok kurumsal unsurlar ve dışsal şoklara karşı değişen duyarlılık derecelerinden kaynaklanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde daha esnek uygulamaların tercih edildiği gözlenmektedir. Nitekim, yükselen piyasa ekonomilerinden yalnızca yüzde 10'u çevrime göre uyarlanmış bütçe dengesi kullanırken, bu oran gelişmiş ülkeler arasında yüzde 25'ten fazladır (IMF, 2009). Ülke grupları arasında dikkat çeken bir diğer farklılık da mali kuralları uygulamaya yönelik yasal düzenlemelerin yükselen piyasa ekonomilerinde gelişmiş ülkelere göre daha yaygın olmasıdır.

II. Türkiye İçin Öngörülen Mali Kural Uygulaması

Türkiye'de geçmiş uygulamalar incelendiğinde, 1998 Mali Yılı Bütçe Kanunu, 2001 krizi ardından uygulamaya koyulan ekonomik istikrar programı çerçevesinde yıllık olarak belirlenen "faiz dışı fazla" hedefleri, 2002 yılında yürürlüğe koyulan Kamu Finansmanı ve Borç Yönetimi Hakkındaki Kanun ve 2003 yılında kabul edilen Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu gibi düzenlemeler "örtülü mali kural" olarak nitelendirilebilir (Yükseler, 2010). Bununla birlikte, 16 Eylül 2009 tarihinde yayımlanan ve 2010 – 2012 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program (OVP) ile ülkemizde açık mali kural uygulamasına geçişe ilişkin yasal alt yapının 2010 yılında tamamlanacağı kamuoyuna duyurulmuştur. Bu çerçevede, 2011 yılı bütçe döneminden itibaren kamu mali yönetiminin belirlenen mali kural ile uyumlu olarak yürütülmesi öngörülmektedir.

Planlanan mali kural OVP'de aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır:

$$\Delta a = y (a_{-1} - a^*) + k (b - b^*)$$

Δa : Kamu açığındaki uyarılama / GSYİH

a_{-1} : Bir önceki yıl gerçekleşen kamu açığı / GSYİH

a^* : Orta – uzun vadede hedeflenen kamu açığı / GSYİH

b : GSYİH reel büyüme hızı

b^* : GSYİH reel büyüme hızının uzun dönemli ortalaması

y : Kamu açığının orta-uzun vadeli hedefine yakınsama hız katsayısı

k : Çevrimsel (konjonktürel) etkiyi yansıtırma katsayısı

(**y** ve **k** katsayıları negatif rakamlardır. **Δa** 'nin negatif olması kamu açığındaki gerilemeyi göstermektedir).

Buna göre, kamu açığında yapılacak uyarılama belirlenirken, bir önceki yıl gerçekleşen açığın orta-uzun vadeli hedefin ne kadar uzağında olduğu ve reel büyüme oranlarının uzun dönem ortalamasından ne kadar saptığı dikkate alınmaktadır.

OVP'de parametrelere ilişkin değerlerin, kamu açığının tanım ve kapsamının, uygulama, izleme ve raporlamaya ilişkin ayrıntıların, istisnai hükümler ve diğer hususların, mali kurala ilişkin alt yapıyı oluşturma sürecinde nihai hale getirileceği belirtilmektedir.

Türkiye için öngörülen mali kural, sınıflama itibarıyla bütçe dengesi kurallarına daha yakın olmakla birlikte, uzun dönemli bütçe açığı ile kamu borcu arasında birebir ilişki olduğu vurgulanmalıdır. Bu kapsamda, mali kuralın orta-uzun vadede bütçe açığının milli gelire oranının sürdürülebilir bir borç yapısı ile uyumlu bir düzeyde gerçekleşmesini de hedeflediği belirtilmelidir. Bu ilişkiyi, standart bir borç dinamiği denklemi yardımıyla göstermek mümkündür:

$$D_{t+1} = r_t D_t + S_t - T_t + D_t \quad (1)$$

D : Borç stoku (nominal),
 S : Faiz dışı harcamalar (nominal),
 T : Toplam kamu gelirleri (nominal),
 r : Nominal faiz oranı.

Yukarıdaki değişkenleri GSYİH'ya oran olarak ifade edebilmek için, denklem $(Y_{t+1}/Y_t)(1/Y_t)$ ile çarpıldığında ve nominal GSYİH büyümesi (g^t), $(Y_{t+1}/Y_t)-1$ olarak ifade edildiğinde aşağıdaki eşitliğe ulaşılmaktadır:

$$(1 + g^{t+1})d_{t+1} = r_t d_t + s_t - t_t + d_t \quad (2)$$

Küçük harfler değişkenlerin GSYİH'ye oranlarını ifade etmektedir.

Toplam bütçe açığının GSYİH ye oranı $a_t = (r_t d_t + s_t - t_t)$ şeklinde tanımlanırsa (2) numaralı denklemi aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür:

$$(1 + g^{t+1})d_{t+1} = a_t + d_t \quad (3)$$

Yukarıdaki denklem, değişkenlerin denge değerleri kullanılarak çözüldüğünde, bütçe açığı, borç stoku ve büyümenin denge değerleri arasında aşağıdaki ilişki elde edilmektedir:

$$a^* = g^* \times d^* \quad (4)$$

Yüzde 10'luk nominal GSYİH büyüme ($g^* = 0,1$) varsayımı altında, (4) no'lu denklemin hedeflenen bütçe açığı ile borç stoku arasında ima ettiği uzun dönemli ilişki aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 3. Uzun Vadede Bütçe Açığı Borç Stoku İlişkisi

Uzun Vadeli Bütçe Açığı Hedefi (a^*)	Uzun vadeli Borç Stoku (d^*)
0,5	5,0
1,0	10,0
1,5	15,0

Tablo 3'te de görüldüğü gibi, orta-uzun vadede hedeflenen her bütçe açığı değerinin karşılık geldiği bir borç/GSYİH oranı bulunmaktadır. Örneğin, yüzde 1'lik bir bütçe açığı uzun vadede yüzde 10'luk bir borç/GSYİH oranı ile uyumludur.

III. Sonuç

Mali kuralların etkinliği üzerine yapılan ampirik çalışmalar, mali kural uygulayan ülkelerde mali performansın olumlu yönde etkilendiğini ortaya koymaktadır (IMF, 2009). Mali kurallar, sürdürülebilir borç dinamikleriyle uyumlu maliye politikalarının oluşturulmasında ve istikrarlı bir şekilde devam ettirilmesinde işlevsel bir rol oynamakta, mali disiplinin daha basiretli ve kalıcı bir şekilde uygulanmasını teşvik etmektedir (OECD, 2002). Bu bağlamda, Türkiye'de 2011 yılından itibaren hayata geçirilmesi öngörülen mali kuralın, ülkemizde mali disiplinin daha da güçlendirilerek makroekonomik istikrarın sağlanması ve sürdürülmesine önemli ölçüde katkıda bulunacağı, dolayısıyla para politikasının etkinliğini artıracığı düşünülmektedir. Ancak, ülke deneyimlerinden hareketle, mali kuralların beklenen işlevleri yerine getirebilmelerinin esas olarak bu kuralların gerekli kurumsal ve yasal çerçeve oluşturularak şeffaf bir şekilde uygulanmalarına bağlı olduğu da vurgulanmalıdır.

Kaynakça

- Debrun, X., N. Epstein and S. Symansky (2008), "A New Fiscal Rule: Should Israel "Go Swiss?", IMF Working Paper 08/87.
- IMF (2009), "Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances", Prepared by the Fiscal Affairs Department, December 16.
- Kopits, G. (2001), "Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament?", IMF Working Paper 01/145.
- OECD (2002), "Fiscal Sustainability: The Contribution of Fiscal Rules", OECD Economic Outlook, Vol. 2002, No. 2.
- Yükseler, Z. (2010), "Örtülü Mali Kuraldan Açık Mali Kurala Geçiş", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

7. Orta Vadeli Öngörüler

Rapor'un bu bölümünde tahminlere temel oluşturan varsayımlar özetlenmekte, bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon, çıktı açığı tahminleri ve para politikası görünümü sunulmaktadır. Tahminler önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde verilmektedir.

7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

2010 yılının ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle büyük ölçüde uyumlu seyretmiştir. Bununla birlikte, bu dönemde enflasyon, Ocak raporunda sunulan tahminlerin 1,2 puan üzerinde kalmıştır. Söz konusu sapmanın yaklaşık 0,8 puanı gıda fiyatlarındaki öngörülerin üzerinde gerçekleşen hareketlerden, 0,4 puanı ise kamu fiyat ayarlamalarından kaynaklanmıştır.

Gıda fiyatları, 2009 yılı son çeyreğinin ardından 2010 yılı ilk çeyreğinde de endeks tarihinin en yüksek oranlı artışlarını kaydetmiştir. Özellikle et fiyatlarındaki arz kaynaklı gelişmeler, hem işlenmemiş hem de işlenmiş gıda fiyatlarının yukarı yönlü ivmelenmesinde belirleyici olmuştur. Bunun yanında, 2010 yılı ilk çeyreğinde, sebze fiyatları da tarihsel olarak oldukça yüksek bir oranda artarak, gıda fiyatlarındaki yükseliş eğiliminin belirginleşmesine yol açan diğer bir unsur olmuştur. Dolayısıyla, yılın ilk çeyreğinde gıda grubu enflasyonu, tahminlerin yaklaşık 3 puan üzerinde gerçekleşmiş ve yıllık TÜFE enflasyonunu 0,8 puan artırıcı yönde etki yapmıştır.

Kamu mali dengesini sağlamak amacıyla yönelik olarak Ocak 2010'da akaryakıt ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünlerine getirilen vergi düzenlemelerinin TÜFE enflasyonuna katkısı Ocak 2010 Enflasyon Raporu'nda 1,5 puan olarak öngörülmüş, ancak gerçekleşme 1,9 puan olmuştur (Tablo 7.1.1).

2009 yılı son çeyreğine ilişkin açıklanan milli gelir verileri Ocak 2010 Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle büyük ölçüde uyumludur. Küresel büyüme görünümündeki zayıf seyrin sürüyor olması, dış talep bağlantısı güçlü sektörlerde kaynak kullanımını ve iktisadi faaliyeti sınırlarken, maliye ve para politikalarının iç talebi destekleyici etkileri belirginleşmektedir. Kamu kesimi mal ve hizmet alımları dönemlik büyümeyi desteklerken, kamu

tüketimi hariç tutulduğunda yurt içi talebin daha ılımlı bir toparlanma sergilediği gözlenmektedir. Stok birikiminin henüz kalıcı bir nitelik kazanmamış olması da, toplam talep görünümüne ilişkin belirsizliğin devam ettiğini gösterir niteliktedir.

Son üç ay içinde çıktı açığına ilişkin tahminlerimizi güncellememize neden olan bazı gelişmeler ortaya çıkmıştır. Öncelikle, TÜİK tarafından milli gelire ilişkin geriye dönük veri güncellemeleri yapılmıştır. Bunun yanı sıra, iç talep öngörülenden bir miktar daha güçlü seyretmiştir. Özellikle cari dönem gelirine duyarlı mal gruplarına ilişkin iktisadi faaliyette gözlenen canlanma, dengeleyici maliye politikasının etkilerinin belirginleştiğine işaret etmiştir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminlerimiz için başlangıç noktası olan çıktı açığı tahminlerinde, Tablo 7.1.1'de görüldüğü şekilde yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır.

2010 yılı ilk çeyreğine ilişkin Brent tipi ham petrolün varil fiyatı 80 ABD doları olarak öngörülmüş ve gerçekleştirmeler öngörülerimizle paralel olmuştur. Bununla birlikte, uluslararası ham petrol fiyatlarındaki son dönem gelişmeleri de göz önüne alınarak 2010 yılı için Brent tipi ham petrolün varil fiyatının 85 ABD doları civarında seyredeceği varsayılmıştır.

Tablo 7.1.1. Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemenin Kaynakları

	Ocak 2010 ER				Nisan 2010 ER			
Çıktı açığı	2009 Ç3: -8,1				2009 Ç3: -7,5			
	2009 Ç4: -7,3				2009 Ç4: -6,0			
	2010 Ç1: -5,8				2010 Ç1: -4,7			
Gıda fiyatları	2010: %7				2010: %9			
	2011: %6,5				2011: %7			
	2012: %6				2012: %7			
Yönetilen/ yönlendirilen fiyatlar ve vergiler	2010 yılı enflasyonuna 1,5 puan katkı				2010 yılı enflasyonuna 1,9 puan katkı			
Petrol fiyatları	2010: 80 ABD doları				2010: 85 ABD doları			
	2011 ve sonrası 85 ABD doları				2011 ve sonrası 90 ABD doları			
Euro bölgesi büyüme tahminleri ¹	2010		2011		2010		2011	
	CF	WEO	CF	WEO	CF	WEO	CF	WEO
	1,3	0,3	1,6	1,3	1,2	1	1,5	1,5

¹ Consensus Forecasts (CF) Ocak 2010 ve Nisan 2010 bültenleri (yıllık ort. büyüme, %);
World Economic Outlook (WEO), Ekim 2009 ve Nisan 2010 bültenleri.

Gıda fiyatlarındaki olumsuz görünüm, enflasyon tahminlerimizin yukarı yönlü güncellenmesinin temel kaynaklarından biri olmuştur. Gıda grubu fiyatları içinde özellikle et fiyatlarındaki gelişmeler ön plana çıkmaktadır. Söz konusu mal grubu fiyatlarında canlı hayvan arzındaki daralmanın etkisiyle gözlenen yüksek artışların işlenmemiş ve işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki etkileri, 2010 yılı ilk çeyreğinde oldukça belirgin hale gelmiştir. Arz kısıtının yapısal unsurlardan kaynaklanması nedeniyle kısa dönemde et fiyatlarında önemli bir iyileşme beklenmemektedir. Bu gelişmeler çerçevesinde, gıda grubu yıllık fiyat artış oranlarına ilişkin varsayımlar 2010 yılı için yüzde 7'den yüzde 9'a yükseltilirken, 2011 yıl sonu için yüzde 6,5'ten yüzde 7'ye, sonraki yıllar için ise yüzde 6'dan yüzde 7'ye güncellenmiştir (Tablo 7.1.1).

Önümüzdeki dönemde küresel büyümenin zayıf seyrinin dış talebe yönelik sektörlerde iktisadi faaliyet ve istihdamı bir süre daha sınırlayacağı, kamu harcamalarının büyümeye verdiği katkının kademeli olarak azalmakla birlikte devam edeceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkının bir önceki rapor dönemine göre azalmakla birlikte önümüzdeki dönemde de süreceği bir çerçeve esas alınmıştır.

Küresel büyüme görünümü, bir önceki rapor döneminde de olduğu gibi hem talep koşullarının orta vadede temel belirleyicisi olması hem de küresel toparlanmanın emtia fiyatlarına olan etkileri nedeniyle orta vadeli tahminlere temel teşkil eden varsayımlar açısından önem taşımaktadır.

Geçtiğimiz üç aylık dönemde açıklanan veriler küresel ekonomiye ilişkin bir önceki döneme kıyasla daha olumlu bir görünüm ortaya koymaktadır. Bununla beraber, bölgesel farklılıkların belirginleştiği görülmektedir. Küresel büyüme tahminleri son çeyrekte yukarı yönlü güncellenmiş olsa da, durgunluktan çıkma hızının ülkelere ve bölgelere göre farklılık göstereceği öngörülmektedir.

Son çeyrekte açıklanan tahminler, dünya ekonomisindeki canlanma işaretlerinin belirginleşmesinin yarattığı olumlu beklentiler nedeniyle çoğunlukla yukarı yönlü güncellenmiştir. 2010 yılı için dünya ekonomisinin büyüme oranı öngörüsü Consensus Economics Nisan tahminlerine göre 0,2 puan yükseltilerek yüzde 3,2 olurken, IMF World Economic Outlook Nisan tahminlerinde 0,3 puan artırılarak yüzde 4,2'ye ulaşmıştır. Söz konusu tahmin

güncellemesi ağırlıklı olarak ABD ve Asya Pasifik ekonomilerine ilişkin tahminlerin yükseltilmesinden kaynaklanmıştır. Diğer taraftan, Türkiye'nin en büyük ticaret ortağı olan Euro bölgesi ekonomisinde baş gösteren sıkıntıların da etkisiyle, Euro bölgesi için 2010 yılı büyüme tahminleri geride kalan üç aylık dönemde bir miktar daha olumsuzla dönmüş ve Consensus Economics Nisan bülteninde yüzde 1,2'ye gerilemiştir (Tablo 7.1.1). Dolayısıyla, orta vadeli tahminler üretilirken dış talebin 2010 yılında ılımlı bir toparlanma eğilimi sergileyeceği varsayılmıştır.

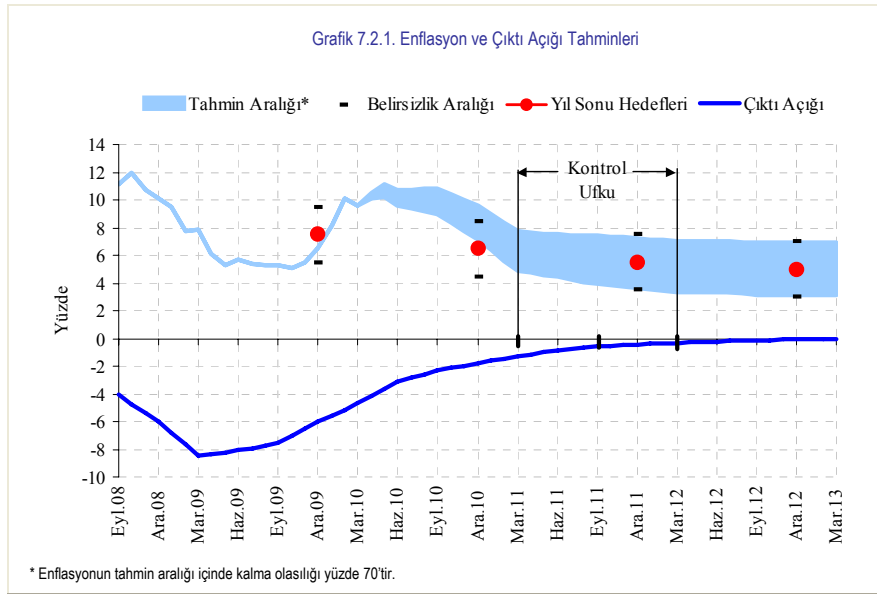
Orta vadeli tahminler için diğer bir önemli unsur olan küresel emtia fiyatları 2010 yılının ilk çeyreğinde sergilediği yatay görünüme karşın Nisan ayında yeniden yükselmiştir. Bu yükselişin ardında, önemli ölçüde, küresel ekonomideki canlanma işaretlerinin belirginleşmiş olması yatmaktadır. Buna karşın, gelişmiş ülkelerdeki toparlanma sürecine ilişkin aşağı yönlü risklerin devam etmesi emtia fiyatlarındaki yükselişi sınırlamaktadır. Bu değerlendirmeler doğrultusunda, orta vadeli tahminlere esas oluşturacak ham petrol fiyatları varsayımları sınırlı oranda güncellenerek 2010 yılı için varil başına 85 ABD dolarına, 2011 yılı için 90 ABD dolarına yükseltilmiştir (Tablo 7.1.1). Orta vadeli tahminler üretilirken, dünya ekonomisindeki ılımlı toparlanma sürecine paralel olarak diğer emtia fiyatlarının ve ithal girdi maliyetlerinin de petrol fiyatlarına benzer şekilde kademeli artışlar göstereceği varsayılmıştır.

Tahminler oluşturulurken esas alınan genel makroekonomik çerçeve, giderek olumluya dönen kredi piyasası koşullarının önümüzdeki dönemde de bu seyrini devam ettireceğine dair temel varsayım etrafında şekillendirilmiştir. Gerek uygulanmakta olan para politikası, gerekse Türkiye ekonomisine dair risk priminin yakın dönemde sergilediği düşüş, kredi piyasası üzerinde olumlu etkilerini göstermeye başlamıştır. Kredi faizlerinin tarihsel olarak düşük seviyelere gerilemesi ve tüketici güvenindeki kısmi toparlanma eğilimi kredi talebini yakın dönemde olumlu etkilemiştir. Diğer taraftan, iktisadi faaliyetteki toparlanmaya bağlı olarak tahsili gecikmiş alacaklar ve karşılıksız çeklerde gözlenen gerileme kredi riskini azaltmakta ve bankaların kredi standartlarını gevşetmelerine neden olmaktadır. Küresel likidite koşulları ile risk iştahında devam eden olumlu görünümün de, önümüzdeki dönemde yurt içi kredi genişlemesini destekleyeceği öngörülmektedir. Bu gelişmeler doğrultusunda, orta vadeli tahminler oluşturulurken kredi kullanımının giderek ekonominin

geneline yayıldığı ve finansal sıkılığın iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkisinin önemli ölçüde azaldığı bir çerçeve esas alınmıştır.

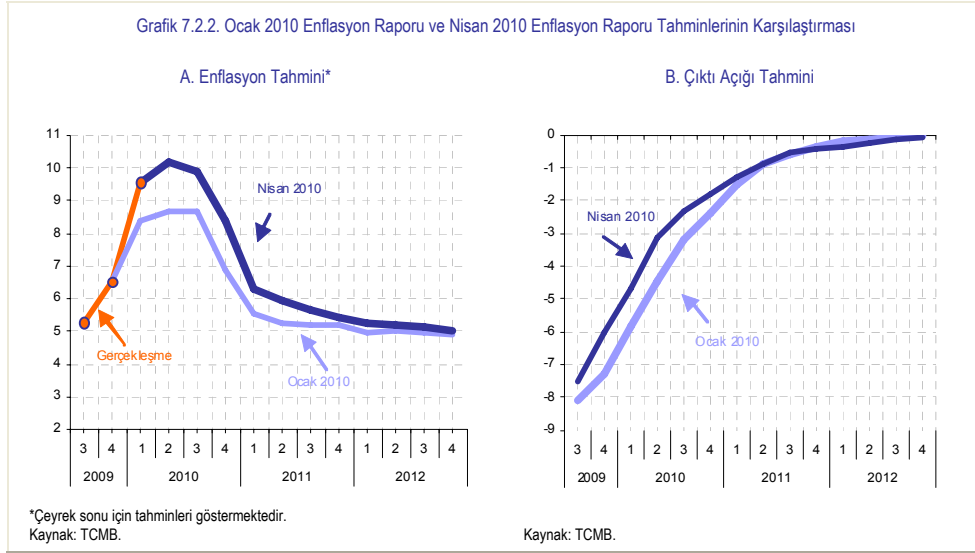
7.2. Orta Vadeli Görünüm

Bir önceki bölümde yer alan varsayım ve öngörüler doğrultusunda güncellenen tahminlere göre, kısa vadede likidite tedbirlerinin aşamalı olarak normalleştirildiği, politika faizlerinin ise bir süre daha mevcut düzeylerde tutularak yılın son çeyreğinden itibaren ölçülü artışlar gösterdikten sonra tahmin ufku (üç yıl) boyunca tek haneli düzeylerde kaldığı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2010 yılı sonunda yüzde 7,2 ile yüzde 9,6 aralığında (orta noktası yüzde 8,4), 2011 yılı sonunda ise yüzde 3,6 ile 7,2 aralığında (orta noktası yüzde 5,4) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun 2012 yılı sonunda ise yüzde 5 düzeyine düşeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).



Sonuç olarak temelde gıda fiyatları, kamu vergi ayarlamaları ve çıktı açığındaki yukarı yönlü güncellemeye bağlı olarak enflasyonun 2010 yılı sonunda Ocak Enflasyon Raporu'na kıyasla 1,5 puan daha yüksek gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 7.2.2 A). Para politikasında öngörülen sıkılaştırmanın söz konusu unsurların ikincil etkilerini sınırlayacağı varsayımı altında, orta vadeli tahminlerde önemli bir güncelleme yapılmamıştır.

Yukarıda belirtilen varsayımlar doğrultusunda üretilen çıktı açığı tahminleri Grafik 7.2.1'de sunulmaktadır. GSYİH verilerindeki geçmişe yönelik güncelleme ve iç talebin öngörülenden bir miktar daha güçlü seyretmesi nedeniyle çıktı açığı tahminleri bir önceki rapor dönemine göre yukarı yönlü güncellenmiştir. Bununla birlikte, iktisadi faaliyetin toparlanma hızında önemli bir güncelleme yapılmamıştır (Grafik 7.2.2 B). Dolayısıyla, ekonomideki çıktı açığının kapanmasının uzunca bir süre alacağı ve toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının, Ocak 2010 Enflasyon Raporu'na göre azalmakla birlikte, bir süre daha devam edeceği tahmin edilmektedir.



Geçtiğimiz yıl yürürlüğe koyulan geçici vergi indirimleri ve işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen yüksek oynaklık nedeniyle, 2010 yılında enflasyonun dalgalı bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. Çekirdek enflasyon göstergelerinin de geçtiğimiz yıl uygulanan vergi indirimlerinin oluşturduğu baz etkisiyle Mart ayından sonra Nisan ayında da artmaya devam edeceği, yılın ikinci yarısında ise azalış göstereceği tahmin edilmektedir. Bu doğrultuda enflasyonun, bir müddet hedefin belirgin şekilde üzerinde dalgalı bir seyir izledikten sonra yılın son çeyreğinden itibaren geçici etkilerin ortadan kalkmasıyla tekrar düşüş sürecine gireceği ve 2011 yılının ilk aylarında hedeflerle uyumlu seviyelere gerileyeceği öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni verinin ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para

politikasının görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar, TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

Önümüzdeki dönemde vergi düzenlemelerinin yansımaları ve baz etkisi gibi geçici unsurlar nedeniyle enflasyonun bir süre yüksek seviyelerde seyredecek olması, beklenti yönetiminin önemini artırmaktadır. 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.

2010 yıl sonuna ilişkin enflasyon tahminlerimizin mevcut enflasyon beklentileri ile büyük ölçüde uyumlu olduğu görülmektedir. Öte yandan, daha uzun vadeler incelendiğinde, özellikle 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinin Rapor'da ortaya koyulan tahminlerin belirgin olarak üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1).

Tablo 7.2.1. TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler			
	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi ¹	Enflasyon Hedefi ²
2010 Yıl Sonu	8,4	8,2	6,5
12 Ay Sonrası	6,3	7,2	6,2
24 Ay Sonrası	5,2	6,9	5,3

¹ Nisan 2. dönem anketi.
² 2010, 2011 ve 2012 yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.
Kaynak: TCMB.

7.3. Riskler ve Para Politikası

Enflasyonun bir süre daha yüksek seviyelerde seyredecek olması fiyatlama davranışlarının yakından takip edilmesini gerektirmektedir. 2009 yılının son çeyreğinden itibaren işlenmemiş gıda, petrol, yönetilen/yönlendirilen kamu fiyatları ve baz etkileri gibi bir çok farklı unsurun olumsuz etkisiyle enflasyonda hızlı bir yükseliş gözlenmiştir. Bu gelişmeler, geçici nitelikte olmasına karşın, yıllık enflasyonun hedeflerin belirgin olarak üzerinde seyretmesine neden olmakta ve beklentileri olumsuz etkilemektedir (Kutu 7.1). Halihazırda maliyet unsurlarından doğrudan etkilenen kalemler dışarıda tutulduğunda, fiyatlama davranışlarında orta vadeli hedeflere ulaşılmasını engelleyecek derecede bir bozulma gözlenmemektedir. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde enflasyon beklentilerindeki artışın devam etmesi ve bu durumun genel fiyatlama davranışlarında bozulmaya yol açması halinde,

baz senaryoda öngörülene kıyasla daha erken bir parasal sıkılaştırmaya gidilebilecektir.

Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü riskler, önceki dönemlere kıyasla azalmakla birlikte, henüz tam olarak ortadan kalkmış değildir. Gelişmiş ülkelerde, gerek bütçe açıklarının ulaştığı yüksek seviyeler, gerekse kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarında süregelen sorunlar, küresel ekonominin toparlanma hızına ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Önümüzdeki dönemlerde küresel büyümenin duraklaması ve bu durumun yurt içi iktisadi faaliyetteki toparlanmayı geciktirmesi durumunda, politika faizleri baz senaryoda öngörülene kıyasla daha uzun süre sabit tutulabilecektir.

Uygulanan güçlü parasal tedbirlerin gecikmeli etkilerine ilişkin belirsizliklerin sürmesi, yurt içi ve küresel iktisadi faaliyet üzerinde yukarı yönlü riskleri de gündeme getirmektedir. Yurt içi talebin görece olarak daha istikrarlı bir toparlanma eğilimine girdiği göz önüne alındığında, önümüzdeki dönemde dış talebin öngörülenin ötesinde bir toparlanma göstermesi halinde ekonomideki atıl kapasite hızla kapanma eğilimine girebilecek, bu da maliyet yönlü baskılarla birlikte enflasyonun orta vadeli hedeflere ulaşmasını geciktirebilecektir. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyette beklenenden daha hızlı bir toparlanma olması durumunda baz senaryoda öngörülen parasal sıkılaştırma daha erken gündeme gelebilecektir.

Başta Çin ve Hindistan olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızına ilişkin olumlu beklentiler petrol ve diğer emtia fiyatlarına ilişkin yukarı yönlü riskleri beslemektedir. Söz konusu ülkelerin dünya talebi içinde artan ağırlığı emtia fiyatları üzerinde ek bir baskı oluşturmaktadır. Önümüzdeki dönemde emtia fiyatlarındaki artışların baz senaryoda öngörülenden daha hızlı olması ve bu durumun enflasyondaki düşüşü geciktirmesi halinde, TCMB, fiyatlama davranışlarına ilişkin riskleri bertaraf etmek amacıyla baz senaryoda tarif edilen parasal sıkılaştırmayı öne çekebilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. 2009 yılının ikinci yarısından itibaren iktisadi faaliyetteki canlanmanın OVP'de öngörülenden daha güçlü olması, bütçe gelirlerinin tahmin edilenin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmesini sağlamaktadır. Konjonktürel etkilerle ortaya çıkan bu alanın mali kuralda da öngörüldüğü biçimde ağırlıklı olarak kamu borcunun

azaltılmasında kullanılması, gerek toplam talep yönetimini etkinleştirmesi gerekse dolaylı vergilerdeki artış gereksinimini azaltması bakımından TCMB'nin dengeleyici politika izleme esnekliğini artıracaktır. Bu çerçevede, OVP'de yer alan hedeflerin başta mali kuralın yasalaşması ve uygulanmaya başlanması olmak üzere kurumsal ve yapısal iyileştirmeler yoluyla sağlanması halinde, tahmin ufku boyunca politika faizinin tek hanede kalmasının mümkün olduğu düşünülmektedir.

2008 yılının son çeyreğinden itibaren fiyat istikrarı temel amacı ile çelişmeden küresel krizin yurt içi iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamaya odaklanan TCMB, bu konuda üzerine düşeni büyük ölçüde yapmıştır. Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilebilmesine odaklanmaya devam edecektir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin yerine getirilmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak makroekonomik istikrar ve fiyat istikrarını 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
7.1Yakın Dönem Enflasyon Gelişmeleri Sonrasında İletişim
Politikası ve Enflasyon Beklentileri

2009 yılının son çeyreğinden itibaren enflasyonda hızlı bir yükseliş gözlemlenmiştir.¹ Bu yükselişte, işlenmemiş gıda fiyatlarının olumsuz hava koşullarına bağlı olarak artması, vergi ayarlamaları kaynaklı fiyat artışları ve bir önceki yıldaki düşük baz gibi temel olarak para politikasının etki alanı dışında kalan geçici unsurlar belirleyici olmuştur. Enflasyonun yakın bir gelecekte de hedefin belirgin şekilde üzerinde dalgalı bir seyir izledikten sonra 2010 yılının son çeyreğinden itibaren bahsedilen geçici etkilerin ortadan kalkmasıyla tekrar düşüş sürecine girmesi beklenmektedir.

İçinde bulunduğumuz dönemde, enflasyon beklentilerinin resmi hedeflere, enflasyon gerçekleştirmelerine ve enflasyondaki geçici dalgalanmalara duyarlılığının geçmiş dönemlere kıyasla nasıl değiştiğine ilişkin bulgular, uygulanan iletişim politikasının etkinliğine ilişkin bir geri bildirim sunacaktır. Bu amaçla bu kutuda, enflasyon beklentilerinin, gerek enflasyon hedeflerine, gerekse çekirdek enflasyon göstergelerine ve TÜFE enflasyonu ile çekirdek enflasyon göstergeleri arasındaki farka duyarlılıkları analiz edilmiştir.

Tahminler yapılırken TÜFE enflasyonu ile özel kapsamlı TÜFE göstergeleri arasındaki rakamsal farkın, enflasyondaki para politikasının kontrolü dışındaki unsurlardan kaynaklanan hareketleri yansıttığı varsayılmıştır. Bu çerçevede, TÜFE enflasyonundan sırasıyla H ve I çekirdek enflasyonlarının çıkartılmasıyla h_fark ve l_fark değişkenleri elde edilmiştir. Bu değişkenler, enflasyondaki temel eğilimi gösterdiği düşünülen H ve I endekslerindeki yıllık yüzde artış oranları ile birlikte, daha önce Başkaya, Kara ve Mutluer (2008)² ve Başkaya, Gülşen ve Orak (2010)³ çalışmalarında kullanılan ve enflasyon beklentileri üzerinde enflasyon hedefleri, enflasyon gerçekleştirmeleri ve çeşitli kontrol değişkenlerin (kur değişimi, risk primi, sanayi üretim endeksi ve petrol fiyatları değişimi) belirleyiciliğini ölçmeye çalışan modelde, enflasyon gerçekleştirmelerinin yerine kullanılmıştır. Böylece, enflasyon gerçekleştirmeleri modele bir bütün olarak değil, temel ve geçici unsurları ayrıştırılmış olarak girmiş olmaktadır.

¹ TÜFE enflasyonu, 2009 yılı Ekim ayında yüzde 5,08 seviyesinde iken, 2010 yılı Mart ayı itibarıyla yüzde 9,56 seviyesinde gerçekleşmiştir. Mart ayı itibarıyla işlenmemiş gıda fiyatlarının yıllık enflasyona katkısı 2,6 puana ulaşırken, Ocak ayında yapılan kamu fiyat ve vergi ayarlamalarının katkısı ise 1,9 puan olmuştur.

² Başkaya, Y. S., Kara, H. ve Mutluer-Kurul, D., 2008, "Inflation Expectations and Monetary Policy in Turkey", TCMB Çalışma Tebliği, No:08/01.

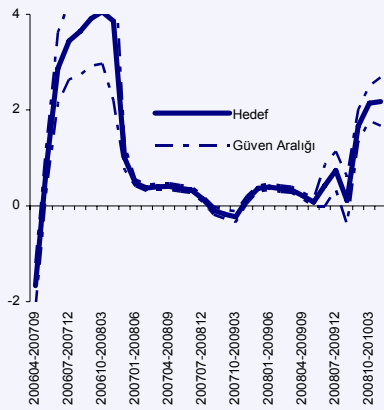
³ Başkaya, Y. S., Gülşen, E. ve Orak, M., 2010, "2008 Hedef Revizyonu Öncesi ve Sonrasında Enflasyon Beklentileri", TCMB Ekonomi Notu, No:2010-1.

$$\Pi_{i,t,t+k}^b = \beta_0 + \beta_1 \Pi_{i,t,t+k}^h + \beta_2 h_{t-1} + \beta_3 h_{fark_{t-1}} + \gamma X_t + u_t, \quad k=12, 24.$$

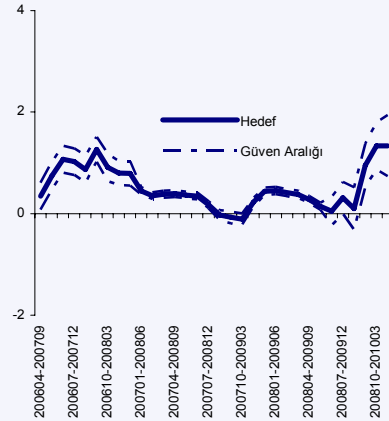
Bu modelde, $\Pi_{i,t,t+k}^b$ t döneminde TCMB Beklenti Anketi'ne yanıt veren "i" katılımcısının "k" ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerini, $\Pi_{i,t,t+k}^h$ t döneminde "k" ay sonrasına ilişkin enflasyon hedeflerini, h_{t-1} bir önceki ay sonu itibarıyla H endeksindeki yıllık yüzde değişimi, $h_{fark_{t-1}}$ bir önceki ay sonu itibarıyla TÜFE enflasyonu gerçekleşmesi ile H endeksindeki yıllık yüzde artış arasındaki farkı, X_t ise diğer kontrol değişkenlerini ifade etmektedir.⁴ Model, 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinin TCMB Beklenti Anketi'nde⁵ sorulmaya başlandığı Nisan 2006 ile Nisan 2010 arasındaki dönemi kapsayacak şekilde, 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin ikinci dönem beklenti anketi verileri kullanılarak tahmin edilmiştir.

Beklenti oluşumunun zaman içindeki değişiminin ortaya koyulması, TCMB'nin beklenti yönetimi hususundaki etkililiğinin anlaşılması bakımından da önem arz etmektedir. Bu amaçla, yukarıda bahsedilen regresyon analizleri, 18 aylık dönemleri kapsayacak şekilde kayan pencereler halinde tekrarlanmış ve elde edilen katsayılar grafiksel olarak gösterilerek, beklentilerin ilgili değişkenlere olan hassasiyetlerinin zaman içindeki değişimleri gözlemlenmeye çalışılmıştır. Bu çerçevede, Grafik 1 ve Grafik 2, yukarıdaki denklemde β_1 ile gösterilen ve 12 ay ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinin enflasyon hedeflerine duyarlılığını ölçmek amacıyla tahmin edilen katsayının zaman içindeki seyrini göstermektedir.

Grafik 1. 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentilerinin Enflasyon Hedefine Duyarlılığı (18 aylık kayan pencereler)



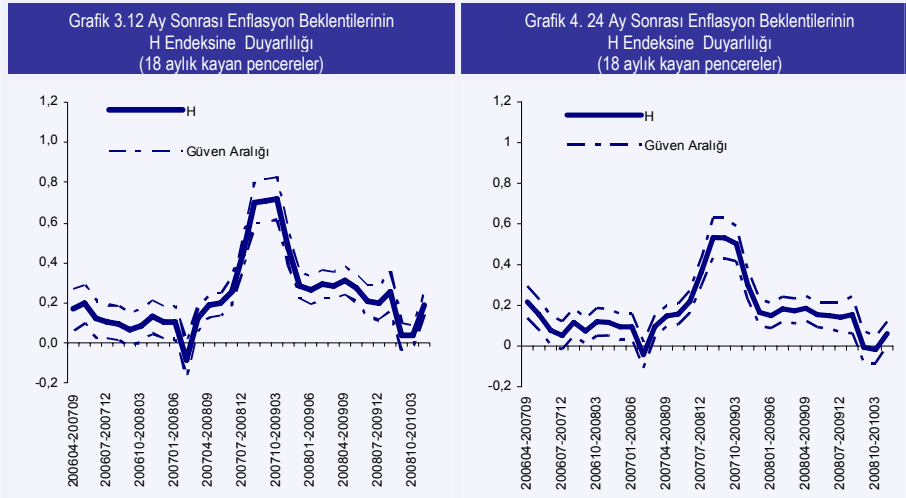
Grafik 2. 24 Ay Sonrası Enflasyon Beklentilerinin Enflasyon Hedefine Duyarlılığı (18 aylık kayan pencereler)



⁴ Benzer bir denklem, I endeksi için de kurulmuştur.

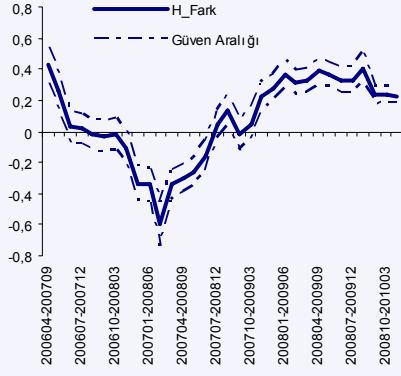
⁵ Beklenti Anketi'nin amacı, tüketici enflasyonu, faiz oranları, döviz kuru, cari işlemler dengesi ve GSYİH büyüme hızına ilişkin finansal ve reel sektörde karar alıcı ve uzman kişilerle, profesyonellerin beklentilerini saptamaktır. Beklenti anketi her ayın birinci ve üçüncü haftalarında olmak üzere ayda iki kez düzenlenmektedir. Daha fazla bilgi için, bakınız <http://www.tcmb.gov.tr/ikt-yonelim/beklenti/bilginotu.pdf>.

Grafik 1 ve 2, son dönemde enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri üzerindeki belirleyiciliğinde kayda değer bir yükselme eğilimi olduğunu göstermektedir. Beklentilerin hedeflere duyarlılığında yakın dönemde gözlenen artışın, TCMB'nin enflasyondaki geçici unsurlara bağlı yükselişler sonrasında iktisadi birimlerin beklenti oluşumunda orta vadeli hedefleri referans alması gerektiğine yaptığı vurguyu artırması ile aynı zamanda gözlenmesi, TCMB'nin uyguladığı iletişim politikasının etkinliğine dair içerdigi bilgi bakımından önemlidir.

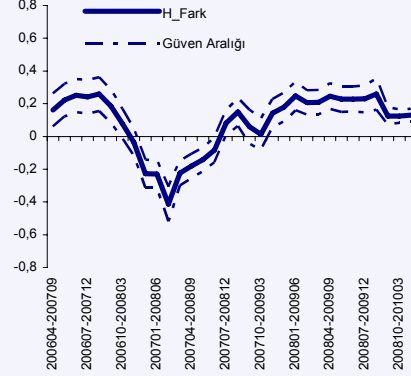


Grafik 3 ve 4, yukarıdaki modelde β_2 katsayısı ile gösterilen ve gerek 12 ay, gerekse 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinin H çekirdek enflasyon göstergesine verdiği tepkiyi ölçen katsayının zaman içinde nasıl değiştiğini göstermektedir. Bahsi geçen tahminlerin seviyesinin son aylarda geçmiş dönemlerin altında olması bir başka dikkat çekici unsurdur. Son olarak, aynı dönemde, 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerin TÜFE enflasyonu ile H çekirdek enflasyonu arasındaki farka (h_fark) duyarlılığının da geçmiş dönemlere göre bir miktar azaldığı gözlenmektedir (Grafik 5 ve 6). Bu bulgular, TCMB'nin de vurguladığı gibi, enflasyonda son dönemde gözlenen geçici unsurlara bağlı yükseliş sonrasında iktisadi birimlerin beklenti oluşumunda kayda değer bir bozulma olmadığı gibi, bu dönemde TCMB'nin resmi hedeflerinin orta vadeli enflasyon görünümüne dair beklentiler üzerindeki belirleyiciliğinin arttığını göstermektedir. Bu gözlemler, son altı ayda enflasyonda yaklaşık 4,5 puanlık artış olmasına rağmen, 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerindeki bozulmanın sırasıyla yaklaşık 1 ve 0,7 puan ile sınırlı kalmasıyla da paralellik göstermektedir. Tüm bu analizler I çekirdek enflasyon göstergesi için tekrarlandığında da, niteliksel ve niceliksel olarak benzer bulgular elde edilmektedir.

Grafik 5. 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentilerinin H_Fark Değişkenine Duyarlılığı (18 aylık kayan pencereler)



Grafik 6. 24 Ay Sonrası Enflasyon Beklentilerinin H_Fark Değişkenine Duyarlılığı (18 aylık kayan pencereler)



Özetle, temel olarak para politikasının etki alanı dışında kalan geçici unsurlardan kaynaklanıyor olsa da, son dönemde enflasyonda gözlenen artışlar enflasyon beklentilerini ve genel fiyatlama davranışlarını bozma riski taşımaktadır. Bu çerçevede, TCMB'nin enflasyonda gözlenen artışların nedenleri ve orta vadeli enflasyon görünümü odaklı sürdürdüğü etkin iletişim politikası daha da önem kazanmıştır. Nitekim, TCMB'nin enflasyonda gözlemlenen hareketlenmelere ilişkin olarak izlemekte olduğu iletişim politikalarının enflasyondaki yükselişe rağmen beklentilerdeki bozulmayı sınırladığı görülmektedir. Bunun yanı sıra, son dönemlerde enflasyonda gözlemlenen yüksek ve dalgalı seyre rağmen enflasyon beklentilerinin enflasyon hedeflerine duyarlılığının artması, orta vadede para politikasına duyulan güvenin bir göstergesi olarak yorumlanabilir.

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME	
Grafik 1.1.1. İşlenmemiş Gıda Fiyatları	2
Grafik 1.1.2. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	2
Grafik 1.1.3. Temel Enflasyon Göstergeleri (H ve I)	2
Grafik 1.1.4. Temel Enflasyon Göstergeleri (I ve I*)	2
Grafik 1.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	4
Grafik 1.2.2. Enflasyon Beklentileri Eğrisi	4
Grafik 1.3.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	8
2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER	
Grafik 2.1. Ülkelerin Büyüme Performansları	14
Grafik 2.1.1. Toplulaştırılmış Büyüme Oranları	15
Grafik 2.1.2. Gelişmiş Ülkeler İşsizlik Oranları	15
Grafik 2.1.3. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Sanayi Üretim Endeksi	16
Grafik 2.1.4. JP Morgan Küresel PMI Endeksleri	16
Grafik 2.2.1. S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri	18
Grafik 2.2.2. Ham Petrol (Brent) Fiyatları	18
Grafik 2.2.3. Ham Petrol Piyasası Oynaklık Endeksi (OVX)	18
Grafik 2.2.4. Ham Petrol (Brent) Verim Eğrileri	18
Grafik 2.3.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu	19
Grafik 2.3.2. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu	19
Grafik 2.4.1. Para Piyasaları Faiz Gelişmeleri	20
Grafik 2.4.2. ABD Reel Kesim Borçlanma Gelişmeleri	20
Grafik 2.4.3. Küresel Risk İştahı Endeksleri	21
Grafik 2.4.4. Seçilmiş Ülkeler CDS Oranları	21
Grafik 2.4.5. Küresel Hisse Senedi Piyasaları Gelişmeleri	21
Grafik 2.4.6. Gelişmekte Olan Ülke Kur ve Risk Primi Göstergeleri	21
Grafik 2.4.7. ABD Kredi Gelişmeleri	22
Grafik 2.4.8. Euro Bölgesi Kredi Gelişmeleri	22
Grafik 2.4.9. Fed: Kredi Gelişmesi Anket Sonuçları	23
Grafik 2.4.10. ECB: Kredi Gelişmesi Anket Sonuçları	23
Grafik 2.5.1. Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Eylül 2007-Mart 2010	24
Grafik 2.5.2. Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Eylül 2007-Mart 2010	24
Grafik 2.5.3. G3 Ülkelerinde Politika Faiz Değişim Beklentileri	24
Grafik 2.5.4. Asya/Pasifik Bölgesinde Politika Faiz Değişim Beklentileri	24
Grafik 2.5.5. Latin Amerika Bölgesinde Politika Faiz Değişim Beklentileri	25
Grafik 2.5.6. CEEMEA Bölgesinde Politika Faiz Değişim Beklentileri	25
Grafik 2.5.7. Gelişmiş Ülkeler Politika Faiz Oranı	26
Grafik 2.5.8. Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler Politika Faiz Oranı	26
3. ENFLASYON GELİŞMELERİ	
Grafik 3.1.1. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	29
Grafik 3.1.2. Gruplar İtibarıyla TÜFE	29
Grafik 3.1.3. Gıda Fiyatları	30
Grafik 3.1.4. Hayvansal Gıda Ürünleri Fiyatları	30
Grafik 3.1.5. Enerji Grubu Fiyatları	31
Grafik 3.1.6. Giyim Sektörü Üretici ve Tüketici Fiyatları	31
Grafik 3.1.7. Hizmet Grubu Fiyatları	33
Grafik 3.1.8. Hizmet Grubu Fiyatları	33
Grafik 3.1.9. Hizmet Fiyatları	33
Grafik 3.1.10. Hizmet Fiyatları ve İşsizlik Oranındaki Değişim	33
Grafik 3.1.11. Temel Enflasyon Göstergeleri I ve I*	34
Grafik 3.1.12. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I	34
Grafik 3.1.13. Tarım Fiyatları	35
Grafik 3.1.14. İmalat Sanayi Fiyatları	35
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri	35

Grafik 3.2.2. Enflasyon Beklentileri Eğrisi	35
Grafik 3.2.3. Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	36
Grafik 3.2.4. Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı	36

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1. Dönemler İtibarıyla GSYİH Yıllık Büyüme Oranı	42
Grafik 4.1.2. GSYİH	42
Grafik 4.1.3. Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkı	42
Grafik 4.1.4. Yerleşik ve Yerleşik Olmayan Hanehalkı Tüketimi	42
Grafik 4.1.5. Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	43
Grafik 4.1.6. Özel Tüketim Harcamaları	43
Grafik 4.1.7. Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri	43
Grafik 4.1.8. Özel Yatırım Harcamaları	43
Grafik 4.1.9. Nihai Yurt İçi Talep	44
Grafik 4.1.10. İYA Mamul Mal Stok Miktarı ve Stok Düzeyi	44
Grafik 4.1.11. İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı	45
Grafik 4.1.12. Sanayi ve Hizmet Katma Değeri	45
Grafik 4.1.13. Sanayi ve Hizmet Katma Değeri	45
Grafik 4.1.14. Ticari Krediler	45
Grafik 4.1.15. İnşaat Katma Değeri	46
Grafik 4.1.16. Mart 2009-Şubat 2010 Döneminde Sanayi Üretimine Birikimli Katkıları	46
Grafik 4.2.1. İhracat, İthalat ve Net İhracatın Yıllık Büyümeye Katkısı	47
Grafik 4.2.2. Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı	47
Grafik 4.2.3. İhracat Miktar Endeksi	47
Grafik 4.2.4. İYA İhracat Siparişleri Gelecek Üç Ay Beklentisi ve PMI İhracat Siparişleri	47
Grafik 4.2.5. Gelişmiş Ülke Büyüme Tahminleri	48
Grafik 4.2.6. İthalat Miktar Endeksi	49
Grafik 4.2.7. Alt Kalemler İtibarıyla İthalat Miktar Endeksi	49
Grafik 4.3.1. İşsizlik Oranları	50
Grafik 4.3.2. Tarım Dışı İşsizlik Oranındaki Değişimin Kompozisyonu	50
Grafik 4.3.3. Tarım Dışı İstihdam	51
Grafik 4.3.4. Hizmetler ve İnşaat Sektörü İstihdamı	51
Grafik 4.3.5. Sanayi İstihdamı ve Üretimi	51
Grafik 4.3.6. İmalat Sanayi İstihdam Endeksi (M.A) ve PMI İstihdam Endeksi	51
Grafik 4.3.7. Reel Ücret Ödemeleri ve Yerleşik ve Yerleşik Olmayan Hanehalkı Tüketimi	52
Grafik 4.3.8. Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam	52

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.1.1. Risk Primi Göstergeleri	59
Grafik 5.1.2. Politika Faizi Beklentileri	60
Grafik 5.1.3. Kriz Öncesi Döneme Kıyasla Politika Faizleri	61
Grafik 5.1.4. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	62
Grafik 5.1.5. Piyasa Faizinin Vade Yapısı	63
Grafik 5.1.6. DİBS Getirilerinden Elde Edilen Orta Vadeli Reel Faizler	63
Grafik 5.1.7. Para Tabanı Yıllık Reel Büyümesi	64
Grafik 5.1.8. Döviz Kuru Gelişmeleri	65
Grafik 5.1.9. Piyasadaki Net Likidite Seviyesi	65
Grafik 5.2.1. Reel Sektöre Açılan Krediler / GSYİH	66
Grafik 5.2.2. Tüketici Kredileri Alt Kalemleri	67
Grafik 5.2.3. Ticari Krediler	67
Grafik 5.2.4. Kredi Yayılma Endeksi	68
Grafik 5.2.5. Kredi Faizleri	69
Grafik 5.2.6. Tahsili Gecikmiş Alacaklar ve Karşılıksız Çek Oranı	69
Grafik 5.2.7. İşletmelere Verilen Kredilerin Standartlarındaki Gelişim	70

6. KAMU MALİYESİ

Grafik 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Açığı ve AB Tanımlı Kamu Borcu	79
Grafik 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçesi	81
Grafik 6.1.2. Reel Vergi Gelirleri	84
Grafik 6.1.3. Faiz Dışı Fazla	84
Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri	86
Grafik 6.2.2. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı	87
Grafik 6.2.3. İç ve Dış Piyasalardan Gerçekleştirilen Borçlanmanın Vadesi	87
Grafik 6.2.4. İç Borçlanma	88

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Grafik 7.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	99
Grafik 7.2.2. Ocak 2010 Enflasyon Raporu ve Nisan 2010 Enflasyon Raporu Tahminlerinin Karşılaştırması	100

Tablolar**1. GENEL DEĞERLENDİRME**

Tablo 1.3.1. TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	9
---	---

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1. Büyüme Tahminleri	17
Tablo 2.3.1. Enflasyon Tahminleri	20

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	31
Tablo 3.1.2. Temel Mal Fiyatları	32

6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri	81
Tablo 6.1.2. Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları	82
Tablo 6.1.3. Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri	83

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.1.1. Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemenin Kaynakları	96
Tablo 7.2.1. TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler	101

Geçmiş Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2010-I

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

2009-IV

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

2009-III

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

2009-II

- 1.1. Küresel Krizin Etkisini Hafifletmeye Yönelik Olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarafından Alınan Önlemler
- 2.2. 2008 Kasım Döneminden Bugüne Uygulanan Ön 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. Görelî Fiyat Farklaşması, Verimlilik ve Reel Kur
- 6.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Hesap Verebilirlik ve IMF Şartlılığı

2006-I

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

Kısaltmalar

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
CDS	Kredi İflas Takası
CCS	Para Takası
CEEMEA	Doğu Avrupa, Ortadoğu ve Afrika
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EMBI	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
Fed	Amerikan Merkez Bankası
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KİT	Kamu İktisadi Teşekkülleri
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
Kurul	Para Politikası Kurulu
OECD	Uluslararası İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
MSCI	Morgan Stanley Hisse Senedi Endeksi
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
OVP	Orta Vadeli Program
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
PMI	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TL	Türk lirası

2010 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları, Enflasyon Raporu ve Finansal İstikrar Raporu Takvimi		
PPK Toplantıları	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
14 Ocak 2010 (Perşembe)	26 Ocak 2010 (Salı)	
16 Şubat 2010 (Salı)		
18 Mart 2010 (Perşembe)		
13 Nisan 2010 (Salı)	29 Nisan 2010 (Perşembe)	
18 Mayıs 2010 (Salı)		26 Mayıs 2010 (Çarşamba)
17 Haziran 2010 (Perşembe)		
15 Temmuz 2010 (Perşembe)	27 Temmuz 2010 (Salı)	
19 Ağustos 2010 (Perşembe)		
16 Eylül 2010 (Perşembe)		
14 Ekim 2010 (Perşembe)	26 Ekim 2010 (Salı)	
11 Kasım 2010 (Perşembe)		
16 Aralık 2010 (Perşembe)		7 Aralık 2010 (Salı)